الجمهورية الجزائرية الديموقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر 3 كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

عنوان الأطروحة

تداعيات الأزمات الراهنة على كفاءة الأسواق المالية العربية للفترة (2000 – 2024)

أطروحة مقدمة من أجل نيل شهادة دكتواره علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: تخطيط

اعداد الطالبة:

بوزغوب مريم

اشراف الأستاذة:

أ.د. عيسى نجاة

لجنة المناقشة

أعضاء اللجنة	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د حسياني عبد الحميد	أستاذ	الجزائر 3	رئيسا
أ.د نجاة عيسى	أستاذ	الجزائر 3	مقررا
أ.د العربي نعيمة	أستاذ	الجزائر 3	عضوا
د. دعمي محمد	أستاذ محاضر أ	جامعة تيبازة	عضوا
د. ميموني سمير	أستاذ محاضر أ	جامعة بومرداس	عضوا
د. نورالدين زحوفي	أستاذ محاضر أ	جامعة خميس مليانة	عضوا

السنة الدراسية: 2024 – 2025

الشكر

أتقدّم بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذتي المشرفة، **الأستاذة الدكتورة عيسى نجاة**، على ما قدّمته من دعم علمي مستمر طوال فترة إعداد هذه الأطروحة، فقد كانت لملاحظاتها البنّاءة وتوجيهاتها القيمة الدور الكبير في إخراج هذا العمل بالشكل المطلوب.

كما أتوجّه بالشكر لكل من ساهم في إنجاز هذا البحث، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، من أساتذة وزملاء، ولكل من قدّم لي كلمة تشجيع، أو دعم معنوي، أو نصيحة ثمينة خلال هذه الرحلة العلمية. فلكم جميعًا مني أصدق مشاعر التقدير والعرفان.

الاهداء

اهداء

إلى من كانوا السند والداعم في كل خطوة من هذا المشوار،

إلى والديّ العزيزين، مصدر الدعاء والقوة،

إلى زوجي **عزالدين**، رفيق الدرب وشريك النجاح،

إلى فلذات كبدي **ماريا، مايا، دانيا ورامي**،

إلى إخوتي وأخواتي، أنتم ظهري وأماني،

الى زوج ابنتي الغالي

وإلى كل طالب علم لا يكلّ ولا يملّ،

أهدي هذا العمل المتواضع، عرفانًا وحبًا وامتنانًا.

الملخص:

رمت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة الديناميكية بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وكفاءة الأسواق المالية في الدول العربية، مع التركيز على تأثير الأزمات العالمية الكبرى مثل الأزمة المالية لعام 2008 وأزمة جائحة كوفيد-19 في عام 2020. لتحقيق هذا الهدف، تم اعتماد منهجية مزدوجة شملت عرضًا نظريًا وتحليلًا قياسيًا باستخدام نموذج المتجه الذاتي للبيانات اللوحية(Panel VAR) ، الذي يُعد من أكثر النماذج كفاءة في تتبع العلاقات المتبادلة بين المتغيرات عبر الزمن، كما تم تضمين متغيرات وهمية لتمثيل فترات الأزمات وتقدير التفاعل بين الأزمات والعوامل الاقتصادية.

أظهرت النتائج أن المؤشرات الاقتصادية تؤثر إيجابيًا وبشكل قوي على مؤشر الأسعار في الأسواق المالية، بينما كان تأثيرها على حجم التداول أضعف نسبيًا، نظرًا للطبيعة السلوكية لحركة التداول. كما تبين أن الأزمة المالية لعام 2008 كان لها أثر مباشر وحاد على المؤشرات المالية، في حين أثّرت أزمة كوفيد-19 بشكل أكبر على مؤشرات الاقتصاد الحقيقي. كذلك، تراجع تأثير نمو الناتج المحلي الإجمالي على المؤشر السعري خلال فترات الأزمات، مما يشير إلى ضعف ارتباط الأسواق المالية بالأسس الاقتصادية في فترات عدم اليقين.

انطلاقًا من هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة تعزيز مرونة السياسات الاقتصادية في الدول العربية، وتفعيل أدوات السياسة النقدية والمالية بشكل استباقي خلال الأزمات، إلى جانب تشجيع الاستثمارات طويلة الأجل، وتحسين بيئة الأعمال، ونشر الثقافة المالية لرفع كفاءة الأسواق المالية على المدى الطويل.

الكلمات المفتاحية: مؤشرات اقتصادية، كفاءة أسواق مالية ازمات اقتصادية ومالية، نموذج Panel VAR

Abstract:

This study aims to analyze the dynamic relationship between macroeconomic indicators and financial market efficiency in selected Arab countries, with a particular focus on the impact of major global crises such as the 2008 financial crisis and the COVID-19 pandemic in 2020. To achieve this objective, a dual methodological approach was adopted, combining theoretical exposition with empirical analysis. The empirical part employed a Panel Vector Autoregression (Panel VAR) model, which is well-suited for capturing the mutual interactions between variables over time. Dummy variables were incorporated to represent crisis periods, along with interaction terms to quantify how economic indicators behave differently during normal times versus crises.

The findings reveal that macroeconomic indicators have a strong and positive effect on stock price indices, while their impact on trading volume is relatively weaker. The 2008 financial crisis had an immediate and pronounced impact on financial indicators, whereas the COVID-19 crisis exerted greater influence on real economic variables. Additionally, the influence of GDP growth on stock prices diminishes during periods of crisis, reflecting a temporary disconnection between financial markets and economic fundamentals in times of uncertainty.

Based on these results, the study recommends enhancing the flexibility of economic policies in Arab countries, activating monetary and fiscal tools proactively during crises, encouraging long-term investment, improving the business environment, and promoting financial literacy to strengthen market efficiency and resilience over the long run.

Keywords: Economic Indicators, Financial Market Efficiency, Economic and Financial Crises, Panel VAR Model

قائمة الجداول

جدول 1: التحول في ديناميكية العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والأسواق المالية 25

الجدول2: نسبة التغير في المؤشرات الاقتصادية من عام 2007 إلى 2008 34

الجدول3: تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2007 الى 2010 36

الجدول4: تطور أسعار الذهب والبترول خلال الفترة 2007 الى 2010 36

الجدول5: الاستجابات والتدابير المتبعة من قبل الدول الصناعية الكبرى 38

الجدول6: : نسبة التغير في المؤشرات الاقتصادية من عام 2019 إلى 2020 40

الجدول7: تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2019 الى 2022 41

الجدول8: تطور أسعار الذهب والبترول خلال الفترة 2019 الى 2022 42

الجدول9: استجابات الدول الصناعية لجائحة كوفيد 44

الجدول 10: تطور النمو الاقتصادي في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 50

الجدول 11: **تطور نسبة التضخم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024** 52

الجدول 12: تطور الكتلة النقدية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 54

الجدول 13: تطور مؤشر أسعار الأسهم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 58

الجدول 14: تطور القيمة السوقية للأوراق المالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 60

الجدول 15: تطور حجم التداول في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 62

الجدول 16: تطور متوسط المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 64

الجدول17: تعريف متغيرات الدراسة 66

الجدول رقم 18: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة 67

الجدول 19: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة 68

الجدول رقم 20: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (اختبار IPS) 70

الجدول رقم21: اختيار طول الابطاء (معيار معلومات أكايكي(AIC) ومعيار هنان-كوين(HQ)) 71

الجدول 22: مقدرات نموذج PVAR 72

الجدول 23: اختبار السببية لغرانجر 76

الجدول 24: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء 77

الجدول 25: معاملات تأثير كوفيد والأزمة المالية على المؤشرات الاقتصادية والمالية 80

الجدول 26: معاملات تأثير الأزمتين على العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والمالية 83

قائمة الأشكال

الشكل 1 : علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف للكفاءة ضمن نموذج المباراة العادلة 13

الشكل 2 : تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2007 الى 2010 35

الشكل3: تطور أسعار الذهب والبترول خلال الفترة 2007 الى 2010 37

الشكل4: تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2007 الى 2010 42

الشكل5: تطور أسعار الذهب والبترول خلال الفترة 2019 الى 2025 43

الشكل 6: تطور النمو الاقتصادي في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 51

الشكل 7: تطور نسبة التضخم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 53

الشكل 8: تطور الكتلة النقدية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 56

الشكل 9: تطور مؤشر أسعار الأسهم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 57

الشكل 10: تطور القيمة السوقية للأوراق المالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 59

الشكل 11: تطور حجم التداول في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 61

الشكل 12: **تطور متوسط المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024**..... 65

الشكل 13: تحليل الاستجابة للصدمة 75

الشكل 14: الجذور العكسية الذاتية 77

قائمة الملاحق

ملحق 1: الإحصاءات الوصفية.....103

ملحق2: مصفوفة الارتباط 103

ملحق3: استقرارية السلاسل الزمنية 104

ملحق4 : تقدير النموذج PVAR (تأثير المؤشرات الاقتصادية على كفاءة الأسواق المالية) 107

ملحق5 : تقدير النموذج PVAR (تأثير الازمات على المؤشرات الاقتصادية والمالية) 108

ملحق6 : تقدير النموذج PVAR (تأثير المؤشرات الاقتصادية على كفاءة الأسواق المالية في ظل الأزمات).....109

قائمة المختصرات

المختصر	الاسم الكامل بالإنجليزية	الترجمة باللغة العربية
GDP	Gross Domestic Product	الناتج المحلي الإجمالي
EMH	Efficient Market Hypothesis	فرضية كفاءة السوق
FDI	Foreign Direct Investment	الاستثمار الأجنبي المباشر
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
DPS	Dividends Per Share	حصة السهم من التوزيعات النقدية
DCF	Discounted Cash Flow	نموذج خصم التدفقات النقدية
PVAR	Panel Vector Autoregression	نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي لبيانات البانل
VECM	Vector Error Correction Model	نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي
VAR	Vector Autoregression	نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي
GMM	Generalized Method of Moments	طريقة العزوم المعممة
AR	Autoregressive	الانحدار الذاتي
AIC	Akaike Information Criterion	معيار "أكايكي" للمعلومات
HQ	Hannan-Quinn Information Criterion	معيار "هنان-كوين" للمعلومات

الفهرس

الملخص: I

قائمة الجداول III

قائمة الأشكال IV

قائمة الملاحق V

قائمة المختصرات VI

مقدمة..... أ

الفصل الأول: الإطار التأسيسي لأسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية ابان الصدمات 1

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية ودورها الاقتصادي والتنموي.....3

المطلب الأول: المعايير المستخدمة لقياس نشاط أسواق الأوراق المالية 3

المطلب الثاني: الآثار الاقتصادية والتنموية لأسواق الأوراق المالية 7

المطلب الثالث: أساسيات فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية (EMH) ونظرية السير العشوائي..... 10

المبحث الثاني: ديناميكية العلاقة بين الأسواق المالية والمؤشرات الاقتصادية الكلية 14

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لمتغيرات الاقتصاد الكلي (النمو، التضخم، والكتلة النقدية) 14

المطلب الثاني: آليات تقييم الأسواق المالية (التحليل الأساسي والتحليل الفني)..... 17

المطلب الثالث: قنوات انتقال الأثر والعلاقة الديناميكية بين المؤشرات الاقتصادية والأسواق المالية 22

المبحث الثالث: الانعكاسات الاقتصادية والمالية للأزمات والصدمات العالمية 26

المطلب الاول: الإطار المفاهيمي للأزمات المالية والاقتصادية وأسبابها..... 27

المطلب الثاني: تداعيات الصدمات المالية: قراءة في الأزمة المالية العالمية (2008)..... 32

المطلب الثالث: تداعيات الصدمات الخارجية: قراءة في الأزمة الوبائية (كوفيد-19)..... 38

خلاصة:.....45

الفصل الثاني: أثر المؤشرات الاقتصادية على كفاءة الأسواق المالية في الدول العربية في ظل الأزمات (2000 - 2024) 47

المبحث الأول: تطور المؤشرات الاقتصادية والمؤشرات المالية في الدول العربية (2000 -2024) 49

المطلب الأول: تطور المؤشرات الاقتصادية في الدول العربية خلال الفترة (2000 – 2024)..... 49

المطلب الثاني: تطور المؤشرات المالية في الدول العربية خلال الفترة (2000 – 2024) 56
المطلب الثالث: علاقة المؤشرات الاقتصادية بكفاءة الأسواق المالية في الوطن العربي 63
المبحث الثاني: أثر المؤشرات الاقتصادية على المؤشرات المالية في الدول العربية 65
المطلب الأول: التحليل الوصفي لبيانات الدراسة 66
المطلب الثاني: النموذج القياسي 68
المطلب الثالث: نتائج تقدير نموذج Panel VAR 71
المبحث الثالث: أثر المؤشرات الاقتصادية على المؤشرات المالية في الدول العربية في ظل الأزمات 78
المطلب الأول: أثر الأزمات على المؤشرات الاقتصادية والمالية 78
المطلب الثاني: أثر الأزمات على العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والمالية 81
المطلب الثالث: تعزيز المرونة المالية في مواجهة الأزمات: مقاربة استشرافية 85
خلاصة: 88
خاتمة عامة 90
قائمة المراجع 96
الملاحق 102

مقدمة:

أضحت أسواق الأوراق المالية المحرك الأساسي للعلاقات المالية المحلية والدولية، وضرورة حتمية لامتصاص الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الناجعة التي من شأنها توفير التمويل والسيولة للاقتصاد، ولا تتجسد هذه الوظائف إلا في ظل اتسام هذه الأسواق بالكفاءة، التي من شأنها أن تزيد من شفافية وانعكاس المؤشرات الاقتصادية على السوق وتأثره بها، بما يتيح المعلومات للمستثمرين بأدنى التكاليف ويزيد من رشادة اتخاذ القرارات الاستثمارية فيرفع من ثقة المستثمر في السوق. و تحتل أسواق الأوراق المالية مكانا بارزا في النظم الاقتصادية الحديثة ، إذ تعمل هذه الأسواق على تنظيم و توفير تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها فوائض مالية عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى خططها الاستثمارية ، فهي تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية و الوطنية فضلا عن ذلك يمكن القول أن نجاح أي برنامج للإصلاح الاقتصادي يتوقف على مدى وجود سوق أوراق مالية نشطة تعمل على توسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة ،و بذلك فهي عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد و المؤسسات و الأوراق المالية و الإجراءات التي تربط كل من المستثمرين و المدخرين ،حيث يتم التعامل بالأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل كالأسهم و السندات والأوراق المهجنة بيعا و شراء.

لقد تصدر موضوع تأثير المؤشرات الاقتصادية على كفاءة أسواق الأوراق المالية العالمية بشكل عام والعربية بشكل خاص في ظل التغيرات الاقتصادية والسياسية التي تشكل صدمات تشهدها الساحة الدولية والإقليمية على حد سواء من أهم مواضيع الساعة التي تتصدر موضوع النقاش في الكثير من الملتقيات والندوات والدراسات والتقارير الاقتصادية، ويرجع هذا الاهتمام في كون أن المؤشرات مرآة تعكس من خلالها أهم التغيرات التي تشهدها اقتصاديات الدول، كما لها دور بارز في قياس المستوى الاقتصادي لأي دولة, و في قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية, بحيث الكفاءة تتأثر بهذه المؤشرات, ومن أهم هذه المؤشرات النمو الاقتصادي و معدلات التضخم ومحددات الكتلة النقدية و البطالة و سعر صرف العملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية و معدلات الفائدة السائدة في الاقتصاد و التي توضح العلاقة القائمة بين أسواق رؤوس الأموال من حيث بدائل التمويل المتاحة للاستثمارات .وعليه يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية بديل لتمويل نستطيع قياس أداء كفاءته و مدى تأثره بالوضعية الاقتصادية السائدة فلمؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية عميق الأثر في قياس مدى كفاءة السوق، وإبراز درجة ارتباطها بأسواق الأوراق المالية العالمية، إذ تعد الأسواق قطاعا لا يتجزأ من القطاعات التي يتكون منها اقتصاد الدول، وبهذا فأي تغيير يستهدف الاقتصاد إلا وكان له عميق الأثر على أسواق الأوراق المالية والذي يتجسد من خلال التغيرات التي تطرأ على تذبذب حركة مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

ولقد تأثرت الدول العربية بمجريات الأحداث الراهنة من آثار الأزمة المالية العالمية والتغيرات السياسية التي أضرت باقتصادياتها ضمن ما يسمى بالربيع العربي، وتداعيات صدمات الأزمة النفطية الأخيرة التي ألقت بظلالها على اقتصاديات الدول العربية المستوردة والمصدرة للنفط على حد سواء، تلتها ازمة الصحة العالمية كورونا (كوفيد19و التي مست تداعياتها اقتصاديات دول العالم كونها فرضت نمط من الركود الاقتصادي لم يسبق له مثيل في العالم و الذي غير طريقة التفكير في توقع الازمات و حلها ،و جاءت بعدها ازمة اكرانيا مسببة بذلك اضطرابا في حركة مؤشراتها الاقتصادية حسب درجة ترابط هاته الدول مع المناخ العالمي والعربي الذي يعد موطنا لهذه الأزمات ولم يمر على دول العالم كله فترة طويلة على تلقى هذه الصدمات و التي تركت اثار و خيمة على المستوى الاقتصادي .و الدول العربية هي كذلك لم تسلم من هذه التداعيات خاصة مع احداث التي مرت بمنطقة الشرق الأوسط و التي تميزت بالكثير من الصراعات السياسية والاقتصادية اخرها طوفان الأقصى التي أثرت على دول المنطقة من جرئ الحرب التي القت بنتائجها على المؤشرات الاقتصادية و كدا انتقال هذا التأثير الى أسواق اوراقها المالية وزاد من حالة عدم اليقين ومن ناحية فان أسواق اوراقها المالية شهدت تقدما تكنولوجيا كبيرا مما أدى الى تسهيل تداول الأوراق المالية وزيادة الشفافية و منه يمكن دراسة هذه العلاقة القائمة نظرا لأهميتها البالغة . سوف نحاول توضيح أهمية أثر المؤشرات الاقتصادية على أسواق الأوراق المالية العربية

أهمية الدراسة: تبرز اهمية البحث في تداعيات مؤشرات الاقتصادية على كفاءة اسواق الأوراق المالية لدول العربية في ظل الصدمات الاقتصادية في النقاط التالية:

- ازدياد ترابط اقتصاديات الدول المتقدمة مع الدول العربية وتأثرها بالتغيرات الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية.
- دخول كفاءة أسواق الأوراق المالية ضمن المتطلبات اللازم توفيرها لتخفيف أثر الأزمات الاقتصادية لدول العربية.
- للأسواق الأوراق المالية دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المعاصرة. فهي تعمل على حشد الموارد المالية وتوجيهها الى المشاريع الاستثمارية فهي بمثابة الجسر الذي يربط قطاعات الفائض المالي مع العجز المالي (أصحاب الفرص الاستثمارية).

- فضلا على انه تعد عامل جذب للاستثمارات المحلية والأجنبية ومن تم سد الفجوة التمويلية للمشاريع الاقتصادية والائتمانية وكدا فجوة النقد الأجنبي لاسيما للدول العربية
- حاجة معظم الدول عامة والعربية خاصة لإيجاد مصادر جديدة للتمويل لذا تعمل على رفع مستويات كفاءة أسواقها لمواكبة التغيرات الحادثة ومواجهة أي صدمات نتيجة لخبرتها في مواجهة الازمات الاقتصادية المتوالية.
- ليتسنى للمستثمرين اتخاد قرارتهم الاستثمارية في ضل نوع من الاستقرار و الاطمئنان و تقليل من المخاطر

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة للإجابة على الأسئلة المطروحة في الاشكالية بالإضافة الى تحليل ما يلي:

- تحديد دور مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في قياس وتقييم مستوى كفاءتها.
- التعرف على المتطلبات الأساسية لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية وتحليل أبعادها المختلفة.
- إجراء مقارنة تقييمية لأداء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية مقابل نظيراتها في الدول المتقدمة للوقوف على الفجوات التمويلية.
- القياس والتحليل القياسي لطبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات الأداء المالي في الأسواق العربية خلال فترات الصدمات الاقتصادية، وذلك بالاعتماد على أدوات الاقتصاد القياسي.
- استشراف آفاق إدماج وتدويل أسواق المال العربية، مع تسليط الضوء بشكل خاص على حالة الاقتصاد الجزائري لمعرفة مدى تأثر سوق الأوراق المالية بالتحولات والصدمات الاقتصادية المتعاقبة.
- تقديم جملة من التوصيات والحلول العملية المستقاة من التجارب الدولية الرائدة، بهدف تعزيز كفاءة السوق المالي الجزائري، وتقوية مرونته، والارتقاء بأدائه المالي.

إشكالية الدارسة: في ظل التحولات الهيكلية والديناميكية التي تطبع المشهد الاقتصادي العالمي، باتت دراسة وتحليل الدلالات الاقتصادية والمالية ضرورة حتمية. وتبرز هذه الأهمية في السعي نحو قياس مدى استجابة أسواق الأوراق المالية لهذه التغيرات، وتقييم درجة مرونتها وقدرتها على استيعاب التداعيات السلبية للأزمات التي تلقي بظلالها على استقرار الأسواق.

وضمن هذا السياق تتمحور الإشكالية الجوهرية للدراسة حول:

هل يمكن لتداعيات تغيرات المؤشرات الاقتصادية أن تؤثر على أداء أسواق الأوراق المالية في دول العربية وكيف يتجسد ذلك ابان الازمات الاقتصادية العالمية الراهنة؟

الأسئلة الفرعية:

ولتسهيل الإجابة عن الإشكالية الجوهرية للدراسة قمنا بمحورتها إلى أسئلة فرعية كما يلي:

- ما هي طبيعة العلاقة السببية والديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي، التضخم، الكتلة النقدية) وأداء أسواق الأوراق المالية العربية (مؤشر الأسعار، حجم التداول، والقيمة السوقية) في ظل الأوضاع الاقتصادية المستقرة؟
- إلى أي مدى تختلف استجابة الأسواق المالية العربية باختلاف طبيعة الصدمة، وهل يتباين أثر الأزمات المالية الهيكلية (كأزمة 2008) عن أثر صدمات الاقتصاد الحقيقي (كجائحة كوفيد-19)؟
- هل تُحدث الأزمات العالمية تأثيرا تفاعليا يُغير من مسار وتأثير المؤشرات الاقتصادية على الأسواق المالية؟

فرضيات الدراسة:

- وجود علاقة سببية وديناميكية ذات دلالة معنوية و إحصائية بين المؤشرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي، التضخم، الكتلة النقدية) وأداء الأسواق المالية العربية (مؤشر الأسعار، حجم التداول) في فترات الاستقرار.
- تختلف استجابة الأسواق المالية العربية للصدمات باختلاف طبيعة الأزمة؛ حيث يكون للأزمات المالية (كأزمة 2008) وقع مباشر على الهيكل المالي، بينما تنتقل تداعيات الأزمات الصحية/الاقتصادية (ككوفيد-19) عبر قنوات الاقتصاد الحقيقي وتباينت تداعيتها باختلاف طبيعة الازمات لتالي.
- تُحدث الأزمات العالمية أثرا تفاعليا مضاعفا يغير من طبيعة التأثير التقليدي للمؤشرات الاقتصادية على الأسواق المالية، مع وجود تفاوت في كفاءة الاستجابة بين المؤشرات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية.

البعد الزمني والمكاني للدراسة:

تمتد الفترة الزمنية لهذه الدراسة من عام **2000إلى غاية عام 2024**، حيث تم اختيار هذه الحقبة نظراً لكونها تزخر بالعديد من التحولات والصدمات الاقتصادية (العالمية والإقليمية) التي ألقت بظلالها على الأسواق المالية .ومع ذلك، ولضمان رصانة النموذج القياسي المستخدم والذي يتطلب توفر سلاسل زمنية طويلة للحصول على تقديرات إحصائية ذات معنوية وموثوقية عالية تم تكييف فترة الدراسة لبعض الأسواق. ويعود هذا التكييف إلى حداثة نشأة بعض الأسواق

المالية العربية وعدم توفر بيانات تاريخية كافية عنها في قواعد بيانات الهيئات الرسمية المعتمدة (مثل صندوق النقد العربي، البنك الدولي، واتحاد البورصات العربية).

تقتصر الحدود المكانية للدراسة على تحليل أداء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية (المصدرة والمستوردة للنفط) المدرجة ضمن مؤشرات صندوق النقد العربي. ونظراً لمحددات توفر البيانات المذكورة آنفاً، تم حصر عينة الدراسة التطبيقية في ثلاثة عشر (13) سوقا ماليا عربيا.

علاوة على ذلك، تغطى الدراسة مساحة تحليلية خاصة لمحاولة الإسقاط والمقارنة؛ حيث تسلط الضوء على تجارب دول عربية محددة نجحت في تفعيل دور سوقها المالي ليساهم بإيجابية في تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة. وتُعد هذه التجارب (التي تعتمد على دفع التنمية الإنتاجية في القطاعات الناشطة بدلاً من الاعتماد المطلق على الفوائض الريعية) أنموذجا مرجعيا يمكن الاستفادة منه لتشخيص وتطوير أداء الأسواق المالية التي لا تزال تشهد تأخرا ملحوظا، وعلى رأسها السوق المالي الجزائري .ويهدف هذا الإسقاط إلى إيجاد آليات فعالة لتحصين الاقتصاد الجزائري وتطوير كفاءة سوقه المالي ليكون بديلا تمويليا حقيقيا لا يعتمد حصرا على قطاع المحروقات.

الأدوات والمصادر المستخدمة في الدراسة:

لخدمة الجانبين النظري والتطبيقي للدراسة، تم الاستناد إلى الركائز التالية:

- **المصادر المرجعية** :الاستعانة بباقة متنوعة من المراجع العلمية (عربية، فرنسية، وإنجليزية) شملت الكتب، الدوريات، والتقارير الرسمية، وذلك من خلال البحث المكتبي التقليدي والبحث عبر المنصات والمواقع الأكاديمية الإلكترونية.
- **برمجيات التحليل الإحصائي** :تمت معالجة البيانات واختبار فرضيات الدراسة قياسياً بالاعتماد على الحزمة الإحصائية **Eviews** في إصدارها الثالث عشر (13) لإجراء التقديرات القياسية، إلى جانب استخدام لغة **Python** لتنظيم ومعالجة قواعد البيانات المعقدة بكفاءة عالية.

منهجية الدراسة: بغية الإلمام الدقيق بإشكالية الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها، تم تقسيم البحث إلى مسارين متكاملين. يعتمد المسار الأول على **المنهج والاستنباطي باستخدام الأسلوب الوصفي** ، والذي يتلاءم مع التأصيل النظري لمفاهيم كفاءة أسواق الأوراق المالية ومقومات إرسائها، مع تقديم رؤية استطلاعية لأهم مؤشرات الأداء المالي العالمية والعربية

واستجابتها للأزمات الاقتصادية. أما المسار الثاني، فيرتكز على **المنهج الاستنباطي باالاعتماد على الأسلوب والتحليلي** بهدف تشخيص الواقع الفعلي للمؤشرات الاقتصادية في الدول العربية، وتحليل تداعيات الصدمات الاقتصادية العالمية على اقتصاداتها. ويمتد هذا التحليل لدراسة العلاقة القائمة بين تغيرات البيئة الاقتصادية الكلية وأداء أسواق المال العربية، لا سيما في غضون الأزمات الاقتصادية التي تلقي بظلالها على هذه الدول بدرجات متفاوتةوهذا باستعانة بقياس الكمي .

أسباب اختيار موضوع الدارسة: وقع الاختيار على موضوع أثر المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية كمحور للدراسة للأسباب الآتية:

- محاولة الاقتداء بتجربة الاقتصاديات العالمية في مجال الترابط بين مؤشراتها الاقتصادية ومؤشرات أسواق أوراقها المالية، للتنبؤ بآليات تدنية تأثير الصدمات الاقتصادية عليها.
- دراسة واقع اقتصاديات الدول العربية من خلال تحليل التباين في تطورات مؤشراتها الاقتصادية وتأثير ذلك على أداء أسواق أوراقها المالية.
- السعي لاقتراح سياسات وإجراءات استشرافية مستمدة من نتائج التقدير للنموذج القياسي المعتمد، بهدف معالجة مكامن الخلل وتجاوز نقاط الضعف التي تفرزها التقلبات الرقمية للمتغيرات الاقتصادية.
- سليط الضوء على تجارب بعض الدول العربية التي حققت ريادة في تطوير كفاءة أسواقها المالية وتعزيز دورها في تمويل التنمية، واعتبارها نموذجاً مرجعياً يُمكن استخلاص الدروس منه وإسقاطه على الحالة الجزائرية بغية الارتقاء بأداء سوقها المالي.
- قياس وإثبات طبيعة العلاقة السببية بين المؤشرات الاقتصادية في الدول عينة الدراسة وأداء أسواقها المالية إحصائياً، مع إبراز انعكاسات هذه العلاقة على مسار الاستثمار والنمو الاقتصادي، لا سيما خلال فترات الصدمات وحالة عدم اليقين (Uncertainty) التي تكتنف هذه الأسواق.

الدراسات السابقة:

- **محمد اميين حنفي اثر المتغيرات الاقتصادية والعالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية جامعة كلية التجارة – جامعة دمياط المجلد السادس ـ العدد الأول ـ الجزء الرابع2025**

تستهدف الدراسة توضيح الدور المحوري الذي تحتله أسواق المال في اقتصادات الدول المتقدمة والنامية، والمتمثل في تجميع المدخرات وإعادة توجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتحقيق أعلى معدلات الرفاهية لجميع أفراد المجتمع. كما تستهدف إبراز أهمية ودور المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في أسواق المال العربية من خلال نموذج تطبيقي قياسي للفترة (2000-2023)، والذي سعى الباحث من خلاله إلى توضيح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات أداء أسواق المال.

إلا أن النتائج أسفرت عن تباين واضح، حيث انقسمت العينة إلى مجموعتين من الدول العربية: الأولى تشهد تأثيراً قوياً للتغيرات الاقتصادية (وهي الإمارات والسعودية بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل)، بينما أظهرت المجموعة الثانية (قطر ومصر) تأثيراً ضعيفاً تنعدم فيه هذه العلاقة التوازنية. ويُؤخذ على الدراسة أن الباحثة اكتفى بإظهار العلاقة الرقمية التي تربط بين المتغيرات، لكنه لم يفسر سبب هذا الاختلاف الجوهري بين المجموعتين، على الرغم من انفتاح معظم هذه الدول على الاقتصاد العالمي. مما جعل نتائج الدراسة تتسم بالسطحية، ويغيب عنها التحليل الاقتصادي الدقيق لطبيعة العلاقة القائمة بين المتغيرات وأداء الأسواق العربية، لا سيما في غضون الأزمات الاقتصادية.

- **وسام حسين علي، أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2005-2011 باستخدام نموذج متجه في تصحيح الخطأ (VECM) مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية المجلد 05، العدد10، العراق،2013.**

عمدت هذه الدراسة إلى إيضاح أثر معدلات التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2011)، وذلك من خلال تحليل البيانات الشهرية للتضخم والمؤشر العام للسوق باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM). وقد تمحورت إشكالية البحث حول تداعيات ارتفاع معدلات التضخم، والتي تؤدي إلى إضعاف ثقة المتعاملين بالعملة المحلية وزيادة ظاهرة إحلال العملة (الاستعاضة بالعملات الأجنبية) كإجراء تحوطي لمواجهة تقلبات المستوى العام للأسعار وتصاعد المخاطر الاستثمارية؛ مما يخلق في النهاية اختلالاً في أداء سوق العراق للأوراق المالية. وخلصت الدراسة إلى إثبات وجود علاقة توازنية متبادلة طويلة الأجل بين معدلات التضخم ومؤشر سوق الأوراق المالية العراقي، وذلك عبر تأثيرها المباشر على تسعير الأدوات المالية المتداولة.

ويُؤخذ على هذه الدراسة أنها حصرت نطاق تركيزها في تأثير التضخم (وما ينجر عنه من تقلبات في أسعار الصرف) على مؤشر السوق، مُهملةً بذلك الدور المحوري لباقي المؤشرات الاقتصادية الكلية المتداخلة التي تؤثر بشكل جوهري على أداء الأسواق المالية.

- **أديب قاسم شندي، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية، دراسة حالة ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.**

تمحورت إشكالية هذه الدراسة حول التناقض القائم بين الأهمية البالغة التي تكتسيها الأسواق المالية في دفع عجلة التنمية والنمو الاقتصادي (من خلال أدوارها في تعبئة المدخرات، تمويل النشاط الإنتاجي، رفع كفاءة تخصيص الموارد، وزيادة إنتاجية الاستثمار)، وبين غياب الأثر الملموس لسوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي المحلي، والبحث في أسباب هذا القصور.

وقد خلص الباحث إلى جملة من النتائج، أبرزها:

-**العلاقة التبادلية بين السوقين الأولي والثانوي:** أثبتت الدراسة وجود علاقة تكاملية وتأثير متبادل بين السوقين. فمستويات النشاط المرتفعة والكفاءة العالية في السوق الثانوي (بما يوفره من سيولة، أمان، ربحية، وتسعير عادل للأوراق المالية) تشجع الجمهور على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار والاكتتاب في الإصدارات الجديدة. وبالمقابل، فإن نجاح السوق الأولي في تغطية إصداراته وجذب مشاركة الأفراد ينعكس إيجابا على زيادة حجم التداول في السوق الثانوي.

انعدام الأثر الاقتصادي لسوق العراق: أثبتت الدراسة صحة الفرضية القائلة بانعدام العلاقة بين نشاط سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق أي معدلات نمو اقتصادي تُذكر.

أسباب ضعف السوق: يُعزى هذا القصور المالي إلى افتقار السوق العراقي للبنية التحتية المؤسساتية (كمؤسسات التسوية، المقاصة، الإيداع، والحفظ المركزي) والتشريعات القانونية المنظمة لها. يضاف إلى ذلك صغر حجم الاقتصاد والسوق المحليين، وهو ما يمثل عائقاً حقيقياً أمام الاستفادة من قدرة السوق على استقطاب رؤوس الأموال لتأسيس شركات جديدة تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.

- **الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، دارسة لسوق الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006.**

تحدث الباحث في دراسته عن المفاهيم النظرية لكفاءة السوق وأثرها على تنمية وتخصيص الاستثمار في الأوراق المالية، حيث دارت إشكالية بحثه حول مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية وكيفية تجسيد متطلبات الكفاءة في سوق رأس المال الجزائري.

استهل الباحث دراسته بتأصيل الجانب النظري لسوق رأس المال وآليات تقييم الأوراق المالية وتسيير محافظها، لينتقل في جانبه التطبيقي إلى دراسة واقع "كفاءة السوق" كآلية لتنشيط الاستثمار في السوق المالية الجزائرية. وقد خلصت الدراسة إلى أن نجاح السوق في أداء وظيفتها المحورية المتمثلة في تخصيص الموارد بكفاءة يعكس مدى نجاح الإصلاحات الاقتصادية؛ إلا أن التقييم أثبت غياب المتطلبات الأساسية لتحقيق هذه الكفاءة في السوق الجزائرية. وبناءً على ذلك، أوصى الباحث بضرورة تضافر الجهود لتطوير بنية السوق من خلال تنشيط جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية، بالتوازي مع التحديث العميق للإطار المؤسسي، التشريعي، والتنظيمي الحاكم لها.

بالإضافة إلى الدراسات العربية التي تناولت العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والأداء المالي خلال الأزمات، أُجريت العديد من الدراسات الأجنبية التي سعت إلى استكشاف نفس العلاقة، خاصة خلال الأزمات العالمية مثل الأزمة المالية لعام 2008 وجائحة كوفيد-19، فقد شهدت السنوات الأخيرة اهتمامًا متزايدًا من قبل الباحثين بدراسة العلاقة بين الأزمات الاقتصادية العالمية، لا سيما أزمة كوفيد-19 والأزمة المالية العالمية لعام 2008، وبين سلوك الأسواق المالية بمختلف أنواعها. وقد ركزت هذه الدراسات على كيفية استجابة الأسواق للأزمات من حيث التقلّب، والكفاءة.

ومن بين هذه الدراسات، يشير (Berger et al., 2024) إلى التأثيرات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية في بداية أزمة كوفيد-19، حيث تكبّدت أسواق الأسهم والسندات ومشتقات الائتمان (CDS) خسائر كبيرة نتيجة الصدمة الاقتصادية وتوقعات استمرارها. وقد ارتفعت عوائد السندات الأمريكية الخاصة (Corporate Bonds) بشكل ملحوظ مقارنة بعوائد السندات الحكومية، وهو ما يعكس حالة من التوتر الشديد في الأسواق خلال شهري فبراير ومارس 2020. غير أن الأسواق، خصوصًا في الولايات المتحدة، شهدت تعافيًا سريعًا بفضل السياسات الاقتصادية القوية والسريعة التي تم تبنيها.

وفي دراسة بارزة ل (Yu et al., 2022) استخدمت تحليل الموجات(Wavelet Analysis) ، قام الباحثون بفحص الديناميكيات الزمنية والترددية (time-frequency dynamics) لانتقال الصدمات بين أسعار النفط والأداء الاقتصادي على المستوى العالمي، مع التركيز على فترتي الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وأزمة كوفيد-19 .توصلت الدراسة إلى أن كلًا من النشاط الاقتصادي وأسعار النفط أظهرا مستويات عالية من التداخل والتقلب خلال الأزمتين، مع تسجيل أعلى درجة من الترابط (connectedness) خلال جائحة كوفيد-19 .وقد أشارت النتائج إلى أن الصدمة في أسعار النفط لها تأثير كبير على الأداء الاقتصادي، وأن سرعة انتقال المعلومات بين المتغيرين كانت أعلى خلال جائحة كوفيد-19 مقارنة بالأزمة المالية العالمية. تعكس هذه النتائج أهمية مراقبة أسعار النفط عند صياغة السياسات الاقتصادية في فترات الأزمات، لما لها من آثار آنية ومتكررة على النشاط الاقتصادي العالمي.

كما أعاد(Afonso & Blanco-Arana, 2022) النظر في العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والاتحاد الأوروبي خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2016، والتي تشمل الأزمة المالية العالمية لعام 2008–2009. وقد اعتمد الباحثون على نموذج التأثيرات العشوائية وطريقة العزوم المعممة (GMM) لتحليل أثر مجموعة من مؤشرات التطور المالي على الناتج المحلي الإجمالي للفرد.

وقد أظهرت النتائج أن زيادة الائتمان المحلي، وحجم رسملة السوق، ونسبة دوران الأسهم المحلية تؤدي إلى تأثير إيجابي ملحوظ على النمو الاقتصادي. كما تبيّن وجود تأثيرات خطية وغير خطية للتطور المالي على النمو. ومن العوامل الأخرى التي ثبتت أهميتها الكبيرة للنمو :الإنفاق على التعليم، ومعدل التضخم، ومعدل البطالة.

وفي سياق مختلف، استعرضت دراسة أخرى من طرف (Saleh, 2023) الأدبيات المتعلقة بتأثير الأزمات الاقتصادية والمالية على الاستثمار الأجنبي المباشر(FDI) ، حيث أكّدت أن الأزمات غالبًا ما تؤدي إلى انخفاض في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن التأثيرات تختلف بحسب طبيعة الأزمة وطبيعة استجابة الشركات متعددة الجنسيات.

وقد ميّزت الدراسة بين نوعين من الآثار:

- **الآثار غير المباشرة (على المستوى الكلي)** :تتعلق بالتغيرات في البيئة الاقتصادية الكلية مثل النمو، الاستقرار المالي، والتشريعات.
- **الآثار المباشرة (على المستوى الجزئي)** :تتعلق بسلوك واستراتيجيات الشركات.

كما تم تصنيف ردود أفعال الشركات متعددة الجنسيات إلى ثلاث استراتيجيات رئيسية:

- **الهروب(Escape)**
- **الدفاع(Defensive)**
- **المخاطرة(Risky)**

وساهمت الدراسة في إثراء أدبيات الأعمال الدولية من خلال تقديم إطار نظري لفهم العلاقة بين الأزمات وتدفقات الاستثمار الأجنبي، مع تقديم توصيات للبحوث المستقبلية في هذا المجال.

على الرغم من تعدد الدراسات التي تناولت آثار الأزمات الاقتصادية والمالية، لا سيما الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأزمة جائحة كوفيد-19، على الأسواق المالية والأداء الاقتصادي الكلي، إلا أن هناك نقصا واضحا في الأدبيات المتعلقة بدراسة دور المؤشرات الاقتصادية في تفسير سلوك المتغيرات المالية في الدول العربية، كما لا تتوفر دراسة سابقة تناولت بشكل محدد العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الرئيسية والمتغيرات المالية خلال كل من أزمتي 2008 وكوفيد-19.

لذلك، تسعى هذه الدراسة إلى سدّ هذه الفجوة من خلال بناء نموذج Panel VAR يربط بين المؤشرات الاقتصادية الرئيسية والمتغيرات المالية لفهم طبيعة العلاقة والتأثيرات المتبادلة خلال فترات الأزمات في سياق الدول العربية.

تُعد هذه الدراسة إضافة نوعية إلى الأدبيات، حيث توفر إطارًا تجريبيًا يمكن الاعتماد عليه في تحليل ديناميكيات الأزمات وتقديم توصيات مبنية على بيانات واقعية تفيد صناع القرار والباحثين على حد سواء.

هيكل الدراسة: بغية الإلمام الشامل بجوانب الإشكالية المطروحة وتحقيق أهداف البحث، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين متكاملين؛ حيث خُصص الفصل الأول للتأصيل النظري والمفاهيمي، متناولا الإطار العام لقياس نشاط أسواق الأوراق المالية وتحليل كفاءتها، إلى جانب دراسة الآليات النظرية لانتقال أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية وتداعيات الصدمات والأزمات إلى حركة الأسواق. أما الفصل الثاني، فيمثل الجوهر القياسي والتطبيقي للدراسة، وقد ارتكز على ثلاثة مباحث رئيسية؛ ركز الأول على قياس الأثر المباشر للمؤشرات الاقتصادية على الأداء المالي للأسواق العربية، ودرس الثاني تداعيات الأزمات على كل من المؤشرات الاقتصادية والمالية معاً، في حين خُصص المبحث الثالث لتقدير الأثر

التفاعلي (تقاطع الأزمات مع المؤشرات الاقتصادية) على أداء أسواق الأوراق المالية، ليُتوج هذا الفصل بناءً على المخرجات القياسية باستنباط أبرز مكامن الضعف واقتراح الحلول والسياسات لتطوير كفاءة الأسواق المالية العربية.

الفصل الأول: الإطار التأسيسي لأسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية ابان الصدمات

تمهيد:

أصبحت أسواق الأوراق المالية تستقطب اهتمام الكثير من المستثمرين وتحفزهم على توظيف أموالهم فيها نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح خيالية، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات حول هذه الأسواق حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، فتحديد قيمة الأوراق المالية بناءا على المعلومات المتاحة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذه الأسواق، إذ تنعكس أي معلومة ترد إلى السوق على سعر الورقة المالية، ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار التي يتم فيه تحديد السعر العادل للورقة المالية فقد دعت إدارة هذه الأسواق إلى ضرورة الاهتمام ببعض التحليلات لبيان قوة الأوراق المالية من خلال عدد من المؤشرات المالية، الهدف منها هو الكشف عن نتائج الأداء الاستراتيجي للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية. ويشكل التحليل الأساسي والتحليل الفني أهم المداخل الأساسية المستعملة في تحليل الأوراق المالية.

احتلت أسواق الأوراق المالية مكانا بارزا في النظم الاقتصادية المعاصرة ، إذ تعمل هذه الأسواق على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها فوائض مالية عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى خططها الاستثمارية ، فهي تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية و الوطنية فضلا عن ذلك يمكن القول أن نجاح أي برنامج للإصلاح الاقتصادي تتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة تعمل على توسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة ،و بذلك فهي عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد و المؤسسات و الأوراق المالية و الإجراءات التي تربط كل من المستثمرون و المدخرين ،حيث يتم التعامل بالأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل كالأسهم و السندات ،الأوراق المهجنة بيعا و شراء. نظراً للدور المحوري الذي تضطلع به أسواق الأوراق المالية في تنشيط الدورة الاقتصادية، فقد أولت الدول وصُناع القرار اهتماماً بالغاً بكفاءة هذه الأسواق بوصفها قاطرة للنهوض الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة. وفي هذا السياق، يهدف هذا الفصل إلى تأصيل الإطار النظري للعلاقة التبادلية بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق الأوراق المالية، وصولا إلى تحليل تداعيات الأزمات والصدمات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية، بغية الوقوف على طبيعة الانعكاسات وحجم الأضرار الناجمة عنها. ولمعالجة هذه الجوانب بشكل منهجي ومتسلسل، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية:

- المبحث **الأول :**أسواق الأوراق المالية ودورها الاقتصادي والتنموي.
- **المبحث الثاني :**تحليل الأسواق المالية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
- **المبحث الثالث :**الانعكاسات الاقتصادية والمالية للأزمات والصدمات.

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية ودورها الاقتصادي والتنموي

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الرواج والكساد.

المطلب الأول: المعايير المستخدمة لقياس نشاط أسواق الأوراق المالية

نتيجة للدور الهام التي أصبحت تقوم به أسواق الأوراق المالية في النظام الاقتصادي للدول، عمد الباحثون الاقتصاديون إلى وضع مجموعة مؤشرات تقيس مدى تطور هذه الأسواق وأهمها مؤشر حجم السوق، مؤشر السيولة، مؤشر درجة التذبذب، ومؤشر درجة التمركز، بالإضافة إلى كل من مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية ومؤشر تطور البنية التنظيمية والتشريعية للسوق.

وتساعد هذه المؤشرات على فهم العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، كما تسمح بإجراء المقارنات بين الدول مما يكفل تحديد موقع كل سوق إقليميًا وعالميًا بحسب مستوى تطور السوق بها ومعرفة أيها أقدر على جذب الاستثمارات وتخصيصها على نحو كفؤ وفعال.

أولا: مؤشرات حجم السوق

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية، إذ كلما اتسع حجم السوق كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها، وثمة مؤشران لقياس حجم أسواق الأوراق المالية هما:

1. **مؤشر القيمة السوقية** Market Capitalization

تُعرّف القيمة السوقية (Market Capitalization) للشركة بأنها حاصل ضرب إجمالي عدد أسهمها المصدرة في السعر السوقي الحالي للسهم الواحد. أما القيمة السوقية الإجمالية للسوق المالي، فتمثل المجموع الكلي للقيم السوقية لكافة

الشركات المدرجة فيه. ولقياس عمق السوق المالي وأهميته النسبية في الاقتصاد الحقيقي، يُستخدم مؤشر "معدل الرسملة السوقية (Market Capitalization to GDP Ratio) "، والذي يُحسب بقسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المقيدة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي. ويعكس ارتفاع هذا المؤشر مدى تطور السوق المالي وقدرته على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، فضلاً عن كفاءته في تنويع المخاطر، مما يسهم بشكل مباشر في دفع عجلة النمو الاقتصادي.

وتجدر الإشارة إلى أن الاعتماد على "معدل الرسملة السوقية" لتقدير حجم الأسواق المالية يعطي دلالة اقتصادية أعمق من مجرد الاعتماد على مؤشر "عدد الشركات المدرجة"؛ فقد يضم السوق عدداً كبيراً من الشركات، لكنها تظل صغيرة الحجم وضعيفة التأثير من حيث قيمتها الرأسمالية الإجمالية.

وعلى الرغم من الأهمية البالغة لمؤشر القيمة السوقية، إلا أنه يعاني من بعض أوجه القصور المنهجية، لعل أبرزها إغفاله للأسهم غير المقيدة (Unlisted Shares) والشركات التي يتم تداولها في الأسواق الموازية أو غير النظامية، مما قد يجعل الحجم الفعلي للاقتصاد يفوق ما تعكسه الأرقام الرسمية للسوق المالي (مطفى يوسف الكافي و محمود عزت اللحام، 2021).

2. **مؤشر عدد الشركات المدرجة**

يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية (السوق المنظمة)، إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في أسواق الأوراق المالية بصورة عامة.

ثانيا: مؤشرات سيولة السوق

السيولة هي صفة الأوراق المالية التي يمكن شراؤها وبيعها بسرعة، دون تحمل تكاليف معتبرة ودون الخفض من رأس المال، وتسمى أيضا Marketability أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية وتزداد سيولة السوق عند توافر ثلاثة شروط أساسية هي:

- عمق السوق، بمعنى وجود أوامر تداول للأوراق المالية بشكل مستمر؛
- اتساع السوق، بمعنى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بالسوق؛

- سرعة استجابة السوق، وتشير إلى قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب.

ويشير ارتفاع درجة السيولة على قدرة هذه الأخيرة على إتاحة الفرصة للمستثمرين لتغيير محافظ أوراقهم المالية بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك وبالتالي تقليل مخاطر التصريف، كما يكون في وسع الشركات مباشرة الاستثمارات طويلة الأجل مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الكفء للموارد، وبالتالي على معدلات النمو الاقتصادية. ويتم استعمال مؤشرين لقياس السيولة هم

1. **مؤشر حجم التداول نسبة للناتج المحلي(Trading Volume to GDP)**

يمثل هذا المؤشر عدد الأسهم التي تم تداولها فعلياً في السوق بمختلف الأسعار خلال فترة معينة بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وهو يعكس درجة السيولة في الاقتصاد بصفة عامة. ولاستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة الآتية:

$$\text{حجم التداول} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ولإجراء التشخيص الدقيق بشأن السوق المدروسة فإنه غالبا ما يتم الاعتماد على مؤشر حجم التداول ليكمل مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول يكون صغيرا ومن ثمة فإنه يتعين الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون تحليل النتائج أكثر دقة (العيساوي، 2019).

2. **معدل دوران الأسهم:(Turnover Ratio)**

يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بغية التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة. ويُحسب المؤشر من خلال قسمة حجم التداول على القيمة السوقية:(العربي، 2024)

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة}}{\text{القمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة}} \times 100$$

فإذا كان هذا المعدل مساويا للواحد الصحيح (1)، فهذا يعني أن الورقة المالية قد تم تداولها بمتوسط مرة واحدة في العام .وتدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على انخفاض تكاليف المعاملات وسرعة التدفق الحر للمعلومات واستيعابها في الأسعار .ومع ذلك، قد تدل القيمة المرتفعة جداً لهذا المعدل على تعاظم نشاط المضاربة في السوق برمته (Morvan، 2016).

ثالثا: مؤشر درجة التمركز Market concentration :

يُقصد به مدى تمركز حجم التداول للسوق في عدد محدود من الشركات المقيدة أو توزعه على عدد كبير منها .ويتم قياس هذا المؤشر من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من القيمة السوقية الإجمالية أو إجمالي قيمة التداول .وكلما انخفضت درجة التمركز، كان ذلك مؤشراً إيجابياً على تطور وكفاءة وعمق السوق .أما المعنى الاقتصادي لهذا المؤشر فيكمن في ملاحظة مدى تأثر السوق ككل بالتغيرات الحاصلة في قيم أوراق هذه الشركات القيادية (العربي، 2022).

رابعا: مؤشر درجة التذبذب

يعرف التقلب أو التذبذب Volatility على أنه مقدار التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، فهو يشير إلى عدم استقرار السوق، ويقاس مؤشر درجة التذبذب بتقدير الانحراف المعياري للعوائد الشهرية لأسواق الأوراق المالية عن قيمتها المتوقعة خلال فترة عادة ما تكون اثنا عشر (12) شهرا.

وتتباين أراء الباحثين فيما يخص مدلول هذا المؤشر، فبينما يرى البعض أن ارتفاع درجة التذبذب يعد مؤشرا على تطور كفاءة السوق، انطلاقا من أن التذبذب في حد ذاته يشير بأن السعر يعكس فعلا المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، يرى البعض الآخر أن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة السوق. وتأسيسا على هذه الفكرة، يتوقع أن يؤدي انخفاض درجة التذبذب في السوق إلى تدعيم ثقة المستثمرين في هذه السوق، مما يسهم بالنتيجة في زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة فيها. (الشديقات، 2010)

خامسا: مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية

يقصد بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق – دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

ولاختبار هذا المؤشر، فإنه يتم الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يسمح بمقارنة العائد الفعلي بالعائد المتوقع من الاستثمار المحسوب وفق هذا النموذج، فإذا كان العائد المتوقع من الاستثمار أعلى من العائد الفعلي فمعنى ذلك أن الورقة المالية تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وهو ما يتيح لحامل هذه الورقة فرصة لجني مكاسب لاحتمال ارتفاع السعر مستقبلا. (الهندي، 2012)

سادسا: مؤشر تطور البنية التنظيمية والتشريعية للسوق

يمكن للعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة في السوق أن تؤثر على أداء أسواق الأوراق المالية، فوجود القوانين والتشريعات التي تلزم الشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات من شأنها أن تعزز من مشاركة المستثمرين في السوق وتدعم ثقة المتعاملين فيها.

ويتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة، وعلى المعايير المحاسبية المتبعة من طرف تلك الشركات ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية، كما يقيس هذا المؤشر نوعية وجودة قوانين حماية المستثمرين، ودرجة العوائق المفروضة على الاستثمار الأجنبي. (موسى، 2025)

المطلب الثاني: الآثار الاقتصادية والتنموية لأسواق الأوراق المالية

حظيت إشكالية العلاقة بين أسواق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الوطني باهتمام بالغ من قبل المنظرين الاقتصاديين. وقد اختلفت الرؤى حول طبيعة هذه العلاقة لتنقسم إلى أربعة اتجاهات رئيسية:

- **الاتجاه الأول (حيادية السوق)** :لا يعتقد أصحاب هذا الرأي بوجود علاقة بين المتغيرين، استناداً إلى رؤيتهم بانعدام أهمية هذه السوق بوصفها مصدراً لتمويل الاستثمارات. ويستدلون على ذلك بتجارب بعض الدول (كألمانيا، إيطاليا، كوريا الجنوبية، وتايوان) التي استطاعت تحقيق نمو اقتصادي كبير دون أن يكون هناك دور يُذكر لأسواق الأوراق المالية.
- **الاتجاه الثاني (العلاقة السلبية)** :يرى وجود علاقة سلبية بين المتغيرين، وتتمثل في انخفاض كفاءة توزيع الموارد بين الأنشطة الاقتصادية نتيجة توجه الأسواق نحو المضاربة بدلاً من الاستثمار الحقيقي.

- **الاتجاه الثالث (الأثر الإيجابي)** :يؤكد على وجود أثر إيجابي بينهما، وذلك من خلال ما تؤديه هذه السوق من وظائف متعددة للنشاط الاقتصادي كحشد المدخرات وتوفير السيولة.
- **الاتجاه الرابع (العلاقة التبادلية)** :يتبنى نظرة أشمل، حيث يرى أن العلاقة بينهما تبادلية ديناميكية تبدأ من تأثير السوق على النمو، ثم ينعكس النمو الاقتصادي لاحقاً في تطوير أداء السوق والارتقاء به.

ومما سبق، يتضح أن أغلب الآراء تؤيد وجود علاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بوجه خاص، والأداء الاقتصادي الكلي بوجه عام. فطالما أن هذه الأسواق تشكل جزءاً من النشاط الاقتصادي، فلا بد أن تؤثر فيه وتتأثر به، ويتوقف حجم هذا التأثير المتبادل على مدى كفاءة السوق ودرجة التقدم الاقتصادي (اسماعيل، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي و التجارة الخارجية، 2009؛ موسى، 2025).

وبناءً على هذا التوجه المنطقي الذي يتبنى الأثر الإيجابي والتبادلي، وفي سياق الهدف الرئيسي من هذا المطلب، سيتم التركيز حصراً على الآثار التنموية والإيجابية التي تعكس الدور الفعال للأسواق المالية في دعم الاقتصاد الحقيقي. فقد أصبحت هذه الأسواق المحرك الأساسي للإسراع بعجلة التنمية ورفع مستوى الناتج الوطني، وتبرز آثارها الاقتصادية من خلال الوظائف الحيوية الآتية:

أولا: تأمين السيولة

توفر أسواق الأوراق المالية ميزة مزدوجة للمدخرين: فرصة تحقيق العائد، وفرصة الحصول على السيولة. فهي تتيح للمستثمرين تحويل أصولهم المالية إلى نقد سائل بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة كلما دعت الحاجة. وتساهم هذه السيولة العالية في تشجيع الأفراد على الدخول في استثمارات طويلة الأجل دون خوف من تجميد أموالهم. في المقابل، يؤدي غياب السيولة إلى اتساع الفجوة بين أسعار العرض والطلب (Bid-Ask Spread)، مما يجبر المشتري على دفع أسعار أعلى، والبائع على قبول أسعار أقل من القيمة العادلة، وهو ما ينفر المستثمرين من السوق (شبيب، 2023).

ثانيا: تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد (تشجيع الاستثمار) :

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور الوسيط الفعال في تعبئة الفوائض المالية من الوحدات ذات العجز (المدخرين) وتوجيهها نحو الوحدات ذات العجز المالي (الشركات والمشروعات). ومن خلال هذه الآلية، توفر الأسواق التمويل طويل

الأجل الذي تحتاجه الشركات للتوسع والنمو، مما يقلل من اعتماد التنمية على التمويل الخارجي ذي الأعباء الباهظة والتدخلات السياسية. كما أن التمويل عبر الأسواق المالية يقي الاقتصاد الوطني من الضغوط التضخمية التي غالباً ما تصاحب التوسع في الائتمان المصرفي طويل الأجل (عيسى ش.، 2010).

ثالثا: تجميع المعلومات ونشرها لتخفيض التكاليف

تعمل الأسواق المالية كمركز ضخم لمعالجة البيانات، حيث تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات حول الشركات والظروف الاقتصادية الكلية. هذا الدور الذي يلعبه الوسطاء الماليون وصناع السوق يقلل من مشكلة "عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) " بين الإدارة والمستثمرين، ويحسن من كفاءة توزيع الموارد على البدائل الاستثمارية المختلفة (اسماعيل، 2009).

رابعا: التسعير العادل وتقويم أداء الشركات

تعد أسواق الأوراق المالية الآلية الأكفأ لتحديد الأسعار العادلة للأصول المالية بناءً على تفاعل قوى العرض والطلب، وذلك في ظل توفر شروط أساسية مثل: حرية المساومة، تجانس الأوراق، وتوافر المعلومات. علاوة على ذلك، تعمل السوق كجهة رقابية غير رسمية على أداء الإدارات؛ فالشركات التي تتبنى سياسات تشغيلية واستثمارية ناجحة تكافأ بارتفاع أسعار أسهمها، بينما تعاقب الشركات ذات الأداء الضعيف بانخفاض قيمتها السوقية. هذا التقييم المستمر يضمن توجيه الموارد نحو المجالات الأكثر كفاءة وربحية (قاسم، 2013)، وهو ما يؤمن سلامة تقييم المشروعات عن طريق تقييم الأسهم الأمر الذي يترتب عليه حسن توجيه المدخرات.

خامسا: المرآة العاكسة (البارومتر) للنشاط الاقتصادي

تُمثل أسواق الأوراق المالية حلقة الوصل بين كافة فعاليات الاقتصاد الكلي، وتُعد مؤشراً رائداً يعكس الحالة الصحية للاقتصاد. فمن خلال تتبع دورات السوق صعوداً وهبوطاً، يمكن التنبؤ بالدورات الاقتصادية (الانتعاش أو الركود). فحجم التداول يُشير إلى مستويات السيولة المتاحة في الاقتصاد، بينما تعكس المؤشرات السعرية مدى التفاؤل أو التشاؤم بشأن الأرباح المستقبلية للشركات، مما يساعد صناع القرار على رسم وتنسيق السياسات النقدية والمالية بفعالية (عيسى ن.، 2014-2015).

سادسا: جذب رؤوس الأموال الأجنبية

في ظل قصور المدخرات المحلية عن تلبية الاحتياجات التمويلية، تلعب الأسواق المالية دوراً حاسماً في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (Foreign Portfolio Investments) دخول المستثمرين الأجانب لا يوفر السيولة فحسب، بل يفرض على الشركات المحلية الارتقاء بمستويات الإفصاح والشفافية وتطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة لضمان بقائها في دائرة اهتمام رؤوس الأموال العالمية (خلف، 2012)

إذ تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله الشركات من تمويل مشاريعها بشكل يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات في الدولة وتوسيع قاعدة المستثمرين، إضافة إلى ذلك فإن دخول المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المحلية ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتدقيق يرفع من مستوى الإفصاح والشفافية، ويحفز إدارات الشركات المدرجة في السوق على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج واستخدام أساليب الحكم الرشيد في إدارتهم لهذه الشركات، ما يساهم في تعظيم قيمة الشركة وتعزيز الكفاءة التخصصية للسوق وازدهار الاقتصاد.

ولعل تجارب الأسواق الناشئة تقدم دليلاً واضحاً على ذلك؛ ففي سوق عمان المالي (على سبيل المثال)، شكلت مساهمة المستثمرين غير الأردنيين في بعض الفترات التاريخية قرابة 49.8% من إجمالي القيمة السوقية، مما يعكس أهمية رأس المال الأجنبي والعربي في تعميق السوق المحلية.

المطلب الثالث: أساسيات فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية (EMH) ونظرية السير العشوائي

استكمالاً لما تم التطرق إليه في المطلب السابق حول الدور الاقتصادي والتنموي للأسواق المالية في حشد المدخرات وتخصيص الموارد، فإن نجاح هذا الدور يرتبط شرطياً بمدى قدرة السوق على تسعير الأصول المالية بشكل دقيق وعادل. فالأسواق لا يمكن أن تخدم الاقتصاد الحقيقي ما لم تكن تعكس قيم الشركات بصدق. ومن هنا تبرز أهمية دراسة "فرضية كفاءة السوق(Efficient Market Hypothesis) ، وهي الآلية النظرية التي تقيس مدى سرعة ودقة انعكاس المعلومات الاقتصادية في أسعار الأسهم، مما يمهد الطريق لفهم ديناميكية استجابة هذه الأسواق للصدمات.

أولا: الإطار المفاهيمي لفرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية ونموذج المباراة العادلة

تعتبر فرضية كفاءة الأسواق من بين أبرز الفرضيات التي لاقت اهتماماً واسعاً من قبل الباحثين الاقتصاديين، وقد تحولت بمرور الوقت إلى نظرية اقتصادية متكاملة الأركان. بدأت إرهاصات هذه النظرية مع رصد "ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار" من قبل عالم الرياضيات الفرنسي "لويس باشيليي" *(Bachelier, 1900)*. وتوالت لاحقاً مساهمات العديد من الاقتصاديين أمثال: ساموبلسون، فيشر، بلاك، وكاندال، إلى أن قام الاقتصادي "يوجين فاما" **Eugene Fama** بإعادة صياغة محتوى فرضية السوق الكفؤ بشكلها المعاصر في إطار ما يُعرف بـ نموذج المباراة العادلة **Fair Game Model**، وينص نموذج المباراة العادلة على أن: المعلومات تكون متاحة للجميع بشفافية تامة وتنعكس فوراً في أسعار الأوراق المالية، مما يعني أن سعر الورقة المالية يتسق تماماً مع مستوى الخطر المرتبط بها، ولا يوجد أي مستثمر يمتلك أفضلية معلوماتية تتيح له التغلب على السوق بشكل دائم (Fama, 1970).

وقد عرّف (Fama, 1970)السوق الكفء بأنه: "السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بالأحداث الماضية والجارية بشكل كامل ودقيق".

وفي هذا السياق، يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك السوق التي تنجح في تحقيق الأهداف الاستراتيجية الآتية (Bodie et al., 2014):

- التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية.
- التقييم الدقيق والعادل لعمليات التبادل والمتاجرة.
- التحليل السريع والاستيعاب الفوري للمعلومات الاقتصادية والمالية.

ثانيا: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

في ظل السوق الكفء، يُتوقع أن يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر. ولضبط هذا المفهوم عملياً، يميز الأدب المالي بين نوعين أساسيين من الكفاءة:

1. الكفاءة الكاملة (Perfect Efficiency):

تشير هذه الكفاءة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقاً لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك أي فاصل زمني بين توارد المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى السعر التوازني العادل للورقة المالية. وتتطلب هذه الحالة شروطاً نظرية صارمة أهمها : (Fama, 1970) و (حمداوي، 2018)

- توفر المعلومات لكافة المستثمرين في نفس الوقت وبدون تحمل أي تكاليف، مما يجعل توقعاتهم متماثلة.
- انعدام تكاليف المعاملات **Transaction Costs** والضرائب، وقدرة المستثمر على بيع وشراء أي كمية من الأسهم بحرية تامة.
- وجود عدد كبير جداً من المتعاملين، بحيث لا تتأثر أسعار الأسهم بحجم معاملات أي فرد منهم (السيولة التامة).
- تمتع جميع المستثمرين بالتصرف الرشيد **Rationality** سعياً لتعظيم منفعتهم من خلال استثمار مداخيلهم بشكل منطقي.

2. الكفاءة الاقتصادية Economic Efficiency:

نظراً لاستحالة تحقق كافة شروط الكفاءة الكاملة في الواقع العملي (وخاصة شرط انعدام تكلفة المعلومات والضرائب)، برز مفهوم الكفاءة الاقتصادية كبديل واقعي. في ظل هذا النوع، يُتوقع أن يمضي بعض الوقت (فاصل زمني) لوصول المعلومات للسوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة وجيزة. ولكن بسبب تكلفة الحصول على المعلومات، لن يكون الفارق السعري كبيراً إلى الدرجة التي تسمح للمستثمر بتحقيق "أرباح غير عادية" **Abnormal Returns** على حساب الآخرين على المدى الطويل(Jensen, 1978).

ولكي يُوصف السوق بالكفاءة الاقتصادية، لا بد من توافر ميزتين متكاملتين (مطر، 2019):

كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): وتعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة مع إمكانية وجود تأخير زمني بسيط غير مستغل لتحقيق أرباح احتكارية.

كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): وهي قدرة السوق على إيجاد التوازن بين العرض والطلب بأدنى تكلفة للوسطاء، دون أن يُتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هوامش ربح مغالى فيها.

ثالثا: مستويات (صيغ) كفاءة سوق الأوراق المالية

تتباين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية حسب نوع المعلومات الواردة إلى السوق ودرجة استجابة أسعار الأسهم لها. وقد قسمها "فاما" إلى ثلاث صيغ رئيسية (Fama, 1970):

الصيغة الضعيفة Weak Form: أن تكون كافة المعلومات التاريخية حول الأسعار وحجم التداول السابقة منعكسة تماماً في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن استخدام هذه البيانات التاريخية للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

الصيغة شبه القوية Semi-Strong Form: أن تعكس الأسعار الحالية—إضافة إلى المعلومات التاريخية، كل المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور، مثل إعلانات الأرباح، التوزيعات، أو التغيرات في المؤشرات الاقتصادية الكلية.

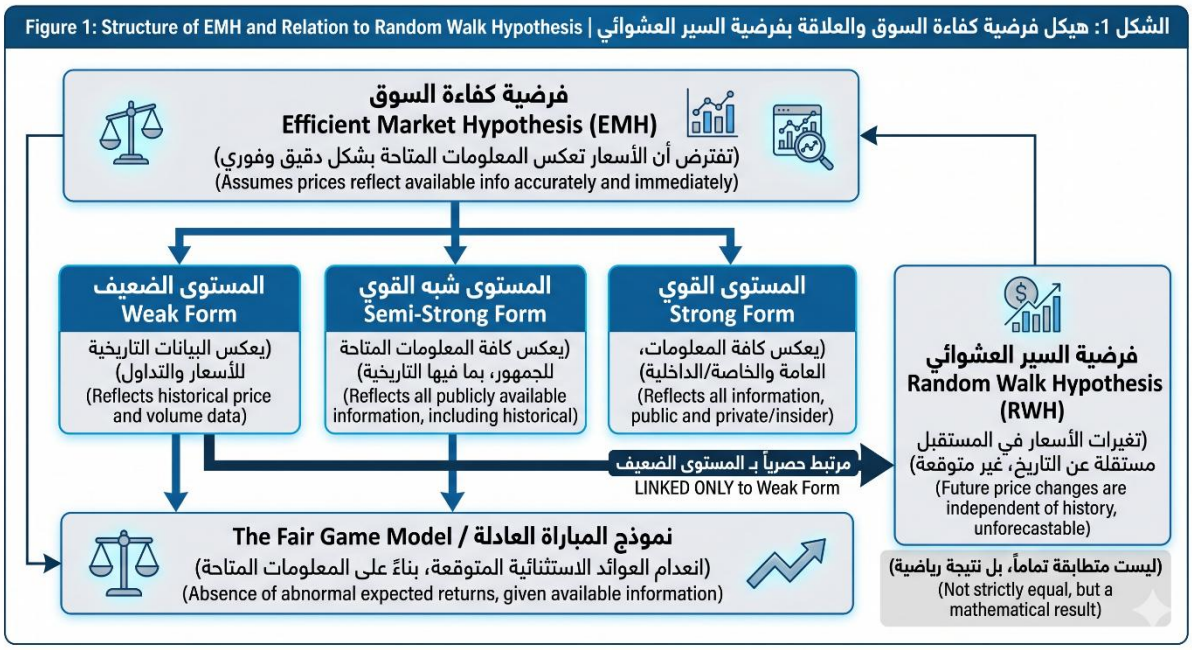
الصيغة القوية Strong Form: أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة وفورية كل المعلومات المتاحة (العامة والخاصة/الداخلية)، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين حتى مسؤولي الشركات أنفسهم، استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية.

رابعاً: علاقة نموذج السلوك العشوائي بفرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

يستند نموذج السير العشوائي (**Random Walk Model**) إلى فكرة مفادها أن المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت وفي نمط عشوائي وغير منتظم. وبما أن الأسعار تتعدل فوراً بناءً على هذه المعلومات المفاجئة، فلا يمكن لأحد أن يتوقع نمطاً معيناً لاتجاه حركة الأسعار في السوق. ومنه، فالحركة المتوقعة للأسعار لابد وأن تكون عشوائية، مما يؤدي إلى عدم القدرة على توقع سلوك السهم في المستقبل من خلال تحليل حركته في الماضي (الشمري، 2016).

هذا لا يعني إطلاقاً أن التغيرات في أسعار الأسهم تتم دون مبرر اقتصادي، بل المقصود أنه في نقطة زمنية معينة، فإن حجم واتجاه تغير السعر في الفترة اللاحقة يكون مستقلاً تماماً ومتغيراً عشوائياً مقارنة بالمعرفة المتاحة مسبقاً. ولتوضيح هذا المسار النظري المعقد، يمكن الاستعانة بالشكل الموالي الذي يربط بين هذه المتغيرات ضمن نموذج المباراة العادلة:

الشكل 1 : علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف للكفاءة ضمن نموذج المباراة العادلة



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق: دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للمدة (2008-2012)، رسالة دكتوره في علوم إدارة الأعمال، جامعة الكوفة، 2013، ص59

المبحث الثاني: ديناميكية العلاقة بين الأسواق المالية والمؤشرات الاقتصادية الكلية

يتناول هذا المبحث الأساليب المعتمدة في تحليل الأسواق المالية، حيث يتم التركيز على منهجين رئيسيين: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis) والتحليل الفني .(Technical Analysis) يهدف هذا المبحث إلى توضيح الفروق بين المنهجين، ومتى وكيف يُستخدم كل منهما في تقييم أداء الأسواق المالية واتخاذ القرارات الاستثمارية. يُعنى التحليل الأساسي بدراسة العوامل الاقتصادية والمالية المؤثرة على السوق، مثل معدلات الفائدة، والنمو الاقتصادي، وربحية الشركات، في حين يعتمد التحليل الفني على دراسة حركة الأسعار والأنماط التاريخية باستخدام الرسوم البيانية والمؤشرات الفنية. من خلال هذا العرض، نوضح كيفية توظيف كل نوع من التحليل لفهم اتجاهات السوق وتقييم فرص الاستثمار خاصة في فترات التقلب والأزمات.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لمتغيرات الاقتصاد الكلي (النمو، التضخم، والكتلة النقدية)

تُعد متغيرات الاقتصاد الكلي بمثابة الموجه الأساسي لحركة رؤوس الأموال ومؤشراً حاسماً للحالة الصحية للاقتصاد الوطني. وتمثل هذه المؤشرات أدوات أساسية يستخدمها المستثمرون وصناع القرار لفهم البيئة الاقتصادية العامة

وتوقع اتجاهات السوق، لا سيما خلال فترات الأزمات والصدمات. ولأغراض هذه الدراسة، سيتم التركيز على ثلاثة متغيرات مفصلية: النمو الاقتصادي، التضخم، والكتلة النقدية.

أولا: النمو الاقتصادي(Economic Growth)

يُعد النمو الاقتصادي الهدف الأسمى لأي سياسة اقتصادية، كونه المؤشر الكمي الذي يعكس تطور الطاقة الإنتاجية وقدرة النظام الاقتصادي على تلبية الاحتياجات المتزايدة للمجتمع.

1. **مفهوم النمو الاقتصادي:**

يُعرّف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة الحقيقية والمستمرة في إجمالي الناتج المحلي (GDP) لدولة ما عبر فترة زمنية طويلة. ووفقا ل (Mankiw, 2019)، لا يُعتبر النمو حقيقيا إلا إذا كان معدل الزيادة في الدخل الوطني يفوق معدل النمو السكاني، مما ينعكس إيجابا على متوسط نصيب الفرد من الدخل ومستوى الرفاهية. وتلعب عوامل مثل: التقدم التكنولوجي، تراكم رأس المال، وكفاءة اليد العاملة دورا حاسما في دفع عجلة هذا النمو.

2. **قياس معدل النمو الاقتصادي:**

يُقاس النمو الاقتصادي بنسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Real GDP) بين فترتين زمنيتين (غالباً سنة). ويتم استبعاد أثر التضخم للوصول إلى القيمة الحقيقية للنمو لتجنب التضليل الإحصائي. ويُحسب معدل النمو وفقا للمعادلة الآتية (Blanchard, 2021)

$$Economic\ Growth\ Rate = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_t} \times 100$$

حيث يمثل GDP_t الناتج المحلي الإجمالي للسنة الحالية، و GDP_{t-1} الناتج المحلي الإجمالي للسنة السابقة. وتؤدي معدلات النمو الإيجابية إلى ارتفاع ربحية الشركات، مما يدعم أسعار أسهمها في السوق المالي، في حين يشير النمو السالب إلى حالة من الركود الاقتصادي(Recession) .

ثانيا: التضخم(Inflation)

يُعتبر التضخم من أعقد الظواهر الاقتصادية النقدية التي تؤثر بشكل مباشر على القوة الشرائية للأفراد والتقييم الحقيقي للأصول المالية.

1. **مفهوم التضخم :**يُعرّف التضخم بأنه الارتفاع المستمر، الملموس، والشامل في المستوى العام للأسعار للسلع والخدمات خلال فترة زمنية محددة. ووفقاً ل(Friedman, M, 1968)، فإن التضخم هو "ظاهرة نقدية في كل مكان وزمان"، حيث يترافق دائماً مع انخفاض في القيمة الحقيقية للنقود وتآكل القدرة الشرائية للمستهلكين. ولا يُعد الارتفاع العابر أو الموسمي لأسعار سلعة معينة تضخماً، بل يجب أن يتصف الارتفاع بالشمولية والاستمرارية.
2. **مسببات التضخم و أنواعه :**يُصنف الأدب الاقتصادي التضخم بناءً على مسبباته وحدته إلى عدة أشكال، أبرزها(Samuelson & Nordhaus, 2010):

- **تضخم الطلب :(Demand-Pull Inflation)** ينشأ عندما يتجاوز الطلب الكلي قدرة الاقتصاد على الإنتاج (العرض الكلي)، مما يدفع الأسعار للارتفاع ("نقود كثيرة تطارد سلعاً قليلة").
- **تضخم دفع التكاليف :(Cost-Push Inflation)** يحدث نتيجة صدمات العرض، مثل الارتفاع المفاجئ في أسعار المواد الخام (كالنفط) أو أجور العمال، مما يجبر الشركات على تمرير هذه الزيادات للمستهلك النهائي.
- **التضخم الجامح :(Hyperinflation)** وهو أخطر الأنواع، حيث ترتفع الأسعار بمعدلات فلكية تفقد معها العملة الوطنية وظيفتها كمخزن للقيمة ووسيط للتبادل، وغالباً ما يرتبط بانهيار سياسي أو طباعة مفرطة للنقود.

3. **الآثار الاقتصادية للتضخم :**يخلف التضخم تشوهات اقتصادية حادة، من أهمها الإخلال بعدالة توزيع الدخل والثروة؛ إذ يتضرر أصحاب الدخول الثابتة والدائنون، بينما ينتفع المدينون (حيث يسددون ديونهم بنقود فقدت جزءاً من قيمتها الشرائية) (Mankiw, 2019). كما أن التضخم المرتفع يدفع البنوك المركزية لرفع أسعار الفائدة للسيطرة عليه، مما يرفع تكلفة التمويل ويضغط سلباً على أسواق الأوراق المالية.

ثالثا: الكتلة النقدية (Money Supply)

لا يمكن دراسة استجابة الأسواق المالية للمتغيرات الاقتصادية دون التطرق إلى الكتلة النقدية، بوصفها شريان السيولة الذي يغذي الاقتصاد والبورصة معا.

1. **مفهوم الكتلة النقدية:** تُعرّف الكتلة النقدية (أو المعروض النقدي) بأنها إجمالي حجم النقود المتداولة في الاقتصاد في لحظة زمنية معينة. وتشمل هذه الكتلة الأوراق النقدية والعملات المعدنية التي في أيدي الجمهور، بالإضافة إلى الودائع المصرفية بمختلف آجالها (Mishkin, 2019).
2. **المجمعات النقدية:(Monetary Aggregates)** يتم قياس الكتلة النقدية عبر مجمعات نقدية تتدرج حسب درجة سيولتها، وتُعرف دوليا بالرموز التالية: (Fonds monétaire international, 2017)

- **M1 النقود الضيقة:** وتشمل النقود الورقية والمعدنية المتداولة خارج الجهاز المصرفي + الودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية) التي يمكن تسييلها فوراً.
- **M2 النقود الواسعة:** تشمل **M1** + الودائع الادخارية والودائع لأجل قصير.
- **M1 السيولة المحلية الكلية:** تشمل **M2** + الودائع لأجل طويل وأشباه النقود الأخرى. (وفي الدراسات القياسية للأسواق المالية، غالباً ما يُعتمد المجمع **M2** كأفضل مؤشر للسيولة).

3. **أثر الكتلة النقدية على الاقتصاد:** تتحكم البنوك المركزية في حجم الكتلة النقدية عبر أدوات السياسة النقدية. ويؤدي التوسع في المعروض النقدي إلى توفير سيولة وفيرة تخفض من معدلات الفائدة، مما يحفز الاستثمار والنمو(Blanchard, 2021)، ويوجه جزءاً كبيراً من هذه الفوائض النقدية نحو أسواق الأوراق المالية بحثاً عن عوائد أعلى، مما يدعم ارتفاع أسعار الأسهم. وعلى العكس من ذلك، يؤدي الانكماش النقدي إلى تجفيف سيولة الأسواق ورفع تكلفة التمويل.

المطلب الثاني: آليات تقييم الأسواق المالية (التحليل الأساسي والتحليل الفني)

إذا كانت المتغيرات الاقتصادية الكلية (كالنمو، التضخم، والكتلة النقدية) تمثل البيئة الحاضنة والمحركة للأسواق المالية، فإن آليات التقييم المالي تمثل القناة الوسيطة التي تستقبل هذه المتغيرات ويترجمها إلى قرارات استثمارية تؤثر

في الأسعار وأحجام التداول. وتقتضي أدبيات الاستثمار المالي وجود مناهج علمية لتحليل سيل المعلومات المتدفق في الأسواق، بغية تقييم الأصول وتوجيه قرارات الشراء والبيع. وتتركز هذه المناهج تاريخياً في مدرستين رئيسيتين: مدرسة "التحليل الأساسي"، ومدرسة "التحليل الفني". ويكتسي استعراض هذه الآليات أهمية بالغة في هذه الدراسة؛ لأنها تفسر السلوك الكلي -Micro) (behavior للمستثمرين استجابةً للصدمات الماكرو-اقتصادية(Macro-shocks) ، وهو ما سينعكس لاحقاً في ديناميكية النموذج القياسي المستخدم.

أولا: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis) و انعكاسات الاقتصاد الكلي

1. **مفهوم التحليل الأساسي ومنهجيته :**يقوم التحليل الأساسي على دراسة وتحليل كافة المتغيرات الاقتصادية، المالية، والمحاسبية المحيطة بالشركة لتحديد "القيمة الجوهرية" أو العادلة (Intrinsic Value) لسهمها، ومن ثم مقارنتها بقيمته السوقية الحالية لمعرفة ما إذا كان السهم مقيماً بأقل (Undervalued) أو بأكثر (Overvalued) من قيمته العادلة(Bodie et al., 2014). ويستند هذا التحليل في بناء توقعاته إلى مدخلين منهجيين رئيسيين:

- **التحليل من أعلى إلى أسفل(Top-Down Approach)** : والذي يبدأ بدراسة وتحليل محددات الاقتصاد الكلي، ثم ينتقل لتقييم ظروف القطاع الصناعي، وصولاً إلى دراسة القوائم المالية للشركة الفردية (وفق إطار EIC: Economy, Industry, Company) ويُفضل المحللون هذا المدخل لقناعتهم بأن الاقتصاد الكلي يحدد المسار العام للأسواق.
- **التحليل من أسفل إلى أعلى (Bottom-Up Approach) :** يبدأ باكتشاف الشركات ذات الأداء المالي الممتاز والمقيمة بأقل من قيمتها الجوهرية، بغض النظر عن الظروف الكلية للسوق أو القطاع، مفترضين أن الشركات ذات الأساسيات القوية قادرة على تحقيق عوائد استثنائية حتى في فترات الركود الاقتصادي.

2. **مستويات التحليل الأساسي**

يشترك المحللون الماليون في تقسيم التحليل الأساسي إلى ثلاثة مستويات متكاملة متدرجة:

أ. **تحليل البيئة الاقتصادية الكلية** (Macroeconomic Analysis): يقوم المحلل بدراسة المتغيرات الاقتصادية الكبرى التي تنعكس على السوق ككل (السياسات النقدية، معدلات التضخم، أسعار

الفائدة، والنمو الاقتصادي). فارتفاع أسعار الفائدة مثلاً يزيد من تكلفة التمويل ويضغط على أرباح الشركات، مما يدفع أسعار الأسهم للانخفاض. بينما تميل البورصات للصعود في فترات الرواج الاقتصادي (النجار & شريف, 2006).

ب. **التحليل القطاعي / الصناعي (Industry Analysis):** تضيق هنا دائرة التحليل لتقييم القطاع الذي تنشط فيه الشركة. ويتم تصنيف القطاعات بناءً على حساسيتها للدورة الاقتصادية إلى: قطاعات دورية (Cyclical) تتأثر بشدة بالرواج والكساد، وقطاعات دفاعية (Defensive) كالأغذية والأدوية التي تحافظ على استقرار نسبي وقت الأزمات.

ج. **التحليل على مستوى الشركة (Company Analysis):** يتم فيه التركيز على الأداء المالي الداخلي للشركة عبر تحليل قوائمها المالية لحساب المؤشرات والنسب التي تقيم جودة الأسهم. ومن أبرز هذه النماذج (Ross et al., 2013)

- **عائد السهم (EPS - Earnings Per Share):** يقيس نصيب السهم العادي من صافي أرباح الشركة القابلة للتوزيع.

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح} - \text{توزيعات الاسهم الممتازة}}{\text{متوسط عدد الأسهم العادية}}$$

- **مضاعف الربحية (PER - Price Earnings Ratio):** يعكس تقييم السوق للشركة، ويقيس المبلغ الذي يدفعه المستثمرون مقابل كل وحدة من أرباح الشركة.

$$PER = \frac{\text{سعر السهم}}{EPS}$$

- **حصة السهم من التوزيعات :(DPS - Dividends Per Share)** يعبر عن التدفق النقدي الفعلي الذي يتسلمه المساهم مقابل كل سهم يمتلكه.

3. ميكانيزمات تأثير المتغيرات الكلية على التقييم الأساسي

إن جوهر التحليل الأساسي يعتمد على نموذج خصم التدفقات النقدية (DCF) ، حيث تُحسب القيمة الجوهرية V_0 بخصم التوزيعات أو التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة CF_t باستخدام معدل خصم مناسب K يعكس المخاطرة وتكلفة الفرصة البديلة(Damodaran, 2012):

$$V_0 = \sum_{0}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

ومن خلال هذه المعادلة، تبرز الأهمية القصوى للمتغيرات الكلية كمدخلات حتمية في التحليل الأساسي:

تأثير النمو الاقتصادي: ينعكس النمو الاقتصادي المرتفع مباشرة في البسط CF_t؛ حيث يؤدي الانتعاش الاقتصادي إلى زيادة المبيعات وتوسع هوامش أرباح الشركات، مما يرفع القيمة الجوهرية للأسهم.

تأثير التضخم والسياسة النقدية: ينعكس التضخم في المقام k ، فارتفاع التضخم يدفع البنوك المركزية لتقليص الكتلة النقدية ورفع أسعار الفائدة. هذا الارتفاع يزيد من معدل الخصم k المطبق على التدفقات المستقبلية، مما يؤدي رياضياً إلى انخفاض القيمة الجوهرية للأسهم.

تأثير الكتلة النقدية (السيولة): اتساع المعروض النقدي M2 يخفض تكلفة الاقتراض (يقلل k) يقلل ويزيد من التدفقات الاستثمارية نحو البورصة، مما يؤدي إلى تضخم مضاعفات الربحية (P/E Multiples) وارتفاع التقييمات الأساسية.

4. التحليل الأساسي في ميزان "فرضية كفاءة السوق" (EMH):

ترتبط مدرسة التحليل الأساسي ارتباطاً وثيقاً بـ "المستوى شبه القوي" (Semi-Strong Form) من كفاءة السوق. ففي سوق كفء شبه قوي، تعكس الأسعار فوراً كافة المعلومات العامة (بما فيها المؤشرات الكلية والقوائم المالية). وعليه، يجادل أنصار الكفاءة بأن التحليل الأساسي لا يمكن أن يولد أرباحاً استثنائية بصفة مستمرة، لأن القيمة السوقية تتطابق دائماً مع القيمة الجوهرية. غير أن الأدبيات الحديثة، وخاصة مفارقة (GROSSMAN, Sanford J & STIGLITZ, Joseph E., 1980)، ترى أن كفاءة السوق ليست حالة طبيعية ثابتة، بل هي نتيجة للجهد المستمر الذي يبذله المحللون الأساسيون والمراجحون (Arbitrageurs) .فهؤلاء المحللون، من خلال دراستهم للمتغيرات الكلية والجزئية واستغلالهم لتسعير الأصول

الخاطئ، هم الآلية ذاتها التي تجعل السوق كفؤاً، وتضمن سرعة تعديل الأسعار لتعكس الصدمات الاقتصادية المستجدة.

ثانيا: التحليل الفني (Technical Analysis) وديناميكية حجم التداول

يمثل التحليل الفني الوجه الآخر لعملة التقييم في الأسواق المالية؛ فبينما يبحث التحليل الأساسي في "مسببات" الحركة السعرية، يركز التحليل الفني على دراسة "الأثر" المباشر لتلك المسببات كما تنعكس على شاشات التداول. ويُعد هذا المنهج أداة حيوية لفهم سيكولوجية المتعاملين وتتبع مسارات السيولة النقدية داخل البورصة.

1. **مفهوم التحليل الفني**: على عكس التحليل الأساسي، لا يكترث التحليل الفني بالقوائم المالية أو المؤشرات الاقتصادية الكلية كأرقام مجردة، بل يركز حصرا على دراسة تأثيرها النهائي المتمثل في "السعر" و"حجم التداول" للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للسوق(Murphy, 1999). ويُعرف بأنه دراسة سيكولوجية لسلوك جماعة المتداولين بناءً على الرسوم البيانية .وتستند هذه المدرسة، التي تبلورت مع "نظرية داو(Dow Theory) "، إلى ثلاث مسلمات رئيسية:

- **حركة السوق تحسم كل شيء(Market Discounts Everything)** : يفترض التحليل الفني أن كل المعلومات (بما فيها التضخم والنمو) والظروف السياسية تنعكس فوراً في قوى العرض والطلب، وبالتالي تظهر في السعر وحجم التداول. دراسة السعر تغني عن دراسة مسبباته.
- **الأسعار تسير في اتجاهات(Prices Move in Trends)** : تتحرك الأسعار في مسارات محددة (صعود، هبوط، عرضي) وتميل للاستمرار فيها حتى تظهر إشارات انعكاس واضحة.
- **التاريخ يعيد نفسه(History Repeats Itself)** : الأنماط السعرية الناتجة عن سيكولوجية الخوف والطمع تميل للتكرار عبر الزمن.

2. **محورية حجم التداول (Trading Volume) في التحليل الفني :**

يعتمد المحلل الفني على الرسوم البيانية لاستخراج الأنماط، ويدعمها بمؤشرات الزخم. وفي هذا السياق، يُعد حجم التداول (Volume) المتغير الأهم والأخطر في تأكيد الاتجاهات، وهو يكتسي أهمية خاصة في هذه الدراسة .ففي التحليل

الفني، القاعدة الذهبية تنص على أن حجم التداول يسبق السعر (Volume Precedes Price) فالاتجاه الصاعد القوي الناتج عن صدمة اقتصادية إيجابية يجب أن يكون مدعوماً بارتفاع مطرد في أحجام التداول لكي يُعتد به. أما إذا ارتفع السعر بحجم تداول ضعيف، فهذه إشارة فنية تدل على ضعف الاتجاه واحتمالية الانعكاس(Karpoff, 1987). إن حجم التداول هو المقياس الحقيقي لـ "السيولة" ولدرجة اقتناع المستثمرين بالاتجاه السعري.

3. التحليل الفني وفرضية السير العشوائي(RWH) :

يمثل التحليل الفني النقيض المباشر للمستوى الضعيف من كفاءة السوق (Weak Form EMH) وفرضية السير العشوائي(Random Walk Hypothesis) فإذا كانت الأسعار تتبع مساراً عشوائياً مستقلاً عن تاريخها، فإن استخدام المتوسطات المتحركة (Moving Averages) والرسوم البيانية يصبح عديم الجدوى رياضياً واقتصادياً. إن بقاء واستمرار التحليل الفني كأداة رئيسية في الأسواق المالية يعكس إيمان المتعاملين بأن الأسواق ليست عشوائية بالكامل، وأن هناك "أنماطاً سلوكية" يمكن استغلالها قبل أن يتكيف السعر بشكل كامل مع المعلومات المتاحة(Edwards et al., 2007).

إن استعراض آليات التحليل الأساسي والفني لا يقتصر على الجانب المعرفي، بل يشكل الأساس النظري لفهم قنوات انتقال الأثر للصدمات الاقتصادية وهو ما سيتناوله المطلب الثالث. فالأسواق المالية لا تتفاعل مع الصدمات (مثل صدمة تضخمية مفاجئة أو زيادة في الكتلة النقدية) من تلقاء نفسها، بل يتم ذلك عبر وكلاء اقتصاديين. المحللون الأساسيون يقرؤون هذه الصدمات ويعيدون تسعير الأسهم عبر تغيير معدلات الخصم (مما يؤثر على السعر المتوقع)، والمحللون الفنيون يرصدون بداية هذا التغير فيتحركون لركوب الموجة السعرية (مما يؤدي إلى تضخم حجم التداول. وبالتالي، فإن العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات السوق المالي (الأسعار وأحجام التداول) هي علاقة ديناميكية تبدأ بتغير المعطيات الاقتصادية (الأساسيات)، وتُترجم من خلال تفاعلات العرض والطلب (الفنيات).

المطلب الثالث: قنوات انتقال الأثر والعلاقة الديناميكية بين المؤشرات الاقتصادية والأسواق المالية

تُعد دراسة العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وأداء الأسواق المالية من أكثر الموضوعات تعقيداً في أدبيات الاقتصاد المالي. إذ لا تقتصر هذه العلاقة على مسار أحادي الاتجاه ينطلق من الاقتصاد الحقيقي نحو الأسواق، بل تمتد لتشمل تأثيراً عكسياً مرتداً (Feedback Loop) من الأسواق نحو المتغيرات الكلية، مما يُشكّل نظاما ديناميكيا متداخلاً

(Endogenous System) وتهدف هذه الدراسة في هذا المطلب إلى تشريح قنوات انتقال الأثر المتبادل، وإبراز التحول الجوهري في طبيعة هذه العلاقة عند الانتقال من فترات الاستقرار الاقتصادي إلى فترات الأزمات المالية.

أولا: قنوات تأثير الاقتصاد الكلي على الأسواق المالية

تُمثّل المؤشرات الاقتصادية الكلية المتغيرات المستقلة التي تحدد المسار العام للأسواق، حيث يستند إليها المستثمرون لتسعير الأصول بناءً على التوقعات المستقبلية. وتنتقل آثار هذه المؤشرات عبر القنوات الآتية:

- **قناة النمو الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي) :**يُعد الناتج المحلي الإجمالي (GDP) المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي. فعندما يُسجّل الاقتصاد نمواً حقيقياً، يرتفع الطلب الكلي على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى توسع هوامش أرباح الشركات المدرجة. واستجابةً لزيادة التدفقات النقدية المتوقعة، ترتفع القيمة السوقية للأسهم. وتتسم الأسواق المالية بـ"السلوك الاستباقي(Forward-Looking) "، حيث تتفاعل الأسعار مع توقعات النمو قبل صدور البيانات الرسمية (Fama, 1990).

- **قناة التضخم وتكلفة رأس المال :**يُشكّل التضخم متغيراً حاسماً في تقييم الأصول؛ فالتضخم المرتفع والمفاجئ يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للأرباح المستقبلية الموزعة. والأهم من ذلك، أن ارتفاع التضخم يجبر البنوك المركزية على تبني سياسات نقدية انكماشية (رفع أسعار الفائدة)، مما يزيد من تكلفة الاقتراض على الشركات ويرفع "معدل الخصم" المطبق على التدفقات النقدية، وهو ما يدفع أسعار الأصول المالية للانخفاض فوراً (Chen et al., 1986).

- **قناة سوق العمل والاستهلاك :**يرتبط معدل البطالة بالأسواق المالية عبر قناة "الاستهلاك الخاص". فارتفاع معدلات التوظيف يعزز الدخل المتاح للأفراد، مما يدعم الطلب الاستهلاكي وينعكس إيجاباً على إيرادات الشركات. غير أن الأسواق قد تتفاعل أحياناً بسلبية مع بيانات التوظيف القوية جداً، خوفاً من أن تؤدي إلى ضغوط تضخمية في الأجور تستدعي تدخلاً نقدياً صارماً (Boyd et al., 2005).

ثانيا: التأثير العكسي (من الأسواق المالية إلى الاقتصاد الحقيقي)

لا تقف الأسواق المالية موقف المتلقي السلبي، بل تلعب دوراً محورياً في توجيه متغيرات الاقتصاد الكلي من خلال آليات انتقال محددة:

- **أثر الثروة :(Wealth Effect)** يؤدي الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم إلى تضخم المحافظ المالية للأفراد والمؤسسات. هذا الإحساس بزيادة الثروة يدفع المستهلكين إلى زيادة إنفاقهم الحالي وتقليل مدخراتهم، مما يحفز الطلب الكلي ويدفع عجلة الناتج المحلي الإجمالي، والعكس صحيح في حالات الانهيار السعري (Modigliani, F., 1971)

- **قناة تكلفة الاستثمار :(Tobin's Q)** تؤثر تقييمات الأسواق المالية مباشرة على قرارات الاستثمار للشركات عبر ما يُعرف بنسبة (Q) لـ "توبن". عندما تكون أسعار الأسهم مرتفعة (قيمة السوق للشركة أعلى من تكلفة إحلال أصولها)، يصبح من السهل والمربح للشركات إصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريع توسعية، مما يعزز النمو الاقتصادي الحقيقي(Tobin, 1969) .

ثالثاً: ديناميكية العلاقة خلال فترات الاستقرار مقابل فترات الأزمات

تتّسم العلاقة المتبادلة سابقة الذكر بطابع ديناميكي يتبدّل جوهريا بحسب السياق الاقتصادي والنفسي السائد، وهو ما يبرر الحاجة إلى نماذج قياسية متطورة لرصد هذه التحولات:

1. **ديناميكية الأسواق في الحالة العادية (الاستقرار):**

في ظل الاستقرار الاقتصادي، تعمل الأسواق المالية وفق منطق الكفاءة النسبية والتسعير العقلاني. تستجيب الأسواق للمؤشرات الاقتصادية بصورة تدريجية ومنتظمة تتيح للمستثمرين استيعاب المعلومات. وتتحرك المتغيرات في اتجاهات متسقة ومترابطة يمكن نمذجتها والتنبؤ بها، حيث يقود التحليل الأساسي قرارات التداول (Malkiel, 2003).

2. **ميكانيزمات الأسواق أثناء الأزمات (تشوه قنوات الانتقال):**

تُمثّل الأزمات المالية صدمات هيكلية (Structural Shocks) تؤدي إلى شلل أو تشوه في قنوات انتقال الأثر التقليدية. ففي وقت الأزمة، تنهار آليات التسعير الرشيد وتتغلب "السيولة" و"العوامل النفسية" على الأساسيات الاقتصادية. ويُلاحظ في هذه الفترات ظاهرة "البيع الإجباري (Fire Sales) "حيث تضطر المؤسسات لتسييل أصولها الممتازة لتغطية خسائرها،

مما يؤدي إلى انهيارات سعرية تتجاوز بكثير ما تبرره المؤشرات الكلية (Brunnermeier, 2009).في هذه المرحلة، يصبح حجم التداول (Volume) مؤشراً على حالة الذعر أو محاولات التخارج السريع، وتتحول الأسواق المالية من "مرآة" للاقتصاد إلى مصدر لتعميق الركود الاقتصادي.

جدول 1: التحول في ديناميكية العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والأسواق المالية

المتغير / القناة	في ظل الاستقرار الاقتصادي (الحالة العادية)	أثناء الصدمات والأزمات المالية
ميكانيزم التسعير	تسعير عقلاني يعتمد على الأساسيات وخصم التدفقات	تسعير غير عقلاني تحركه أزمات السيولة والذعر المالي
التفاعل مع التضخم	علاقة عكسية منتظمة (التضخم المعتدل يدعم التيسير)	تشوه العلاقة (ركود تضخمي، أو انهيار مزدوج للأسعار والأسهم)
دور حجم التداول	يعكس السيولة الطبيعية والاهتمام المؤسسي بالاستثمار	يعكس موجات الهلع، وتسييل المحافظ، وهروب رؤوس الأموال
اتجاه التأثير الأقوى	الاقتصاد الكلي يقود أداء الأسواق المالية	انهيار الأسواق المالية يقود الاقتصاد نحو الركود

(من إعداد الباحثة اعتمادا (Financial، 2024))

بناءً على ما سبق، يتبين أن العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي والأسواق المالية ليست علاقة خطية بسيطة أو أحادية الاتجاه، بل هي حلقة تفاعلية معقدة تتغير حدتها واتجاهها باختلاف الظروف (استقرار أم أزمة). هذا التداخل والترابط المتبادل (Endogeneity) الموثق نظرياً، يجعل من الأساليب القياسية التقليدية قاصرة عن التقاط ديناميكية الصدمات. ومن هنا تبرز الأهمية المنهجية لتبني "النموذج الشعاعي للانحدار الذاتي لبيانات البانل" (PVAR)، والذي يسمح بدراسة استجابة الأسواق المالية والمؤشرات الاقتصادية للصدمات المتبادلة عبر الزمن بصورة علمية دقيقة.

المبحث الثالث: الانعكاسات الاقتصادية والمالية للأزمات والصدمات العالمية

تُعدّ الأزمات الاقتصادية والمالية من الظواهر المتكررة والملازمة لديناميكيات الاقتصاد العالمي، والتي ما فتئت تُعيد تشكيل مسارات التنمية وتؤثر على استقرار الأسواق المالية، سواء في الاقتصادات المتقدمة أو النامية على حدٍّ سواء. فبغضّ النظر عن طبيعة النظام الاقتصادي أو مستواه من الانفتاح، تبقى الأزمات والصدمات الخارجية عوامل حاسمة في توجيه حركة الأسواق، واتخاذ السياسات الاقتصادية، وإعادة النظر في الأطر التنظيمية والمؤسساتية.

لقد أثبت التاريخ المعاصر أن الأزمات، سواء كانت ناتجة عن أسباب داخلية (هيكلية أو مالية)، أو عن صدمات خارجية غير متوقعة (مثل الجوائح الصحية أو الأزمات الجيوسياسية)، تمتلك القدرة على زعزعة التوازنات الاقتصادية، وتعميق الاختلالات المالية، بل وقد تُحوّل مسار نمو مستقر إلى حالة ركود أو كساد في ظرف زمني قصير. وتكمن خطورة هذه الأزمات في شموليتها وتأثيرها المتعدّي على عدة قطاعات، وعلى فئات اجتماعية مختلفة، خاصة الفئات الهشّة والمقاولات الصغرى والمتوسطة.

وفي هذا السياق، يهدف هذا المبحث إلى تحليل طبيعة الانعكاسات الاقتصادية والمالية للأزمات والصدمات، وذلك من خلال ثلاثة مطالب أساسية، حيث يتناول المطلب الأول مدخلًا نظريًا شاملاً لمفهوم الأزمات والصدمات الاقتصادية، مع عرض لأهم خصائصها، وتصنيف أنواعها، والتمييز بين الأزمات الاقتصادية والمالية. كما سيتم التطرق إلى الأسباب الكامنة وراء هذه الأزمات، مع تقديم أمثلة لأهم الأزمات التاريخية التي شكّلت نقاط تحوّل في النظام الاقتصادي العالمي. أما المطلب الثاني فسيركّز على أحد أهم الأحداث الاقتصادية في القرن الحادي والعشرين، وهي الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، التي بدأت في الأسواق العقارية الأمريكية ثم امتدت لتشمل مختلف أنحاء العالم، مُحدثة ركودًا اقتصاديًا واسع النطاق، ومثيرة تساؤلات جوهرية حول نماذج التنظيم المالي، وفعالية الرقابة المصرفية، ودور المؤسسات الدولية في احتواء الأزمات. في حين يخصّص المطلب الثالث لدراسة تفصيلية لأزمة كوفيد-19، باعتبارها أزمة حديثة ومركّبة، تميّزت بسرعة انتشارها وآثارها المتشعبة. سيتم تحليل كيفية نشوء هذه الأزمة، وتداعياتها على مؤشرات الاقتصاد الكلي (النمو، البطالة، الميزانيات العامة...)، إلى جانب تأثيرها على الأسواق المالية، وعلى طبيعة تدخلات الحكومات والبنوك المركزية عبر العالم.

من خلال هذه المعالجة الثلاثية، يسعى هذا المبحث إلى بناء فهم أعمق لديناميكية الأزمات، ليس فقط من خلال استعراض أسبابها وآثارها، وإنما من خلال تقييم تجارب الاستجابة لها، واستخلاص العبر التي يمكن أن تسهم في تعزيز قدرة الأنظمة الاقتصادية على الصمود والتكيّف مع الصدمات المستقبلية. كما يهدف إلى إبراز العلاقة التبادلية بين المؤشرات الاقتصادية والأداء المالي، وكيف تتفاعل هذه المكونات معًا في ظلّ بيئة أزمة، مما يُضفي على هذا التحليل بعدًا تطبيقيًا مهمًا، خاصة في ظل التغيرات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العالمي.

المطلب الاول: الإطار المفاهيمي للأزمات المالية والاقتصادية وأسبابها

تُعدّ الأزمات الاقتصادية من الظواهر التي تُشكّل تحديات حقيقية للاقتصاديات الوطنية والعالمية، نظرًا لما تخلّفه من آثار سلبية على النمو والاستقرار المالي والاجتماعي. وقد أثبت التاريخ الاقتصادي، منذ الثورة الصناعية إلى يومنا هذا، أن الأنظمة الاقتصادية عرضة للاختلالات الدورية نتيجة عوامل داخلية وخارجية، ما يؤدي في كثير من الأحيان إلى أزمات حادة تترك بصماتها على مختلف القطاعات. في هذا المطلب، سنعالج مفهوم الأزمة الاقتصادية والتمييز بينها وبين الأزمة المالية، ثم نتناول أبرز أسباب الأزمات، وأخيرًا نستعرض أهم الأزمات التي شهدها الاقتصاد العالمي عبر التاريخ.

أولا: ماهية الأزمات

تُعرف الأزمة الاقتصادية بأنها حالة من التدهور المفاجئ في المؤشرات الاقتصادية الكلية، ينتج عنها اختلالات حادة في دورة النشاط الاقتصادي، مثل انخفاض معدلات النمو، ارتفاع معدلات البطالة، تراجع الاستثمارات، واضطراب أسواق المال. وتتجلى الأزمة غالبًا في صورة ركود اقتصادي حاد، أو حتى كساد في بعض الحالات، وتكون مصحوبة بعدم اليقين وغياب الثقة بين المستثمرين والمستهلكين على حدٍّ سواء (احمد عثمان, 2021)

كما أن الأزمة ليست مجرد تباطؤ اقتصادي، بل تمثّل نقطة تحوّل حادّة ومفاجئة في الاتجاه العام للنشاط الاقتصادي، وغالبًا ما تتطلب تدخلاً من صناع القرار عبر حزم مالية ونقدية لمحاولة احتواء آثارها والحد من انتشارها. وقد تختلف شدة الأزمة حسب طبيعتها، ومدى تعقيد النظام الاقتصادي، ومستوى الانفتاح على الأسواق الدولية.

رغم أن المصطلحين "الأزمة الاقتصادية" و"الأزمة المالية" يُستخدمان أحيانًا بشكل متبادل، فإن بينهما فروقًا جوهرية يجب توضيحها. فالأزمة الاقتصادية تشمل الركود العام الذي يصيب الاقتصاد الكلي، ويؤثر على قطاعات متعددة مثل الصناعة، الزراعة، التشغيل، والاستهلاك، كما ينعكس في مؤشرات كالناتج المحلي الإجمالي ومعدلات البطالة.

أما الأزمة المالية، فتقتصر في بدايتها على القطاع المالي، مثل انهيار البنوك، فقدان السيولة، هروب رؤوس الأموال، وانهيار أسواق الأسهم والسندات. غير أن الأزمة المالية قد تتحوّل بسرعة إلى أزمة اقتصادية شاملة إذا انتقلت تأثيراتها إلى الاقتصاد الحقيقي، كما حدث في الأزمة المالية العالمية سنة 2008 (Saleh, 2023).

بالتالي، يمكن القول إن كل أزمة مالية قد تؤدي إلى أزمة اقتصادية، لكن ليست كل أزمة اقتصادية ناتجة بالضرورة عن أزمة مالية. وقد تتداخل الأزمتان في كثير من الحالات، مما يزيد من تعقيد التدخلات المطلوبة لمعالجتهما.

ثانيا: الأسباب الرئيسية للأزمات الاقتصادية

وفقًا لما أشار إليه (احمد عثمان, 2021) و (العيساوي & العويدي, 2014) ، فإن الأزمات لا تنشأ من سبب واحد فقط، بل هي نتيجة تفاعل معقّد لمجموعة من العوامل الاقتصادية والمالية والسياسية، بالإضافة إلى تأثيرات الصدمات الخارجية. ويمكننا تلخيص أبرز الأسباب المكوِّنة للأزمات على النحو التالي:

1. **أسباب مالية:**

تُعدّ الأسباب المالية من أكثر العوامل المباشرة التي تؤدي إلى اندلاع الأزمات، حيث تلعب الأنظمة المصرفية والأسواق المالية دورًا محوريًا في استقرار الاقتصاد. ومن أبرز هذه الأسباب التوسّع المفرط في منح الائتمان دون وجود ضوابط تنظيمية كافية، مما يؤدي إلى تشكّل فقاعات سعرية في أصول مثل العقارات أو الأسهم. وغالبًا ما يُغري توفر السيولة المرتفعة المؤسسات والمستثمرين بالمخاطرة المفرطة، خصوصًا في غياب رقابة فعّالة من الجهات التنظيمية. كما أن ضعف الحوكمة والشفافية داخل المؤسسات المالية يسهم في تراكم المخاطر غير المرئية، التي تبدو مستقرّة لفترة طويلة قبل أن تنكشف فجأة مسبّبة انهيارًا سريعًا، كما حدث في أزمة الرهن العقاري عام 2008 في الولايات المتحدة، والتي كانت نتيجة مباشرة لتراكم الديون العقارية عالية المخاطر دون تقييم حقيقي لقدرة المقترضين على السداد.

2. **أسباب اقتصادية هيكلية:**

تشير الأسباب الاقتصادية الهيكلية إلى الاختلالات البنيوية المتجذّرة في طبيعة الاقتصاد الوطني، وهي غالبًا ما تتراكم على مدى زمني طويل دون أن تُعالج بفعالية. من بين هذه الأسباب نذكر العجز المزمن في الميزانية العامة للدولة، والذي يعكس سوء إدارة الإنفاق العام وعدم كفاءة تحصيل الإيرادات. كما يشكّل ضعف إنتاجية القطاعات الاقتصادية، خصوصًا تلك

المعتمدة على الموارد الأولية دون تطوير صناعي أو تكنولوجي، عنصرًا إضافيًا للهشاشة. إلى جانب ذلك، فإن سوء توزيع الموارد بين القطاعات والمناطق، وغياب التخطيط الاستراتيجي للتنمية، يساهم في إضعاف القاعدة الاقتصادية. كما يؤدي تراجع التنافسية على المستوى الدولي إلى تراجع الصادرات وزيادة الاعتماد على الاستيراد، مما يجعل الاقتصاد عرضة للضغوط الخارجية وسريع التأثر بأي اضطراب خارجي.

3. **أسباب سياسية وجيوسياسية:**

تلعب العوامل السياسية دورًا لا يُستهان به في تأجيج الأزمات، سواء على المستوى الداخلي أو الدولي. فالاستقرار السياسي يُعدّ شرطًا أساسيًا لثقة المستثمرين والمؤسسات الدولية، وأي اضطراب في هذا الاستقرار، مثل النزاعات المسلحة، الانقلابات، أو التغيرات المفاجئة في الحكومات، ينعكس فورًا على البيئة الاقتصادية. كما أن فرض عقوبات دولية على الدول أو تصاعد التوترات مع قوى إقليمية أو دولية يؤثر مباشرة على حركة رؤوس الأموال والتجارة الدولية. ومن جهة أخرى، تُلقي النزاعات الجيوسياسية بظلالها على أمن الطاقة، والممرات التجارية، وسلاسل الإمداد العالمية، مما يزيد من تعقيد الأزمة، كما هو الحال في النزاعات في منطقة الشرق الأوسط أو الحرب الروسية الأوكرانية، التي أثّرت على أسعار الغذاء والطاقة عالميًا.

4. **صدمات خارجية غير متوقعة:**

تُعدّ الصدمات المفاجئة من أخطر أنواع العوامل المؤثرة في اندلاع الأزمات، نظرًا لطبيعتها غير المتوقعة وسرعة تأثيرها الشامل. من بين هذه الصدمات نذكر الجوائح الصحية مثل جائحة كوفيد-19، التي تسبّبت في شلل شبه كامل للحركة الاقتصادية في العالم، ودفعت الحكومات إلى اتخاذ تدابير طارئة أدّت إلى تضخّم الديون العامة. كما أن الكوارث البيئية مثل الزلازل، الفيضانات، أو موجات الجفاف تؤثر على الأمن الغذائي والسكني، وتزيد من أعباء الدولة المالية. بالإضافة إلى ذلك، فإن التغيرات الحادة في أسعار السلع الأساسية، كالبترول أو الحبوب، تضع الدول المستوردة أو المصدّرة في

وضع اقتصادي حرج، خصوصًا إذا كانت تعتمد على مصدر واحد للدخل القومي. وتزداد خطورة هذه الصدمات في ظل العولمة وتشابك الأسواق، حيث تنتقل آثار الأزمة بسرعة من بلد إلى آخر.

ثالثا: أهم الازمات الاقتصادية والمالية في التاريخ الحديث

في التاريخ الاقتصادي الحديث، واجه العالم سلسلة من الأزمات العميقة التي شكّلت نقاط تحوّل في بنية النظام المالي العالمي وآليات صنع القرار الاقتصادي. لم تكن هذه الأزمات مجرّد أحداث عابرة، بل لحظات مفصلية كشفت عن هشاشة الأنظمة الاقتصادية، وأبرزت الحاجة إلى إصلاحات جذرية في السياسات النقدية والمالية. وفيما يلي، نستعرض أبرز خمس أزمات اقتصادية تركت بصماتها العميقة على الاقتصاد العالمي، بدءًا من الكساد الكبير في 1929، وصولًا إلى تداعيات الحرب الروسية الأوكرانية في السنوات الأخيرة.

1. الكساد الكبير:(1929–1939)

يُعدّ الكساد الكبير أكبر أزمة اقتصادية في القرن العشرين، وبدأ بانهيار سوق الأسهم الأمريكية في أكتوبر 1929، والذي عُرف بـ"الثلاثاء الأسود". تعود أسبابه إلى التوسع الائتماني المفرط، والمضاربة الشديدة في الأسواق المالية، بالإضافة إلى غياب رقابة فعالة على البنوك والمؤسسات الاستثمارية .تسببت الأزمة في انهيار آلاف البنوك، وفقدان الملايين لوظائفهم، وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنسبة تجاوزت 15%. انتشرت آثارها إلى أوروبا وبقية العالم بسبب ارتباط الاقتصادات بالتجارة والتمويل الأمريكي(Temin, 1999).

2. **الأزمة المالية العالمية:(2008)**

انطلقت من الولايات المتحدة بسبب أزمة الرهن العقاري، حيث تم منح قروض عقارية عالية المخاطر لأفراد غير قادرين على السداد، مما أدى إلى انهيار مؤسسات مالية كبرى مثل "ليمان براذرز". كانت الأزمة نتيجة مباشرة للانفجار المفاجئ لفقاعة الإسكان، وغياب الرقابة على المنتجات المالية المعقدة مثل "المشتقات"(G. B. Gorton, 2009).

انتقلت الأزمة بسرعة إلى باقي أنحاء العالم، خصوصًا أوروبا، التي شهدت أزمة ديون سيادية لاحقًا في دول مثل اليونان وإيطاليا. اضطرت الحكومات والبنوك المركزية إلى التدخل من خلال برامج إنقاذ مالي ضخمة وخفض معدلات الفائدة بشكل غير مسبوق (Yu et al., 2022).

3. أزمة النفط والركود العالمي:(2014)

في عام 2014، شهد العالم انهيارًا حادًا في أسعار النفط، حيث هبط سعر البرميل من أكثر من 140 دولار إلى أقل من 25 دولارًا في أقل من عام. كانت الأسباب متعددة، من بينها زيادة إنتاج النفط الصخري الأمريكي، وتراجع الطلب العالمي، وقرار "أوبك" بعدم خفض الإنتاج (Christiane Baumeister & Lutz Kilian, 2016).

بالنسبة للدول المعتمدة على تصدير النفط مثل روسيا، فنزويلا، والجزائر فقد أدى الانخفاض المفاجئ في العائدات النفطية إلى اضطرابات اقتصادية كبيرة، وتفاقم عجز الميزانيات، وانخفاض احتياطيات النقد الأجنبي.

4. أزمة جائحة كوفيد-19:(2020)

شكّلت جائحة كورونا صدمة غير مسبوقة للاقتصاد العالمي من حيث السرعة والانتشار والتأثير. فرضت الدول إغلاقات شاملة للحد من انتشار الفيروس، ما أدى إلى توقف سلاسل التوريد، انخفاض في الطلب، ارتفاع البطالة، وانكماش الاقتصاد العالمي بنسب تجاوزت 3%. تأثرت القطاعات الخدمية بشكل خاص، مثل الطيران، السياحة، والمطاعم، بينما ارتفعت أهمية الاقتصاد الرقمي والتكنولوجيا. استجابت الدول بحزم دعم مالي ضخمة، وفُرضت سياسات نقدية توسعية غير مسبوقة (Baldwin & Weder, 2020).

5. أزمة الحرب الروسية الأوكرانية (2022–حتى الآن):

اندلاع الحرب بين روسيا وأوكرانيا أدى إلى أزمة جيوسياسية عميقة ذات أبعاد اقتصادية حادة. تسببت العقوبات الغربية على روسيا في تعطيل تدفقات الطاقة، وأثرت الحرب على صادرات الحبوب من أوكرانيا، مما أدّى إلى ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة عالميًا.

شهدت أوروبا تحديات كبيرة في تأمين الغاز، وارتفعت تكاليف المعيشة بشكل حاد في العديد من الدول. كما ساهمت الأزمة في تسريع النقاش حول التحوّل نحو مصادر الطاقة المتجددة (Ruta, Michele, 2022).

المطلب الثاني: تداعيات الصدمات المالية: قراءة في الأزمة المالية العالمية (2008).

تُعدّ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 واحدة من أخطر الأزمات التي واجهها النظام المالي العالمي منذ الكساد الكبير عام 1929، إذ كشفت عن اختلالات عميقة في البنية الاقتصادية والمالية لعدد من الدول المتقدمة والناشئة على حدّ سواء. بدأت بوادر هذه الأزمة من قطاع الرهن العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة، وسرعان ما تحوّلت إلى انهيار شامل أصاب الأسواق المالية، وأثّر بشكل مباشر على اقتصادات العالم.

في هذا المطلب، سنُسلّط الضوء على الجذور العميقة للأزمة، وكيفية تفاعلها لتُحدث موجة انهيارات في المؤسسات والأسواق. كما سنستعرض الانعكاسات الاقتصادية والمالية للأزمة على بعض الدول الكبرى من حيث الناتج المحلي، معدلات البطالة، والتضخم، إضافة إلى تحليل أداء الأسواق المالية (مثل مؤشر داو جونز، كاك 40، نيكاي...) في تلك الفترة. وسنتناول أيضًا تأثير الأزمة على السلع الأساسية، وخاصة الذهب والنفط، نظرًا لما يشكلانه من مؤشرات حساسة تجاه التقلبات العالمية.

وفي الختام، سيتم التطرّق إلى ردود فعل الدول المختلفة والسياسات التي اعتمدتها الحكومات والبنوك المركزية في محاولة للحدّ من تداعيات الأزمة، سواء عبر خطط الإنقاذ المالي، أو تدخلات السياسات النقدية والمالية.

أولا: جذور الازمة المالية

تعود جذور الأزمة المالية العالمية لعام 2008 إلى مجموعة من العوامل المتشابكة، التي تراكمت على مدار سنوات في النظام المالي العالمي، لا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية، وارتبطت بشكل خاص بسوق الرهن العقاري الثانوي (subprime mortgage market)، وآليات التسعير الخاطئة للمخاطر، وأوجه القصور في التنظيم والرقابة.

أحد الأسباب الجوهرية يتمثل في توسع البنوك الأمريكية في تقديم قروض عقارية عالية المخاطر لمقترضين ذوي جدارة ائتمانية ضعيفة، مدفوعة برغبة في تحقيق أرباح سريعة من خلال إعادة بيع هذه القروض على شكل أدوات مالية معقدة تعرف باسم الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية (Mortgage-Backed Securities - MBS) والمشتقات المرتبطة بها (Collateralized Debt Obligations - CDOs) (G. Gorton, 2009)، وقد ساهمت وكالات التصنيف الائتماني في تعقيد المشهد، عندما منحت هذه المنتجات تصنيفات مرتفعة غير مبررة، مما شجع المستثمرين حول العالم على شرائها دون إدراك لحجم المخاطر الكامنة

من جهة أخرى، أسهمت سياسات التيسير النقدي التي اتبعها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بعد أزمة الإنترنت عام 2000 وهجمات 11 سبتمبر، في خلق بيئة من أسعار الفائدة المنخفضة، ما حفّز الاقتراض الزائد والفقاعات العقارية في عدة مناطق (Taylor, 2009) ، إلى جانب الضعف في اللوائح التنظيمية وانخفاض الرقابة على المؤسسات المالية غير المصرفية، مثل صناديق التحوط وشركات الاستثمار، سمح بتراكم الديون دون رقابة فعالة (Acharya, 2010).

في السياق ذاته، فشلت المؤسسات المالية الكبرى في إدارة مخاطرها، حيث استخدمت مستويات عالية من الرفع المالي (leverage)لزيادة العوائد، لكنها أصبحت أكثر هشاشة أمام التراجعات المفاجئة في السوق. وعندما بدأت أسعار المنازل في الانخفاض في 2006–2007، وبدأ المقترضون بالتخلف عن السداد، انهارت قيمة الأصول المرتبطة بتلك الرهونات، مما أدّى إلى انهيار مؤسسات كبرى مثل "ليمان براذرز "في سبتمبر 2008، وأطلق سلسلة من ردود الفعل العالمية. وبالتالي، لم تكن الأزمة وليدة لحظة معينة، بل نتيجة تفاعل طويل الأمد بين سوء إدارة المخاطر، وثغرات في البنية التنظيمية، ودوافع قصيرة الأمد للربح داخل النظام المالي العالمي، مما جعل الاقتصاد العالمي عرضة لانهيار شامل عندما انفجرت فقاعة العقارات الأمريكية.

ثانيا: الانعكاسات الاقتصادية للأزمة المالية على الدول الصناعية الكبرى

يعرض الجدول 2 التغير في مجموعة من المؤشرات الاقتصادية الأساسية بين عامي 2007 و2008، في محاولة لفهم عمق تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مختارة. المؤشرات تشمل: النمو الاقتصادي، التضخم، البطالة، والاستثمارات الأجنبية المباشرة(FDI) .

فرنسا سجلت انكماشًا في النمو الاقتصادي بمقدار -2.15 نقطة، بينما ارتفع التضخم 1.32 نقطة، مع تحسن طفيف في البطالة (-0.623 نقطة)، وزيادة في الاستثمارات الأجنبية بنسبة 40%. ألمانيا عانت أيضا من تراجع في النمو بمقدار -1.98 نقطة، وارتفاع طفيف في التضخم، بينما انخفضت البطالة بشكل واضح (-1.224 نقطة)، وانخفضت الاستثمارات الأجنبية بنسبة -25%. الولايات المتحدة الأمريكية، مركز الأزمة، شهدت تراجعًا كبيرًا في النمو الاقتصادي (-1.89 نقطة)، مع ارتفاع التضخم 0.98 نقطة، وارتفاعًا حادًا في البطالة (+1.16 نقطة)، وانخفاضًا قويًا في الاستثمارات الأجنبية بنسبة -98%، وهو ما يعكس حالة الذعر وتراجع الثقة. بريطانيا كانت من أكثر الدول تضررًا، حيث بلغ تراجع النمو -2.87 نقطة، وارتفع التضخم 1.13 نقطة، وارتفعت البطالة 0.35 نقطة، مع تراجع الاستثمارات بنسبة -36%.

الجدول2: نسبة التغير في المؤشرات الاقتصادية من عام 2007 إلى 2008

البلد	الاستثمارات الأجنبية	البطالة	التضخم	النمو الاقتصادي
فرنسا	40,36%	-0,623	1,32486389	-2,1503104
ألمانيا	-25,31%	-1,224	0,33003581	-1,979704
و.م.أ	-98,59%	1,162	0,98642782	-1,890271
بريطانيا	-35,83%	0,349	1,13484706	-2,8736773
اليابان	73,33%	0,114	1,32003941	-2,7082584
الصين	-17,47%	0,2	1,1084837	-4,580182

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي

في الدول الأسيوية، اليابان شهدت انكماشًا كبيرًا في النمو الاقتصادي (-2.71 نقطة)، وارتفاعًا في التضخم، لكن البطالة لم تتأثر كثيرًا (+0.11 نقطة)، وسجلت استثمارات أجنبية إيجابية بنسبة +73%، مما قد يعكس ثقة المستثمرين في استقرارها النسبي. أما الصين، فرغم تضررها بانخفاض النمو (-4.58 نقطة) وهو الأعمق بين الدول، إلا أن التغيرات في البطالة والتضخم كانت معتدلة نسبيًا، مع انخفاض الاستثمارات الأجنبية بنسبة -17% فقط. تُظهر هذه البيانات التأثير القوي للأزمة المالية العالمية على مختلف الاقتصادات، خصوصًا من حيث تراجع النمو الاقتصادي، وتفاوت التأثير على التضخم والبطالة، حيث تحملت الولايات المتحدة وبريطانيا والصين وطأة التأثير الأكبر.

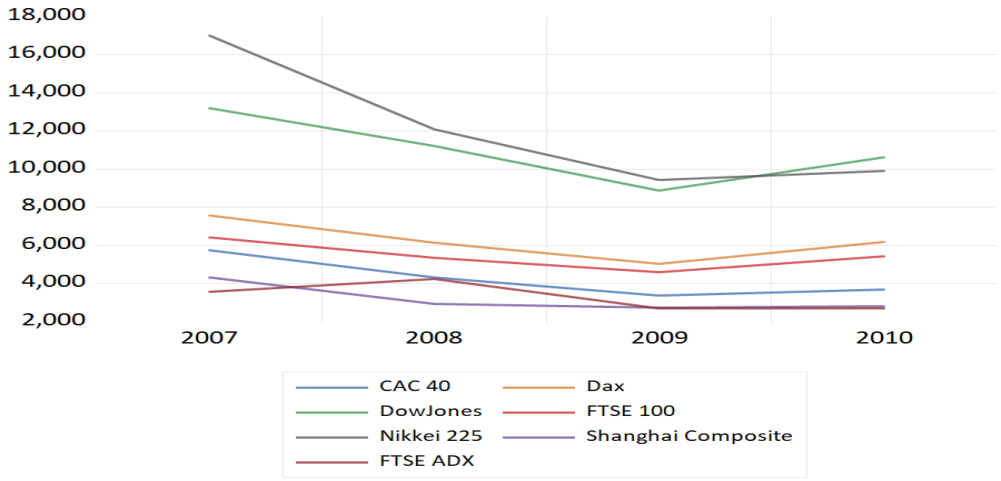
ثالثا: الانعكاسات المالية لأزمة 2008

كما هو موضح في الشكل 2، شهدت الأسواق المالية العالمية في عام 2008 أزمة مالية خانقة تُعد من الأشد في التاريخ الحديث، وقد تأثرت مؤشرات البورصات في مختلف الدول بشكل كبير نتيجة لانهيار القطاع المالي العالمي وتراجع الثقة الاقتصادية.

في فرنسا، تراجع مؤشر CAC 40 بنسبة تقارب 25.3%، ما يعكس عمق الأزمة في منطقة اليورو. وفي الولايات المتحدة، انخفض مؤشر Dow Jones بنسبة 15%، متأثراً بانهيار المؤسسات المالية الكبرى، رغم أن التدخلات الحكومية السريعة

ساهمت في الحد من الخسائر مقارنة ببقية الدول. أما في ألمانيا، فقد تراجع مؤشر DAXبنسبة 18.7%، ورغم ذلك أظهرت ألمانيا بعض الصلابة النسبية نظراً لقوة قطاعها الصناعي.

الشكل 2 : تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2007 الى 2010



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات Yahoo Finance

في الصين، سجل مؤشر Shanghai Compositeأكبر نسبة انخفاض بلغت حوالي 32.8%، حيث تضررت البلاد بشدة من انخفاض الطلب العالمي على الصادرات الصينية. وفي بريطانيا، هبط مؤشر FTSE 100بنسبة 16.6% نتيجة لتداعيات الأزمة المصرفية التي طالت البنوك الكبرى. اللافت أن مؤشر FTSE ADXفي الإمارات العربية المتحدة كان استثناءً، حيث ارتفع بنسبة 19.2% في عام 2008، ويُعزى ذلك إلى الطفرة النفطية في النصف الأول من العام وارتفاع أسعار النفط التي عززت الثقة في الأسواق الخليجية، إلا أن هذا الأداء لم يستمر، فمع تراجع أسعار النفط في نهاية 2008 وبداية 2009، انعكس ذلك على السوق الإماراتي، لينخفض المؤشر بنسبة ملحوظة في 2009 ويستقر دون نمو يُذكر في 2010. أما في اليابان، فقد شهد مؤشر Nikkei 225انخفاضاً حاداً بنسبة 28.9%، نتيجة لانكماش الطلب العالمي الذي أثر على صادراتها بشكل كبير. تعكس هذه الأرقام مدى انتشار الأزمة العالمية وتأثيرها غير المتكافئ على اقتصادات الدول، حيث كانت الدول الصناعية الكبرى الأكثر تأثراً بسبب انكشافها المباشر على النظام المالي العالمي، بينما كانت بعض الاقتصادات النفطية كالإمارات أقل تأثراً في البداية لكنها لحقت بالتراجع لاحقاً مع تدهور أسعار النفط.

الجدول3: تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2007 الى 2010

البلد	المؤشر	2007	2008	2009	2010	نسبة التغير في 2008
فرنسا	CAC 40	5761,653	4307,331	3346,756	3690,628	-25,24%
و.م.أ	Jones Dow	13197,98	11224,23	8887,829	10594,93	-14,95%
ألمانيا	Dax	7563,474	6149,939	5021,334	6161,051	-18,69%
الصين	Shanghai Composite	4329,439	2912,903	2737,008	2795,877	-32,72%
بريطانيا	FTSE 100	6425,19	5356,946	4593	5418,042	-16,63%
ا.ع.م	FTSE ADX	3549,263	4230,024	2684,555	2677,007	19,18%
اليابان	Nikkei 225	17001,62	12087,44	9407,543	9893,489	-28,90%

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات Yahoo Finance

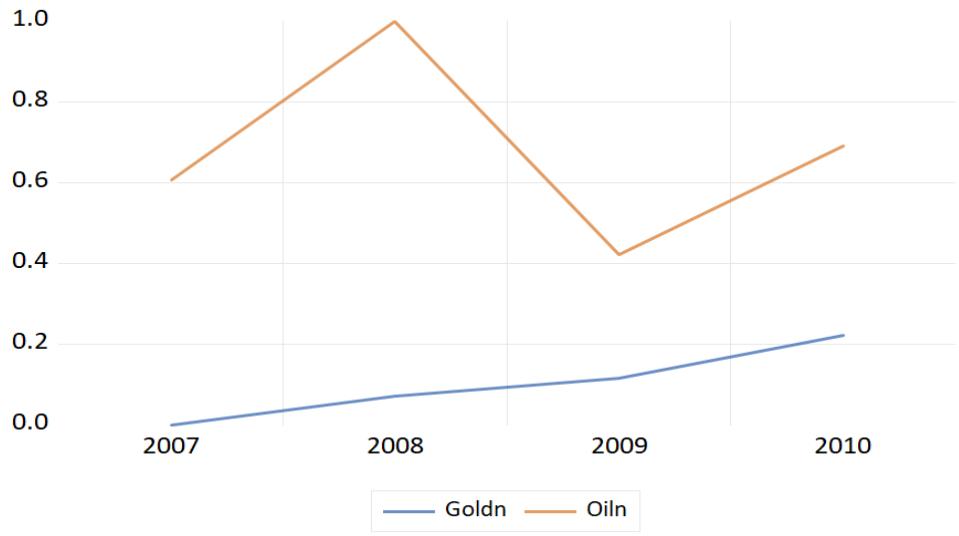
بالنسبة للذهب والبترول، تعكس البيانات الواردة في الجدول 4 تحركات أسعار الذهب والنفط خلال الفترة من عام 2007 إلى عام 2010، وهي فترة شديدة الحساسية اقتصاديًا بسبب الأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام 2008. ويُلاحظ أن أسعار الذهب شهدت ارتفاعًا متواصلًا خلال هذه السنوات الأربع، حيث ارتفع من حوالي 711دولارًا للأونصة (حوالي 31.1 غرام من الذهب) في عام 2007 إلى أكثر من 1238دولارًا في عام 2010 .هذا الاتجاه الصعودي يعكس بوضوح لجوء المستثمرين إلى الذهب كملاذ آمن في ظل اضطرابات الأسواق المالية، خاصةً بعد انهيار البنوك الكبرى والثقة في النظام المصرفي، مما جعل الذهب يحتفظ بقيمته بل ويزداد الطلب عليه.

الجدول4: تطور أسعار الذهب والبترول بالدولار خلال الفترة 2007 الى 2010

السوق	2007	2008	2009	2010
الذهب	711,175	880,8	986,025	1238,975
البترول	74,94417	98,58333	63,92333	79,985

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات Yahoo Finance

الشكل3: تطور أسعار الذهب والبترول بالدولار خلال الفترة 2007 الى 2010



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات Yahoo Finance

أما بالنسبة إلى أسعار النفط، فقد شهدت تقلبات حادة خلال هذه الفترة. ففي عام 2008، ارتفع النفط بشكل كبير ليصل إلى متوسط 98.58دولارًا للبرميل، نتيجة عوامل متعددة مثل الطلب العالمي المتزايد والتوترات الجيوسياسية. لكن مع دخول العالم في الأزمة المالية الحادة في النصف الثاني من 2008، انهار الطلب على الطاقة، مما أدى إلى هبوط حاد في أسعار النفط عام 2009 إلى حوالي 63.92 دولارًا، أي بانخفاض يزيد عن 35%. هذا التراجع الكبير في أسعار النفط كان له أثر سلبي مباشر على الدول المُصدّرة للنفط، ومن ضمنها دول الخليج مثل الإمارات، التي شهدت بدورها تراجعًا اقتصاديًا وماليًا في 2009. وفي عام 2010، بدأ النفط بالتعافي التدريجي ليصل إلى حوالي 79.98دولارًا، لكنه لم يستعد مستوياته القياسية قبل الأزمة. بالمجمل، تعكس هذه الأرقام ظاهرة اقتصادية واضحة :في وقت الأزمات، يزداد الطلب على الذهب وينخفض على النفط، ما يُبرز اختلاف طبيعتهما كمادتين استثماريتين، الذهب كأداة لحفظ القيمة، والنفط كمصدر للطاقة مرتبط بالنشاط الاقتصادي الحقيقي.

رابعا: الاستجابات والتدابير المتبعة من قبل الدول الصناعية الكبرى

للتعامل مع التداعيات الحادة للأزمة المالية العالمية في عام 2008، سارعت العديد من الدول الصناعية الكبرى إلى تبني سياسات مالية ونقدية توسعية غير مسبوقة. هدفت هذه الإجراءات إلى احتواء الانكماش الاقتصادي، إنقاذ النظام المصرفي من الانهيار، واستعادة الثقة في الأسواق. تفاوتت الاستجابات من حيث الحجم والتركيز، لكنها اتفقت جميعًا في كونها تدخلات طارئة لإنعاش الاقتصاد وتقليل الأثر السلبي على النمو والبطالة.

فيما يلي عرض ملخص لأبرز التدخلات التي قامت بها بعض الدول الكبرى:

الجدول5: الاستجابات والتدابير المتبعة من قبل الدول الصناعية الكبرى

الدولة	الإجراءات
فرنسا	**إطلاق خطة إنعاش اقتصادي بقيمة 26 مليار يورو لدعم الطلب والاستثمار.**
الولايات المتحدة الامريكية	**ضخ 250 مليار دولار في القطاع المصرفي، بالإضافة إلى تقديم إعفاءات ضريبية وتخفيضات كبيرة في أسعار الفائدة.**
ألمانيا	**تقديم خطة دعم شاملة بقيمة 800 مليار يورو، منها 400 مليار كضمانات للقروض المصرفية.**
اليابان	**إطلاق حزمة تحفيز اقتصادي بقيمة 157 مليار دولار لدعم الشركات والاستهلاك المحلي.**
بريطانيا	**دعم القطاع المصرفي على مرحلتين بإجمالي يصل إلى 300 مليار جنيه إسترليني.**

المصدر: (العيساوي & العويدي, 2014)

المطلب الثالث: تداعيات الصدمات الخارجية: قراءة في الأزمة الوبائية (كوفيد-19).

شهد العالم في نهاية عام 2019 ظهور فيروس جديد سريع الانتشار، تحوّل خلال أسابيع إلى جائحة عالمية عُرفت بكوفيد-19. لم تكن هذه الأزمة تقليدية أو ذات طابع مالي كماهي في الأزمة المالية السابقة، بل صحية في جوهرها، لكنها سرعان ما

تسببت في شلل اقتصادي واسع النطاق نتيجة الإغلاق الكامل للأنشطة الاقتصادية، وتقييد حركة الأفراد والبضائع، واضطرابات سلاسل التوريد.

في هذا المطلب، سنُركّز على الانعكاسات الاقتصادية والمالية المباشرة التي أحدثها انتشار الفيروس على عدد من الدول الكبرى، وذلك من خلال تتبّع أداء الناتج المحلي الإجمالي، البطالة، معدلات التضخم، وأسواق العملات. كما سيتم تحليل تأثير الجائحة على الأسواق المالية في العالم، وكذلك التحولات في أسعار النفط والذهب باعتبارهما مرآتين حسّاستين لتقلّبات الثقة والسيولة العالمية.

كما سنعرض في الجزء الأخير الاستجابات والسياسات المتخذة من قبل الحكومات والبنوك المركزية في مواجهة الأزمة، سواء عبر خطط دعم غير مسبوقة للأفراد والمؤسسات، أو تدخلات نقدية ومالية لضمان استقرار الأسواق والحفاظ على مستويات معقولة من النشاط الاقتصادي في ظل ظروف استثنائية وغير متوقعة.

أولا: الانعكاسات الاقتصادية لجائحة كوفيد في الدول المتقدمة

بين عامي 2019 و2020، واجهت معظم الدول المدرجة في الجدول صدمة اقتصادية عميقة نتيجة لجائحة كوفيد-19، والجدول 6 يوضح عمق الصدمة الاقتصادية.

اتجهت مؤشرات النمو إلى انكماش حاد وصل في بريطانيا إلى -11.92 نقطة، تلها فرنسا وألمانيا بمستويات انكماش بلغت -9.47 و-5.08 نقطة على التوالي، في حين سجّلت الولايات المتحدة انخفاضًا في النمو مع قفزة غير مسبوقة في البطالة (+4.386)، ما يعكس حجم التوقف المفاجئ للنشاط الاقتصادي، كما أن الضغوط التضخمية ظهرت بوضوح في الولايات المتحدة (+2.88) وألمانيا (+1.62) والامارات العربية (2.11). من حيث الاستثمارات الأجنبية، لوحظ تراجع حاد في غالبية الدول، خصوصًا الولايات المتحدة (-172%) وألمانيا (-133%)، بينما شكّلت الصين (+97%) وبريطانيا (+241%) استثناءً لافتًا، ما قد يشير إلى تحولات استراتيجية في تدفقات رؤوس الأموال نحو أسواق أكثر استقرارًا نسبيًا أو ذات فرص ناشئة وسط الفوضى. باختصار، عكست هذه الأرقام الانكشاف الكبير للاقتصادات المتقدمة على الصدمات العالمية، مع اختلافات في قدرة كل دولة على امتصاص آثار الأزمة والتحول نحو التعافي.

الجدول6: : نسبة التغير في المؤشرات الاقتصادية من عام 2019 إلى 2020

البلد	الاستثمارات الأجنبية	البطالة	التضخم	النمو الاقتصادي
فرنسا	-69,96%	-0,405	0,53407649	-9,4680924
ألمانيا	-133,28%	0,718	1,6210069	-5,0830308
و.م.أ	-172,25%	4,386	2,88564879	-4,7468545
ا.ع.م	/	1,963	2,11101648	-6,0654006
بريطانيا	241,00%	0,861	0,7802665	-11,921394
اليابان	-59,91%	0,458	-0,7021289	-3,7449497
الصين	97,72%	0,46	-1,918219	-3,7118624

المصدر: **من اعداد الباحثة اعتمادا على** (البنك ا.، 2025)

ثانيا: الانعكاسات المالية

تُظهر البيانات الواردة في الجدول 7 أداء مؤشرات الأسهم العالمية خلال الفترة من عام 2019 إلى عام 2022، وهي فترة تميزت بجائحة كوفيد-19 التي أثرت بشكل كبير على الاقتصاد العالمي، كما يظهر في الرسم البياني المرفق الذي يوضح بجلاء تأثير الجائحة والانكماش الكبير في عام 2020، ثم التعافي التدريجي في السنوات التالية.

في عام 2020، وهو العام الأول للجائحة، شهدت معظم المؤشرات العالمية تراجعًا واضحًا بسبب الإغلاق الشامل، وتوقف سلاسل الإمداد، وخوف المستثمرين. مؤشر CAC 40 الفرنسي انخفض بنسبة -9.50%، بينما تراجع FTSE 100 البريطاني بنسبة -15.91%، وهي من أعلى نسب التراجع، مما يعكس حساسية أوروبا لتداعيات كوفيد. أما مؤشر DAX الألماني فكان أكثر تماسكًا بتراجع طفيف نسبيًا -0.30%.

الجدول7: تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2019 الى 2022

البلد	المؤشر	2019	2020	2021	2022	نسبة التغير في 2020
فرنسا	**CAC 40**	5517,254	4992,877	6409,302	6421,529	-9,50%
و.م.أ	**Dow Jones**	26556,06	26709,25	33965,42	32833,05	0,58%
ألمانيا	**Dax**	12216,09	12179,46	15135,79	13802,06	-0,30%
الصين	**Shanghai Composite**	2928,942	3109,778	3529,007	3193,493	6,17%
بريطانيا	**FTSE 100**	7305,654	6143,128	6962,866	7373,375	-15,91%
ا.ع.م	**FTSE ADX**	5104,498	4538,543	7017,686	9828,989	-11,09%
اليابان	**Nikkei 225**	21779,97	22709,56	28550,37	27112,69	4,27%

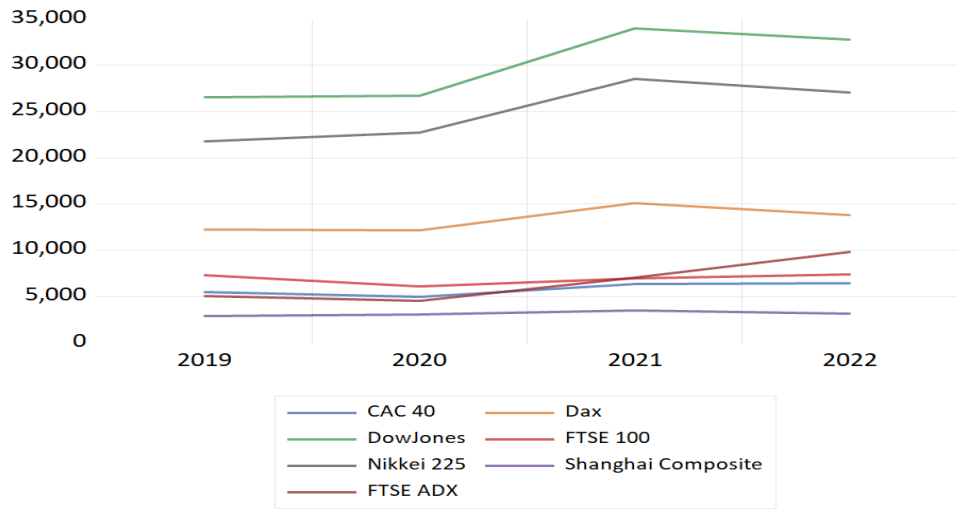
المصدر: **من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي**

في المقابل، نجد أن مؤشر داو جونز الأمريكي حقق نسبة تغير إيجابية 0.58%في 2020 رغم الانكماش في بدايته، بفضل سياسات التحفيز المالي والنقدي التي أطلقتها الولايات المتحدة بشكل سريع. وفي آسيا، كان أداء مؤشر نيكاي الياباني إيجابيًا بنسبة 4.27%، ومؤشر شنغهاي الصيني كذلك بنسبة 6.17%، ما يعكس قدرة الأسواق الآسيوية على التعافي السريع والسيطرة الأفضل نسبيًا على تداعيات الوباء.

بالنسبة للإمارات، نلاحظ أن مؤشر FTSE ADX شهد انخفاضًا بنسبة -11.09 %في عام 2020، وذلك نتيجة لانخفاض أسعار النفط بشكل حاد بسبب تراجع الطلب العالمي على الطاقة في ظل الجائحة، وهو ما ينعكس في الرسم البياني أيضً. غير أن السوق أظهر مرونة عالية، مستعيداً زخمه عبر تسجيل انتعاش قوي ومتسارع خلال عامي 2021 و2022.

الرسم البياني في الشكل 4 يعكس هذه الفروقات بوضوح، حيث نرى في 2020 صدمة قصيرة تلاها تعافٍ سريع، بينما في 2008 كان الهبوط أعمق والتعافي أبطأ.

الشكل4: تطور مؤشرات كبرى البورصات في العالم خلال الفترة 2007 الى 2010



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على (Finance، 2025)

اما بالنسبة الى سوقي الذهب والبترول فتُبرز البيانات تغيرات أسعار الذهب والبترول خلال الفترة من عام 2019 إلى عام 2022، وهي فترة سيطر عليها تأثير جائحة كوفيد-19 وتقلبات الأسواق العالمية. في بداية الجائحة عام 2020، ارتفع سعر الذهب من 1408.42دولار في 2019 إلى 1784.46دولار، ثم استقر على مستويات مرتفعة في 2021 (1793.38) و2022 (1806.97).

الجدول8: تطور أسعار الذهب والبترول خلال الفترة 2019 الى 2022 بالدولار

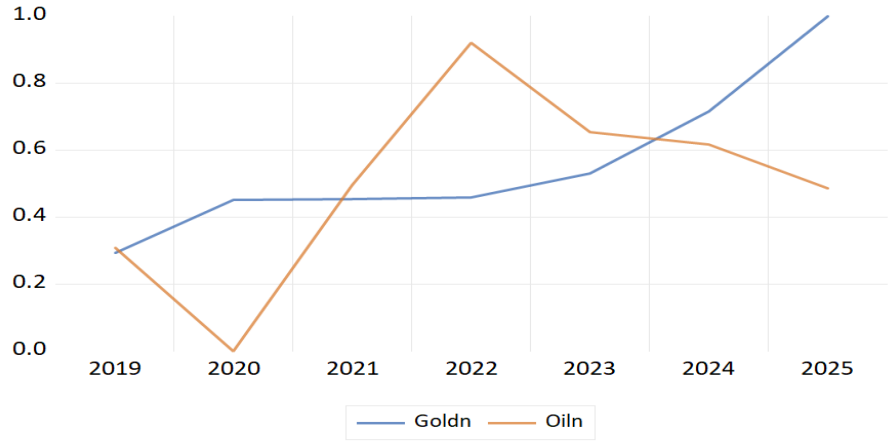
السوق	2019	2020	2021	2022
الذهب	1408,417	1784,458	1793,383	1806,967
البترول	57,09917	38,59583	68,2225	93,7075

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات Yahoo Finance

هذا الارتفاع الملحوظ خلال فترة الأزمة يعكس الدور التقليدي للذهب كـ ملاذ آمن، حيث يلجأ إليه المستثمرون لحماية أموالهم في أوقات عدم اليقين والتقلبات الاقتصادية. أما البترول، فقد شهد في عام 2020 انخفاضًا حادًا في السعر من 57.10إلى 38.60دولار فقط، بسبب الانخفاض الكبير في الطلب العالمي على الطاقة خلال فترات الإغلاق وتعطل الحركة

الاقتصادية والسفر. ثم بدأ في التعافي بشكل ملحوظ في عامي 2021 و2022، حيث ارتفع إلى 68.22و 93.71دولار على التوالي، بدعم من عودة النشاط الصناعي وقيود الإنتاج من قبل أوبك.+

الشكل5: تطور أسعار الذهب والبترول خلال الفترة 2019 الى 2025



المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R اعتمادا على بيانات Yahoo Finance

كما هو واضح في الشكل 5، فإن هذه الأرقام تؤكد بشكل واضح أن الذهب يُستخدم كملاذ آمن خلال الأزمات، إذ يرتفع مع تصاعد التوتر وعدم الاستقرار، في حين يتأثر النفط بشكل مباشر بالأنشطة الاقتصادية العالمية، وينخفض بشدة مع الركود أو الانكماش، ثم يعود للارتفاع مع التعافي. هذه العلاقة بين الذهب والنفط في فترات الأزمات تُعد من المؤشرات الكلاسيكية لفهم سلوك الأسواق.

ثالثا: الاستجابات والتدابير المتخذة من قبل الدول الصناعية

مع تفشي جائحة كوفيد-19 في مطلع عام 2020، سارعت الحكومات حول العالم إلى اتخاذ إجراءات مالية ونقدية غير مسبوقة لتقليل الأضرار الاقتصادية الناتجة عن الإغلاقات العامة، وتعطل سلاسل التوريد، والارتفاع المفاجئ في معدلات البطالة. على خلاف أزمة 2008 التي كانت مالية الطابع، كانت أزمة كوفيد-19 أزمة مزدوجة :صحية واقتصادية، تطلبت استجابات شاملة تغطي دعم الأفراد، الشركات، والقطاع الصحي.

الدول الكبرى تبنت حزم تحفيز ضخمة شملت الدعم المباشر للأسر والشركات، تأجيلات ضريبية، دعم الأجور، وبرامج شراء أصول من قبل البنوك المركزية .أبرز ملامح هذه السياسات تم توضيحها في الجدول.

الجدول9: استجابات الدول الصناعية لجائحة كوفيد

الدولة	الإجراءات
فرنسا	خطة إنعاش بقيمة 100 مليار يورو (خطة "فرنسا للتعافي") تشمل دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وخفض الضرائب، وتحفيز الاقتصاد الأخضر.
الولايات المتحدة الامريكية	اعتماد حزم مالية كبرى بلغت أكثر من 5 تريليون دولار خلال 2020–2021، شملت شيكات مباشرة للمواطنين، دعم البطالة، ودعم الشركات.
ألمانيا	أطلقت خطة إنقاذ بقيمة تفوق 1.3 تريليون يورو، شملت ضمانات قروض، دعم الأجور، وبرامج دعم مباشر للشركات الصغيرة والمتوسطة.
اليابان	نفذت حزم دعم إجمالية تقارب 2.2 تريليون دولار، بما في ذلك منح مالية مباشرة، دعم الرواتب، وتحفيز الشركات الرقمية.
بريطانيا	أنفقت أكثر من 400 مليار جنيه إسترليني لدعم الاقتصاد، من خلال برامج مثل "furlough" لدفع أجور الموظفين، ودعم الشركات المتضررة.

المصدر: (IMF Policy Responses to COVID19)

خلاصة:

استعرض هذا الفصل الإطار النظري العام للعلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وكفاءة الأسواق المالية، مع التركيز على تجارب الدول الصناعية الكبرى. تم التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بكفاءة السوق، وأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء الأسواق المالية. كما تضمن الفصل تحليلًا وصفيًا لتأثير الأزمات الاقتصادية العالمية، خصوصًا الأزمة المالية لعام 2008 وأزمة كوفيد-19، على المؤشرات المالية والاقتصادية في عدد من الاقتصاديات المتقدمة.

وقد أبرز هذا الفصل التحولات العميقة في سلوك الأسواق المالية خلال فترات الأزمات، مسلطا الضوء على ظاهرة الانفكاك النسبي لهذه الأسواق عن محدداتها الاقتصادية الكلية (Economic Fundamentals)، مما يطرح تساؤلات مهمة حول حدود كفاءة السوق في أوقات الاضطراب. وعلاوة على ذلك، تناول الفصل الديناميكية التفاعلية بين الصدمات الاقتصادية وردود أفعال الأسواق، مع إبراز الدور المحوري للتدخلات الحكومية -عبر السياسات النقدية والمالية- في امتصاص الصدمات واحتواء تداعياتها السلبية.

الفصل الثاني: أثر المؤشرات الاقتصادية على كفاءة الأسواق المالية في الدول العربية في ظل الأزمات (2000 - 2024)

تمهيد:

بعد استعراض العلاقة النظرية بين المؤشرات الاقتصادية وكفاءة الأسواق المالية، وتحليل كيفية تأثر المؤشرات الاقتصادية وكفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة بالأزمات مثل الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وأزمة كوفيد-19، يأتي هذا الفصل ليتناول الجانب التطبيقي من الدراسة، مركّزًا على الدول العربية. يركز هذا الفصل على دراسة العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وكفاءة الأسواق المالية في الدول العربية، من خلال منهج تحليلي يجمع بين العرض الوصفي والقياس الاقتصادي. في المبحث الأول، تم تحليل تطورات المؤشرات المالية والاقتصادية في الدول العربية على مدى زمني طويل، مع التركيز على فترات الأزمات الكبرى مثل الأزمة المالية العالمية وأزمة كوفيد-19، وقد أظهر التحليل تباينًا واضحًا في استجابة الأسواق بين الدول، من حيث تقلبات حجم التداول والقيمة السوقية، ما يعكس تفاوت مستويات الكفاءة والتكامل المالي في المنطقة. في المبحث الثاني، تم التعمق في دراسة التفاعلات الديناميكية في ظل غياب الأزمات بالاعتماد على نموذج(PVAR) ، وقد ركز التحليل على قياس أثر ثلاثة مؤشرات اقتصادية كلية (الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، والمعروض النقدي) على أداء الأسواق المالية ممثلاً في مؤشر الأسعار،حجم التداول والقيمة السوقية. وقد أظهرت النتائج القياسية لهذا المبحث وجود أثر إيجابي ذي دلالة معنوية في الأجل القصير للمتغيرات الاقتصادية على أداء الأسواق.

أما في المبحث الثالث، فقد تم الانتقال لمقاربة فترات الاضطراب عبر إدخال المتغيرات الظرفية (الأزمة المالية العالمية وجائحة كوفيد-19) باستخدام المتغيرات الوهمية .(Dummy Variables) وتجلى العمق التحليلي لهذا المبحث في دراسة الأثر التفاعلي بين هذه الصدمات والمؤشرات الاقتصادية، مما مكّن من تقييم مدى الانحراف أو التغير في طبيعة العلاقات الاقتصادية-المالية خلال فترات الأزمات.

المبحث الأول: تطور المؤشرات الاقتصادية والمؤشرات المالية في الدول العربية (2000 -2024)

يهدف هذا المبحث إلى تقديم نظرة تحليلية شاملة حول تطور المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2024. ويشكل هذا التحليل الأساس لفهم العلاقات المتبادلة بين هذه المؤشرات في سياقات مستقرة ومضطربة على حد سواء.

فمن خلال تتبع مسارات النمو الاقتصادي، التضخم، والكتلة النقدية كنماذج للمؤشرات الاقتصادية، إلى جانب تحليل أداء الأسواق المالية من خلال مؤشر الأسعار، حجم التداول، والقيمة السوقية، يمكن تكوين صورة واضحة عن التغيرات التي طرأت على البيئة الاقتصادية والمالية العربية. كما يساعد هذا المبحث على إبراز أوجه التشابه والاختلاف بين الدول المدروسة، ويشكل خطوة أولى ضرورية قبل الانتقال إلى دراسة العلاقة السببية بين هذه المؤشرات في المباحث التالية.

المطلب الأول: تطور المؤشرات الاقتصادية في الدول العربية خلال الفترة (2000 – 2024)

يهدف هذا المطلب إلى تحليل مسار تطور أبرز المؤشرات الاقتصادية في الدول العربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2024. وتشمل هذه المؤشرات معدلات النمو الاقتصادي، التضخم، والكتلة النقدية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد تم اعتماد بيانات موثوقة من مصادر دولية وإقليمية، مع التركيز على الاتجاهات العامة والتغيرات التي عرفتها هذه المؤشرات في ضوء التحولات الاقتصادية العالمية والإقليمية، بما في ذلك تأثيرات الأزمات المالية والاضطرابات الجيوسياسية.

أولا: تطور النمو الاقتصادي في الدول العربية خلال الفترة *(2000 – 2024)*

تُظهر البيانات في الجدول 10 والرسم البياني في الشكل 6 تفاوتا ملحوظا في مسارات النمو الاقتصادي للدول العربية بين 2000 و2024، حيث سجلت الاقتصادات النفطية مثل قطر، الإمارات، السعودية والكويت معدلات نمو مرتفعة لكنها شديدة التقلب، مع قمم حادة كما هو موضح في الرسم البياني، مثل قطر (26.2% عام 2006، و19.6% عام 2010) نتيجة الطفرة الغازية، والكويت (17.3% عام 2003) التي تراجعت إلى -7.1% عام 2009 بسبب الأزمات النفطية والمالية.

هذه الاقتصادات شهدت تباطؤا عاما بعد 2014 بسبب انخفاض أسعار النفط، كما يتضح من مسار السعودية الذي تراجع من 10.99% عام 2011 إلى -0.75% عام 2023.

في المقابل، اتسم أداء الاقتصادات غير النفطية مثل مصر، الأردن، المغرب وتونس بنمو أكثر استقرارا ولكن بمعدلات متوسطة، بين 3% و6% غالبا، مع بعض الطفرات مثل الأردن (8.6% عام 2004) ومصر (7.2% عام 2008)، قبل أن تتأثر تلك الدول باضطرابات سياسية بعد 2011، كما يظهر في الرسم البياني بانخفاض حاد في تونس إلى -2.1% في ذلك العام.

الجدول 10: تطور النمو الاقتصادي في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024

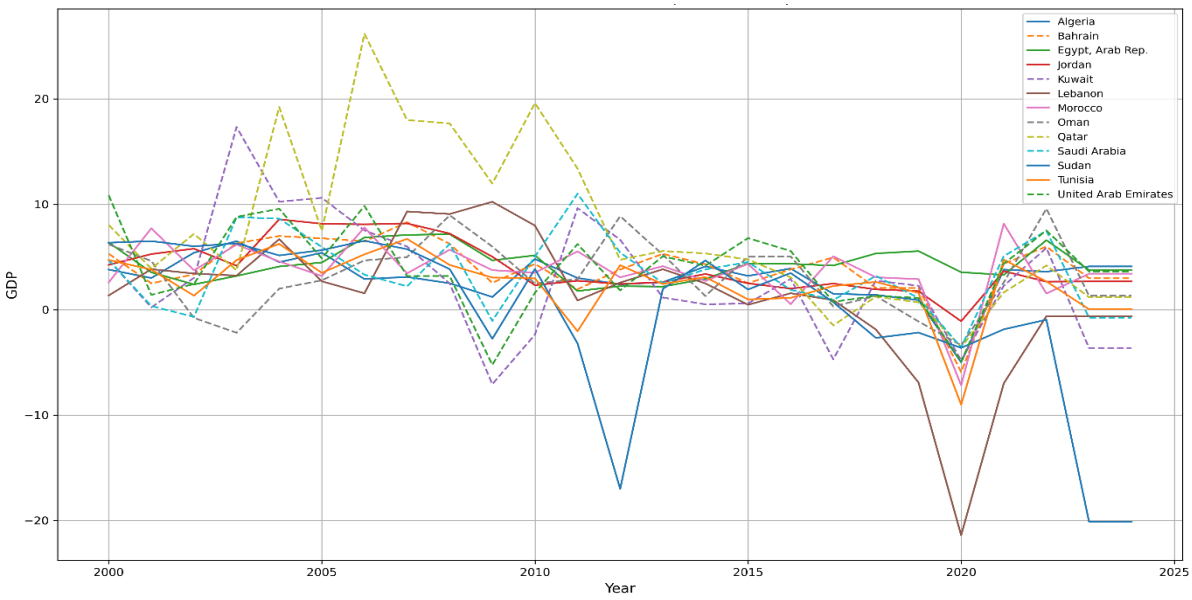
السنة	ا.ع.م	تونس	السودان	السعودية	قطر	عمان	المغرب	لبنان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	الجزائر
2000	10,85	4,71	6,35	4,72	8,03	6,19	2,58	1,34	4,69	4,25	6,37	5,30	3,80
2001	1,40	3,80	6,50	0,34	3,90	4,61	7,72	3,84	0,21	5,27	3,54	2,49	3,00
2002	2,43	1,32	6,01	-0,69	7,18	-0,78	3,73	3,42	3,01	5,78	2,39	3,35	5,40
2003	8,80	4,70	6,29	8,77	3,72	-2,19	6,17	3,23	17,33	4,16	3,19	6,30	6,50
2004	9,57	6,24	5,14	8,63	19,22	1,99	4,57	6,68	10,24	8,57	4,09	6,98	4,50
2005	4,86	3,49	5,64	5,94	7,49	2,78	3,19	2,69	10,61	8,15	4,47	6,77	5,40
2006	9,84	5,24	6,53	3,31	26,17	4,67	7,79	1,55	7,51	8,09	6,84	6,47	2,90
2007	3,18	6,71	5,74	2,21	17,99	4,98	3,44	9,31	5,99	8,18	7,09	8,29	3,10
2008	3,19	4,24	3,85	6,24	17,66	8,95	5,68	9,07	2,48	7,22	7,16	6,25	2,50
2009	-5,24	3,04	-2,77	-1,07	11,96	5,98	3,75	10,23	-7,08	5,02	4,67	2,54	1,20
2010	1,60	2,97	3,86	5,04	19,59	2,47	3,50	7,98	-2,37	2,31	5,15	4,33	4,80
2011	6,22	-2,05	-3,21	10,99	13,38	2,89	5,52	0,87	9,63	2,74	1,76	1,93	3,00
2012	1,82	4,22	-17,00	5,41	4,73	8,86	3,06	2,56	6,63	2,43	2,23	3,80	2,40
2013	5,06	2,43	1,96	2,53	5,56	5,23	4,12	3,83	1,15	2,61	2,19	5,29	2,60
2014	4,17	3,09	4,66	3,81	5,33	1,29	2,72	2,48	0,50	3,38	2,92	4,31	4,10
2015	6,79	0,97	1,91	4,51	4,75	5,02	4,34	0,46	0,59	2,50	4,37	2,51	3,20
2016	5,56	1,12	3,47	1,88	3,06	5,05	0,52	1,55	2,93	1,99	4,35	3,81	3,90
2017	0,74	2,24	0,71	0,91	-1,50	0,30	5,06	0,90	-4,71	2,47	4,18	4,95	1,50
2018	1,31	2,62	-2,68	3,20	1,23	1,29	3,07	-1,88	2,74	1,92	5,33	2,05	1,40
2019	1,11	1,59	-2,18	1,10	0,69	-1,13	2,89	-6,91	2,26	1,75	5,55	2,05	0,90
2020	-4,96	-9,01	-3,63	-3,58	-3,56	-3,38	-7,18	-21,40	-4,82	-1,10	3,55	-5,91	-5,00
2021	4,35	4,74	-1,87	5,08	1,63	2,58	8,15	-7,00	2,26	3,66	3,29	4,35	3,80
2022	7,51	2,67	-0,96	7,49	4,19	9,58	1,53	-0,62	5,86	2,65	6,59	5,98	3,60
2023	3,62	0,04	-20,11	-0,75	1,19	1,31	3,40	-0,62	-3,64	2,68	3,76	2,98	4,10

4,10	2,98	3,76	2,68	-3,64	-0,62	3,40	1,31	1,19	-0,75	-20,11	0,04	3,62	2024

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي.

أما الاقتصاديات الهشة مثل لبنان والسودان، فقد شهدت أداءا ضعيفا في السنوات الأخيرة، خاصة لبنان الذي سجل -21.4% عام 2020 بسبب الأزمة المالية، والسودان -20.1% عام 2023 نتيجة الصراعات، كما يتجلى في الانحدارات الحادة في الرسم البياني. الجزائر، رغم كونها دولة نفطية، سجّلت أداء متواضعا نسبيا أغلب الوقت (3–5%) مع تراجع واضح بعد 2015، مما يعكس ضعف التنويع الاقتصادي.

الشكل 6: تطور النمو الاقتصادي في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي (مخرجات Python)

عموما، كانت فترة 2000–2010 مرحلة نمو قوي نسبياً لمعظم الدول، خاصة الخليجية، لكن تبعتها فترة تباطؤ واضحة بعد 2011، تفاقمت بفعل أزمة كوفيد-19 عام 2020 التي تسببت بانكماش حاد، مع تعاف متفاوت حيث استعادت دول الخليج جزءا من قوتها، بينما لا تزال دول مثل لبنان والسودان في دوامة أزمات.

ثانيا: تطور معدلات التضخم في الدول العربية خلال الفترة *(2000 – 2024)*

تعكس بيانات التضخم في الدول العربية بين 2000 و2024 تباينات واضحة بين الاقتصادات المستقرة وتلك المتقلبة أو الهشة، حيث شهدت بعض الدول معدلات تضخم منخفضة نسبياً وثابتة، بينما سجلت أخرى ارتفاعات كبيرة، خاصة في

السنوات الأخيرة. الاقتصادات الخليجية مثل الإمارات، السعودية، قطر، والبحرين حافظت على معدلات تضخم منخفضة بشكل عام، بل سجّلت في بعض السنوات معدلات سلبية كما يظهر في الرسم البياني الشكل 7، مثل السعودية (-2.09% عام 2019) وقطر (-4.86% عام 2009)، نتيجة الاستقرار النقدي وربط العملة بالدولار.

في المقابل، البلدان ذات الاقتصاد غير النفطي مثل المغرب، الأردن، وتونس شهدت تضخماً معتدلاً، غالباً ما تراوح بين 2% و6%، مع استثناءات مثل تونس في 2023 (9.33%) كما يُلاحظ بصرياً في الرسم البياني.

الجدول 11: **تطور نسبة التضخم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024**

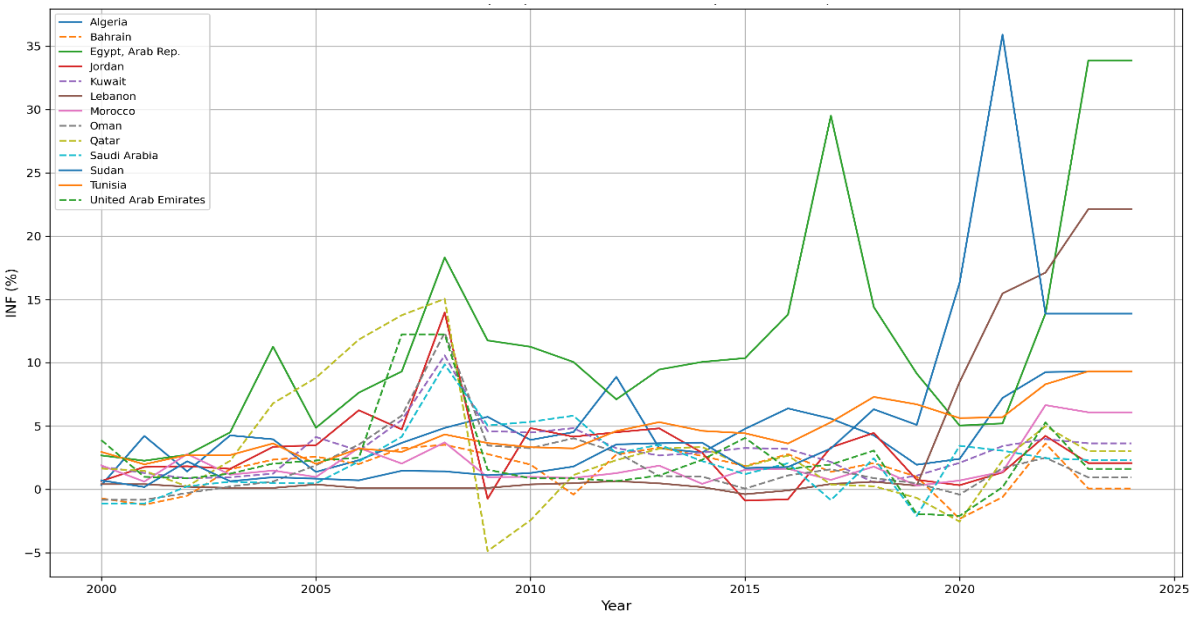
السنة	ا.ع.م	تونس	السودان	السعودية	قطر	عمان	المغرب	لبنان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	الجزائر
2000	3,89	2,96	7,12	-1,12	1,65	-0,82	1,89	4,18	1,81	0,67	2,68	-0,70	0,34
2001	0,99	1,98	1,94	-1,12	1,47	-0,82	0,62	4,18	1,30	1,77	2,27	-1,21	4,23
2002	0,88	2,72	22,22	0,25	0,24	-0,28	2,80	2,12	0,89	1,83	2,74	-0,50	1,42
2003	1,25	2,71	6,49	0,61	2,26	0,23	1,17	1,20	0,96	1,63	4,51	1,59	4,27
2004	2,04	3,63	9,66	0,52	6,80	0,62	1,49	1,20	1,25	3,36	11,27	2,35	3,96
2005	2,28	2,02	8,51	0,48	8,81	1,91	0,98	3,98	4,14	3,49	4,87	2,59	1,38
2006	2,50	3,23	7,20	2,21	11,84	3,54	3,28	1,20	3,06	6,25	7,64	2,01	2,31
2007	12,25	2,97	14,75	4,17	13,76	5,83	2,04	1,20	5,48	4,74	9,32	3,26	3,68
2008	12,25	4,35	14,30	9,87	15,05	12,38	3,71	1,20	10,58	13,97	18,32	3,53	4,86
2009	1,56	3,66	11,26	5,06	-4,86	3,47	0,97	1,20	4,61	-0,74	11,76	2,80	5,74
2010	0,88	3,34	12,98	5,34	-2,43	3,26	0,99	3,98	4,50	4,85	11,27	1,96	3,91
2011	0,88	3,24	18,10	5,83	1,14	4,04	0,91	4,97	4,84	4,16	10,06	-0,40	4,52
2012	0,66	4,61	35,56	2,87	2,32	2,95	1,29	6,58	3,26	4,52	7,11	2,76	8,89
2013	1,10	5,32	36,52	3,53	3,22	1,05	1,88	4,82	2,68	4,82	9,47	3,30	3,25
2014	2,35	4,63	36,91	2,24	3,35	1,01	0,44	1,85	2,91	2,90	10,07	2,65	2,92
2015	4,07	4,44	16,91	1,21	1,81	0,07	1,56	-3,75	3,27	-0,88	10,37	1,85	4,78
2016	1,62	3,63	17,75	2,07	2,68	1,11	1,64	-0,78	3,20	-0,78	13,81	2,79	6,40
2017	1,97	5,31	32,35	-0,84	0,39	1,59	0,75	4,32	2,17	3,32	29,51	1,39	5,59
2018	3,07	7,31	63,29	2,46	0,26	0,89	1,80	6,08	0,54	4,46	14,40	2,09	4,27
2019	-1,93	6,72	50,99	-2,09	-0,67	0,49	0,30	3,01	1,09	0,76	9,15	1,01	1,95
2020	-2,08	5,63	163,26	3,45	-2,54	-0,41	0,71	84,86	2,10	0,33	5,04	-2,32	2,42
2021	0,18	5,71	359,09	3,06	2,30	1,68	1,40	154,76	3,42	1,35	5,21	-0,61	7,23
2022	5,29	8,31	138,81	2,47	5,00	2,51	6,66	171,21	3,98	4,23	13,90	3,63	9,27
2023	1,63	9,33	138,81	2,33	3,03	0,95	6,09	221,34	3,64	2,08	33,88	0,07	9,32

9,32	0,07	33,88	2,08	3,64	221,34	6,09	0,95	3,03	2,33	138,81	9,33	1,63	2024

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي.

أما الدول الهشة مثل السودان ولبنان فقد شهدت انفجارات تضخمية غير مسبوقة، خاصة بعد 2020، حيث قفز معدل التضخم في لبنان إلى 84.86% عام 2020 ثم إلى 221.34% عام 2023، وفي السودان إلى 359.09% عام 2021، كما يتضح بوضوح من القمم في الرسم البياني، نتيجة الانهيارات النقدية والصراعات الداخلية.

الشكل 7: تطور نسبة التضخم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي (مخرجات Python)

مصر بدورها انتقلت من تضخم معتدل في العقد الأول من الألفية إلى تضخم مزدوج الرقم بعد 2016، مع ذروة بلغت 33.88% في 2023، متأثرة بتعويم الجنيه والأزمات الاقتصادية، مما يجعلها من أكثر الحالات تقلباً. أما الجزائر، فرغم طابعها النفطي، شهدت تضخما متوسطا إلى مرتفع أحيانا (بين 2% و9%)، مع اتجاه تصاعدي واضح في السنوات الأخيرة (9.32% في 2023 و2024)، مما يشير إلى ضغوط متراكمة. بالمجمل، يُظهر الرسم البياني أن التضخم بقي تحت السيطرة في الدول ذات الاستقرار النقدي والمؤسسي، بينما انفجر في الدول التي عانت من أزمات سياسية أو نقدية، مما يعكس هشاشة السياسات الاقتصادية فيها، وهو ما تؤكده أرقام الجدول من حيث الاتجاهات المتراكمة طويلة الأجل.

ثالثا: السياسة النقدية في الدول العربية خلال الفترة *(2000 – 2024)*

تُظهر بيانات عرض النقود الواسع للفترة 2000–2024 تباينات هيكلية واضحة بين مجموعات الدول العربية، حيث تسير الاقتصاديات الخليجية في اتجاه توسعي مستقر نسبيًا، بينما تشهد الدول ذات الأنظمة المالية الضعيفة أو التي تمر بأزمات تضخمية زيادات ضخمة وغير منتظمة.

في الخليج، تتسم مستويات عرض النقود بالثبات النسبي، كما في البحرين وقطر والإمارات، حيث نلاحظ اتجاها تصاعديا تدريجيا ومستقرا، يعكس إدارة نقدية محكمة واستقرارًا في السياسات المالية. السعودية، رغم أنها من أكبر الاقتصاديات العربية، حافظت على نطاق شبه أفقي في عرض النقود (من ~44% إلى 67%)، ما يعكس ضبطا نقديا نسبيا.

الجدول 12: تطور الكتلة النقدية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024

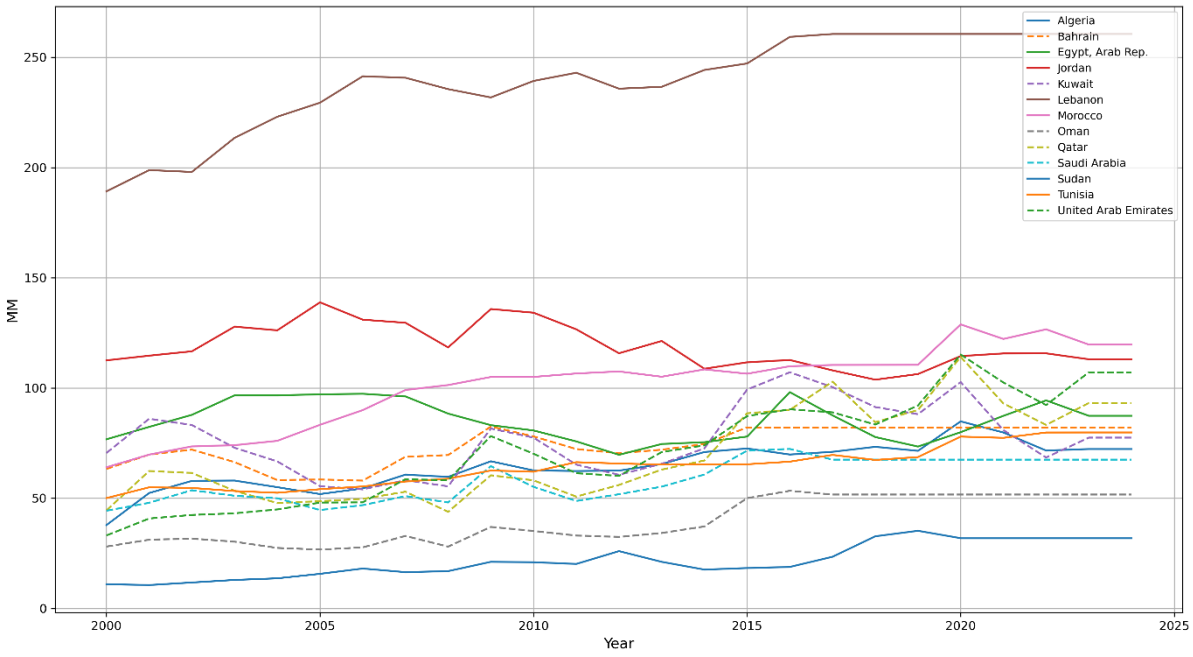
السنة	ا.ع.م	تونس	السودان	السعودية	قطر	عمان	المغرب	لبنان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	الجزائر
2000	33,14	50,09	11,00	44,34	44,48	28,09	64,05	189,22	70,55	112,55	76,74	63,29	37,83
2001	40,81	54,97	10,62	47,95	62,37	31,20	69,80	198,86	86,06	114,69	82,38	69,81	52,38
2002	42,43	54,68	11,79	53,65	61,48	31,70	73,53	198,04	83,23	116,66	87,84	72,07	57,88
2003	43,16	53,27	12,95	51,14	53,38	30,28	74,07	213,50	72,90	127,86	96,68	66,40	58,02
2004	44,92	52,48	13,67	50,01	47,81	27,47	76,05	223,08	66,71	126,18	96,68	58,24	55,02
2005	48,04	54,11	15,72	44,65	48,68	26,71	83,32	229,45	55,47	138,88	97,14	58,50	51,89
2006	48,16	55,35	18,12	46,87	49,71	27,72	89,98	241,44	54,02	131,02	97,39	58,01	54,46
2007	58,65	57,58	16,46	50,99	52,98	32,91	99,11	240,76	58,19	129,62	96,21	68,81	60,72
2008	58,15	58,87	16,93	48,10	43,85	28,07	101,36	235,61	55,40	118,42	88,40	69,60	59,71
2009	78,20	62,58	21,16	64,57	60,42	37,00	105,02	231,84	81,64	135,84	83,16	82,54	66,78
2010	70,20	62,05	20,98	55,17	58,12	35,15	105,05	239,32	77,49	134,18	80,75	78,06	62,62
2011	61,36	66,38	20,20	48,78	50,76	33,07	106,60	243,03	65,27	126,64	75,79	72,33	62,35
2012	60,15	65,76	26,02	51,83	56,03	32,47	107,53	235,82	60,63	115,78	69,72	70,43	62,54
2013	70,96	65,27	21,15	55,26	63,00	34,23	105,14	236,65	65,65	121,35	74,61	72,02	65,50
2014	74,00	65,30	17,64	60,77	67,14	37,21	108,46	244,30	72,64	108,75	75,44	74,61	70,97
2015	87,28	65,42	18,34	71,60	88,56	50,05	106,49	247,24	99,32	111,68	77,99	82,13	72,59
2016	90,37	66,61	18,84	72,37	90,09	53,39	109,88	259,29	107,14	112,71	98,14	82,13	69,84
2017	88,98	69,67	23,46	67,51	102,89	51,69	110,46	260,62	100,41	108,02	87,60	82,13	71,06

2018	83,43	67,37	32,73	67,51	84,52	51,69	110,49	260,62	91,37	103,79	77,77	82,13	73,34
2019	92,06	68,68	35,25	67,51	90,03	51,69	110,54	260,62	88,13	106,34	73,45	82,13	71,51
2020	115,21	77,96	31,88	67,51	114,12	51,69	128,86	260,62	102,69	114,50	79,97	82,13	84,87
2021	102,51	77,40	31,88	67,51	93,01	51,69	122,26	260,62	80,94	115,69	87,39	82,13	79,83
2022	92,27	79,84	31,88	67,51	83,27	51,69	126,64	260,62	68,49	115,74	94,39	82,13	71,65
2023	107,14	79,85	31,88	67,51	93,21	51,69	119,71	260,62	77,50	113,05	87,40	82,13	72,33
2024	107,14	79,85	31,88	67,51	93,21	51,69	119,71	260,62	77,50	113,05	87,40	82,13	72,33

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي.

في المقابل، سجلت لبنان قفزات حادة في عرض النقود، تجاوزت 260% منذ عام 2017 وظلت مستقرة عند هذا المستوى، مما يعكس سياسة نقدية منفلتة في سياق انهيار العملة والتضخم المفرط، كما يتضح من الخط المتسارع في الرسم البياني. السودان، رغم تضخمه الهائل، لم يُظهر نفس الزيادة المفاجئة في عرض النقود، مما قد يشير إلى ضعف في النشاط المصرفي أو تدهور في قدرة الجهاز المصرفي على خلق نقود جديدة، كما يُلاحظ من المسار المسطح نسبيًا في الرسم البياني. أما مصر، فقد شهدت توسعا ملحوظا، من 76% في 2000 إلى ذروة بلغت نحو 98% في 2016، قبل أن تعود إلى مستوى ~87% لاحقا، في علاقة واضحة مع موجات التضخم وتعويم الجنيه، كما يتبين من التحركات الدائرية في الرسم البياني. المغرب والأردن بدورهما اتبعتا مسارًا توسعيًا تدريجيًا أكثر تحفظًا، مع اقتراب النسب من 120% في المغرب و113% في الأردن بحلول 2024، مما يعكس نموًا نقديًا مضبوطًا مقارنة ببقية الدول. الجزائر شهدت ارتفاعًا حادًا بعد 2019، لتنتقل من مستويات حول 70% إلى ~85%، مما قد يشير إلى توسع نقدي موجه لدعم الإنفاق العام، وهو ما يظهر في الرسم البياني بوضوح عند النقطة الزمنية المقابلة لـ2020. بوجه عام، يتبين من الرسم البياني أن البلدان التي شهدت تضخما مرتفعا، خصوصا لبنان ومصر، حيث صاحبتها توسعات ضخمة في عرض النقود، ما يعكس العلاقة السببية بين السياسات النقدية التوسعية وارتفاع الأسعار.

الشكل 8: تطور الكتلة النقدية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي (مخرجات Python)

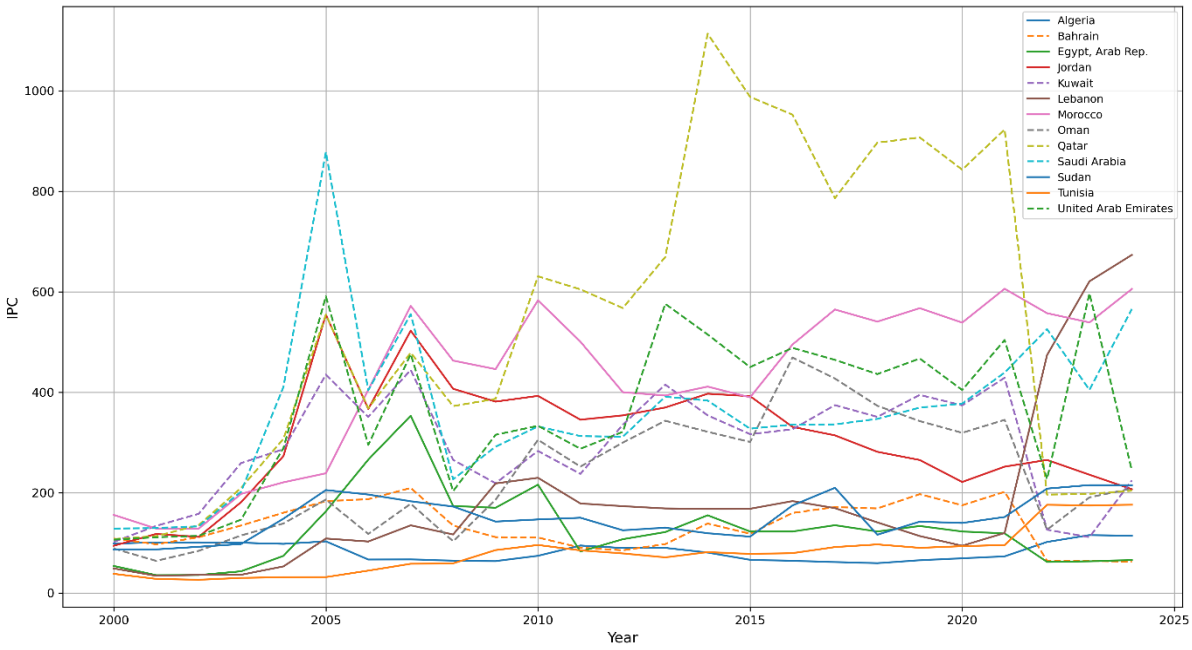
المطلب الثاني: تطور المؤشرات المالية في الدول العربية خلال الفترة (2000 – 2024)

يتناول هذا المطلب تطور المؤشرات المالية في الدول العربية خلال الفترة نفسها، مع التركيز على مؤشرات مثل مؤشر الأسعار في الأسواق المالية، حجم التداول، والقيمة السوقية لرؤوس الأموال. ويسلط التحليل الضوء على مدى تطور الأسواق المالية العربية، ومدى تأثرها بالتغيرات الاقتصادية والهيكلية، فضلاً عن التباينات بين الدول من حيث عمق السوق وكفاءته. كما يتم استعراض الفترات التي شهدت نمواً ملحوظاً أو تراجعاً، وربطها بالظروف الاقتصادية والسياسات المتبعة.

أولا: تطور مؤشر أسعار الأسهم في الدول العربية خلال الفترة *(2000 – 2024)*

تشير بيانات مؤشرات أسعار الأسهم (IPC) في الدول العربية خلال الفترة من 2000 إلى 2024 إلى تباين كبير في الأداء بين دول الخليج والدول غير الخليجية، كما هو موضح في الجدول 12 والشكل 9. بشكل عام، تُظهر أسواق الخليج مثل السعودية، الإمارات، وقطر اتجاهًا صعوديًا طويل الأجل، مدعومًا بتحسن البنية التحتية للأسواق المالية، ارتفاع أسعار النفط، وزيادة الاستثمارات المؤسسية.

الشكل 9: تطور مؤشر أسعار الأسهم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي (مخرجات Python)

فعلى سبيل المثال، ارتفع مؤشر السعودية من 128,44 في عام 2000 إلى ذروات تتجاوز 800 قبل أن يستقر عند نحو 565 في 2024، مما يعكس نمواً طويل الأمد رغم التقلبات الدورية، وارتفع مؤشر الإمارات أيضا من نحو 106,4 في عام 2000 إلى أكثر من 600 في سنوات لاحقة، مما يعكس تطورًا هيكليًا طويل الأجل، رغم بعض التراجعات المرتبطة بالأزمات العالمية مثل 2008 و2020. ومع ذلك، وبناءً على القراءات الأخيرة، نلاحظ تراجعاً أو تذبذباً في مؤشرات هذه الدول خلال السنوات القليلة الماضية؛ حيث شهدت قطر والإمارات انخفاضات متباينة في مستويات المؤشر مقارنة بذروتها المسجلة في فترات سابقة (مثل عام 2014 أو 2021).

ويعزى هذا التراجع الأخير إلى عوامل مركبة تشمل تداعيات جائحة كورونا، وتقلبات أسعار الطاقة العالمية، بالإضافة إلى تأثر هذه الأسواق بحالة عدم اليقين الجيوسياسي.

أما الدول غير الخليجية، فتظهر أداءً متفاوتًا. المغرب، على سبيل المثال، اتسمت بورصته باتجاه صاعد نسبيا خاصة بعد 2004، مع وصول المؤشر إلى أكثر من 600 في السنوات الأخيرة، ما يعكس تحسناً تدريجياً في عمق السوق وثقة المستثمرين.

الجدول 13: تطور مؤشر أسعار الأسهم في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024

السنة	ا.ع.م	تونس	السودان	السعودية	قطر	عمان	المغرب	لبنان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	الجزائر
2000	106,40	38,45	87,10	128,44	107,60	88,76	155,75	49,14	101,97	94,35	54,07	108,50	98,70
2001	111,25	28,32	87,10	129,68	113,50	64,22	128,58	34,46	133,94	117,93	35,78	97,34	101,00
2002	114,06	26,57	92,30	132,96	135,29	84,15	128,34	36,37	157,92	111,95	36,02	111,27	101,10
2003	146,33	30,26	97,77	201,98	209,36	114,80	197,56	36,57	258,93	181,03	43,42	134,63	100,36
2004	288,98	31,69	148,23	410,53	307,29	138,71	220,65	53,21	286,62	272,88	74,18	160,09	98,01
2005	590,86	31,93	205,26	878,40	554,59	186,37	238,60	108,69	435,16	554,50	162,85	183,11	103,12
2006	295,15	44,80	196,30	403,90	368,20	117,90	404,90	102,80	350,90	366,70	265,90	187,10	66,90
2007	475,65	58,40	182,90	555,60	478,70	177,90	571,90	135,00	444,40	522,60	353,10	209,40	67,20
2008	203,10	59,30	172,40	226,80	372,40	103,30	463,00	116,80	265,30	406,90	173,50	134,60	64,60
2009	315,30	85,70	142,50	291,50	386,90	185,90	446,00	218,40	218,80	381,30	170,00	111,50	63,80
2010	333,16	95,83	146,68	331,97	630,84	305,25	583,01	229,65	283,11	392,76	215,96	110,76	74,36
2011	287,45	85,16	150,11	312,69	604,85	252,00	500,72	178,52	237,45	345,33	82,86	90,51	94,76
2012	321,17	79,08	125,13	311,44	567,58	299,79	400,10	173,12	335,26	353,91	107,36	85,34	89,86
2013	575,97	71,19	130,35	391,05	669,31	343,22	393,49	168,62	415,18	369,60	121,60	97,62	90,16
2014	514,96	81,68	119,25	383,33	1 113,9	321,24	411,21	167,71	353,94	397,00	155,02	138,61	80,80
2015	450,07	78,07	112,47	327,36	988,08	300,97	389,84	168,00	316,59	392,19	122,73	118,21	66,33
2016	488,33	79,59	174,60	335,75	952,70	469,09	495,05	183,27	326,19	331,04	122,70	159,62	64,40
2017	464,47	91,74	209,73	336,02	786,46	427,27	564,72	169,27	374,36	314,15	135,24	171,38	61,88
2018	436,13	96,94	116,31	346,92	897,01	373,03	540,61	140,85	350,93	281,39	122,70	168,65	59,65
2019	467,12	90,22	142,38	369,42	907,32	342,50	567,40	113,65	394,71	265,06	133,66	197,12	65,50
2020	404,45	93,50	139,72	377,40	843,20	319,20	538,60	94,30	373,90	221,30	122,70	174,90	69,31
2021	504,05	95,74	151,59	439,18	923,13	345,01	606,03	119,74	428,86	251,80	118,90	201,72	73,21
2022	227,30	175,90	208,14	525,60	196,20	126,30	557,40	473,90	126,30	265,20	62,20	64,40	101,90
2023	596,81	174,58	215,14	404,73	197,70	190,73	538,98	620,88	111,40	235,78	63,33	64,18	115,55
2024	243,95	175,98	215,14	565,78	203,90	208,30	605,55	673,50	224,48	206,90	66,00	62,53	114,23

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي.

في المقابل، سجلت مصر قفزات حادة بين 2004 و2010 ثم تقلبات شديدة بسبب أحداث الثورة والأزمات الاقتصادية، لتشهد مؤخراً بعض التعافي، لكنه لا يزال هشًا. الأردن وعُمان أظهرتا استقرارًا نسبيا في الأداء، دون نمو قوي، مما يعكس تحفظ السوق وقلة السيولة نسبيا. في المقابل، تعاني دول مثل لبنان، السودان، وتونس من مسارات غير منتظمة وضعيفة

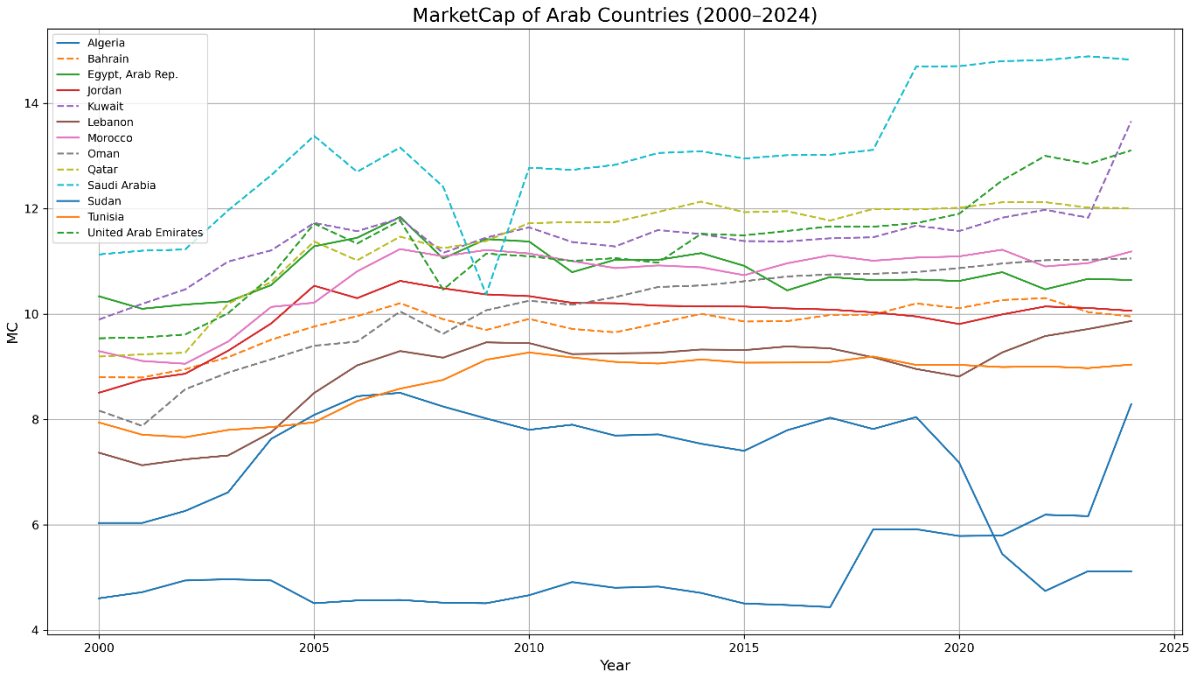
النمو، بسبب هشاشة الأوضاع الاقتصادية والسياسية. لبنان شهد ارتفاعًا كبيرًا في المؤشر بعد 2020، لكنه يرتبط أساسًا بانخفاض قيمة العملة المحلية وليس بأداء اقتصادي حقيقي. أما السودان فتظهر فيه تقلبات حادة وعدم استقرار في المؤشر، ما يعكس التوترات السياسية المتكررة وغياب البنية السوقية المستقرة.

تُظهر مؤشرات أسعار الأسهم (IPC) في الدول العربية بين عامي 2000 و2024 استجابات واضحة للأزمات العالمية والإقليمية، كما هو موضح في الرسم البياني. خلال الأزمة المالية العالمية عام 2008، شهدت دول الخليج مثل السعودية والإمارات والكويت انخفاضات حادة تجاوزت 50%، لكنها تعافت بقوة بحلول عام 2013.

ثانيا: تطور القيمة السوقية للأوراق المالية في الدول العربية خلال الفترة *(2000 – 2024)*

تشير بيانات القيمة السوقية لأسواق المال العربية بين عامي 2000 و2024 في الجدول إلى نمو متفاوت بين الدول، مدفوعًا بعوامل اقتصادية وهيكلية محلية، كما هو موضح في الشكل 10.

الشكل 10: تطور القيمة السوقية للأوراق المالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024الوحدة مليون دولار



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي (مخرجات Python)

الدول الخليجية، خاصة السعودية، الإمارات، وقطر، سجّلت نموًا هائلًا نسبيا في القيمة السوقية، مع ملاحظة قفزات ضخمة في السنوات الأخيرة؛ فالسعودية، على سبيل المثال، ارتفعت قيمتها السوقية من نحو 68 مليار دولار عام 2000 إلى أكثر من 2.7 تريليون دولار في 2024، مدفوعة بعمليات الطرح الكبرى مثل أرامكو وتوسّع الأسواق المالية.

الجدول 14: تطور القيمة السوقية للأوراق المالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024الوحدة مليون دولار

السنة	ا.ع.م	تونس	السودان	السعودية	قطر	عمان	المغرب	لبنان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	الجزائر
2000	13886,6	2809,12	417,22	68166,4	9821	3518,13	10875,84	1582,5	19847,98	4943,16	30791,26	6624,35	100
2001	14082,86	2229,57	417,22	73201,35	10236,3	2634,37	9030,8	1248,27	26661,7	6314,16	24308,57	6601,27	112,3
2002	14922,64	2125,68	524,22	74851,38	10567,22	5268,05	8564,24	1396,26	35098,89	7087,03	26338,69	7716,39	140,22
2003	22323,37	2439,55	746,56	157306,4	26702,11	7246,23	13050,18	1503	59528,01	10962,98	27847,48	9701,77	143,64
2004	45290,65	2574,48	2058,42	306255,7	40434,79	9317,66	25174,92	2330,74	73580,54	18383,4	38076,84	13513,18	140,27
2005	122203	2821	3242	646121	87143,34	12062	27274	4917,18	123893	37639	79508	17364	91
2006	83820	4222	4624	326852	60905	13037	49415	8304	105951	29730	93496	21122	96
2007	129653,5	5339	4931	518984	95495	23086	75495	10894	135362	41233	138828	27016	97
2008	34990	6304	3804	246337	76627	15139	65748	9609	70181	35844	63099	19947	92
2009	69148	9237	3033	31875	87930	23616	74186	12843	93824	31889	91092	16263	91
2010	65886,5	10612	2446	353400	123641	28309	69386	12676	113883	30904	87109	20060	106
2011	60181	9648	2695	338873	125598	26210	60092	10285	86295	27210	48679	16590	136
2012	63585	8874	2192	373365	126297	30299	52605	10424	79262	26971	61621	15532	122
2013	58365,5	8590	2244	467341	152589	36767	55329	10545	108352	25761	61517	18469	125
2014	100785,8	9295	1876,6	482896,5	185814,4	37830,5	53369,1	11221,9	100334,2	25493,6	69907,6	22087,7	110,7
2015	97887,9	8736,3	1641	420656,3	151892,2	40984,2	45956,6	11087,6	87766,7	25366,3	54912,8	19092,8	90,59
2016	106437,3	8762,09	2424,06	448304,7	154738,9	44904,21	57607,57	11902,68	87288,49	24487,2	34462,85	19221,55	88,01
2017	115909	8854,26	3077,34	451150,1	129623,7	46625,45	67098,18	11473,4	92577,63	23938,12	44433,05	21602,58	84,59
2018	115530,6	9830,79	2482,83	496287	161668,4	47210,81	60461,7	9675,18	94399,18	22724,02	41791,08	21746,76	369,42
2019	123288,5	8377	3114	2406948	160029	48744	64204	7759	117718	21022	42358	26882	371
2020	147552,5	8387	1313	2426632	165371	52576	65715	6724	106249	18193	41195	24608	326
2021	277460,5	8038	232,17	2668538	183324	57380	74547	10609	136809	21840,3	48715	28688	329
2022	442183,5	8146,8	114,84	2724164	183854	61058,6	54253,5	14483	159059,2	25392,3	35161	29778	487,9
2023	379812,9	7885,025	167,45	2923502	165680,2	61757	57851,2	16555,85	137013,4	24688,1	42914,88	22829,5	476,025
2024	491223,4	8432,425	167,45	2746067	163800,8	63141,8	72040,98	19263,7	853717,1	23387	41974,33	21004,95	3967,025

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على)البنك(2025 ,بيانات البنك الدولي.

الإمارات شهدت أيضًا تطورًا لافتًا، من نحو 13 مليار دولار إلى أكثر من 490 مليار، ما يعكس تعمق السوق وزيادة الانفتاح الاستثماري. في المقابل، أسواق مثل مصر والمغرب حققت نموًا تدريجيًا نسبيا، مع تأثرها بالعوامل الاقتصادية والسياسية؛ إذ ارتفعت القيمة السوقية في مصر من نحو 30 مليار دولار عام 2000 إلى قرابة 42 مليار في 2024، مع وجود تقلبات حادة خلال فترات عدم الاستقرار. المغرب أظهر نموا متوازنًا، حيث تضاعفت القيمة السوقية تدريجيا من حوالي 11 مليار إلى أكثر من 72 مليار، مما يعكس نضوجًا نسبيا في السوق المالية المغربية.

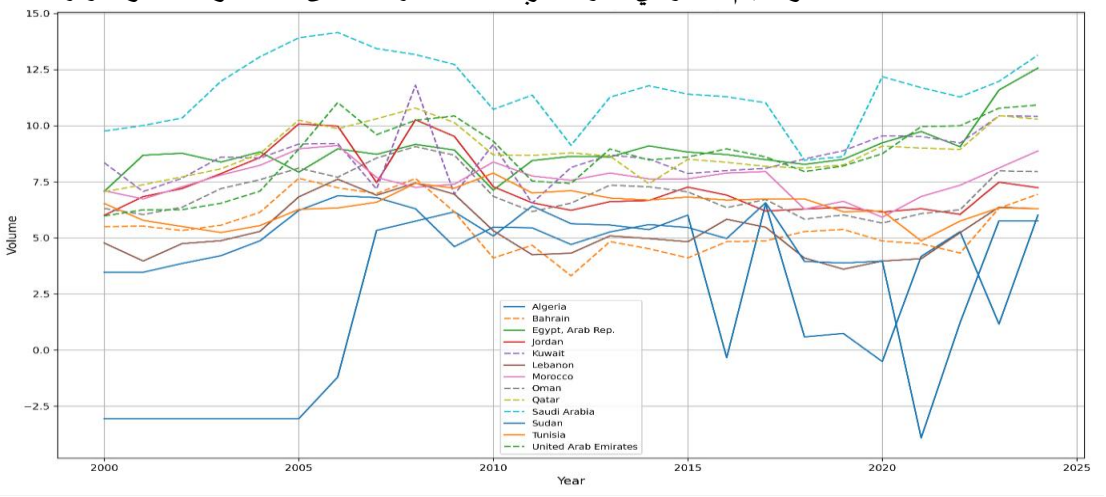
أما أسواق مثل لبنان والسودان، فقد عانت من ضُعف هيكلي واضح، إذ بقيت القيمة السوقية متواضعة جدا نسبيا، ولم تسجل نموًا مستدامًا، متأثرة بالأزمات السياسية والانهيارات الاقتصادية. الأردن وتونس أظهرتا استقرارًا نسبيا في مستويات القيمة السوقية، لكن دون نمو حقيقي، مما يعكس محدودية التداولات وغياب الطروحات الكبرى.

من الجدير بالذكر أن بعض القفزات، مثل تلك في الجزائر أو السودان في السنوات الأخيرة، قد تكون مرتبطة بعوامل استثنائية أو تغييرات محاسبية وليست نتيجة نمو فعلي في السوق المالية. إجمالًا، تُظهر البيانات أن النمو القوي نسبيا في القيمة السوقية يرتبط بوضوح بمدى عمق السوق، الاستقرار الاقتصادي، والانفتاح على رؤوس الأموال الأجنبية.

ثالثا: تطورحجم التداول في الأسواق المالية في الدول العربية خلال الفترة *(2000 – 2024)*

تشير بيانات حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة من 2000 إلى 2024 إلى تباينات كبيرة بين الدول، تعكس اختلافات في عمق الأسواق، السيولة، والظروف الاقتصادية.

الشكل 11: تطورحجم التداول في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024 الوحدة مليون دولار



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا (الدولي، 2025)(مخرجات Python)

السعودية تُعد السوق الأكثر سيولة بفارق واسع، حيث ارتفع حجم التداول من حوالي 17 مليار دولار عام 2000 إلى أكثر من 510 مليار في 2024، مع قفزات واضحة خصوصًا بعد 2005 و2020 نتيجة الطروحات الكبرى وتوسع المشاركة المؤسسية. الإمارات أظهرت نموًا مطّردًا نسبيا في حجم التداول، إذ تجاوز 55 مليار دولار في 2024 بعد أن كان أقل من نصف مليار في 2000، مما يدل على توسع السوق وتحسن البنية التحتية.

الجدول 15: تطور حجم التداول في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024

السنة	ا.ع.م	تونس	السودان	السعودية	قطر	عمان	المغرب	لبنان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	الجزائر
2000	394,7	686,78	32,1	17313,45	1161	551,42	1210,9	117,97	4208,44	405,91	1179,87	245,45	0,047
2001	518,7	324,05	32,1	22223,44	1583	419,85	840,75	52,97	1171,116	934,38	5912,89	250,36	0,047
2002	521,6	246,47	47,5	30974,47	2251	581,76	1440,46	114,93	2122,349	1334,67	6443,71	206,28	0,047
2003	694,94	188,53	67,2	159055,6	3220,16	1334,3	2443,46	130,99	5472,88	2607,14	4349,12	261,14	0,047
2004	1188,688	256,65	130,25	472990	6343,59	1985,19	3757,02	197,97	5181,78	5327,17	6835,04	463,05	0,047
2005	7739,785	528,8	504,5	1103583	28252,3	3320,4	7859,3	923,4	9728,96	23806,4	2772,04	2113	0,047
2006	61619,35	563,3	969,1	1402942	19221,6	2214,4	9109,9	2031,9	9960,02	21616,3	7836,4	1386,9	0,3
2007	14775,65	727	893	682287	29927	5211	2200,9	994	1308,96	1744	6151,8	1069	207
2008	28027,8	1689	543	523129	48220	8686	1407,7	1710	133650	28677	9582,7	2088	313
2009	33918,95	1360	100,6	337041	25317	5905	1622,6	1038	1037,71	13641	7437,4	473	473
2010	11007,5	2664,6	239,3	45461	6003,7	947	4365,6	204,8	9536,8	1452,1	1248	60,6	161,48
2011	1869	1098,2	232,4	85989	5862,4	479	2339,4	70	699	708,5	4646	106,8	613
2012	1678,5	1217,16	110,55	9188	6551,4	699,2	1936,3	75,1	3421,9	507,7	5632	27,4	279,3
2013	7808,5	876,6	193,42	78532	5692,3	1556,1	2672,5	162,3	5984,3	745,5	5470	125,8	263,4
2014	4761,5	798,05	268,58	130679	1658	1445,1	2058,4	144,2	5006,4	785,2	8950	91,7	214,5
2015	5458,5	918,51	235,79	89715	4930,8	1151	2061,6	124,9	2600,9	1425,7	6805	60,9	408,369
2016	7844,6	799	144,44	79861	4307,8	571,7	2667,5	340,2	2978,1	998,5	6077	125,3	0,712
2017	5476,5	840	709,23	61155	3590,5	819,2	2852,3	238,5	3292,1	491	4859	130	673
2018	2851	841,8	52,12	4728	3332	341,1	535,4	60,6	4994	537,2	3924	196,9	1,8
2019	3659,85	475	48,4	5566	3815	411,2	756,9	36,8	7219	577,5	4910	216,2	2,1
2020	6313,05	492,7	52,9	195516,2	8857,4	287,2	372,6	52,9	13985,5	469,4	10273	129,2	0,6
2021	21186,9	129,7	0,02	119926,8	8126,2	437,4	938	58,7	13646,9	544,4	16956,8	114,5	65,123
2022	21947	314	3,4	79323	7633,4	519,9	1551	187,4	10190,7	423,3	8626	75,6	196,2
2023	48079,9	565,8	318,32	158756,9	34400,7	2942,1	3342,6	582,9	33936,7	1775,3	107860,2	557,4	3,18451
2024	55331,7	544,3	318,32	510525,4	29442	2839,5	7142	544,4	33436,29	1389,3	286652,5	1041,3	408,369

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على (الدولي.، 2025)

مصر سجلت تحسنا ملحوظا نسبيا، إذ بلغت أحجام التداول أكثر من 286 مليار دولار في 2024، مدفوعة بالإصلاحات الهيكلية وزيادة جذب المستثمرين، رغم التقلبات خلال أزمات مثل 2011 و2022.

بالمقابل، بقيت الأسواق في لبنان، السودان، والجزائر ضعيفة نسبيًا من حيث السيولة، مع غياب التطور الحقيقي أو استمرارية التداول، إذ لم تسجل هذه الأسواق سوى نشاط محدود وغير منتظم، ما يعكس هشاشة البيئة الاقتصادية أو غياب الثقة. المغرب وتونس والأردن أظهرت تطورًا متواضعًا نسبيًا، مع زيادة تدريجية في أحجام التداول لكن دون طفرة نوعية، مما يعكس نقص الطروحات أو ضعف الاهتمام المؤسسي. الأسواق الخليجية الأخرى كقطر والكويت شهدت نموًا ملحوظًا نسبيا، خاصة في فترات ما بعد الأزمات المالية، مدعومة بزيادة مشاركة المستثمرين المحليين والأجانب.

بوجه عام، يُظهر الاتجاه العام أن الأسواق التي شهدت إصلاحات مؤسسية وطروحات عامة كبرى (مثل السعودية، مصر، الإمارات) حققت نموًا في السيولة وأصبحت أكثر جاذبية، في حين ظلت الأسواق الأضعف تنظيمًا أو المتأثرة بالأزمات السياسية والاقتصادية تعاني من ركود في أحجام التداول، مما يعكس ترابطًا واضحًا بين استقرار الاقتصاد الكلي وفعالية السوق المالية.

المطلب الثالث: علاقة المؤشرات الاقتصادية بكفاءة الأسواق المالية في الوطن العربي

تُعد العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وكفاءة الأسواق المالية من المحاور الأساسية في فهم ديناميكية الأسواق العربية وتطورها. فالكفاءة السوقية لا تنفصل عن السياق الاقتصادي الكلي، إذ تتأثر بمستويات المتغيرات الاقتصادية. في هذا المطلب، نسعى إلى تقديم وصف عام للعلاقة بين هذه المؤشرات وأداء الأسواق المالية في الدول العربية، من خلال استعراض الاتجاهات العامة، وذلك تمهيدا للانتقال لاحقا إلى تحليل اقتصادي قياسي أكثر دقة واختبار طبيعة العلاقة.

يُظهر الشكل 12 المستند إلى البيانات للفترة (2000–2024) في الجدول 15 تفاعلاً معقدًا بين المؤشرات الاقتصادية (نمو الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، عرض النقود) والمؤشرات المالية (مؤشر الأسعار، حجم التداول، القيمة السوقية).

فقد برز ترابط إيجابي واضح بين مؤشرات السوق المالي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (2003–2008)، لا سيما في ظل الطفرة النفطية، حيث تحركت جميعها صعودًا في اتجاه متوازي.

إلا أن هذا الترابط بدأ يتآكل تدريجيًا، ففي حين حافظت المؤشرات الاقتصادية على مسار أكثر استقرارًا نسبيًا مع تحركات تدريجية، خاصة في نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم، أظهرت المؤشرات المالية تقلبات حادة، مما يعكس نوعًا من الانفصال بين الأسواق والقطاعات الإنتاجية. وقد ساهمت الأزمات الاقتصادية الكبرى، مثل أزمة 2008 وجائحة كوفيد-19 في 2020، في إحداث تحولات بنيوية في هذه العلاقة، حيث كشفت عن هشاشة الارتباط بين الأداء المالي والاقتصاد الحقيقي.

الجدول 16: تطور متوسط المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024

MarketCap	Volume	IPC	INF	GDP	MM	Year
13337,2	2116,003	93,78692	1,889199	5,321668	63,48961	2000
13621,44	2635,666	91,00769	1,354636	3,586357	70,91453	2001
14969,3	3560,404	97,56154	2,871897	3,27402	72,69026	2002
26115,49	13832,73	134,8458	2,221646	5,920122	73,35344	2003
44394,74	38819,73	191,6208	3,704529	7,416684	72,17874	2004
89559,89	91625,52	325,6488	3,49628	5,498208	73,27255	2005
61659,54	118420,9	243,9577	4,328187	7,455795	74,78828	2006
92801,04	57499,72	325,5962	6,419137	6,631564	78,6912	2007
49824,69	60594,09	212,4615	9,565668	6,4987	75,57532	2008
41925,15	33028,1	232,1231	3,575368	2,480285	85,443	2009
70647,58	6411,729	287,18	4,217112	4,710509	83,0093	2010
62499,38	8054,823	247,8773	4,791547	4,12846	79,42734	2011
65473	2409,578	249,9335	6,412467	2,396163	78,05482	2012
77384,19	8467,902	295,1815	6,229255	3,426673	80,8302	2013
84694,12	12066,2	326,05	5,709116	3,289882	82,86394	2014
74313,18	8915,151	294,685	3,516117	3,224632	90,66758	2015
76971,51	8208,912	321,7177	4,240138	3,01533	94,6773	2016
78188,27	6548,179	315,8988	6,756097	1,365925	94,1916	2017
83398,29	1722,763	302,3935	8,532114	1,662012	91,28875	2018
233139,6	2130,304	312,0046	5,445109	0,743951	92,14893	2019
235757	18215,59	290,1908	20,0353	-5,38286	100,9246	2020

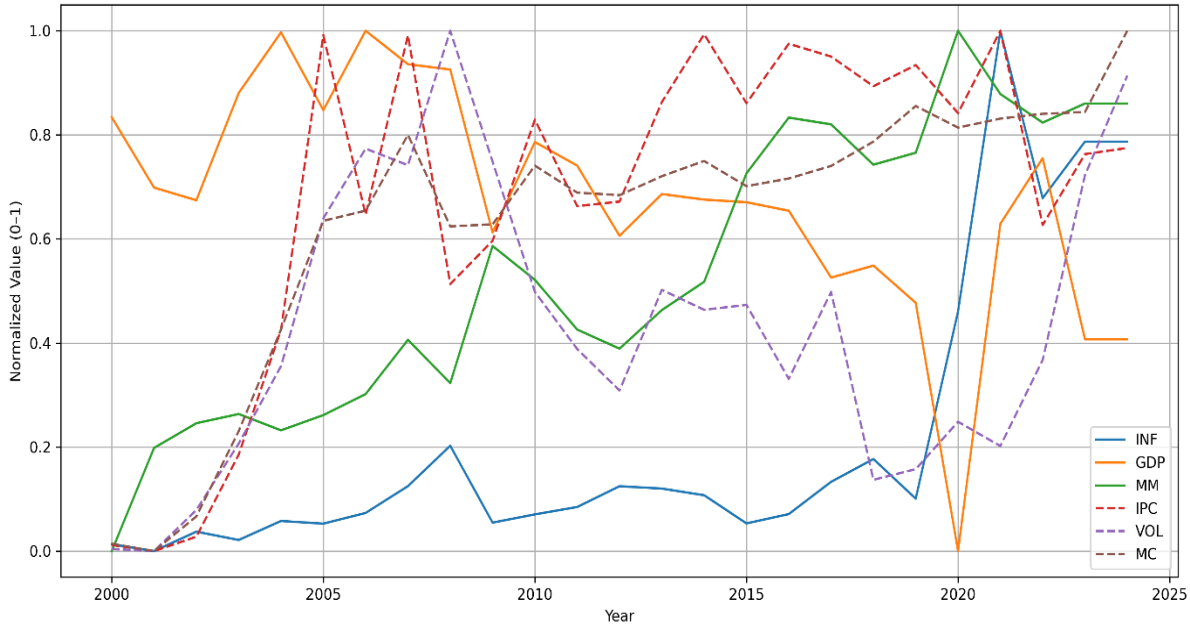
270500,8	14010,11	327,6119	41,90699	2,69364	96,37326	2021
287549	10076,22	239,2877	28,86468	4,311894	94,31725	2022
295471,8	30240,15	271,519	33,27008	-0,15785	95,69319	2023
346783,7	71508,88	274,3238	33,27008	-0,15785	95,69319	2024

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي وصندوق النقد العربي.

وتدل الاتجاهات الحديثة على تحوّل في طبيعة العلاقة من نموذج تقليدي قائم على "التمويل المحرك للنمو" إلى نمط تتزايد فيه استقلالية الأسواق المالية عن مؤشرات الاقتصاد الكلي، مع تعاظم دور السياسة النقدية في ضبط التوازن الاقتصادي بعد تلك الأزمات.

وتبقى هذه العلاقة المرصودة بحاجة إلى تقييم دقيق باستخدام أدوات القياس الاقتصادي للتحقق من مدى قوتها وطبيعتها السببية بشكل تجريبي.

الشكل 12: **تطور متوسط المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية خلال الفترة 2000 الى 2024**



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك الدولي وصندوق النقد العربي (مخرجات Python)

المبحث الثاني: أثر المؤشرات الاقتصادية على المؤشرات المالية في الدول العربية

يهدف هذا المبحث إلى دراسة وتحليل أثر المؤشرات الاقتصادية المتمثلة في التضخم والنمو الاقتصادي والكتلة النقدية على المؤشرات المالية في الدول العربية، بما في ذلك مؤشر الأسعار، وحجم التداول الى والقيمة السوقية. ولتحقيق هذا الهدف، تم الاعتماد على نماذج قياسية ديناميكية باستخدام نموذج المتجه الذاتي لبيانات بانل PVAR، الذي يُعد الأنسب

لطبيعة البيانات المتاحة والتي تشمل 13 دولة عربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2024. يسمح هذا النموذج بتحليل التفاعلات المتبادلة بين المتغيرات عبر الزمن وبين الدول المختلفة، مما يتيح فهما أعمق للعلاقات السببية والديناميكية بين المؤشرات الاقتصادية والمالية في المنطقة العربية.

المطلب الأول: التحليل الوصفي لبيانات الدراسة

يعرض الجدول 17 وصفا موجزا للمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة، والتي تغطي الفترة الزمنية من عام 2000 إلى عام 2024. تم اختيار هذه المتغيرات بعناية لما تمثله من مؤشرات اقتصادية ومالية رئيسية تعكس أداء الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي في 13 دولة عربية.

الجدول17: تعريف متغيرات الدراسة

المتغير	التعريف	الرمز	المصدر
حجم التداول	قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي	VOL	صندوق النقد العربي
مؤشر الأسعار	الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم	IPC	
القيمة السوقية	القيمة السوقية للأسهم	MC	
الكتلة النقدية	عرض النقود بالمعنى الواسع M2 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%GDP)	MM	البنك الدولي
التضخم	التغير النسبي في المستوى العام للأسعار	INF	
النمو الاقتصادي	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	GDP	

المصدر: من اعداد الباحثة

تشمل المتغيرات حجم التداول في الأسواق المالية، القيمة السوقية، مؤشر الأسعار للأسهم، الكتلة النقدية، التضخم، والنمو الاقتصادي. وقد تم الاعتماد على مصادر موثوقة لتجميع البيانات، منها صندوق النقد العربي والبنك الدولي، مما يعزز من مصداقية النتائج المستخلصة من التحليل القياسي.

كما يظهر الجدول 17 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة من 2000 إلى 2024 في دول الخليج وبعض الدول العربية تباينًا ملحوظًا بين البلدان. بلغ متوسط مؤشر الأسعار (IPC) نحو 252.179، مع انحراف معياري قدره 193.988، مما يعكس فروقات كبيرة في أداء الأسواق المالية. وقد سُجلت أدنى قيمة للمؤشر في تونس عند 26.570، في حين بلغت القيمة القصوى 1113.900 في قطر، ما يدل على تفاوت واضح في تطور الأسواق المالية بين البلدين. بالنسبة

لحجم التداول(VOL) ، فقد بلغ متوسطه 119,378.3، وسُجل الحد الأدنى له في السودان عند 0.02، ما يعكس ركودًا حادًا في السوق المالية، في حين بلغت القيمة القصوى 1,402,942 في السعودية، دلالة على نشاط تداول مرتفع للغاية.

الجدول رقم 18: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	المتوسط	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى
IPC	325	252,179	193,988	26,570	1113,900
GDP	325	3,334	4,798	-21,400	26,170
INF	325	10,105	33,450	-4,863	359,093
MM	325	83,622	52,807	10,617	260,618
VOL	325	119378.3	2,786	0.02	1402942
MC	325	111639.193	365709.875	84.59	2923501.85

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات افيوز13

أما القيمة السوقية MC، فقد بلغ متوسطه حوالي 111,639.193، بانحراف معياري مرتفع بلغ 365,709.875 مليون دولار امريكي، مما يعكس تفاوتًا كبيرًا في حجم أسواق رأس المال بين الدول محل الدراسة. سُجلت أدنى قيمة للقيمة السوقية في الجزائر عند 84.59، ما يشير إلى صغر حجم السوق المالية في الجزائر، بينما وصلت أعلى قيمة إلى 2,923,501.85 مليون دولار امريكي، وهي قيمة مرتفعة سُجلت في السعودية سنة 2023، وتُبرز مدى تطور وعمق السوق المالية فيها. يعكس هذا التفاوت الكبير في القيمة السوقية للأسهم مدى الاختلاف في حجم الاقتصاد، ودرجة التطور المالي، وكفاءة البنية التحتية للأسواق المالية بين الدول العربية المشمولة في الدراسة.

النمو الاقتصادي(GDP) ، بلغ متوسطه 3.334% مع انحراف معياري قدره 4.798، وسُجلت أدنى قيمة عند -21.400% نتيجة الانكماش الاقتصادي الحاد الذي سبّبته جائحة كوفيد-19، بينما بلغت أعلى قيمة 26.170%. في ما يتعلق بالتضخم(INF) ، فقد بلغ متوسطه 10.105% مع انحراف معياري مرتفع بلغ 33.450، تراوحت القيم بين -4.863% و359.093%، مما يعكس تفاوتات شديدة في الاستقرار السعري. أما الكتلة النقدية(MM) ، فقد بلغ متوسطها 83.622% وانحرافها المعياري 52.807، في ظل اختلاف السياسات النقدية بين الدول.

تُظهر مصفوفة الارتباط في الجدول 19 العلاقات الثنائية بين المتغيرات الرئيسية: مؤشر الأسعار(IPC) ، النمو الاقتصادي (GDP)، التضخم(INF) ، الكتلة النقدية(MM) ، القيمة السوقية CM وحجم التداول(VOL) . يُظهر حجم التداول VOL ارتباطا معنويا إيجابيا مع مؤشر الأسعار IPC مما يشير إلى وجود علاقة بين ارتفاع الأسعار وزيادة النشاط في السوق، وعند النظر إلى رأس المال السوقي(MC) ، تُظهر المصفوفة وجود علاقة ارتباط موجبة معنوية بينه وبين مؤشر الأسعار (IPC) (0.259)، مما يشير إلى أن ارتفاع القيمة السوقية للأسهم غالبًا ما يترافق مع تحسن في مستويات الأسعار داخل السوق المالية. كما يُلاحظ وجود ارتباط إيجابي معنوي بين رأس المال السوقي وحجم التداول(0.3017) ، مما يعكس العلاقة المنطقية بين اتساع السوق المالي وزيادة نشاط التداول فيه.

الجدول 19: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	IPC	GDP	INF	MM	VOL	MC
IPC	1.0000					
GDP	0.0098	1.0000				
INF	0.0744	-0.3151*	1.0000			
MM	0.0845	0.1347*	-0.1416*	1.0000		
VOL	0.2013*	-0.0336	0.0258	-0.0980	1.0000	
MC	0.259*	-0.0356	-0.064	-0.063	0.3017*	1.0000

*معنوي عند مستوى 5%

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات افيوز13

أما بقية المتغيرات الاقتصادية مثل النمو الاقتصادي، التضخم، والكتلة النقدية فلم تظهر ارتباطات معنوية واضحة مع حجم التداول، القيمة السوقية ومؤشر الأسعار في هذه البيانات.

هذا قد يستدعي إجراء تحليلات أعمق باستخدام نماذج اقتصادية أكثر تعقيدا لفهم التأثيرات الديناميكية والمتبادلة بين هذه المتغيرات بشكل أفضل، خاصة مع الأخذ بعين الاعتبار الفروق الزمنية والتأخيرات المحتملة بين المتغيرات.

المطلب الثاني: النموذج القياسي

استخدم في هذه الدراسة نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي لبيانات بانل(Panel VAR) ، وهو النموذج الملائم عندما تكون جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى(Sims, 1980). يسمح نموذج Panel VAR بدراسة العلاقات الديناميكية المتبادلة

بين مؤشر الأسعار، القيمة السوقية، حجم التداول في الأسواق المالية، النمو الاقتصادي، التضخم والكتلة النقدية، حيث تُستخدم القيم السابقة لهذه المتغيرات في تفسير قيمها الحالية خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2024 في الدول العربية. ولضمان موثوقية النموذج، تم التحقق من استقرارية جميع المتغيرات (انظر الجدول 20)

تم اختيار نموذج Panel VAR بدلا من أساليب الاقتصاد القياسي الأخرى لعدة اعتبارات أساسية. أولا، نظرا لطبيعة البيانات اللوحية التي يتجاوز فيها البعد الزمني (T) البعد العرضي(N) ، فإن نموذج Panel VAR يعد أكثر ملاءمة من أسلوب المربعات الصغرى المعممة(GMM) ، الذي يُستخدم في الحالات التي يكون فيها عدد المقاطع العرضية (N) أكبر من البعد الزمني(T) . بالإضافة إلى ذلك، يسمح Panel VAR بدراسة العلاقات الديناميكية بين المتغيرات عبر الزمن، مما يجعله أكثر فعالية من النماذج الثابتة.

عند المقارنة بين PVAR ونماذج أخرى مثل نموذج تصحيح الخطأ الهيكلي (VECM) أو نموذج الانحدار الذاتي للمدى الموزع(ARDL) ، فإن خصائص الاستقرارية للمتغيرات تلعب دورا حاسما. فإذا كانت جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى، يكون نموذج PVAR هو الخيار الأفضل، في حين يُفضل استخدام VECM أو ARDL في حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات. يضمن هذا الاختيار المنهجي تحليلاً قوياً للتفاعلات الديناميكية داخل الإطار المالي.

يمكن التعبير عن صيغة نموذج PVAR على النحو التالي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{l=1}^{p} B_l \, Y_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

- $Y_{i,t}$ يحتوي على قيم المتغيرات الستة (مؤشر الأسعار، حجم التداول، القيمة السوقية، النمو الاقتصادي، التضخم والكتلة النقدية) في الزمن t للوحدة العرضية i.
- α_i تمثل المتجه الخاص بالآثار الثابتة (الحدود الابتدائية) للوحدة العرضية i.
- B_l تمثل معاملات الانحدار التي توضح كيف تتأثر كل متغير بالقيم المتأخرة لجميع المتغيرات في النظام، بما في ذلك نفسه.
- ϵ_t تمثل المكون العشوائي الذي يفسر التغيرات غير المفسرة في كل معادلة للوحدة i في الزمن t.

يُعد إجراء اختبارات الاستقرارية خطوة أساسية في تحليل السلاسل الزمنية والبيانات اللوحية، حيث تضمن هذه الخطوة موثوقية وصحة النماذج الاقتصادية القياسية. في سياق هذه الدراسة، تساعد اختبارات الاستقرارية في تحديد المنهجية النمذجية المناسبة، سواء كان نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي للبيانات اللوحية (Panel VAR) هو الأنسب، أو ما إذا كان من الضروري استخدام أساليب بديلة مثل نموذج تصحيح الخطأ الهيكلي (VECM) أو نموذج الانحدار الذاتي للمدى الموزع(ARDL) ، وذلك في حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات. من خلال التأكد من استقرارية المتغيرات، تضمن الدراسة أن العلاقات المقدرة بين متغيرات السوق المالية والمؤشرات الاقتصادية قوية وغير ناتجة عن اتجاهات زمنية كامنة أو تحولات هيكلية.

لقد قمنا بإجراء اختبارات جذر الوحدة لفحص مدى استقرارية المتغيرات. وتحديدًا، تم استخدام اختبار Im, Pesaran & Shin (IPS)، وهو من الاختبارات الشائعة في تحليل البيانات اللوحية لتحديد ما إذا كانت السلاسل الزمنية الفردية في العينة مستقرة عند المستوى.

تشير النتائج الموضحة في الجدول 20 من خلال الاختبار إلى أن جميع المتغيرات في النموذج، وهي، حجم التداول في الأسواق المالية(Vol) ، النمو الاقتصادي(GDP) ، والتضخم(INF) ، القيمة السوقية (MC) الكتلة النقدية (MM) ومؤشر الأسعار (IPC) مستقرة عند المستوى. وهذا يدل على أنه لا حاجة لإجراء المزيد من الفروقات أو التحويلات على البيانات، مما يؤكد أن السلاسل الزمنية مناسبة لاستخدامها ضمن نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي للبيانات اللوحية(Panel VAR) .

وعليه، يمكننا المضي في التحليل باستخدام نموذجPanel VAR ، حيث ان فرضية الاستقرارية متحققة لجميع المتغيرات المدرجة في النموذج.

الجدول رقم 20: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (اختبار IPS)

المتغير	IPC		GDP		INF		MM		VOL		MC	
الاختبار	IPS (ثابت)	IPS (ثابت واتجاه)	IPS (ثابت)	IPS (ثابت واتجاه)	IPS (ثابت)	IPS (ثابت واتجاه)	IPS (ثابت)	IPS (ثابت واتجاه)	IPS (ثابت)	IPS (ثابت واتجاه)	IPS (ثابت)	IPS (ثابت واتجاه)
الاحتمالية	0.014	0.024	0.000	0.000	0.003	0.0014	0.24	0.000	0.0012	0.04	0.00	0.0031

تفسير النتيجة	مستقرة عند المستوي	مستقرة عند المستوي	مستقرة عند المستوي	مستقرة عند المستوي	مستقرة عند المستوي	مستقرة عند المستوي

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات افيوز13

المطلب الثالث: نتائج تقدير نموذج Panel VAR

تُعد الخطوة الأولى في تقدير نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي للبيانات اللوحية (Panel VAR) هي تحديد الطول الأمثل للفجوات الزمنية، وذلك لضمان دقة النتائج وكفاءة النموذج في تمثيل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات. لهذا الغرض، تم إجراء مجموعة من اختبارات معايير اختيار الفجوات الزمنية، مثل معيار معلومات أكايكي(AIC) ومعيار هنان-كوين (HQ)، بهدف تحقيق التوازن بين تعقيد النموذج وجودة الملاءمة.

تشير النتائج الموضحة في الجدول 20 إلى أن معيار أكايكي وهنان-كوين يشيران إلى أن الطول الأمثل للفجوات الزمنية هو 2. وبناءً عليه، فإن استخدام فجوتين زمنيتين يعتبر الأنسب لتحليل العلاقات الديناميكية بين حجم التداول في الأسواق المالية، النمو الاقتصادي، التضخم، الكتلة النقدية، ومؤشر الأسعار، ضمن عينة الدراسة المعتمدة.

تشير نتائج تقدير النموذج في الجدول 22 إلى وجود علاقات ديناميكية واضحة بين المتغيرات الاقتصادية المدروسة وكل من مؤشر أسعار الأسهم (IPC) وحجم التداول(VOL) .

الجدول رقم21: اختيار طول الابطاء (معيار معلومات أكايكي(AIC) ومعيار هنان-كوين(HQ))

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: VOL IPC CM INF MM GDP
Exogenous variables: C
Date: 06/01/25 Time: 22:55
Sample: 2000 2024
Included observations: 273

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-6532.990	NA	2.57e+13	47.90469	47.98402	47.93653
1	-5097.628	2797.117	9.07e+08	37.65295	38.20825*	37.87586
2	-5016.637	154.2685	6.53e+08*	37.32334*	38.35462	37.73732*
3	-4991.049	47.61333	7.05e+08	37.39963	38.90688	38.00467
4	-4955.352	64.85607*	7.08e+08	37.40185	39.38507	38.19795

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: مخرجات افيوز13

بداية، يُلاحظ أن القيم المتأخرة لـ IPC تؤثر على نفسها بشكل معنوي وموجب، حيث كانت كل من IPC(-1) و IPC(-2) معنويتان إحصائيا ، ما يدل على وجود استمرارية وزخم ذاتي في سلوك المؤشر. كما تبين أن الناتج المحلي الإجمالي المتأخر بفترة واحدة GDP(-1) يؤثر بشكل معنوي موجب على IPC، ما يشير إلى أن النمو الاقتصادي يسهم في دعم أداء السوق.

الكتلة النقدية MM كان لها تأثير معنوي واضح كذلك، حيث أثرت MM(-1) إيجابا على IPC، في حين أثرت MM(-2) سلبا وبشكل معنوي، وهو ما يمكن تفسيره بأن زيادة السيولة تؤثر إيجابيا على المدى القصير ولكنها قد تؤدي لاحقا إلى آثار جانبية أو فقاعات سعرية.

الجدول 22: مقدرات نموذج PVAR

المتغير المستقل	الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	العرض النقدي (MM)	التضخم (INF)	القيمة السوقية (MC)	مؤشر الأسعار (IPC)	حجم التداول (VOL)
VOL(-1)	0.128 (0.71)	0.595 (1.87)	2.721 (3.04)***	0.043 (2.33)**	4.176 (0.92)	0.512 (8.70)***
VOL(-2)	0.074 (0.40)	-0.673 (-2.05)**	-2.406 (-2.60)**	-0.019 (-1.00)	-5.072 (-1.08)	0.238 (3.93)***
IPC(-1)	0.004 (1.66)	-0.009 (-2.09)**	0.007 (0.55)	-0.00009 (-0.37)	0.527 (8.27)***	-0.001 (-0.90)
IPC(-2)	-0.0055 (-2.16)**	0.0119 (2.64)**	-0.009 (-0.73)	-0.0002 (-0.86)	0.304 (4.73)***	0.0002 (0.27)
MC(-1)	1.849 (2.63)**	-0.812 (-0.66)	3.687 (1.06)	0.892 (12.44)***	43.534 (2.46)**	0.909 (3.97)***
MC(-2)	-1.940 (-2.81)***	0.708 (0.58)	-4.062 (-1.18)	0.087 (1.23)	-34.307 (-1.97)**	-0.658 (-2.92)***
INF(-1)	0.0375 (3.02)***	0.0177 (0.81)	0.854 (13.83)***	-0.0033 (-2.60)**	0.704 (2.24)**	-0.0091 (-2.23)**
INF(-2)	-0.0691 (-5.13)***	-0.016 (-0.69)	0.028 (0.41)	0.0020 (1.44)	0.102 (0.30)	0.0192 (4.38)***
MM(-1)	0.0603 (1.74)	0.989 (16.22)***	-0.011 (-0.07)	0.0067 (1.90)	3.301 (3.78)***	0.0088 (0.78)
MM(-2)	-0.0636 (-1.82)	0.0122 (0.20)	0.047 (0.27)	-0.0064 (-1.81)	-3.249 (-3.69)***	-0.0103 (-0.91)
GDP(-1)	0.487 (8.32)***	0.162 (1.57)	-0.685 (-2.35)**	0.0063 (1.05)	4.591 (3.10)***	0.0279 (1.46)
GDP(-2)	0.0552 (0.91)	0.0967 (0.91)	-0.353 (-1.18)	-0.0055 (-0.89)	-0.839 (-0.55)	-0.0041 (-0.21)
الحد الثابت	1.392 (1.03)	1.088 (0.46)	4.671 (0.69)	0.202 (1.46)	-63.367 (-1.85)	-0.511 (-1.16)

معنوي عند مستوى الدلالة: 10%* ,5%** ,1%***

المصدر: من اعداد الباحثة، اعتمادا على مخرجات ايفيوز 13 (انظر الملحق 4)

أما بالنسبة للتضخم (INF) فقد أظهر تأثيرًا معنويًا موجبًا على مؤشر الأسعار (IPC) عند مستوى دلالة 5% INF(-1) ، مما يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين الضغوط التضخمية ومؤشر الأسعار، وقد يعكس ذلك استجابة أداء السوق المالي تجاه التغيرات التضخمية في الأجل القصير.

كما أظهرت نتائج النموذج أن القيمة السوقية CM لها تأثير معنوي على مؤشر الأسعار IPCحيث كان التأثير موجبا ومعنويا عند فترة الإبطاء الأولى (1-)MC، مما يشير إلى أن تطور سوق رأس المال قد يسهم في تحسين مؤشر الأسعار ودفعه نحو الارتفاع في الأجل القصير. في المقابل، جاء تأثيره سالبا ومعنويا عند فترة الإبطاء الثانية (2-)MC، وهو ما قد يعكس أثرًا تصحيحيا على المدى المتوسط. فيما يتعلق بحجم التداول(VOL) ، تُظهر النتائج أن أهم العوامل المؤثرة عليه هي القيم المتأخرة لنفسه، إذ أن كل من (1-)VOL و (2-)VOLجاءا بمعنوية عالية، وهو ما يدل على وجود استمرارية وزخم ذاتي كبير في حجم التداول. كما تبين أن القيمة السوقية والتضخم يؤثران على حجم التداول بطريقة مزدوجة؛ حيث أثر (1-)INF بشكل معنوي سلبي، بينما أثر (2-)INF بشكل معنوي إيجابي، مما يعكس تفاعلا معقدا بين مستويات الأسعار وحركة التداول في السوق. بالنسبة للقيمة السوقية، كان التأثير موجبا ومعنويا عند الإبطاء الأول (1-)MC، مما يدل على أن ارتفاع القيمة السوقية قد يحفّز زيادة حجم التداول في الأجل القصير. في المقابل، كان التأثير سالبا ومعنويا عند الإبطاء الثاني (2-)MC وهو ما قد يعكس نوعًا من التصحيح في الأسواق أو انخفاض اهتمام المستثمرين بعد فترة من الارتفاع في القيمة السوقية. كما تبين أن لحجم التداول أيضا تأثيرا معنويا موجبا عند الإبطاء الأول (1-)VOLعلى القيمة السوقية، وهو ما يعكس علاقة تفاعلية بين المؤشرين، حيث أن ارتفاع حجم التداول قد يعزز من القيمة السوقية، مما يؤكد وجود حلقة تأثير متبادلة بينهما. في المقابل، لم يظهر أي من المتغيرات الأخرى، بما في ذلكIPC ، GDP، وMM، تأثيرا معنويا على حجم التداول، ما يدل على أن العوامل الداخلية المرتبطة بسلوك السوق قد تكون أكثر حسمًا في تفسير تقلبات حجم التداول مقارنةً بالعوامل الاقتصادية الكلية.

بالنسبة للتأثيرات المتبادلة بين المؤشرات المالية والمؤشرات الاقتصادية، أظهرت النتائج أن التضخم (INF) يتأثر بحجم التداول عند الإبطاء الأول ((1-)VOL) بشكل معنوي وموجب، مما يشير إلى أن زيادة حجم التداول في الأجل القصير قد تدفع نحو ارتفاع معدلات التضخم. في المقابل، كان لحجم التداول عند الإبطاء الثاني ((2-)VOL) تأثير معنوي وسلبي على التضخم، مما قد يعكس تصحيحات لاحقة في السوق أو تراجع في الضغوط التضخمية على المدى المتوسط. أما بالنسبة لتأثير مؤشر الأسعار (IPC) على الكتلة النقدية، فقد وُجد أن IPC يُؤثر بشكل معنوي سالب على الكتلة النقدية عند الإبطاء الأول((1-)MM) ، وبشكل معنوي موجب عند الإبطاء الثاني .((2-)MM) ويُشير هذا الاختلاف في التأثير إلى وجود علاقة غير متجانسة زمنيًا، حيث قد تؤدي تحركات السوق المالية على المدى القصير إلى سلوك احترازي لدى

البنوك والمستثمرين، مما يحدّ من نمو الكتلة النقدية، في حين تظهر التأثيرات الإيجابية لاحقًا مع استيعاب السوق لتغيرات الأسعار وزيادة الثقة في البيئة المالية، مما يعزز من خلق السيولة ودوران النقود.

وأخيرا، أظهرت النتائج أن القيمة السوقية عند الإبطاء الثاني ((2-)MC) لها تأثير معنوي موجب على الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ما يدل على دور القيمة السوقية كقناة مالية يمكن أن تساهم في تعزيز النمو الاقتصادي على المدى المتوسط.

بشكل عام، تعكس النتائج دور بعض المتغيرات الكلية مثل النمو الاقتصادي والسيولة في التأثير على أداء المؤشر السعري، بينما يبدو أن حجم التداول يتأثر بدرجة أكبر بتاريخه الذاتي وتفاعل السوق مع التضخم، دون تأثر مباشر بالعوامل الاقتصادية الأخرى. من الناحية الاقتصادية، يعكس تأثير النمو الاقتصادي الإيجابي على المؤشر السعري أن تحسن الأوضاع الاقتصادية يعزز ثقة المستثمرين في السوق ويحفزهم على شراء الأسهم، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار. أما السيولة النقدية، فتلعب دورًا محوريًا في دعم حركة الأسعار حيث أن توفر السيولة يعني سهولة تمويل الصفقات وزيادة الطلب على الأصول المالية، وهذا ينعكس إيجابًا على المؤشر.

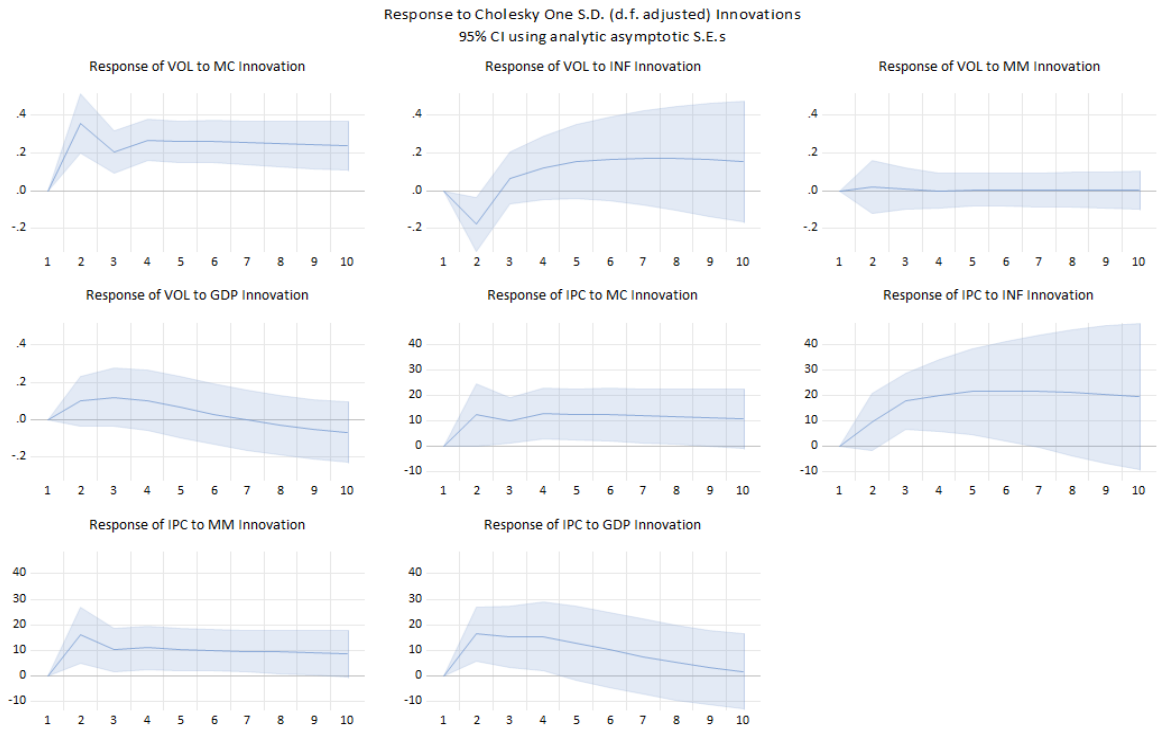
في المقابل، يرتبط حجم التداول بشكل أكبر بسلوكيات المستثمرين والتقلبات الذاتية للسوق، حيث يعكس الحجم التداولي عادة نشاط المستثمرين وردود فعلهم تجاه الأخبار والمعلومات الجديدة، وهو ما يفسر ارتباطه القوي بالقيم المتأخرة لحجم التداول نفسه. أما تأثير التضخم المختلط على حجم التداول، فيمكن تفسيره بأن ارتفاع التضخم قد يؤدي أولاً إلى قلق المستثمرين وتقليل نشاط التداول، لكنه قد يعيد تحفيز التداول لاحقًا مع محاولة المستثمرين تعديل محافظهم المالية لمواجهة الضغوطات التضخمية، وهو ما يفسر التأثيرات المتعارضة بين الفترات الزمنية المختلفة. من هنا، يمكن القول إن حجم التداول يعكس بشكل أكبر عوامل نفسية وسلوكية في السوق، بينما تتحدد حركة الأسعار أيضًا بعوامل اقتصادية كلية أكثر وضوحًا.

وتتأكد هذه النتائج من خلال تحليل الاستجابة للصدمة كما هو موضح في الشكل 13، حيث نلاحظ أن المؤشر السعري IPC يستجيب بشكل إيجابي أولاً ثم ينخفض تدريجيًا عند حدوث صدمة في عرض النقود MM والقيمة السوقية MC، بينما يستجيب بارتفاع عند حدوث صدمة في الناتج المحلي الإجمالي GDP و التضخم INF، ثم يستقر، أما حجم التداول VOL، فيُظهر استجابة أولية سلبية لصدمة التضخم INF ثم يتعافى تدريجيًا، مما يعكس تردد السوق في التعامل مع آثار

التضخم قبل التكيف معها. بينما يستجيب بشكل إيجابي أولاً ثم ينخفض تدريجيًا عند حدوث صدمة في القيمة السوقية MC.

بالإضافة إلى ذلك، يوفّر اختبار السببية لغرانجر، كما هو موضح في الجدول 22، دليلا إضافيا على وجود علاقة سببية من المتغيرات الاقتصادية نحو المؤشر السعري(IPC) ، حيث تشير النتائج إلى وجود تأثير سببي معنوي من الناتج المحلي الإجمالي(GDP) وعرض النقود (MM) والتضخم INF على المؤشر السعري IPC، وذلك عند مستوى دلالة أقل من 1%. هذا يؤكد النتائج السابقة المستخلصة من تحليل معلمات نموذج PVARواستجابات الصدمات، والتي بيّنت أن هذه المتغيرات تؤثر بشكل مباشر على حركة الأسعار في السوق. بالمقابل، لا يظهر أي تأثير سببي معنوي من هذه المتغيرات على حجم التداول(VOL) ، باستثناء التضخم الذي يتسبب في تغيرات معنوية في حجم التداول، مما يعكس الحساسية السلوكية للمستثمرين تجاه الضغوط التضخمية، دون أن يكون لباقي المتغيرات الاقتصادية الأخرى تأثير سببي مباشر على حجم التداول. وهذا يعزز نتيجة الدراسة التي تشير الى ان المؤشر السعري يتحدد بشكل أكبر من خلال المتغيرات الاقتصادية الأساسية، بينما يتأثر حجم التداول بعوامل نفسية وسوقية ظرفية.

الشكل 13: تحليل الاستجابة للصدمة



المصدر: مخرجات افيوز13

الجدول 23: اختبار السببية لغرانجر

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 06/02/25 Time: 19:24
Sample: 2000 2024
Included observations: 299

Dependent variable: VOL

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
IPC	1.456301	2	0.4828
MC	24.24073	2	0.0000
INF	21.94577	2	0.0000
MM	1.768272	2	0.4131
GDP	2.373229	2	0.3053
All	48.19176	10	0.0000

Dependent variable: IPC

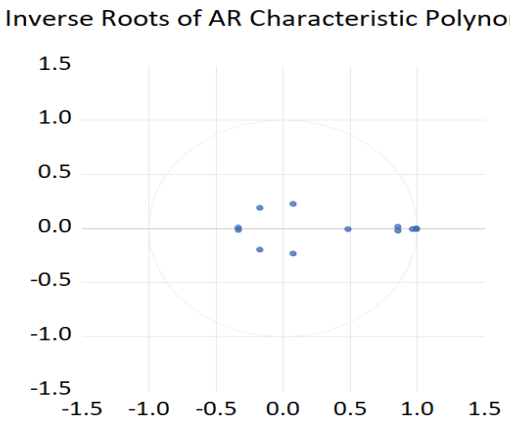
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VOL	1.232049	2	0.5401
MC	7.639178	2	0.0219
INF	14.41502	2	0.0007
MM	14.47881	2	0.0007
GDP	10.49721	2	0.0053
All	32.91867	10	0.0003

المصدر: مخرجات افيوز13

للتأكد من صلاحية النموذج ودقّة النتائج المستخلصة، سيتم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية. تهدف هذه الاختبارات إلى التحقق من استقرار النموذج، وعدم وجود مشاكل مثل الارتباط الذاتي للبواقي، إضافة إلى التأكد من أن العلاقات المقدّرة قابلة للتفسير ولا تعاني من سلوك متفجر يؤثر على مصداقيتها عبر الزمن.

يؤكد اختبار الاستقرار، كما هو موضح في رسم الجذور العكسية الذاتية (AR Inverted Roots) في الشكل 14، أن النموذج مستقر، حيث تقع جميع الجذور داخل الدائرة الواحدة، مما يعني أن النظام لا يظهر سلوكًا انفجاريًا، ويضمن أن العلاقات المقدّرة تظل صالحة بمرور الزمن. يُعد هذا الاستقرار ضروريًا للتحليل الاقتصادي والمالي الموثوق، حيث يؤكد أن معلمات النموذج ليست عرضة لتقلبات حادة. كما يعزز من مصداقية النتائج السابقة، سواء المتعلقة باستجابات الصدمات أو اختبار السببية لغرانجر، مما يدعم تفسير الآثار الملاحظة للمؤشرات الاقتصادية على المؤشرات المالية بشكل متّسق وهادف لتحليل السياسات واتجاهات السوق.

الشكل 14: الجذور العكسية الذاتية



المصدر: مخرجات افيوز13

علاوة على ذلك، تُظهر نتائج اختبار LM لوجود الارتباط الذاتي في الجدول 24 أن استخدام فترتين زمنيتين (Lag 2) لا يؤدي إلى مشكلة ارتباط ذاتي معنوي في بواقي النموذج، مما يعزز من قوة النتائج الإحصائية للنموذج ويؤكد ملاءمته للتحليل الديناميكي المدروس.

الجدول 24: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 06/02/25 Time: 12:50
Sample: 2000 2024
Included observations: 299

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	41.08451	36	0.2576	1.144477	(36, 1210.4)	0.2577
2	80.22051	72	0.2371	1.117790	(72, 1469.3)	0.2375
3	137.5573	108	0.0289	1.286225	(108, 1514.4)	0.0292

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر: مخرجات افيوز13

كشفت النتائج القياسية عن "ثنائية هيكلية" في الأسواق المالية العربية؛ حيث يعكس مؤشر الأسعار (IPC) أساسيات الاقتصاد الحقيقي وتوقعات الربحية المدفوعة بنمو الناتج المحلي وتدفقات السيولة النقدية، في حين يخضع حجم التداول (VOL) لمعطيات التمويل السلوكي والزخم الذاتي الناجم عن سيكولوجية المستثمرين بمعزل عن المتغيرات الكلية(Baker & Wurgler, 2007). وتُظهر استجابة الأسواق للصدمات ديناميكيات معقدة؛ فالتضخم يدفع المستثمرين نحو "التحوط المالي" عبر نقل ثرواتهم للأسهم لحمايتها من التآكل، رغم إحداثه صدمة عدم يقين مبدئية تربك أحجام

التداول، بينما تخلق التوسعات النقدية "فقاعة سيولة" تنعش الأسعار ويسهل معها الائتمان في الأجل القصير، قبل أن تخضع لعمليات "تصحيح مالي" في الأجل المتوسط لاستعادة توازن السوق. وتُتوج هذه الديناميكيات ببروز "أثر الثروة " (Wealth Effect)، حيث تساهم انتعاشة القيمة السوقية في تحفيز الاستهلاك وتسهيل تمويل الشركات، مما ينعكس إيجاباً على الناتج المحلي الإجمالي، ليؤكد بذلك أن الأسواق المالية العربية تمتلك القدرة على التحول من مجرد مرآة تعكس الاقتصاد إلى محرك فعلي لنموه(Levine Ross & Zervos Sara, 1998).

المبحث الثالث: أثر المؤشرات الاقتصادية على المؤشرات المالية في الدول العربية في ظل الأزمات

يركز هذا المبحث على دراسة كيف تتغير العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية (النمو الاقتصادي، التضخم، والكتلة النقدية) والمؤشرات المالية (مؤشر الأسعار، حجم التداول والقيمة السوقية) في الدول العربية في فترات الأزمات، حيث تم التركيز على الأزمة المالية العالمية لعام 2008، وأزمة جائحة كوفيد-19 في عام 2020. يهدف هذا المبحث إلى التعرف على مدى مرونة الأسواق المالية العربية تجاه الصدمات الاقتصادية، ومدى تغير تأثير المؤشرات الاقتصادية على الأداء المالي خلال هذه الفترات غير العادية. وقد تم اعتماد نموذج PVAR مرة أخرى، نظرا لقدرته على التقاط العلاقات الديناميكية والمتبادلة بين المتغيرات عبر الزمن والدول، مع تضمين متغيرات وهمية Dummy Variables تمثل فترات الأزمات.

المطلب الأول: أثر الأزمات على المؤشرات الاقتصادية والمالية

يتناول هذا المطلب تأثير الأزمات الكبرى، ولا سيما الأزمة المالية العالمية لعام 2008، وأزمة جائحة كوفيد-19 في عام 2020 – على سلوك المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية. وتهدف هذه الفقرة إلى تحليل ما إذا كانت هذه الأزمات قد أحدثت تغيرات جوهرية في اتجاه أو مستوى مؤشرات مثل النمو الاقتصادي، التضخم، الكتلة النقدية، إلى جانب المؤشرات المالية كمؤشر الأسعار، حجم التداول، والقيمة السوقية. ولتحقيق ذلك، تم إدخال متغيرات وهمية تمثل فترات الأزمات ضمن نموذج PVAR لتحليل الأثر الموجّه زمنياً، واختبار مدى استجابة هذه المؤشرات لصدمات غير اعتيادية في السياق الإقليمي العربي.

أولا: بناء النموذج

لتحليل أثر الصدمات والأزمات غير المتوقعة (جائحة كورونا والأزمة المالية العالمية) على المتغيرات محل الدراسة، يعتمد هذا المطلب على نموذج الانحدار الذاتي للمتجهات للبيانات المقطعية الزمنية Panel Vector Autoregression) (PVAR -تم اختيار هذا النموذج نظراً لقدرته العالية على معالجة مشكلة التجانس الداخلي (Endogeneity) بين المؤشرات الاقتصادية والمالية، بالإضافة إلى قدرته على التقاط الآثار الديناميكية (Dynamic Effects) والتداخل الزمني بين المتغيرات عبر عينة من الدول العربية.

بهدف قياس أثر الأزمات، تم إدراج متغيرات وهمية (Dummy Variables) كمتغيرات خارجية (Exogenous Variables) في نظام PVAR لمعرفة ما إذا كانت هذه الصدمات قد أحدثت انحرافاً معنوياً في أداء المؤشرات مقارنة بفترات الاستقرار. وتُصاغ المعادلة الرياضية للنموذج المعتمد كما يلي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{l=1}^{p} B_l Y_{i,t-1} + B_2 Covid + B_3 Subprime + \epsilon_{i,t}$$

حيث:

- $Covid$ يمثل المتغير الوهمي لأزمة كورونا بحيث تم إعطاء رقم 1 لسنة 2020 و 0 لباقي السنوات.
- B_2 معامل تأثير ازمة كورونا على متغيرات الدراسة.
- $Subprime$ يمثل المتغير الوهمي لأزمة الرهن العقاري حيث تم إعطاء رقم 1 لسنة 2008 و 0 لباقي السنوات.
- B_3 معامل تأثير ازمة الرهن العقاري على متغيرات الدراسة.

تسمح هذه الصياغة الرياضية بعزل أثر فترات الأزمات الكبرى عن المسار الطبيعي للعلاقة بين المتغيرات. فمن خلال تقدير المعلمات B_2 وB_3 ، يمكننا الحكم إحصائياً على مدى مرونة كل مؤشر مالي أو اقتصادي تجاه الصدمات الخارجية في السياق الإقليمي العربي.

ثانيا: تقدير النموذج القياسي PVAR

تشير نتائج نموذجPVAR الموضحة في الجدول 24 إلى وجود تباين واضح في كيفية تأثير كل من الأزمة المالية العالمية (Subprime)وجائحة كوفيد-19 على المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية، مما يعكس اختلاف طبيعة كل

أزمة وامتداداتها القطاعية. فقد أظهرت الأزمة المالية تأثيراً قوياً ومباشراً على المؤشرات المالية، حيث سجلت تأثيراً سلبياً ومعنوياً على كل من مؤشر الأسهم (*t = -4.643) والقيمة السوقية (*t = -4.920)، إضافة إلى تأثير موجب ومعنوي على حجم التداول في الأسواق المالية(*t = 1.976) ، مما يعكس حالة الذعر المالي وهروب رؤوس الأموال خلال تلك الفترة. في المقابل، لم يكن لأزمة كوفيد تأثير معنوي على هذه المؤشرات الثلاثة، إذ ظلت التقديرات غير دالة إحصائياً، وهو ما يوحي بأن أسواق المال كانت أكثر مقاومة نسبياً للصدمات الخارجية مقارنة بالصدمات المالية الهيكلية.

الجدول 25: معاملات تأثيركوفيد والأزمة المالية على المؤشرات الاقتصادية والمالية

المتغير التابع	الأزمة المالية SUBPRIME		كوفيد COVID	
	المعامل	إحصائية t	المعامل	إحصائية t
حجم التداول VOL	0.731**	1.976	-0.163	-0.446
مؤشر الأسهم IPC	-129.053***	-4.643	-15.750	-0.574
رأس المال السوقي MC	-0.550***	-4.920	-0.160	-1.448
التضخم INF	4.772	0.849	11.249**	2.026
الناتج المحلي GDP	0.116	0.111	-7.558***	-7.304
السيولة النقدية MM	-4.345**	-2.266	9.147***	4.830

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات Eviews 13 (انظر الملحق)

، * معنوية عند مستوى 5% و10 %

أما على مستوى المؤشرات الاقتصادية، فقد كانت جائحة كوفيد-19 أكثر تأثيراً، حيث تسببت في تراجع كبير في الناتج المحلي الإجمالي(*t = -7.304) ، وارتفاع ملحوظ في معدلات التضخم(*t = 2.026) ، وهو ما يعود إلى اضطرابات العرض والإغلاقات الاقتصادية وتباطؤ النشاط الإنتاجي.

في حين لم يكن للأزمة المالية تأثير معنوي على هذين المتغيرين. وبالنسبة للسيولة النقدية، فقد تباين تأثير الأزمتين بشكل لافت؛ إذ ساهمت جائحة كوفيد في تحفيز الكتلة النقدية بشكل معنوي وموجب (*t = 4.830) نتيجة التيسير النقدي وتدخل البنوك المركزية، بينما أدى تأثير الأزمة المالية إلى انخفاض معنوي في السيولة(*t = -2.266) ، ما يعكس توجهاً أكثر تحفظاً من السياسات النقدية آنذاك. يتضح من ذلك أن الأزمة المالية أثّرت بشكل أكبر على المؤشرات المرتبطة بالأسواق المالية، في حين أن كوفيد ترك بصمة أوضح على المؤشرات الاقتصادية الحقيقية، مع اختلاف في آليات السياسة النقدية المُتبعة في كل أزمة.

ثالثا: مناقشة النتائج

التأثير العنيف لأزمة 2008 على مؤشرات الأسهم ورأس المال السوقي يعود إلى كونها أزمة "عدوى مالية Financial) " (Contagionبامتياز. فقد أدت أزمة الرهن العقاري إلى أزمة سيولة عالمية دفعت المستثمرين الأجانب والمؤسسات إلى تسييل محافظهم الاستثمارية والهروب من الأسواق الناشئة والعربية(Capital Flight) ، مما يفسر الانهيار في القيمة السوقية وارتفاع معدلات التقلب (الذعر المالي) (Reinhart & Rogoff, 2009). أما أزمة كوفيد-19، فقد كانت "صدمة عرض وطلب" مزدوجة ضربت الاقتصاد الحقيقي مباشرة عبر الإغلاقات، تعطل سلاسل الإمداد، وانهيار أسعار النفط، وهو ما يفسر الانكماش الحاد في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) بمعامل دال وعالٍ جداً(Eichenbaum et al., 2021).

أما عدم تأثر المؤشرات المالية معنوياً بأزمة كوفيد-19 (عكس عام 2008) يُعزى إلى نضج الأسواق المالية العربية المكتسب خلال العقد الماضي. فعند وقوع الجائحة، سارعت الحكومات العربية (خاصة في دول الخليج) إلى ضخ حزم إنقاذ ضخمة وشراء الأصول لدعم استقرار الأسواق المالية، مما شكل حائط صد منع انتقال الصدمة الصحية إلى انهيار مالي نظامي (International Monetary Fund, 2020).

أخيرا، تُعد استجابة الكتلة النقدية (MM) من أهم مخرجات هذا النموذج. الانخفاض المعنوي للسيولة في 2008 يعكس حالة الانكماش الائتماني (Credit Crunch) التي سادت النظام المصرفي العالمي آنذاك وتوجه البنوك نحو التحفظ الشديد. على النقيض من ذلك، فإن الارتفاع القوي للسيولة في أزمة كوفيد-19 يترجم التدخل الاستباقي للبنوك المركزية العربية التي تبنت سياسات نقدية تيسيرية غير تقليدية (تخفيض الفائدة، تأجيل سداد القروض، وضخ سيولة مباشرة في الأسواق) لمنع إفلاس الشركات. غير أن هذا الضخ النقدي الواسع رافقه ضعف في الإنتاج بسبب الإغلاقات، مما يفسر ميكانيكياً الارتفاع الملحوظ الذي سجله النموذج في معدلات التضخم خلال نفس الفترة (Blanchard, 2021).

المطلب الثاني: أثر الأزمات على العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والمالية

يركز هذا المطلب على دراسة كيف أثّرت الأزمات الاقتصادية الكبرى على طبيعة العلاقة الديناميكية بين المؤشرات الاقتصادية والمالية في الدول العربية. فعوضا عن تحليل أثر الأزمات على كل مؤشر بشكل منفصل، يتم هنا استكشاف ما إذا كانت الروابط بين هذه المؤشرات قد شهدت تغيرات ملموسة خلال فترات الأزمات. وقد تم ذلك من خلال إدخال تفاعلات بين متغيرات الأزمات والمؤشرات محل الدراسة ضمن نموذج PVAR، بهدف الوقوف على مدى تراجع أو تقوية الترابط بين القطاعين المالي والاقتصادي تحت ضغط الصدمات غير المتوقعة.

أولا: بناء النموذج

لقياس التغير في استجابة الأسواق المالية للمتغيرات الاقتصادية الكلية خلال فترات الأزمات مقارنة بفترات الاستقرار، تم إدراج "متغير تفاعلي (Interaction Variable) "يجمع بين المتغير الوهمي للأزمات والمتغيرات المفسرة المستقلة.

يمكن صياغة المعادلة الرياضية للنموذج كما يلي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{l=1}^{p} B_l \, Y_{i,t-1} + B_2 Crisis * Y_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

حيث:

- $Crisis$ يمثل المتغير الوهمي لأزمتي كورونا بحيث تم إعطاء رقم 1 لسنة 2020 و2008، و0 لباقي السنوات.
- $Crisis * Y_{i,t}$ متغير خارجي يمثل التفاعل بين متغير الأزمة (أزمة كوفيد والأزمة المالية العالمية) والمتغيرات التابعة
- B_2 معامل تأثير الأزمات على متغيرات الدراسة.

ثانيا: تقدير النموذج ومناقشة النتائج

تُشير نتائج التفاعل بين الأزمات والمتغيرات الاقتصادية في الجدول 26 إلى تباين واضح في قنوات انتقال أثر الصدمات إلى الأسواق المالية العربية؛ حيث يُلاحظ أن الأزمات مارست تأثيراً معنوياً سلبياً على مؤشر الأسهم IPC عبر قناة نمو الناتج المحلي الإجمالي GDB، بمعامل تفاعل قدره (-6.2820) وهو معنوي إحصائياً عند مستوى 5%، ويعكس ذلك أن الأزمات تضاعف من حدة الأثر السلبي لتراجع النشاط الاقتصادي على أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض حاد في ثقة المستثمرين وقيم الأصول. وفيما يخص مؤشر القيمة السوقية MCفقد أظهرت النتائج تفاعلات هامة؛ حيث تبين وجود أثر سلبي معنوي للتفاعل بين الأزمات والتضخم (معامل -0.006 بإحصائية (t = -2.69) مما يشير إلى أن ضغوطات التضخم خلال فترات الأزمات تساهم بشكل مباشر في انكماش القيمة الرأسمالية للسوق. كما سجل التفاعل بين الأزمات والناتج المحلي أثراً سلبياً (معامل -0.022 بإحصائية t = -1.94 وهو غير معنوي عند مستوى 5 %، ما يؤكد أن القيمة السوقية لا تتأثر بضعف الأداء الاقتصادي الكلي إبان فترات الاضطراب. بالمقابل، لم تظهر النتائج أي أثر تفاعلي معنوي بالنسبة لـ حجم التداول VOLحيث ظلت قيم إحصائية t منخفضة لكافة المتغيرات. ويشير ذلك إلى أن حجم التداولات في الأسواق

العربية خلال الأزمات قد لا يرتبط بالضرورة بالأساسيات الاقتصادية، بل قد يخضع لعوامل سلوكية أو نفسية أخرى أو عمليات بيع اضطرارية لا تعكس الحالة الاقتصادية الكلية. وبشكل عام، تؤكد هذه النتائج أن "قناة الأسعار" و"قناة القيمة السوقية" هما الأكثر تأثراً بالصدمات الاقتصادية التفاعلية، في حين أظهر حجم التداول مرونة نسبية أو انفصالا عن المتغيرات التفسيرية خلال فترات عدم اليقين.

الجدول 26: معاملات تأثير الأزمتين على العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والمالية

لمتغير التابع	تفاعل الأزمة مع المتغيرات	إحصائية t	المعامل
حجم التداول VOL	الأزمات*الناتج المحلي	0.870	0.0339
	الأزمات *السيولة النقدية	0.062	0.0003
	الأزمات *التضخم	-0.642	-0.0048
مؤشر الأسهم IPC	الأزمات *الناتج المحلي	-2.153	-6.2820**
	الأزمات *السيولة النقدية	0.647	0.2448
	الأزمات *التضخم	-0.638	-0.3561
مؤشر القيمة السوقية MC	الأزمات *الناتج المحلي	-1.94	-0.022
	الأزمات *السيولة النقدية	0.32	0.00049
	الأزمات *التضخم	-2.69	-0.006

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات Eviews 13 (انظر الملحق)

ثالثاً: التفسير الاقتصادي والمالي لأثر الأزمات على ديناميكية العلاقات

إن دلالة المتغيرات التفاعلية تقدم فهماً أعمق لطبيعة الهشاشة الهيكلية للأسواق المالية العربية، ويمكن تفسير هذه العلاقات والديناميكيات من خلال النقاط التالية:

- قناة "المضاعفة السلبية" لنمو الناتج المحلي:(Amplification Effect)

المعامل التفاعلي السلبي القوي (6.282-) يعني أن الأزمة تخلق "تأثيراً مضاعفاً" لخسائر الأسواق المالية. في فترات الاستقرار، قد يستوعب سوق الأسهم تراجعاً طفيفاً في الناتج المحلي. ولكن في فترات الأزمات الكبرى، يتحول تراجع الناتج

المحلي إلى إشارة إنذار شديدة للمستثمرين (توقع إفلاسات، تراجع حاد في الأرباح المستقبلية)، مما يؤدي إلى عمليات بيع مكثفة وعشوائية (Panic Selling) تهوي بمؤشر الأسهم (IPC) وبمعدلات تفوق بكثير نسبة التراجع في الاقتصاد الحقيقي (Bernanke et al., 1998).

- انفصال السيولة والتضخم عن أداء السوق المالي

عدم معنوية التفاعل بين الأزمة وكل من السيولة النقدية (MM) والتضخم (INF) يعتبر نتيجة منطقية تعكس ما يُعرف بـ "فخ السيولة (Liquidity Trap). "خلال الأزمات (خاصة كوفيد-19)، قامت البنوك المركزية بضخ سيولة ضخمة، إلا أن هذه السيولة لم تتجه نحو الاستثمار في أسواق الأسهم بسبب ضبابية المشهد والمخاطر العالية، بل احتفظ بها الأفراد والشركات كأرصدة نقدية احترازية، مما قطع العلاقة التقليدية التي تفترض أن زيادة الكتلة النقدية تنعش الأسواق المالية(Acharya, 2010).

- استقلالية "حجم التداول (Volatility) "عن المؤشرات الكلية أثناء الأزمات

عدم تأثر مؤشر حجم التداول (VOL) بالمتغيرات الاقتصادية في ظل الأزمات يشير إلى أن شاط المستثمرين وحركة البيع والشراء في البورصات العربية خلال الأزمات لا تُفسر من خلال التغيرات المحلية في الناتج أو السيولة، بل تُحركها عوامل خارجية سيكولوجية (مثل صدمات أسعار النفط العالمية، وهروب رؤوس الأموال الأجنبية، والأخبار العالمية). هذا يعني أن الأسواق العربية مستوردة للتقلبات من الخارج أكثر من كونها ناتجة عن تغيرات في الاقتصاد الحقيقي المحلي (Baker & Wurgler, 2007).

تؤكد هذه النتائج أن الأزمات لا تضر بالأسواق المالية بشكل مباشر فحسب، بل تُعمّق من هشاشتها عبر تحويل التراجع في الاقتصاد الحقيقي (GDP) إلى صدمة مضاعفة تضرب مؤشرات الأسهم بقوة. هذا الترابط السلبي والهشاشة الهيكلية يحتم على صُناع القرار في الدول العربية عدم الاكتفاء بالمعالجات الظرفية، بل التوجه نحو سياسات استشرافية وتنظيمية تعزز الصلابة المسبقة للنظام المالي، وهو ما سيتم تناوله بالتفصيل في المطلب الموالي.

المطلب الثالث: تعزيز المرونة المالية في مواجهة الأزمات: مقاربة استشرافية

تؤكد النتائج القياسية المستخلصة من نماذج (PVAR) في المطلبين السابقين أن الأسواق المالية العربية تتسم بهشاشة هيكلية تجاه الصدمات الخارجية المفاجئة، حيث تنتقل أثار الأزمات بقوة من الاقتصاد الحقيقي إلى القطاع المالي مسببة "تأثيراً مضاعفاً" للخسائر، كما ثبت أن السياسات النقدية التوسعية (زيادة الكتلة النقدية) غير كافية وحدها لإنعاش الأسواق وقت الأزمات بسبب ظاهرة فخ السيولة.

بناءً على ذلك، يبرز الحتمية للانتقال من سياسات "إدارة الأزمة" (رد الفعل) إلى سياسات "بناء المرونة" (الاستشرافية). ويتناول هذا المطلب الآليات الهيكلية والتنظيمية المقترحة لتعزيز صلابة النظام المالي العربي في مواجهة الصدمات المستقبلية.

أولا: أنظمة الإنذار المبكر واختبارات الضغط المالي كأدوات استباقية

أظهرت نتائج المطلب الأول أن الصدمات المالية النظامية (كالأزمة العالمية لعام 2008) تُحدث انهياراً عنيفاً وسريعاً في مؤشرات الأسهم والقيمة السوقية، وهو ما يُعزى بالأساس إلى حالة الذعر المالي وتخارج رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية بصورة مفاجئة. ولتفادي تكرار هذا السيناريو، لم يعد كافياً الاعتماد على الرقابة التقليدية أو البيانات الاقتصادية ذات الوتيرة البطيئة، بل يجب على الهيئات التنظيمية في الأسواق العربية التحول نحو الرقابة الاستشرافية من خلال تفعيل وتطوير **"أنظمة إنذار مبكر (Early Warning Systems) "**

تعتمد هذه الأنظمة المتطورة على مراقبة "مؤشرات عالية التردد (High-frequency indicators) "مثل الارتفاع غير المبرر في حجم الائتمان الموجه لقطاع الأسهم، فروق أسعار الفائدة بين البنوك، والتقلبات الشاذة في أحجام التداول اليومية. إن هذه الرقابة الدقيقة والآنية تسمح بالتقاط الإشارات الاستباقية لتشكل "فقاعات أسعار الأصول (Asset Price Bubbles) "أو بدايات نضوب السيولة في الأسواق، مما يمنح صُناع القرار المالي حيزاً زمنياً كافياً للتدخل عبر سياسات احترازية قبل وصول الفقاعة إلى مرحلة الانفجار (Alessi & Detken, 2011).

إلى جانب الرصد المبكر، وكخطوة دفاعية مكملة، يجب إلزام المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار في الدول العربية بإجراء **"اختبارات ضغط كلي (Macro-Stress Tests) "**دورية وصارمة مبنية على أسوأ السيناريوهات المحتملة (Tail-risk scenarios). ونظراً للطبيعة الهيكلية للاقتصادات العربية، لا ينبغي أن تقتصر هذه الاختبارات على الصدمات المالية

البحتة، بل يجب أن تحاكي سيناريوهات مركبة تتضمن انكماشاً حاداً ومتزامناً في الناتج المحلي الإجمالي مع انهيار مفاجئ وطويل الأمد في أسعار النفط العالمية.

يهدف هذا الإجراء التنظيمي إلى كشف الفجوات في هيكل رأس المال، وضمان امتلاك هذه المؤسسات لمصدات سيولة واحتياطيات رأسمالية كافية لامتصاص الصدمات الكبرى قبل وقوعها. إن وجود هذه المصدات المسبقة يمنع المؤسسات من اللجوء القسري إلى ظاهرة "البيع العشوائي للأصول بأسعار بخسة (Fire Sales) "للحصول على السيولة النقدية، وهو السلوك الذي ثبت أنه يخلق حلقة مفرغة تعمق من الانهيار النظامي للسوق وتحول الأزمة من مستوى مؤسساتي إلى انهيار شامل للقطاع المالي (Adrian et al., 2020).

ثانيا: السياسات الاحترازية الكلية في تعزيز صلابة النظام المالي

بينت النتائج القياسية في المبحث السابق مفارقة واضحة خلال أزمة كوفيد-19؛ فقد اندفعت البنوك المركزية العربية نحو ضخ مستويات هائلة من السيولة النقدية (MM) كإجراء إنقاذي طارئ لمنع انهيار النظام المالي. إلا أن هذا التوسع النقدي الكمي أدى مباشرة إلى تفاقم الضغوط التضخمية(INF) ، دون أن ينجح في المقابل في تحفيز أو إنعاش أسواق الأسهم بشكل فعال. وتُفسر هذه الحالة بهيمنة سلوك "تجنب المخاطرة (Risk Aversion) "واكتناز السيولة لدى المستثمرين والمؤسسات، مما عطل آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي والأسواق المالية.

هذه النتيجة تضع السلطات النقدية العربية أمام معضلة هيكلية ومفاضلة صعبة (Trade-off) بين هدف "إنقاذ النظام المالي" وهدف "الحفاظ على استقرار الأسعار". ولتجاوز هذه المعضلة مستقبلاً، بات من الضروري التحول من الاعتماد الحصري على أدوات السياسة النقدية التقليدية، نحو تفعيل وتوسيع نطاق أدوات **"السياسة الاحترازية الكلية " (Macroprudential Policies)**كبديل وقائي ومستدام يركز على الحد من المخاطر النظامية.

ومن أهم هذه الأدوات الهيكلية التي ينبغي تبنيها في القطاع المالي العربي، تبرز الحاجة لتفعيل **"مصدات رأس المال المضادة للتقلبات الدورية .(Countercyclical Capital Buffers - CCyB) "**تعمل هذه الآلية الذكية كأداة امتصاص صدمات ذاتية؛ حيث تُلزم البنوك والمؤسسات المالية بتكوين احتياطيات رأسمالية إضافية (فوق الحد الأدنى التنظيمي) خلال فترات الانتعاش والرخاء الاقتصادي التي تشهد نمواً مفرطاً في الائتمان. هذا الاقتطاع المسبق يساعد أولاً في تبريد الأسواق ومنع تشكل فقاعات الأصول خلال فترات الرخاء (Cerutti et al., 2017).

وعند وقوع أزمة اقتصادية أو مالية مفاجئة، يتم "تحرير" هذه المصدات الرأسمالية المتراكمة بشكل مدروس. هذا التحرير يمنح المؤسسات المالية القدرة الفورية على استيعاب الخسائر المفاجئة والاستمرار في توفير الائتمان للسوق دون الإخلال بمراكزها المالية. إن هذا التوجه الاستشرافي يضمن مرونة النظام المالي من الداخل، ويخفف العبء بشكل كبير عن البنوك المركزية، مما يقلل من الحاجة الملحة إلى التدخل بضخ سيولة طارئة وغير مدروسة (طباعة النقود) قد تضر باستقرار الأسعار وترفع معدلات التضخم كما حدث إبان الأزمة الصحية (Claessens, 2015).

ثالثا: التنويع الاقتصادي كآلية هيكلية لفك الارتباط بالأزمات

تُعد النتيجة المستخرجة من الجدول 26 بمثابة التشخيص الأهم للهشاشة الهيكلية في هذه الدراسة، حيث ثبت قياسياً أن الأزمات تضرب مؤشر الأسهم العربي بقوة استثنائية ومضاعفة من خلال قناة "الناتج المحلي الإجمالي" (بمعامل تفاعل سلبي قوي ومهم إحصائياً قدره -6.282).

يعود هذا التأثير التفاعلي الشديد إلى "الطبيعة الريعية (Rentier Economy) "للعديد من الاقتصادات العربية، واعتمادها المفرط على الإيرادات الهيدروكربونية وتقلبات أسعار الطاقة. ففي هذه الاقتصادات، يُعد الإنفاق الحكومي هو المحرك الأساسي لنمو القطاع الخاص ولأرباح الشركات المدرجة في البورصة. وعند حدوث صدمة أزمة عالمية يرافقها انهيار في أسعار النفط، ينكمش الناتج المحلي، وتلجأ الحكومات عادة إلى تبني "سياسات مالية مسايرة للدورة الاقتصادية " (Procyclical Fiscal Policies)تتمثل في التقليص الحاد للإنفاق الرأسمالي وتجميد المشاريع. هذا الانكماش المزدوج يرسل صدمة سلبية عنيفة إلى الأسواق المالية، مما يفسر التراجع المفرط لأسعار الأسهم بمعدلات تفوق بكثير حجم التراجع الأولي في الاقتصاد الحقيقي(Arouri & Rault, 2012).

بناءً عليه، تُثبت هذه الديناميكية أن المرونة المالية الحقيقية والمستدامة في الدول العربية لا يمكن أن تتحقق فقط بالاعتماد على أدوات السياسة النقدية والاحترازية (التي تُعد بمثابة معالجات ظرفية لامتصاص الصدمة)، بل تتطلب معالجة هيكلية لجذور المشكلة عبر تسريع وتيرة **"التنويع الاقتصادي.(Economic Diversification) "**

إن تنويع مصادر الناتج المحلي وتوسيع القاعدة الإنتاجية نحو قطاعات ذات قيمة مضافة عالية وغير مرتبطة بتقلبات أسواق السلع الأساسية مثل التكنولوجيا المالية(FinTech) ، التمويل الأخضر، والطاقات المتجددة، والتصنيع الذكي سيخلق قنوات إيرادات بديلة للشركات بعيداً عن رحمة العقود والإنفاق الحكومي. هذا التحول الهيكلي العميق سيؤدي

تدريجياً إلى **فك الارتباط (Decoupling)** المباشر بين الصدمات العالمية الخارجية والأداء المالي المحلي، مما يقلل من حدة التفاعل السلبي المكتشف في نموذج هذه الدراسة، ويحمي القيمة السوقية للبورصات العربية من دورات الركود الحادة، محولاً إياها من أسواق عالية التذبذب إلى أسواق جاذبة للاستثمار المؤسسي طويل الأجل (Callen et al., 2014).

خلاصة:

ختاماً، قدم هذا الفصل تشخيصاً قياسياً واقتصادياً معمقاً لطبيعة العلاقة الديناميكية بين المؤشرات الاقتصادية الكلية والأسواق المالية في الدول العربية، وتحديداً في أوقات الأزمات الكبرى. ومن خلال دمج التحليل الوصفي بنماذج الانحدار الذاتي للمتجهات للبيانات المقطعية (PVAR) واختبارات السببية، أثبتت الدراسة وجود "ثنائية هيكلية" في سلوك هذه الأسواق؛ فبينما تعكس أسعار الأسهم (IPC) أساسيات الاقتصاد الحقيقي من خلال استجابتها للناتج المحلي، والسيولة النقدية، ومحاولات التحوط ضد التضخم. وفي حين اقتصر تأثر القيمة السوقية (MC) على معدلات التضخم

دون غيرها من المتغيرات الكلية، تبين أن حجم التداول (VOL) ينفصل نسبياً عن هذه المؤشرات الكلية، ليخضع بدلاً من ذلك لسيكولوجية المستثمرين والزخم الذاتي الناجم عن التمويل السلوكي.

وفي سياق اختبار متانة النظام المالي، كشف التحليل عن تباين جوهري بين الصدمات المالية النظامية (كأزمة 2008) التي أحدثت ذعراً مالياً وهروباً لرؤوس الأموال، وبين صدمات الاقتصاد الحقيقي (كجائحة كوفيد-19) التي أفرزت ظاهرة "فخ السيولة"، حيث لم يفلح الضخ النقدي المفرط في إنعاش الأسواق بل فاقم من معدلات التضخم. والأهم من ذلك، أثبت نموذج التأثيرات التفاعلية أن الأزمات لا تكتفي بضرب الأسواق مباشرة، بل تُحدث "تأثيراً مضاعفاً سلبياً"؛ إذ يتحول التراجع في الناتج المحلي الإجمالي خلال الصدمات إلى عامل يسرع من وتيرة انهيار مؤشرات الأسهم بمعدلات تفوق الانكماش في الاقتصاد الحقيقي. في ذات السياق التفاعلي، برزت الهشاشة البالغة للقيمة السوقية (MC) للأسواق العربية أمام الضغوط التضخمية إبان فترات الاضطراب؛ حيث تعمل الأزمات كمحفز يضاعف بشكل معنوي وحاد من الأثر التدميري للتضخم، مما يؤدي إلى تآكل عميق ومتسارع في الحجم الرأسمالي للأسواق.

وتأسيساً على هذه النتائج، يخلص الفصل إلى أن الارتقاء بكفاءة الأسواق المالية العربية وتفعيل دورها كمحرك للنمو الاقتصادي لا يتحقق بالمعالجات النقدية الظرفية وسياسات "رد الفعل". بل يحتم على صُناع القرار تبني مقاربة استشرافية ترتكز على ثلاثة محاور: تفعيل "أنظمة الإنذار المبكر" واختبارات الضغط لاحتواء الصدمات، وتطبيق "السياسات الاحترازية الكلية" لامتصاص تقلبات السيولة، وصولاً إلى الحل الهيكلي الأهم المتمثل في "التنويع الاقتصادي" لفك الارتباط العضوي بين البورصات العربية والصدمات العالمية المتكررة.

خاتمة

خاتمة:

بعد تحليل العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وكفاءة الأسواق المالية من خلال منهجية مزدوجة جمعت بين التأصيل النظري والتقدير القياسي المتقدم، يمكن القول إن هذه الدراسة أسهمت في تشريح واحدة من أكثر الروابط الاقتصادية تعقيداً؛ ألا وهي الديناميكية المتبادلة بين الاقتصاد الحقيقي وتطور الأسواق المالية، لا سيما في ظل الأزمات العالمية التي اختبرت صلابة هذا الترابط في الدول العربية.

لقد استهل البحث في فصله الأول بتقديم إطار نظري وهيكلي للعلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات الأسواق المالية، مدعوماً بتحليل وصفي لتداعيات الأزمات العالمية الكبرى (أزمة 2008 وكوفيد-19) على الاقتصادات المتقدمة والناشئة. وقد أبرز التحليل التباين الجوهري في طبيعة هذه الأزمات؛ حيث ضربت أزمة 2008 العصب المالي بشكل مباشر محدثةً شللاً في الائتمان، بينما مثلت جائحة كوفيد-19 صدمة خارجية عنيفة ضربت الاقتصاد الحقيقي (معدلات النمو والبطالة)، مما استدعى تدخلات حكومية غير مسبوقة لمحاولة فصل الانهيار الاقتصادي عن الأسواق المالية.

أما في الفصل الثاني، فقد انتقلت الدراسة إلى التحليل القياسي التطبيقي بالاعتماد على نموذج متجه الانحدار الذاتي لبيانات البانل .(PVAR) استهدف النموذج تحليل العلاقات السببية والتفاعلية بين المؤشرات الاقتصادية (الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، الكتلة النقدية) والأداء المالي للأسواق العربية (مؤشر الأسعار، حجم التداول والقيمة السوقية (MC) التي تعكس العمق الهيكلي للأسواق المالية). وقد وقع الاختيار على هذه المقاربة المتقدمة نظراً لمرونتها المنهجية العالية في استيعاب البيانات الزمنية المقطعية، وقدرتها الفائقة على تحليل العلاقات المتبادلة (Endogeneity) دون فرض قيود قبلية صارمة حول اتجاه التأثير؛ مما سمح باختبار الآثار المباشرة وغير المباشرة، ورصد الأثر العكسي للأسواق على الاقتصاد الحقيقي.

ولضمان الرصانة الإحصائية للتقدير، تم إخضاع البيانات لمعالجة قياسية دقيقة شملت اختبارات سكون السلاسل(Panel Unit Root) ، وضبط فترات الإبطاء المثلى استنادا لمعايير المعلومات AIC وBIC ، وصولا إلى التحقق من الاستقرار الهيكلي للنموذج عبر فحص الجذور المميزة للمصفوفة. كما أتاح هذا النموذج دراسة ديناميكية انتقال الأثر زمنياً من خلال تتبع دوال الاستجابة للصدمات (Impulse Response Functions).

ولتعميق دقة التحليل والتفرقة بين فترات الاستقرار والاضطراب، تم تضمين متغيرات وهمية (Dummy Variables)ممثلة لأزمتي 2008 وكوفيد-19. ولم يقف التحليل عند هذا الحد، بل تم استحداث تأثيرات تفاعلية (Interaction Terms) تدمج بين المؤشرات الاقتصادية الأساسية والمتغيرات الظرفية. وقد أتاحت هذه الهندسة القياسية تقييما دقيقا لكيفية انحراف وتغير مسار العلاقات الاقتصادية-المالية إبان الأزمات مقارنة بظروف الاستقرار العادية.

وتُعد هذه المقاربة القياسية المركبة مساهمة علمية ونوعية تسد فجوة هامة في الأدبيات التطبيقية العربية؛ خاصة في ظل شح الدراسات التي توظف النماذج الديناميكية المتقدمة القادرة على رصد التفاعل المتبادل والأثر التفاعلي للأزمات بدلا من الاكتفاء بالقياس الأحادي، مما يمهد لتطوير أطر تحليلية أكثر شمولا في المستقبل تُراعي الخصوصيات البنيوية والمؤسسية للأسواق المالية في المنطقة.

أولا: تقييم الفرضيات وأهم النتائج

من خلال المخرجات القياسية، تم اختبار فرضيات الدراسة والتوصل إلى النتائج الجوهرية الآتية:

1. **التحقق من الفرضية الأولى (ثنائية الاستجابة المادية والسلوكية):** أثبتت النتائج وجود استجابة معنوية لمؤشر الأسعار (IPC) والقيمة السوقية للمتغيرات الاقتصادية الأساسية، مما يعكس حداً مقبولاً من ارتباط التسعير بالأساسيات. كما تبين أن القيمة السوقية تتأثر بشكل مباشر وحصري بتقلبات معدلات التضخم دون غيرها من المتغيرات الكلية الأخرى .في المقابل، ثبت انفصال حجم التداو (VOL) نسبيا عن المؤشرات الكلية، حيث تبين أنه يخضع بشكل أكبر لسيكولوجية المستثمرين، والزخم الذاتي، وعمليات التمويل السلوكي، مما يعكس غياب النضج المؤسسي في تداولات الأسواق العربية.
2. **التحقق من الفرضية الثانية (تباين أثر الأزمات):** أكد التحليل أن الأزمة المالية لعام 2008 أحدثت ذعرا ماليا وهروبا فوريا لرؤوس الأموال، بينما أفرزت صدمة الاقتصاد الحقيقي (كوفيد-19) ظاهرة تقترب من فخ السيولة، حيث لم يفلح التوسع النقدي المفرط في إحداث نمو مالي حقيقي، بل تسرب جزء منه لتأجيج معدلات التضخم.
3. **التحقق من الفرضية الثالثة (الأثر التفاعلي المضاعف والهشاشة التضخمية):** وهي النتيجة الأبرز في هذه الدراسة؛ حيث أثبت التقدير القياسي أن الأزمات لا تضرب الأسواق بشكل أحادي، بل تُحدث أثرا تفاعليا. إذ

تبين أن تراجع نمو الناتج المحلي خلال الأزمات يسرع من انهيار مؤشرات الأسهم بمعدل يفوق الانكماش الاقتصادي ذاته. وفي ذات السياق، برزت الهشاشة البالغة للقيمة السوقية أمام الضغوط التضخمية إبان فترات الاضطراب؛ حيث تعمل الأزمات كمحفز يضاعف بشكل معنوي وحاد من الأثر التدميري للتضخم، مما يؤدي إلى تآكل عميق ومتسارع في الحجم الرأسمالي للأسواق العربية. أما فيما يتعلق بحجم التداول VOL فقد أثبتت النتائج عدم استجابته لأي من المتغيرات الاقتصادية المدروسة (بانعدام الدلالة الإحصائية) خلال فترات الأزمات؛ مما يؤكد الانفصال التام لحركة التداولات عن الأساسيات الاقتصادية في أوقات عدم اليقين، وخضوعها المطلق لسيكولوجية الهلع والبيع الاضطراري.

ثانيا: نتائج الدراسة

بناء على الصياغ السابق الذي تناولنا فيه حيثيات الدراسة المقدمة يمكن تلخيص نتائج الدراسة في النقاط الاتية

.الأسواق المالية العربية ليست كتلة متجانسة؛ إذ توجد فجوة كبيرة في السيولة والعمق والقيمة السوقية بين الأسواق الخليجية وبعض الأسواق العربية الضعيفة أو محدودة النشاط.

•ثانيا، مؤشر أسعار الأسهم أكثر ارتباطا بالأساسيات الاقتصادية من حجم التداول، إذ يتأثر بالنمو الاقتصادي والكتلة النقدية والتضخم والقيمة السوقية.

•ثالثا، حجم التداول يعكس بدرجة أكبر السلوك الاستثماري والزخم الذاتي والهلع، ولا يستجيب بقوة للمتغيرات الكلية إلا في حالة التضخم.

•رابعا، أزمة 2008 كانت صدمة مالية مباشرة، أثرت بعنف على أسعار الأسهم والقيمة السوقية ورفعت التداول بفعل التسييل والذعر.

•خامسا، جائحة كوفيد 19-كانت صدمة اقتصاد حقيقي، انعكست أساسا في تراجع الناتج المحلي، ارتفاع التضخم، والتوسع النقدي الاستثنائي و اثرت على نشاط الأسواق الأوراق المالية بشكل متباين .

•سادسا، الأزمات تغير طبيعة العلاقة بين الاقتصاد الكلي والأسواق المالية؛ إذ تضخم أثر تراجع الناتج المحلي على أسعار الأسهم، وتضاعف أثر التضخم السلبي على القيمة السوقية.

•سابعا، السياسة النقدية التوسعية ليست كافية وحدها لدعم الأسواق أثناء الأزمات إذا كانت الثقة ضعيفة، لأن السيولة قد تتحول إلى أرصدة احترازية بدلا من التوجه إلى الاستثمار المالي.

ثالثا: الاقتراحات والسياسات المقترحة

بناءً على التشخيص القياسي، يتضح أن كفاءة الأسواق المالية العربية لا تتوقف فقط على توفر المؤشرات، بل على متانة الأسس الاقتصادية. وعليه، توصي الدراسة بما يلي:

- تفعيل السياسات الاحترازية الكلية :(Macro-prudential Policies) لاحتواء الصدمات المزدوجة، وتقليص الفجوة السلوكية التي تسيطر على أحجام التداول من خلال تعزيز الاستثمار المؤسسي على حساب التداول الفردي العشوائي.
- الاستهداف الصارم للتضخم وقت الأزمات :نظرا لما أثبتته الدراسة من حساسية مفرطة وتآكل حاد في القيمة السوقية للبورصات العربية عند تقاطع الأزمات مع الارتفاعات التضخمية.
- التنويع الاقتصادي كحل هيكلي :فك الارتباط العضوي بين الأسواق العربية والتقلبات الريعية العالمية، من خلال تشجيع الطروحات الأولية الكبرى (IPOs) في قطاعات التكنولوجيا، والطاقة المتجددة، والخدمات لتوسيع وتعميق قاعدة السوق.

ثالثا: آفاق البحث المستقبلية

نظراً للتعقيد المستمر في الروابط الماكرو-مالية، تفتح هذه الدراسة المجال لأبحاث مستقبلية واعدة، أبرزها:

1. دراسة العلاقة باستخدام النماذج غير الخطية، مثل (Threshold VAR) أو(Markov Switching) ، لفهم كيف تتغير استجابة الأسواق عند تجاوز التضخم أو الانكماش لعتبات (Thresholds) معينة.
2. توظيف بيانات عالية التردد (High-Frequency Data) لدراسة الانتقال الآني (Intraday) للصدمات العالمية إلى الأسواق العربية.
3. إدراج متغيرات الاقتصاد السياسي ومؤشرات الحوكمة المؤسسية كعوامل مفسرة لسلوك أحجام التداول المنفصلة عن المنطق الاقتصادي في المنطقة العربية.

في الختام، تؤكد هذه الدراسة أن الارتقاء بكفاءة الأسواق المالية العربية كمحرك للتنمية يتطلب تجاوز المعالجات النقدية الظرفية نحو إصلاحات هيكلية عميقة؛ ففي ظل بيئة عالمية تتسم بتواتر الأزمات، لم يعد تبني مقاربات استشرافية مدعومة بالقياس الاقتصادي خياراً، بل ضرورة ملحة لحماية المكتسبات التنموية والاقتصادية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

1. احمد عثمان, ع. (2021). الأزمات الاقتصادية والمالية وآليات المواجهة. *روح القوانين*, . https://doi.org/10.21608/las.2021.93184.1017
2. العيساوي, ع. ا. ش., & العويدي, ع. ا. ر. (2014). *السيولة الدولية في ظل الأزمات الإقتصادية والمالية* (الطبعة الأولى). دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع
3. اسماعيل, ش. س .(2009)، المجلد 31، .دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي و التجارة الخارجية . *مجلة دامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية سوريا* .187 .p , .
4. الشديقات, م. ع .(2010) .*الاستثمار في البورصة اسهم - سندات - اوراق مالية* .عمان الاردان: دار الحامد للنشر و التوزيع.
5. الشمري, ع. ا.-ح .(2016, 11) .التحليل الاقتصادي لكفاءة الاسواق المالية دليل تجريبي لبعض الاسواق العربية .*مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الادارية* .03 .p , .
6. العربي, ص. ا .(2022) .*نشرة الفصلية لاسواق الما العربية* . الامارات العربية المتحدة : صندوق النقد العربي.
7. العربي, ص. ا .(2024) .*النشرة الفصلية لاسواق المال* . الامارات العربية.
8. العيساوي, ع. ا .(2019) .*التمويل الدولي مدخل جديث* .عمان الاردن: دار الصفاء للنشر و التوزيع.
9. النجار, ع., & شريف, و. (2006). *دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية*. المنظمة العربية للتنمية الادارية.
10. الهندي, م. ا .(2012) .*ادارة الاسواق و المنشات المالية* .الاسكندرية مصر: دار منشتة المعارف.
11. حمداوي, ا .(2018) .*الاستثمار في الاوراق المالية و ادارة الخطر حالة الجزائر* .عمان الاردان: دار الاعصار العلمي لنشر و التوزيع.
12. شبيب, د. ك .(2023) .*الاسواق المالية و النقدية* . عمان الاردن : دار الميسرة لنشر و التوزيع.
13. شرف سمير وشعبان اسماعيل. (بلا تاريخ). صفحة 188.
14. شنطاوي زكريا و زكريا سلامة عيسى. (2010). *الاثار الاقتصادية لاسواق الاوراق المالية*. عمان الاردن: دار النفائس.
15. فليح حسن خلف. (2012). *الاسواق المالية النقدية* (الإصدار الثانية). عمان الاردن: علم الكتب الحديث.
16. قاسم, ش. ا .(2013) .الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية، . *مجلة الكلية بغداد للعلوم الاقتصادية عدد خاص للمؤتمر* .161 .p , .
17. مطر, م .(2019) .*ادارة الاستثمارات* .عمان الاردن : دار وائل لنشر و التوزيع.
18. مطفى يوسف الكافي و محمود عزت اللحام, ع. م .(2021) .*اسواق مالية و نقدية* .éd)الثانية .(عمان الاردن: دار الاعصار العلمي.
19. موسى, ع. ا .(2025) .*التكنولوجيا المالية العالمية تشريعاتها و اسرار التداول* .عمان الاردن: دار الحامد لنشر و التوزيع.

20. نجاة عيسى. (2014-2015). اثر المؤشرات الاقتصادية على اداء اسواق الاوراق المالية لدول العربية دارسة تجربة الاردان . الجزائر ، الجزائر .

21. Acharya, V. V. (with Business, N. Y. U. S. S., Richardson, M., & Richardson, M.). (2010). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System* (1st ed). John Wiley & Sons, Incorporated.
22. Adrian, T., Morsink, J., & Schumacher, L. (2020). Stress Testing at the IMF. *Departmental Papers / Policy Papers*, *20*(04). https://doi.org/10.5089/9781513520742.087
23. Afonso, A., & Blanco-Arana, M. C. (2022). Financial and economic development in the context of the global 2008-09 financial crisis. *International Economics*, *169*, 30–42. https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.11.006
24. Alessi, L., & Detken, C. (2011). Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity. *European Journal of Political Economy*, *27*(3), 520–533. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2011.01.003
25. Arouri, M. E. H., & Rault, C. (2012). OIL PRICES AND STOCK MARKETS IN GCC COUNTRIES: EMPIRICAL EVIDENCE FROM PANEL ANALYSIS. *International Journal of Finance & Economics*, *17*(3), 242–253. https://doi.org/10.1002/ijfe.443
26. Bachelier, L. (1900). Théorie de la spéculation. *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure*, *17*, 21–86. https://doi.org/10.24033/asens.476
27. Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, *21*(2), 129–151. https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129
28. Baldwin, R. E., & Weder, B. (Eds.). (2020). *Economics in the time of COVID-19*. CEPR Press.
29. Berger, A. N., Karakaplan, M. U., & Roman, R. A. (2024). Empirical evidence on the economic effects of the COVID-19 crisis on financial markets. In *The Economic and Financial Impacts of the COVID-19 Crisis Around the World* (pp. 171–177). Elsevier. https://doi.org/10.1016/B978-0-443-19162-6.00029-3
30. Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1998). *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework* (W6455; p. w6455). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w6455
31. Blanchard, O. (2021, February 18). *In defense of concerns over the $1.9 trillion relief plan | PIIE*. https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan
32. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10. ed). Mc-Graw-Hill Education.
33. Boyd, J. H., Hu, J., & Jagannathan, R. (2005). The Stock Market's Reaction to Unemployment News: Why Bad News Is Usually Good for Stocks. *The Journal of Finance*, *60*(2), 649–672. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00742.x
34. Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, *23*(1), 77–100. https://doi.org/10.1257/jep.23.1.77

35. Callen, T., TCallen@imf.org, Cherif, R., RCherif@imf.org, Hasanov, F., FHasanov@imf.org, Hegazy, A., AHegazy@imf.org, Khandelwal, P., & PKhandelwal@imf.org. (2014). Economic Diversification in the GCC: Past, Present, and Future. *Staff Discussion Notes*, *14*(12), 1. https://doi.org/10.5089/9781498303231.006
36. Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2017). The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, *28*, 203–224. https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.10.004
37. Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business*, *59*(3), 383. https://doi.org/10.1086/296344
38. Christiane Baumeister & Lutz Kilian. (2016). Understanding the Decline in the Price of Oil since June 2014. *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists*, *3*(1).
39. Claessens, S. (2015). An Overview of Macroprudential Policy Tools. *Annual Review of Financial Economics*, *7*(1), 397–422. https://doi.org/10.1146/annurev-financial-111914-041807
40. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed). Wiley.
41. Edwards, R. D., Magee, J., & Bassetti, W. H. C. (2007). *Technical analysis of stock trends* (9. ed). CRC.
42. Eichenbaum, M. S., Rebelo, S., & Trabandt, M. (2021). The Macroeconomics of Epidemics. *The Review of Financial Studies*, *34*(11), 5149–5187. https://doi.org/10.1093/rfs/hhab040
43. Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383. https://doi.org/10.2307/2325486
44. Fama, E. F. (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. *The Journal of Finance*, *45*(4), 1089–1108. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02428.x
45. Fonds monétaire international (Ed.). (2017). *Monetary and financial statistics manual and compilation guide 2016*. International monetary fund.
46. Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, *58*.
47. Gorton, G. (2009). The Subprime Panic*. *European Financial Management*, *15*(1), 10–46. https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2008.00473.x
48. Gorton, G. B. (2009). Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.1401882
49. GROSSMAN, Sanford J & STIGLITZ, Joseph E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review, 1980, Vol. 70, No 3, p. 393-408.*, *70*(3).
50. IMF Policy Responses to COVID19. (2025). IMF. Retrieved 17 June 2025, from https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19

51. IMF Policy Responses to COVID19. (n.d.). IMF. Retrieved 17 June 2025, from https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19
52. International Monetary Fund. (2020). *Regional Economic Outlook, October 2020, Middle East and Central Asia*. International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781513558165.086
53. Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, *6*(2–3), 95–101. https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90025-9
54. Karpoff, J. M. (1987). The Relation Between Price Changes and Trading Volume: A Survey. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *22*(1), 109. https://doi.org/10.2307/2330874
55. Levine Ross & Zervos Sara. (1998). *Stock markets, banks, and economic growth.*
56. Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, *17*(1), 59–82. https://doi.org/10.1257/089533003321164958
57. Mankiw, N. G. (2019). *Macroeconomics* (Tenth edition). Macmillan international higher education.
58. Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking and financial markets* (Twelfth edition, global edition). Pearson.
59. Modigliani, F. (1971). *Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the FMP Model, Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*.
60. Morvan, J. (2016). *Marchés et instruments financiers.* Dunod, Paris.
61. Murphy, J. J. (1999). *Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications* (2nd ed). Penguin Publishing Group.
62. Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press. https://doi.org/10.1515/9781400831722
63. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F. (2013). *Corporate finance* (10. ed). McGraw-Hill Irwin.
64. Ruta, Michele. (2022). *The Impact of the War in Ukraine on Global Trade and Investment*. World Bank. https://doi.org/10.1596/37359
65. Saleh, E. A. (2023). The effects of economic and financial crises on FDI: A literature review. *Journal of Business Research*, *161*, 113830. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.113830
66. Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Economics* (19. ed). McGraw-Hill/Irwin.
67. Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, *48*(1), 1. https://doi.org/10.2307/1912017
68. Taylor, J. B. (2009). *Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*. Hoover institution press.
69. Temin, P. (1999). *Lessons from the Great Depression* (6. print). MIT Press.
70. Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, *1*(1), 15. https://doi.org/10.2307/1991374

71. Yu, Y., Guo, S., & Chang, X. (2022). Oil prices volatility and economic performance during COVID-19 and financial crises of 2007–2008. *Resources Policy*, *75*, 102531. https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102531

الملاحق

ملحق 1: الإحصاءات الوصفية

Date: 06/02/25 Time: 19:30
Sample: 2000 2024

	IPC	VOL	MC	INF	MM	GDP
Mean	252.1786	25244.77	111639.2	10.10491	83.62233	3.334157
Median	183.2700	1334.300	26210.00	3.005389	71.64696	3.423150
Maximum	1113.900	1402942.	2923502.	359.0930	260.6183	26.17025
Minimum	26.57000	0.020000	84.59000	-4.863278	10.61661	-21.39990
Std. Dev.	193.9877	119378.3	365709.9	33.44984	52.80738	4.798495
Skewness	1.455003	8.247744	6.347071	6.536827	1.909539	-0.754488
Kurtosis	5.415307	81.01027	44.49237	52.78813	6.775790	10.88692
Jarque-Bera	193.6708	86093.90	25495.68	35882.42	390.5680	873.1730
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	81958.05	8204551.	36282738	3284.096	27177.26	1083.601
Sum Sq. Dev.	12192519	4.62E+12	4.33E+13	362520.9	903512.6	7460.281
Observations	325	325	325	325	325	325

المصدر: مخرجات ايفيوز 13

ملحق2: مصفوفة الارتباط

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 06/02/25 Time: 19:31
Sample: 2000 2024
Included observations: 325

Correlation Probability	IPC	VOL	MC	INF	MM	GDP
IPC	1.000000 -----					
VOL	0.201295 0.0003	1.000000 -----				
MC	0.258922 0.0000	0.301713 0.0000	1.000000 -----			
INF	0.009796 0.8604	-0.033619 0.5459	-0.064388 0.2471	1.000000 -----		
MM	0.084492 0.1285	-0.097957 0.0778	-0.063622 0.2527	0.134685 0.0151	1.000000 -----	
GDP	0.074435 0.1807	0.025817 0.6429	-0.035757 0.5207	-0.315050 0.0000	-0.141596 0.0106	1.000000 -----

المصدر: مخرجات ايفيوز 13

ملحق3: استقرارية السلاسل الزمنية

GDP

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: GDP_GROWTH
Date: 05/26/25 Time: 01:02
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 311
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.70803	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: GDP_GROWTH
Date: 05/26/25 Time: 01:02
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 310
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.57255	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

MM

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: BROAD_MONEY
Date: 05/26/25 Time: 01:00
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Total (balanced) observations: 312
Cross-sections included: 13

Method		Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat		-0.67476	0.2499
Im, Pesaran and Shin t-bar		-1.68960	
T-bar critical values ***:	1% level	-2.12080	
	5% level	-1.93720	
	10% level	-1.84480	

** Probabilities are computed assuming asympotic normality
*** Critical values from original paper

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: BROAD_MONEY
Date: 05/26/25 Time: 01:01
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 3
Total number of observations: 302
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.52867	0.0002

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

INF

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: INFLATION
Date: 05/26/25 Time: 01:03
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 4
Total number of observations: 304
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.73217	0.0031

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: IPC
Date: 05/26/25 Time: 01:04
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 2
Total number of observations: 309
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.19649	0.0140

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

IPC

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: IPC
Date: 05/26/25 Time: 01:04
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 2
Total number of observations: 309
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.19649	0.0140

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: IPC
Date: 05/26/25 Time: 01:04
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 3
Total (balanced) observations: 273
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.97505	0.0241

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

VOL

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: VOL
Date: 05/26/25 Time: 01:12
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 4
Total number of observations: 299
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.03030	0.0012

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: VOL
Date: 05/26/25 Time: 01:06
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 4
Total number of observations: 299
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.72865	0.0419

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

MC

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: MC
Date: 06/02/25 Time: 19:19
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 2
Total (balanced) observations: 286
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.98773	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: MC
Date: 06/02/25 Time: 19:19
Sample: 2000 2024
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 2
Total (balanced) observations: 286
Cross-sections included: 13

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.73186	0.0031

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

المصدر: مخرجات ايفيوز 13

ملحق4 : تقدير النموذج PVAR (تأثير المؤشرات الاقتصادية على كفاءة الأسواق المالية)

Vector Autoregression Estimates
Date: 06/02/25 Time: 19:21
Sample (adjusted): 2002 2024
Included observations: 299 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	VOL	IPC	MC	INF	MM	GDP
VOL(-1)	0.512122	4.175788	0.043001	2.720650	0.594990	0.127916
	(0.05888)	(4.55684)	(0.01844)	(0.89579)	(0.31788)	(0.18041)
	[8.69801]	[0.91638]	[2.33196]	[3.03715]	[1.87172]	[0.70902]
VOL(-2)	0.238497	-5.071917	-0.018976	-2.405991	-0.673404	0.073834
	(0.06072)	(4.69915)	(0.01902)	(0.92377)	(0.32781)	(0.18605)
	[3.92803]	[-1.07933]	[-0.99792]	[-2.60455]	[-2.05424]	[0.39686]
IPC(-1)	-0.000745	0.527466	-9.47E-05	0.006917	-0.009281	0.004189
	(0.00082)	(0.06379)	(0.00026)	(0.01254)	(0.00445)	(0.00253)
	[-0.90399]	[8.26936]	[-0.36690]	[0.55164]	[-2.08579]	[1.65859]
IPC(-2)	0.000226	0.304447	-0.000223	-0.009190	0.011866	-0.005499
	(0.00083)	(0.06438)	(0.00026)	(0.01266)	(0.00449)	(0.00255)
	[0.27150]	[4.72873]	[-0.85721]	[-0.72613]	[2.64208]	[-2.15721]
MC(-1)	0.908675	43.53442	0.891887	3.686520	-0.812490	1.848662
	(0.22896)	(17.7205)	(0.07171)	(3.48352)	(1.23617)	(0.70158)
	[3.96866]	[2.45673]	[12.4376]	[1.05828]	[-0.65726]	[2.63498]
MC(-2)	-0.657508	-34.30661	0.086578	-4.061718	0.707679	-1.940326
	(0.22552)	(17.4544)	(0.07063)	(3.43120)	(1.21761)	(0.69105)
	[-2.91546]	[-1.96550]	[1.22577]	[-1.18376]	[0.58120]	[-2.80780]
INF(-1)	-0.009058	0.703688	-0.003299	0.854094	0.017710	0.037525
	(0.00406)	(0.31410)	(0.00127)	(0.06175)	(0.02191)	(0.01244)
	[-2.23184]	[2.24033]	[-2.59513]	[13.8323]	[0.80826]	[3.01754]
INF(-2)	0.019243	0.101573	0.001976	0.027556	-0.016347	-0.069080
	(0.00440)	(0.34025)	(0.00138)	(0.06689)	(0.02374)	(0.01347)
	[4.37708]	[0.29852]	[1.43505]	[0.41198]	[-0.68872]	[-5.12799]
MM(-1)	0.008759	3.300828	0.006732	-0.011383	0.988691	0.060323
	(0.01129)	(0.87369)	(0.00354)	(0.17175)	(0.06095)	(0.03459)
	[0.77588]	[3.77803]	[1.90415]	[-0.06627]	[16.2218]	[1.74389]
MM(-2)	-0.010306	-3.249163	-0.006435	0.046894	0.012233	-0.063601
	(0.01138)	(0.88038)	(0.00356)	(0.17307)	(0.06142)	(0.03486)
	[-0.90599]	[-3.69062]	[-1.80633]	[0.27096]	[0.19919]	[-1.82469]
GDP(-1)	0.027898	4.590793	0.006308	-0.684906	0.161722	0.487196
	(0.01912)	(1.47970)	(0.00599)	(0.29088)	(0.10322)	(0.05858)
	[1.45918]	[3.10252]	[1.05343]	[-2.35459]	[1.56673]	[8.31623]
GDP(-2)	-0.004128	-0.838664	-0.005462	-0.353288	0.096688	0.055204
	(0.01970)	(1.52501)	(0.00617)	(0.29979)	(0.10638)	(0.06038)
	[-0.20951]	[-0.54994]	[-0.88509]	[-1.17846]	[0.90886]	[0.91431]
C	-0.510619	-63.36672	0.202127	4.670589	1.088086	1.391872
	(0.44196)	(34.2050)	(0.13842)	(6.72407)	(2.38613)	(1.35423)
	[-1.15536]	[-1.85256]	[1.46028]	[0.69461]	[0.45600]	[1.02779]
R-squared	0.797117	0.763193	0.967061	0.709475	0.984390	0.416523
Adj. R-squared	0.788604	0.753257	0.965679	0.697286	0.983735	0.392041
Sum sq. resids	452.3163	2709338.	44.36687	104700.3	13184.75	4246.890
S.E. equation	1.257587	97.33041	0.393864	19.13335	6.789736	3.853475
F-statistic	93.63987	76.81125	699.7217	58.20219	1502.958	17.01374
Log likelihood	-486.1464	-1786.472	-139.0240	-1300.095	-990.3253	-820.9607
Akaike AIC	3.338772	12.03660	1.016883	8.783247	6.711206	5.578332
Schwarz SC	3.499661	12.19749	1.177772	8.944136	6.872095	5.739221
Mean dependent	7.242101	266.0726	9.991055	10.84256	85.05017	3.236778
S.D. dependent	2.735206	195.9414	2.126007	34.77559	53.23843	4.942145

Determinant resid covariance (dof adj.)	3.58E+08
Determinant resid covariance	2.74E+08
Log likelihood	-5450.429
Akaike information criterion	36.97946
Schwarz criterion	37.94479
Number of coefficients	78

المصدر: مخرجات ايفيوز 13

ملحق5 : تقدير النموذج PVAR (تأثير الازمات على المؤشرات الاقتصادية والمالية)

Vector Autoregression Estimates
Date: 06/09/25 Time: 09:21
Sample (adjusted): 2002 2024
Included observations: 299 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	VOL	IPC	MC	INF	GDP	MM
VOL(-1)	0.508982	4.137049	0.041602	2.864181	0.027076	0.722601
	(0.05886)	(4.42191)	(0.01777)	(0.89455)	(0.16668)	(0.30504)
	[8.64679]	[0.93558]	[2.34124]	[3.20180]	[0.16244]	[2.36884]
VOL(-2)	0.231361	-4.108348	-0.015490	-2.370679	0.022606	-0.576601
	(0.06062)	(4.55363)	(0.01830)	(0.92120)	(0.17165)	(0.31413)
	[3.81677]	[-0.90221]	[-0.84648]	[-2.57347]	[0.13170]	[-1.83555]
IPC(-1)	-0.000879	0.552184	1.26E-05	0.005762	0.004338	-0.008668
	(0.00082)	(0.06191)	(0.00025)	(0.01252)	(0.00233)	(0.00427)
	[-1.06701]	[8.91921]	[0.05083]	[0.46004]	[1.85875]	[-2.02952]
IPC(-2)	0.000341	0.285263	-0.000303	-0.008755	-0.005287	0.010972
	(0.00083)	(0.06241)	(0.00025)	(0.01262)	(0.00235)	(0.00431)
	[0.41050]	[4.57104]	[-1.20680]	[-0.69348]	[-2.24741]	[2.54851]
MC(-1)	0.880137	50.34724	0.924591	3.009303	2.144447	-0.968944
	(0.22928)	(17.2239)	(0.06921)	(3.48441)	(0.64925)	(1.18819)
	[3.83867]	[2.92310]	[13.3584]	[0.86365]	[3.30297]	[-0.81548]
MC(-2)	-0.616827	-42.25370	0.051145	-3.584378	-2.063427	0.606559
	(0.22586)	(16.9669)	(0.06818)	(3.43242)	(0.63956)	(1.17046)
	[-2.73100]	[-2.49035]	[0.75013]	[-1.04427]	[-3.22632]	[0.51822]
INF(-1)	-0.009664	0.773216	-0.003080	0.860496	0.031093	0.028191
	(0.00406)	(0.30513)	(0.00123)	(0.06173)	(0.01150)	(0.02105)
	[-2.37918]	[2.53407]	[-2.51229]	[13.9402]	[2.70337]	[1.33931]
INF(-2)	0.019516	0.075518	0.001911	0.023205	-0.065284	-0.022046
	(0.00438)	(0.32940)	(0.00132)	(0.06664)	(0.01242)	(0.02272)
	[4.45082]	[0.22926]	[1.44380]	[0.34823]	[-5.25784]	[-0.97018]
GDP(-1)	0.023854	5.070556	0.007864	-0.646575	0.446959	0.228745
	(0.01921)	(1.44313)	(0.00580)	(0.29195)	(0.05440)	(0.09955)
	[1.24172]	[3.51359]	[1.35600]	[-2.21471]	[8.21647]	[2.29771]
GDP(-2)	-0.008103	-0.202576	-0.002890	-0.361085	0.043470	0.132370
	(0.01973)	(1.48207)	(0.00596)	(0.29982)	(0.05587)	(0.10224)
	[-0.41073]	[-0.13669]	[-0.48527]	[-1.20433]	[0.77811]	[1.29470]
MM(-1)	0.006732	3.610555	0.007951	-0.011313	0.051864	1.009573
	(0.01129)	(0.84831)	(0.00341)	(0.17161)	(0.03198)	(0.05852)
	[0.59613]	[4.25620]	[2.33242]	[-0.06592]	[1.62195]	[17.2517]
MM(-2)	-0.008298	-3.557164	-0.007650	0.047143	-0.055416	-0.008243
	(0.01138)	(0.85468)	(0.00343)	(0.17290)	(0.03222)	(0.05896)
	[-0.72932]	[-4.16198]	[-2.22740]	[0.27266]	[-1.72010]	[-0.13981]
C	-0.537926	-59.50064	0.216603	4.756261	1.226093	1.425672
	(0.44055)	(33.0950)	(0.13299)	(6.69513)	(1.24750)	(2.28305)
	[-1.22102]	[-1.79787]	[1.62870]	[0.71041]	[0.98284]	[0.62446]
COVID	-0.162983	-15.74990	-0.159713	11.24919	-7.558091	9.146862
	(0.36544)	(27.4520)	(0.11032)	(5.55354)	(1.03479)	(1.89377)
	[-0.44600]	[-0.57373]	[-1.44779]	[2.02559]	[-7.30400]	[4.82998]
SUBPRIME	0.731062	-129.0526	-0.549523	4.772240	0.115923	-4.344936
	(0.36997)	(27.7923)	(0.11168)	(5.62239)	(1.04762)	(1.91725)
	[1.97602]	[-4.64346]	[-4.92039]	[0.84879]	[0.11065]	[-2.26624]
R-squared	0.800022	0.780095	0.969837	0.714286	0.508853	0.985824
Adj. R-squared	0.790164	0.769255	0.968350	0.700202	0.484641	0.985126
Sum sq. resids	445.8392	2515957.	40.62808	102966.6	3574.859	11973.17
S.E. equation	1.252939	94.12228	0.378228	19.04097	3.547891	6.493001
F-statistic	81.15406	71.96203	652.2410	50.71440	21.01700	1410.741
Log likelihood	-483.9901	-1775.402	-125.8630	-1297.599	-795.2076	-975.9147
Akaike AIC	3.337726	11.97593	0.942227	8.779928	5.419449	6.628192
Schwarz SC	3.523367	12.16157	1.127868	8.965569	5.605090	6.813833
Mean dependent	7.242101	266.0726	9.991055	10.84256	3.236778	85.05017
S.D. dependent	2.735206	195.9414	2.126007	34.77559	4.942145	53.23843

Determinant resid covariance (dof adj.)	2.56E+08
Determinant resid covariance	1.88E+08
Log likelihood	-5393.877
Akaike information criterion	36.68145
Schwarz criterion	37.79530
Number of coefficients	90

المصدر: مخرجات ايفيوز 13

ملحق6 : تقدير النموذج PVAR (تأثير المؤشرات الاقتصادية على كفاءة الأسواق المالية في ظل الأزمات)

Vector Autoregression Estimates
Date: 06/09/25 Time: 10:12
Sample (adjusted): 2002 2024
Included observations: 299 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	VOL	IPC	MC	INF	GDP	MM
VOL(-1)	0.513210	3.368391	0.037402	3.085553	-0.015838	0.715795
	(0.05931)	(4.44668)	(0.01783)	(0.82577)	(0.16032)	(0.30506)
	[8.65345]	[0.75751]	[2.09745]	[3.73656]	[-0.09879]	[2.34644]
VOL(-2)	0.233910	-3.901706	-0.013194	-2.621140	0.046795	-0.594039
	(0.06099)	(4.57317)	(0.01834)	(0.84926)	(0.16488)	(0.31373)
	[3.83496]	[-0.85317]	[-0.71943]	[-3.08637]	[0.28380]	[-1.89345]
IPC(-1)	-0.000849	0.545324	-2.86E-05	0.007328	0.004657	-0.009542
	(0.00083)	(0.06211)	(0.00025)	(0.01153)	(0.00224)	(0.00426)
	[-1.02451]	[8.78055]	[-0.11467]	[0.63539]	[2.07979]	[-2.23951]
IPC(-2)	0.000280	0.292952	-0.000278	-0.007649	-0.005524	0.011456
	(0.00083)	(0.06257)	(0.00025)	(0.01162)	(0.00226)	(0.00429)
	[0.33532]	[4.68172]	[-1.10623]	[-0.65825]	[-2.44861]	[2.66863]
MC(-1)	0.860870	56.35388	0.942043	3.030069	1.987109	-0.883093
	(0.23370)	(17.5223)	(0.07027)	(3.25399)	(0.63176)	(1.20208)
	[3.68363]	[3.21612]	[13.4064]	[0.93119]	[3.14534]	[-0.73464]
MC(-2)	-0.609073	-46.66755	0.038947	-3.534952	-1.886966	0.542484
	(0.22940)	(17.2002)	(0.06898)	(3.19417)	(0.62015)	(1.17998)
	[-2.65501]	[-2.71320]	[0.56464]	[-1.10669]	[-3.04277]	[0.45974]
INF(-1)	-0.009532	0.785653	-0.003167	0.875235	0.027174	0.027400
	(0.00410)	(0.30745)	(0.00123)	(0.05709)	(0.01108)	(0.02109)
	[-2.32450]	[2.55542]	[-2.56869]	[15.3296]	[2.45140]	[1.29911]
INF(-2)	0.019468	0.123652	0.002329	-0.013330	-0.065717	-0.015281
	(0.00442)	(0.33137)	(0.00133)	(0.06154)	(0.01195)	(0.02273)
	[4.40496]	[0.37315]	[1.75264]	[-0.21662]	[-5.50053]	[-0.67219]
GDP(-1)	0.024497	5.023547	0.007015	-0.558481	0.417023	0.239854
	(0.01946)	(1.45903)	(0.00585)	(0.27095)	(0.05260)	(0.10009)
	[1.25887]	[3.44308]	[1.19891]	[-2.06120]	[7.92747]	[2.39630]
GDP(-2)	-0.008051	-0.012356	-0.002575	-0.341722	0.023294	0.140453
	(0.01992)	(1.49355)	(0.00599)	(0.27736)	(0.05385)	(0.10246)
	[-0.40418]	[-0.00827]	[-0.42990]	[-1.23205]	[0.43257]	[1.37078]
MM(-1)	0.007352	3.576339	0.007608	0.005393	0.048669	1.002882
	(0.01134)	(0.85059)	(0.00341)	(0.15796)	(0.03067)	(0.05835)
	[0.64805]	[4.20454]	[2.23039]	[0.03414]	[1.58698]	[17.1865]
MM(-2)	-0.008831	-3.562201	-0.007397	0.026298	-0.050342	-0.002003
	(0.01145)	(0.85873)	(0.00344)	(0.15947)	(0.03096)	(0.05891)
	[-0.77105]	[-4.14823]	[-2.14801]	[0.16491]	[-1.62598]	[-0.03399]
C	-0.477680	-69.21529	0.187791	3.628065	1.223899	1.406657
	(0.44343)	(33.2469)	(0.13333)	(6.17413)	(1.19871)	(2.28084)
	[-1.07725]	[-2.08186]	[1.40849]	[0.58762]	[1.02101]	[0.61673]
CRISIS*GDP	0.033870	-6.281984	-0.022729	0.015284	0.709935	-0.975692
	(0.03891)	(2.91769)	(0.01170)	(0.54183)	(0.10520)	(0.20016)
	[0.87036]	[-2.15307]	[-1.94256]	[0.02821]	[6.74865]	[-4.87450]
CRISIS*MM	0.000310	0.244785	0.000499	0.017845	-0.003207	-0.016533
	(0.00504)	(0.37816)	(0.00152)	(0.07023)	(0.01363)	(0.02594)
	[0.06152]	[0.64731]	[0.32917]	[0.25411]	[-0.23524]	[-0.63727]
CRISIS*INF	-0.004776	-0.356111	-0.006031	0.740084	0.013173	-0.102681
	(0.00744)	(0.55781)	(0.00224)	(0.10359)	(0.02011)	(0.03827)
	[-0.64201]	[-0.63840]	[-2.69620]	[7.14442]	[0.65498]	[-2.68323]
CRISIS*MC	0.033456	-8.790031	-0.028245	-0.400851	-0.395110	0.595280
	(0.05160)	(3.86868)	(0.01551)	(0.71844)	(0.13948)	(0.26540)
	[0.64840]	[-2.27210]	[-1.82058]	[-0.55795]	[-2.83265]	[2.24293]
R-squared	0.799372	0.780225	0.969978	0.759380	0.550918	0.985989
Adj. R-squared	0.787989	0.767755	0.968275	0.745727	0.525438	0.985194
Sum sq. resids	447.2884	2514478.	40.43765	86715.70	3268.685	11834.07
S.E. equation	1.259416	94.42769	0.378677	17.53575	3.404568	6.478023
F-statistic	70.22419	62.57051	569.4434	55.62313	21.62171	1240.320
Log likelihood	-484.4752	-1775.314	-125.1606	-1271.920	-781.8217	-974.1676
Akaike AIC	3.354349	11.98872	0.950907	8.621536	5.343289	6.629884
Schwarz SC	3.564743	12.19911	1.161300	8.831929	5.553682	6.840277
Mean dependent	7.242101	266.0726	9.991055	10.84256	3.236778	85.05017
S.D. dependent	2.735206	195.9414	2.126007	34.77559	4.942145	53.23843

Determinant resid covariance (dof adj.)	2.07E+08
Determinant resid covariance	1.46E+08
Log likelihood	-5355.844
Akaike information criterion	36.50732
Schwarz criterion	37.76968
Number of coefficients	102

المصدر: مخرجات ايفيوز 13