الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المعهد العالي لإدارة الأعمال
قسم: الإدارة المالية والمصرفية

أثر الحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسواق المالية

(دراسة تطبيقية على الأسواق المالية العربية)

The Impact of Russian Ukraine War on The Performance of Financial Markets

(An Empirical Study on Arab Financial Markets)

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير البحثي في علوم الإدارة
اختصاص: إدارة مالية ومصرفية

إعداد الطالب: أحمد رياض عباس

إشراف: الدكتور سليمان موصلي

((لا يعبر هذا العمل إلا عن وجهة نظر معدة، ولا يتحمل المعهد أية مسؤولية جراء هذا العمل))

بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

إلى النبع الذي لا ينضب، والدفء الذي لا يزول، والحنان الذي لا ينتهي ...**أبي وأمي**

إلى إخوتي الأعزاء، شركاء الدرب وأعمدة الأمل... **زينب ومحمد**

إلى صهري العزيز، الذي كان لي أخاً وصديقاً في كل الأوقات... **حسن**

إلى عماتي العزيزات، اللاتي كن دائماً بجانبي بحبهن وحنانهن

إلى أصدقائي الأوفياء، الذين لا تنطفئ ذكرياتهم في قلبي... **حسين، يوسف، محمد، جعفر**

إلى الدكاترة الأفاضل، منارة العلم وقادة الفكر

وإلى قدوتي العلمية، الذين ألهموني بحكمتهم وعلمهم، وجعلوني أؤمن أن الطموح والإصرار هما مفتاح التميز... الدكتور **سليمان موصلي** والدكتورة **منال الموصلي**

أهدي هذا العمل المتواضع لكل من كان جزءاً من رحلتي العلمية والإنسانية

الملخص

أثرت الحرب الروسية الأوكرانية على مختلف النواحي الاقتصادية حول العالم، وكان التأثير جلي في الأسواق المالية العالمية. تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الحرب الروسية الأوكرانية في أداء الأسواق المالية وتحديداً بعض الأسواق المالية العربية، إذ تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL) بعد حساب العوائد اليومية للمؤشرات المدروسة ودراسة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة، حيث تم تضمين أسعار الذهب والنفط والغاز العالمية. توصلت الدراسة إلى أن الحرب الروسية الأوكرانية أثرت بشكل كبير على أداء الأسواق المالية للدول محل الدراسة (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن، سورية) على المدى الطويل والقصير، لكن التأثير كان واضحاً على المدى القصير أكثر من المدى الطويل. تقترح هذه الدراسة تطوير سياسات تنويع اقتصادي، لتقليل الاعتماد على صادرات النفط والغاز والتعمق في دراسة التأثيرات المتشابكة بين الأزمات الدولية، وأسعار الطاقة، والسياسات النقدية على الأسواق المالية المحلية في الدول النامية.

الكلمات المفتاحية: الحرب الروسية الأوكرانية، مؤشرات الأسواق العربية، النظريات المفسرة لأثر الحرب، قنوات التأثير.

Abstract

The Russian-Ukrainian war has significantly impacted various economic dimensions worldwide, with a noticeable effect on global financial markets. This study aims to examine the war's influence on the performance of financial markets, specifically targeting certain Arab financial markets. Using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model, the study analyzes the daily returns of selected market indices and examines the correlation between independent variables, incorporating global gold, oil, and gas prices. Findings indicate that the Russian-Ukrainian war substantially affected the financial market performance of the countries studied (Saudi Arabia, Qatar, the UAE, Jordan, and Syria) over both the long and short term, with the impact being more pronounced in the short term. This study suggests developing economic diversification policies to reduce dependence on oil and gas exports and calls for further investigation into the intertwined effects of international crises, energy prices, and monetary policies on local financial markets in developing countries.

Keywords: Russian-Ukrainian war, Arab markets Indices, Theories explaining the impact of war, Channels of influence.

الفهرس

العنوان	الصفحة
عنوان البحث	I
الإهداء	IV
الملخص	V
الفصل التمهيدي	1
أولاً: المقدمة	2
ثانياً: الدراسات السابقة	3
ثالثاً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة	18
رابعاً: مشكلة البحث	19
خامساً: فرضيات البحث	20
سادساً: أهمية وأهداف البحث	20
سابعاً: مجتمع وعينة البحث	21
ثامناً: منهج البحث	21
تاسعاً: حدود البحث	21
الفصل الأول: الإطار النظري	22
مقدمة	23
المبحث الأول: النظريات المفسّرة للعلاقة بين الأحداث الجيوسياسية (الحرب) وأسعار الأسهم	24
أولاً: نظرية كفاءة السوق (EMH)	24
ثانياً: نظرية التمويل السلوكي	25
ثالثاً: نظرية التجارة الخارجية	26
رابعاً: نظرية التضخم وأسعار السلع الأساسية	27
المبحث الثاني: قنوات التأثير ودورها في نقل أثر الحرب على الأسواق المالية	28
أولاً: تعريف قنوات التأثير	28
ثانياً: أنواع قنوات التأثير وتفسيرها	28

1.1 قناة تسعير المعلومات	28
1.2 قناة التأثير النفسي وسلوك المستثمرين	31
1.3 قناة اضطرابات سلسلة التوريد العالمية وقناة الاعتماد على السلع الأساسية	33
1.4 قناة التضخم وارتفاع أسعار السلع الأساسية	35
1.5 قناة التذبذب في أسواق العملات	35
المبحث الثالث: دور الموارد الطبيعية في حماية الاقتصادات الدولية	36
الفصل الثاني: الإطار العملي	37
تمهيد	38
المبحث الأول: المؤشرات محل الدراسة وأداؤها قبل الحرب	39
المبحث الثاني: توصيف المتغيرات والدراسة الإحصائية الوصفية	42
أولاً: توصيف المتغيرات	42
ثانياً: الدراسة الوصفية	44
المبحث الثالث: اختبارات تحديد المنهجية المثلى ونموذج الانحدار الأفضل	48
أولاً: اختبار جذر الوحدة (LLC)	48
ثانياً: اختبار معاملات الارتباط	48
ثالثاً: نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL	49
رابعاً: معايير تحديد فترات الإبطاء	50
المبحث الرابع: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج	52
أولاً: اختبار جذر الوحدة (السعودية، ، قطر، الإمارات، الأردن)	52
ثانياً: اختبار جذر الوحدة (سورية)	53

ثالثاً: اختبار معاملات الارتباط (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	54
رابعاً: اختبار معاملات الارتباط (سورية)	56
خامساً: تحديد فترات الإبطاء لنموذجي النفط والغاز (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	58
سادساً: تحديد فترات الإبطاء لنموذجي النفط والغاز (سورية)	60
سابعاً: نتائج نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL	62
1.1 نموذج (ARDL) النفط للدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	62
1.2 نموذج (ARDL) الغاز للدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	64
1.3 نموذج (ARDL) النفط (سورية)	67
1.4 نموذج (ARDL) الغاز (سورية)	69
مناقشة الفرضيات	73
ثامناً: المقارنة بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط	74
الخلاصة ومناقشة الفرضية	76
النتائج والتوصيات	77
قائمة المراجع	80
المواقع الإلكترونية	86

فهرس الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	الصفحة
(1)	المقارنة بين الدراسات السابقة	12 حتى 18
(2)	المؤشرات المدروسة	39
(3)	متغيرات الدراسة ومصادرها	42
(4)	التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	44
(5)	اختبار جذر الوحدة (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	52
(6)	اختبار جذر الوحدة (سورية)	53
(7)	اختبار معاملات الارتباط (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	54
(8)	اختبار معاملات الارتباط (سورية)	56
(9)	نتائج اختبار أكايكي لتحديد فترات الإبطاء لنموذجي ARDL النفط والغاز	59
(10)	نتائج اختبار أكايكي لتحديد فترات الإبطاء لنموذج ARDL النفط الخاص بدولة سورية	60
(11)	نتائج اختبار أكايكي لتحديد فترات الإبطاء لنموذج ARDL الغاز الخاص بدولة سورية	61
(12)	نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار النفط العالمية (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	62
(13)	نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار الغاز العالمية (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)	65
(14)	نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار النفط العالمية (سورية)	67
(15)	نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار الغاز العالمية (سورية)	70
(16)	نتائج التأثير اللحظي قصير الأجل	74

فهرس الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
(1)	التغير في أسعار النفط والغاز في الشهر الأول من بدء الحرب	30
(2)	التغير الحاصل في أسعار الذهب لمدة عام من بداية الحرب الروسية الأوكرانية	32

الفصل التمهيدي

أولاً: المقدمة

تعد الأحداث الجيوسياسية واحدة من أكثر الأحداث أهمية وتأثيراً على أسواق الأسهم عالمياً من بين الأحداث الأخرى مثل الأزمات المالية، والأزمات الصحية، والكوارث الطبيعية، والانتخابات السياسية. تزيد الحروب العسكرية من حالة عدم يقين المستثمر بشأن ربحية أصوله في المستقبل لذلك يعد تأثير الحروب على أسواق الأسهم موضوعاً مهماً بشكل خاص للمستثمرين ومديري المحافظ والجهات التنظيمية.

ولقد شهد العالم في الفترة الأخيرة تصاعداً في التوترات بين روسيا وأوكرانيا، وبعد اعتراف روسيا بمناطق دونيتسك ولوهانسك الأوكرانية كدولتين مستقلتين أدى ذلك لنشوب حرب بين البلدين بتاريخ الرابع والعشرين من شهر شباط من عام 2022م، ولا تزال هذه الحرب قائمة.

ونتيجة لذلك، فرضت الولايات المتحدة الامريكية والمملكة المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي عقوبات اقتصادية على روسيا، وقد أثر هذا الحدث الجيوسياسي بشكل كبير في الاقتصاد العالمي، وبسبب الطبيعة المتكاملة للاقتصاد الروسي، وخاصة مع الدول الأوروبية، من خلال تجارة النفط والغاز والأغذية والمواد الخام، كان لهذا التوتر المتزايد بين البلدين والعقوبات المفروضة على روسيا تأثير كبير في الأسعار حيث ارتفعت أسعار النفط والغاز والذهب والسلع الغذائية مما دفع التضخم العالمي إلى الارتفاع، أسفر هذا الوضع عن ارتفاع تكاليف الإنتاج، وتقليص القدرة الشرائية، وزيادة الفقر في العديد من الدول.

تتمتع روسيا بمساحة جغرافية هائلة جعلتها تحتوي على نسبة كبيرة من الموارد الطبيعية العالمية، حيث تعتبر من بين أكثر الدول ثراءً بهذه الموارد. وتضم روسيا احتياطيات ضخمة من النفط والغاز الطبيعي والمعادن الثمينة، وهي تمتلك أكبر احتياطي عالمي مؤكد من الغاز الطبيعي، كما تحتل المرتبة الثانية عالمياً من حيث احتياطي الفحم والمركز الثامن من حيث احتياطي النفط. بالإضافة إلى ذلك، تعد روسيا واحدة من أكبر مصدري النفط في العالم، مما يعزز مكانتها الاقتصادية المرتبطة بالطاقة.

في المقابل، يعتمد الاقتصاد الأوكراني بشكل أساسي على قطاعات إنتاج وتصدير المواد الخام، والصناعات الثقيلة مثل الآليات والمركبات الفضائية، بالإضافة إلى المنتجات الغذائية، وتتميز أوكرانيا بكونها لاعباً عالمياً بارزاً في تصدير الحبوب والزيوت واللحوم. تشير البيانات إلى أن صادراتها من الحبوب والمنتجات الغذائية الأخرى تجاوزت مليون طن متري، مما يبرز دورها كمصدر أساسي للغذاء على المستوى الدولي.

ثانياً: الدراسات السابقة

الدراسات العربية:

1-دراسة (جالوس، 2024):

أثر الصدمات الخارجية على كفاءة أسواق المال في الشرق الأوسط "جائحة كورونا- الحرب الروسية الأوكرانية"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر صدمتي جائحة كورونا وما تبعها من متحولات والحرب الروسية الأوكرانية في دول الشرق الأوسط خلال الفترة (2019/2/14 حتى 2023/9/14)، قامت الباحثة بدراسة عوائد مؤشرات الأسواق المالية لدول الشرق الأوسط وبعض الدول العربية الأخرى (مصر، السعودية، الإمارات، الأردن، قطر، البحرين، سلطنة عمان، المغرب، تونس، فلسطين).

استخدمت الدراسة عدة اختبارات لقياس كفاءة الأسواق المالية مثل اختبار ديكي فولر (ADF)، ونسبة (ANOVA)، وأخيراً نموذج (GARCH)، وأظهرت النتائج أن المعلومات الحديثة كان لها تأثير أكبر من المعلومات القديمة على مؤشرات أسواق المال في الشرق الأوسط، مما يشير إلى تأثر المتعاملين في السوق بالمعلومات الجديدة المتعلقة بالجائحة والحرب الروسية الأوكرانية.

2-دراسة (أحمد وزيدان، 2023):

انعكاسات الصراع الروسي الأوكراني على الوضع الاقتصادي العالمي دراسة قياسية على سوق الاوراق المالية المصري

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم تحليل شامل للتقلبات في سوق الأوراق المالية المصرية أثناء الحرب الروسية الأوكرانية، وذلك للفترة الممتدة من 2021/9/2 حتى 2022/2/24، وتتكون العينة من سلسلة زمنية ب 84

مشاهدة لمؤشرات سوق الأوراق المالية المصري وبيانات عن السيولة والتقلبات في السوق، حيث تمت الدراسة على مؤشرات السوق المصري حسب القطاع الاقتصادي ودراسة مؤشر EGX100 EWI بالسوق المالية المصرية.

استخدمت الدراسة نموذج اقتصاد قياسي يحدد العلاقة الإحصائية بين المتغيرات الاقتصادية المختلفة والمتعلقة بظاهرة اقتصادية كالحرب، كدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات المستقلة واختبار معاملات الارتباط واختبار الفروق الجوهرية وأخيراً تحليل الانحدار البسيط، وأظهرت النتائج ضعف حساسية السوق المالي المصري تجاه الصدمات العالمية في أعقاب الحرب الروسية الأوكرانية بسبب زيادة مرونة مؤشرات الأسهم المصرية في مواجهة الصدمات الخارجية.

3-دراسة (عناني، 2023): التداعيات الإقليمية والدولية للنزاع الروسي الأوكراني

يهدف هذا البحث إلى بيان تداعيات الحرب الروسية – الأوكرانية، سواءً على المستوى الدولي أو الإقليمي ولاسيما أثرها على الأمن الأوروبي والاقتصاد العالمي وذلك بعرض الواقع واستخلاص الدروس من هذه الحرب، حيث تتبع الدراسة منهج تحليل الأزمة سياسياً واقتصادياً بالاعتماد على التقارير والإفصاحات والرموز البيانية التي صدرت بهذا الشأن، وذلك بشكل شهري خلال الفترة الممتدة بين عامي 2019 و2021.

كانت الخلاصة من التحليل السياسي أن الحرب الروسية الأوكرانية أثرت بشكل عام على أسعار الأساسية وأدت إلى ارتفاعها، وإن ارتفاع أسعار النفط والغاز أعطى تحذيراً للعديد من الدول من أجل البحث عن مصادر أخرى للطاقة.

الدراسات الأجنبية:

1-(Gaio, Stefanelli, Júnior, Bonacim and Gatsios, 2022): The impact of the Russia-Ukraine conflict on market efficiency Evidence for the developed stock market.

تبحث هذه الدراسة في تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على كفاءة أسواق الأوراق المالية في البلدان المتقدمة. حيث تتكون العينة من بيانات مؤشرات الأسهم اليومية لأسواق الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وإيطاليا وإسبانيا وذلك للفترة الممتدة من 3 حزيران 2019م حتى 15 حزيران 2022م. قام الباحثون بتحليل مؤشرات الأسهم لأسواق هذه الدول باستخدام طريقة تحليل التقلب متعدد الانعكاسات (MF-DFA). لاختبار كفاءة السوق على أربع فترات (سلسلة البيانات كاملة، تفشي COVID-19، قبل الحرب وبعدها).

أظهرت النتائج أن فرضية كفاءة السوق (EMH) لعالم الاقتصاد يوجين فاما (أسعار الأسهم دائما عادلة ومن المستحيل التغلب على السوق بشكل مستمر) مرفوضة في فترات الأزمات، وهذا يشير الى إمكانية التنبؤ بأسعار السهم في أوقات عدم الاستقرار والأزمات المالية العالمية.

2-(Alam &Tabash & Billah & Kumar & Anagreh, 2022): The Impacts of the Russia–Ukraine Invasion on Global Markets and Commodities: A Dynamic Connectedness among G7 and BRIC Markets

تناولت هذه الدراسة التحقيق في آثار الحرب الروسية الأوكرانية على الترابط الديناميكي بين خمس سلع (النفط الخام، الغاز الطبيعي، الذهب، الفضة والبلاتين) وأسواق مجموعة الدول الصناعية الخمس (كندا، فرنسا، المانيا، اليابان، المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية) والأسهم الرائدة لدول البريكس (البرازيل، روسيا والهند) خلال الفترة الممتدة من بداية شهر أيلول 2021م حتى الرابع والعشرين من شهر آذار 2022م. وطبقت الدراسة طريقة معامل الانحدار التلقائي المتغير بمرور الوقت (TVP-VAR)، والتي تعكس الطريقة التي تتشكل بها التقلبات بفترات أزمات مختلفة.

وجدت هذه الدراسة ارتباط قوي للغاية بين جميع السلع وأسواق الدول الصناعية الخمس ودول البريكس، وأن الذهب والفضة هما المستقبلين لبقية السلع وجميع أسواق العينة، في حين أن البلاتين والغاز الطبيعي والفضة والنفط الخام هم الناقلون للصدمات خلال أزمة الحرب. وأيضاً تبين وجود ظاهرة عدوى السوق التي تلاها تحقيق مكاسب مرتفعة لبعض المستثمرين وهذا يدل على تضرر كفاءة هذه الأسواق وازدياد حالة عدم اليقين والخوف من الاستثمار.

3-(Boungou and Yatie, 2022): The impact of the Ukraine-Russia war on world stock market returns

درس هذا البحث استجابات مؤشرات أسواق الأسهم العالمية للحرب المستمرة بين روسيا وأوكرانيا، باستخدام عوائد أسواق الأسهم اليومية في عينة تتكون من 94 دولة وتغطي الفترة من 22 كانون الثاني 2022 إلى 24 آذار من عام 2022.

تمت الدراسة عن طريق تحليل البيانات باستخدام التحليل اللوحي لمعرفة رد فعل عوائد أسواق الأسهم العالمية على الحرب الأوكرانية الروسية، وتُظهر النتائج آثاراً سلبية كبيرة للحرب الأوكرانية الروسية على مؤشرات الأسهم العالمية، حيث كان رد فعل أسواق الأسهم كبير جدا في بداية الحرب خاصة خلال الأسبوعين الأولين وكان أضعف في الأسابيع التي تلت ذلك.

وجدت الدراسة أيضاً ان هذه التأثيرات كانت أكثر وضوحاً بالنسبة للبلدان المجاورة لروسيا وأوكرانيا، وكذلك بالنسبة للدول الأعضاء في الأمم المتحدة التي طالبت بإنهاء الهجوم الروسي على أوكرانيا بشكل عام. وتعتبر نتائج هذا التحليل مهمة وذلك لفهم الآثار المالية للحرب المستمرة حتى يتمكن المستثمرون ومديرو المحافظ من تصميم استراتيجيات مالية فعالة تجنبهم بعضاً من الخسائر.

4-(Ahmed & Hasan & Kamal, 2022): Russia-Ukraine crisis: The effects on the European stock market

تبحث هذه الدراسة في تأثير الأزمة الروسية الأوكرانية على أسواق الأسهم الأوروبية. وتداعيات العقوبات الاقتصادية الجديدة المفروضة على روسيا، حيث جمع الباحثون أسعار الأسهم اليومية للشركات التي تنتمي إلى مؤشر STOXX Europe 600 من قاعدة بيانات Refinitiv DataStream. ويمثل مؤشر STOXX Europe 600 الشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة والصغيرة من الدول الأوروبية، ويغطي صناعات متنوعة. تشمل العينة النهائية أسهم 587 شركة متداولة في الدول الأوروبية، وتم توزيع العينة حسب الصناعة وحسب البلد، فترة الدراسة هي سنة واحدة من بداية شهر شباط 2021م حتى شهر آذار 2022م.

تستخدم هذه الدراسة أسلوب دراسة الحدث الذي اقترحه فاما وآخرون (1969) لفحص تأثير الأزمة الروسية الأوكرانية على عوائد الأسهم الأوروبية، وتم استخدام كلاً من الاختبارات المعلمية واللامعلمية للتحقيق في أهمية ردود فعل السوق على الأزمة منها اختبار (T-Test) المعلمي واختبار ويكلوكسون اللامعلمي.

أظهرت النتائج أنه في 21 من شهر شباط عام 2022، عندما اعترفت روسيا بمنطقتين أوكرانيتين كمناطق تتمتع بالحكم الذاتي، اظهرت الأسهم الأوروبية عائداً سلبياً غير طبيعي. كان هناك أيضاً تباين كبير على مستوى الدول في رد فعل أسعار السهم للأزمة. مع ملاحظة أن الشركات الصغيرة والمتوسطة تأثرت بشدة بالأزمة أكثر من الشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة مما يوفر دليلاً قوياً على التأثير السلبي للأزمة الروسية – الأوكرانية على سوق الأسهم الأوروبية.

5-(Yousaf, Patel & Yarovaya, 2022): The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict ‘‘black-swan’’ event: Evidence from event study approach

اختبرت هذه الدراسة تأثير اندلاع الحرب بين روسيا وأوكرانيا على مجموعة الدول العشرين النامية وأسواق الأسهم المختارة الأخرى من بورصات الأوراق المالية في رومانيا والمجر وهولندا وسلوفاكيا وبولندا جنباً إلى جنب مع بورصة الأوراق المالية الأوكرانية.

تم جمع بيانات عوائد أسواق الأسهم ل 125 يوماً وتقسيم مناطق أسواق الأسهم المختارة البالغ عددها 26 دولة (آسيا، وأوروبا، وأمريكا الشمالية، وأمريكا اللاتينية، والشرق الأوسط وأفريقيا) لمدة 125 يوماً من بدء الحرب في شهر شباط 2022م لدراسة الحدث وتم استخدام نموذج المربعات الصغرى (OLS) في التحليل ونموذج تحليل الحدث الإقليمي (CAAR T-TEST)، وقد أظهرت النتائج أنه عند الإعلان عن العملية العسكرية كان هناك تأثير كبير وسلبي على غالبية الأسواق، مع التأثير الأكبر على روسيا، مما يشير إلى أن أسواق الأسهم العالمية قد تفاعلت بشكل سلبي مع أخبار الحرب الروسية الأوكرانية. وقد أظهر التحليل على مستوى الدولة أن أسواق الأوراق المالية في المجر وروسيا وبولندا وسلوفاكيا كانت أول من استجاب للإعلان عن العملية العسكرية في أوكرانيا، حيث أظهرت عوائد سلبية في أيام ما قبل الغزو، في حين أن أسواق الأوراق المالية في أستراليا وفرنسا وألمانيا والهند وإيطاليا واليابان ورومانيا وجنوب إفريقيا وإسبانيا وتركيا تأثرت سلباً في أيام ما بعد البدء بالحرب.

6-(Booubaker, Goodell, Pandey and Kumari, 2022): Heterogeneous Impacts of Wars on Global Equity Markets: Evidence from the Invasion of Ukraine

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الحرب الروسية الأوكرانية عام 2022 على مؤشرات الأسواق العالمية، تم جمع البيانات من جميع البلدان حسب تصنيف مورجان ستانلي (MSCI) وهي أسعار مؤشرات الأسهم ل 23 سوقاً متقدماً و24 سوقاً ناشئة. وتم حساب العوائد غير الطبيعية (AR) والعوائد غير الطبيعية التراكمية (CAR) بحسب Brown and Warner (1985) وذلك لمدة عام من شهر شباط 2021م حتى بداية شهر آذار 2022م.

وباستخدام منهجية دراسة الحدث والتحليل المقطعي للبيانات أظهرت النتائج ظهور مؤشرات سلبية في أسواق الأسهم العالمية مع اكتشاف ان أسواق الاقتصادات الأكثر عولمة تكون أكثر عرضة للنزاعات. وأن حدث 24 شباط من عام 2022 كان له تأثير سلبي قوي على المؤشرات العالمية، تلاه تأثير إيجابي في اليوم التالي للحدث. في حين أن التأثير التراكمي كان سلبياً بشكل عام على أسواق الأسهم العالمية. برهنت الدراسة على وجود تأثير إيجابي لهذا الحدث على الدول الأعضاء في الناتو في فترة ما بعد الغزو.

7-(Nerlinger & Utz, 2022) :The impact of the Russia-Ukraine conflict on energy firms: A capital market perspective

تحقق هذه الدراسة فيما إذا كانت الحرب بين روسيا وأوكرانيا قد أثرت على أسعار أسهم شركات الطاقة. تتكون العينة من الأسهم العالمية التي تشمل جميع الشركات في القطاع الاقتصادي "الطاقة (50)" وفقاً لتصنيف ريفينيتيف للأعمال، وتتكون من 1630 شركة من 75 دولة. وقد تم تقسيم العينة إلى خمس مجموعات وفقاً لمسارها الرئيسي لتوليد الطاقة: الفحم (501،010)، النفط والغاز (501،020)، المعدات والخدمات المتعلقة بالنفط والغاز (501،020)، الطاقة المتجددة (502،010)، واليورانيوم (503،010) وذلك وفق مجموعة الصناعة (TRBC) ، وتمت الدراسة لمدة 250 يوم من بدء الحدث.

تم استخدام عدة اختبارات منها اختبار T واختبار ويكلوكسون، وأظهرت النتائج أن شركات الطاقة شهدت متوسط عوائد تراكمية إيجابية غير طبيعية في وقت قريب من تاريخ الحدث. وتشير نتائج المجموعة الفرعية للصناعة إلى أن المشاركين في سوق الأسهم يتوقعون أن تكون قطاعات الطاقة التقليدية مثل تكنولوجيا اليورانيوم مربحة في المستقبل. وكان من أهم النقاط التي تم استنتاجها أن أسواق رأس المال تستجيب بسرعة كبيرة للتغيرات الناتجة عن أحداث فريدة مثل الحروب وأن هذه الأحداث تؤدي إلى استجابة أسواق الطاقة المنافسة التي ستحاول انتهاز الفرص في السوق والاستفادة من الانقطاعات في سلاسل توريد الطاقة.

8-(Li & Alshater & Yoon, 2022): The Impact of Russia-Ukraine Conflict on Global Financial Markets

هدفت هذه الدراسة في تأثير الحرب بين روسيا وأوكرانيا على تداعيات التقلبات بين الأسواق المالية العالمية الرئيسية، حيث شملت العينة مؤشرات الأسهم للولايات المتحدة الأمريكية والصين واليابان والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وأيضاً العملات المشفرة الرئيسية (BTC وETH)، النفط الخام وأسواق الذهب، وذلك من شهر كانون الثاني عام 2017 حتى شهر اذار عام 2022، حيث تم استخدام نهج الترابط الديناميكي القائم على TVP-VAR وذلك بعد التحقق من ثبات السلاسل، بهدف استكشاف ترابط التقلبات بين الأسواق المالية العالمية بأسلوب متغير بمرور الوقت.

أظهرت النتائج ارتباط كبير بين الأسواق المختلفة، مثل الارتباط بين أسواق الأسهم الأوروبية. وازدياد إجمالي التقلبات بين الأسواق المالية العالمية بشكل ملحوظ خلال الحرب بين روسيا وأوكرانيا. وتظهر النتائج غير المباشرة للاتجاهات أنه قبل وأثناء الحرب الروسية الأوكرانية كانت أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية أكبر ناقل للتقلبات، وتبين أن سوق الأوراق المالية اليابانية هو أكبر متلقي للتقلبات.

9-(Wu, Zhan, Zhou & wang, 2023): Stock market volatility and Russia–Ukraine conflict

هدفت هذه الرسالة في تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على تقلبات الأسهم، حيث تم استخدام منهجية من مرحلتين من التحليل وذلك ببناء عدة شبكات تظهر كيفية انتقال المخاطر خلال الحرب ودمج هذه الخرائط مع النتائج التاريخية وتحليلها واكتشاف التغييرات لدور الدول محط الدراسة في نقل المخاطر الى الأسواق المالية. وفي المرحلة الثانية تم بناء مؤشر المخاطر الجيوسياسية (GPR)، وتحليله لمعرفة أثر هذه الحرب على تقلبات الأسهم، وذلك للفترة الممتدة من كانون الثاني عام 2014م حتى شهر أيلول عام 2022م.

تمثل العينة جميع البلدان المدرجة في قائمة مؤشر المخاطر الجيوسياسية ومؤشرات الأسهم الرئيسية لألمانيا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، اليابان، سنغافورة، الصين وأخيراً سويسرا وذلك لاستكشاف تأثير الحرب على تقلبات الأسهم في بلدان مختلفة.

أظهرت النتائج أنه عند بداية الحرب كانت تقلبات الأسهم منخفضة مقارنة مع التقلبات بعد تصاعد الحرب عسكرياً وأن دول الناتو لعبت دور ناقل للمخاطر على الأسواق المالية واستنتجنا أن المشاركين في سوق الأوراق المالية في دول الناتو أكثر حساسية تجاه التغييرات في وضع الحرب بين روسيا وأوكرانيا وبالنسبة لباقي الدول فكان التأثير عليها من الأحداث التي نتجت عن الحرب كالعقوبات الاقتصادية التي فرضت على روسيا وقطعها للغاز عن دول أوروبا.

10-(Aizenman, Lindahl, Stenvall & Salah Uddin, 2024): Geopolitical shocks and commodity market dynamics: New evidence from the Russia-Ukraine conflict.

تبحث هذه الدراسة في آثار المخاطر الجيوسياسية المتزايدة على أسواق السلع الزراعية والطاقة من خلال تحديد التباين غير المتجانس في أيام الأحداث المحددة التي وقعت بين كانون الثاني 2022 وآذار 2024 وتمت دراسة الصدمات الجيوسياسية الناجمة عن الحرب الروسية الأوكرانية على السلع الزراعية والطاقة باستخدام الانحدار الذاتي الهيكلي اليومي القائم على الأحداث (SVAR) بخمس فترات تأخير.

العينة تتكون من أسعار السلع الأساسية والمالية بشكل يومي من موقع LSEG Workspace وذلك للفترة الممتدة من 3 كانون الثاني 2022 إلى 30 آذار 2024. وقامت الدراسة بدمج العائد الألماني لمدة 10 سنوات ومؤشر أسهم Euronext و50 VSTOXX وسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو في النموذج. وتم إدخال جميع المتغيرات في النموذج كمستويات لوغاريتمية، باستثناء سعر الفائدة، الذي يتم إدخاله كفارق أول بسبب اتجاهه الصعودي الواضح.

تكشف النتائج عن تأثير مباشر على العديد من الأسواق، وأن أكبر الصدمات الإيجابية كانت في أسعار القمح والغاز الطبيعي الأوروبي في قطاعي الزراعة والطاقة. بالإضافة إلى ذلك، يساهم التحليل للمتغيرات المالية في الدراسة بالكشف عن التقلبات المتزايدة في سوق الأسهم الأوروبية وضعف اليورو مقابل الدولار الأمريكي. تتماشى هذه الصدمات المالية مع آلية الهروب إلى الأمان، مما يدل على المخاوف بشأن الاضطرابات والمخاطر الناجمة عن الأحداث الجيوسياسية كالحرب.

الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
1-أثر الصدمات الخارجية على كفاءة أسواق المال في الشرق الأوسط "جائحة كورونا- الحرب الروسية الأوكرانية" (2024)	عوائد مؤشرات الأسواق المالية لدول الشرق الأوسط وبعض الدول العربية الأخرى	نموذج (GARCH)	المعلومات الحديثة كان لها تأثير أكبر من المعلومات القديمة على مؤشرات أسواق المال في الشرق الأوسط، مما يشير إلى تأثر المتعاملين في السوق بالمعلومات الجديدة المتعلقة بالجائحة والحرب الروسية الأوكرانية
2-انعكاسات الصراع الروسي الأوكراني على الوضع الاقتصادي العالمي دراسة قياسية على سوق الاوراق المالية المصري (2023)	84 مشاهدة لمؤشرات سوق الأوراق المالية المصري وبيانات عن السيولة والتقلبات في السوق	تحليل الانحدار البسيط	ضعف حساسية السوق المالي المصري تجاه الصدمات العالمية في أعقاب الحرب الروسية الأوكرانية بسبب زيادة مرونة مؤشرات الأسهم المصرية في مواجهة الصدمات الخارجية.

تابع الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
3–التداعيات الإقليمية والدولية للنزاع الروسي الأوكراني (2023)	التقارير والإفصاحات والرموز البيانية التي صدرت بشأن الحرب الروسية الأوكرانية	منهج تحليل الأزمة سياسياً واقتصادياً	الحرب الروسية الأوكرانية أثرت بشكل عام على أسعار الأساسية وأدت إلى ارتفاعها، وإن ارتفاع أسعار النفط والغاز أعطى تحذيراً للعديد من الدول من أجل البحث عن مصادر أخرى للطاقة.
1-The impact of the Russia-Ukraine conflict on market efficiency Evidence for the developed stock market (2022).	مؤشرات الأسهم اليومية لأسواق الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وإيطاليا وإسبانيا	تحليل التقلب متعدد الانعكاسات (MF-DFA) بالاعتماد على نظرية كفاءة السوق.	أظهرت النتائج أن فرضية كفاءة السوق (EMH) مرفوضة في فترات الأزمات، وهذا يشير الى إمكانية التنبؤ بأسعار السهم في أوقات عدم الاستقرار والأزمات المالية العالمية.

تابع الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
2-The Impacts of the Russia–Ukraine Invasion on Global Markets and Commodities: A Dynamic Connectedness among G7 and BRIC Markets (2022).	أسعار السلع (النفط الخام، الغاز الطبيعي، الذهب، الفضة والبلاتين) ومؤشرات أسواق مجموعة الدول الصناعية الخمس (كندا، فرنسا، المانيا، اليابان، المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية) والأسهم الرائدة لدول البريكس (البرازيل، روسيا والهند).	معامل الانحدار التلقائي المتغير بمرور الوقت (TVP-VAR)	وجود ارتباط قوي للغاية بين جميع السلع وأسواق الدول الصناعية الخمس ودول البريكس، ولعب البلاتين والغاز الطبيعي والفضة والنفط الخام دور النواقل للصدمات خلال أزمة الحرب
3-The impact of the Ukraine-Russia war on world stock market returns (2022).	عوائد أسواق الأسهم اليومية في عينة تتكون من 94 دولة	تحليل البيانات باستخدام التحليل اللوحي	وتُظهر النتائج آثاراً سلبية كبيرة للحرب الروسية الأوكرانية على مؤشرات الأسهم العالمية وهذه التأثيرات كانت أكثر وضوحاً بالنسبة للبلدان المجاورة لأوكرانيا وروسيا.

تابع الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
4-Russia–Ukraine crisis: The effects on the European stock market (2022).	أسعار الأسهم اليومية للشركات التي تنتمي إلى مؤشر STOXX Europe 600 وتشمل العينة النهائية أسهم 587 شركة متداولة في الدول الأوروبية	أسلوب دراسة الحدث الذي اقترحه فاما وآخرون وتم استخدام اختبار (T-Test) المعلمي واختبار ويكلوكسون اللامعلمي.	أظهرت الأسهم الأوروبية عائداً سلبياً غير طبيعي. وكان هناك أيضاً تباين كبير على مستوى الدول في رد فعل أسعار السهم للحرب.
5-The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict ‘‘black-swan’’ event (2022).	عوائد أسواق الأسهم ل 125 يوماً وتقسيم مناطق أسواق الأسهم المختارة البالغ عددها 26 دولة	نموذج المربعات الصغرى (OLS) ونموذج تحليل الحدث الإقليمي (CAAR T-TEST)	هناك تأثير كبير وسلبي على غالبية الأسواق، مع التأثير الأكبر على روسيا، مما يشير إلى أن أسواق الأسهم العالمية قد تفاعلت بشكل سلبي مع أخبار الحرب الروسية الأوكرانية.

تابع الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
6-Heterogeneous Impacts of Wars on Global Equity Markets: Evidence from the Invasion of Ukraine (2022).	عوائد مؤشرات الأسهم ل 23 سوقاً متقدماً و24 سوقاً ناشئة	منهجية دراسة الحدث والتحليل المقطعي للبيانات	ظهور مؤشرات سلبية في أسواق الأسهم العالمية مع اكتشاف ان أسواق الاقتصادات الأكثر عولمة تكون أكثر عرضة للنزاعات، الحرب الروسية الأوكرانية كان لها تأثير سلبي قوي على المؤشرات العالمية.
7-The impact of the Russia-Ukraine conflict on energy firms: A capital market perspective (2022).	أسعار الأسهم العالمية التي تشمل جميع الشركات في القطاع الاقتصادي "الطاقة (50)" وفقاً لتصنيف ريفينيتيف للأعمال	اختبار (T) واختبار ويكلوكسون	شركات الطاقة شهدت متوسط عوائد تراكمية إيجابية غير طبيعية في وقت قريب من تاريخ الحدث وأيضاً أسواق رأس المال تستجيب بسرعة كبيرة للتغيرات الناتجة عن أحداث فريدة مثل الحروب.

تابع الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
8-The Impact of Russia-Ukraine Conflict on Global Financial Markets (2022).	عوائد مؤشرات الأسهم للولايات المتحدة الأمريكية والصين واليابان والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وأيضاً أسعار العملات المشفرة الرئيسية (BTC وETH)، النفط الخام وأسواق الذهب	نهج الترابط الديناميكي القائم على TVP-VAR	ازدياد إجمالي التقلبات بين الأسواق المالية العالمية بشكل ملحوظ خلال الحرب بين روسيا وأوكرانيا وأنه أثناء الحرب الروسية الأوكرانية كانت أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية أكبر ناقل للتقلبات، وسوق الأوراق المالية الياباني هو أكبر متلقي للتقلبات
9-Stock market volatility and Russia–Ukraine conflict (2023).	مؤشر المخاطر الجيوسياسية ومؤشرات الأسهم الرئيسية لألمانيا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، اليابان، سنغافورة، الصين وأخيراً سويسرا	تحليل قائم على دمج خرائط شبكات تظهر كيفية انتقال المخاطر خلال الحرب مع النتائج التاريخية وتحليلها واكتشاف التغييرات لدور الدول محط الدراسة في نقل المخاطر الى الأسواق المالية وبناء مؤشر المخاطر الجيوسياسية (GPR) وتحليله	عند بداية الحرب كانت تقلبات الأسهم منخفضة مقارنة مع التقلبات بعد تصاعد الحرب عسكرياً وأن دول الناتو لعبت دور ناقل للمخاطر على الأسواق المالية

تابع الجدول (1) المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	بيانات الدراسة	المنهجية المتبعة	أهم النتائج
10-Geopolitical shocks and commodity market dynamics: New evidence from the Russia-Ukraine conflict (2024).	أسعار السلع الأساسية والمالية بشكل يومي والعائد الألماني لمدة 10 سنوات ومؤشر أسهم Euronext و50 VSTOXX وسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو	الانحدار الذاتي الهيكلي اليومي القائم على الأحداث (SVAR)	أكبر الصدمات الإيجابية كانت في قطاعي الزراعة والطاقة مع تقلبات متزايدة في سوق الأسهم الأوروبية وضعف اليورو مقابل الدولار الأمريكي. تتماشى هذه الصدمات المالية مع آلية الهروب إلى الأمان، مما يدل على المخاوف بشأن الاضطرابات والمخاطر الناجمة عن الأحداث الجيوسياسية كالحرب.

من إعداد الباحث

ثالثاً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

إن أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو العينة بحد ذاتها، حيث تتضمن العينة مؤشرات عدة أسواق مالية عربية منها المنتجة للنفط والغاز (السعودية وقطر والإمارات) ومنها المستهلكة لهما (سورية والأردن)، مما يجعل هذه الدراسة هي الأولى التي تبحث في التأثير اللحظي للحرب على الدول العربية المنتجة والمستهلكة للنفط والمقارنة بينها، كما تتميز الدراسة بتغطيتها مؤشري سوق دمشق للأوراق المالية وذلك لأن الجمهورية العربية السورية تعتبر أكبر حليف لروسيا في الشرق الأوسط.

رابعاً: مشكلة البحث

بعد اندلاع الحرب بين روسيا وأوكرانيا حصلت العديد من التقلبات الاقتصادية في أسعار النفط والغاز والذهب عالمياً وأتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي بفرض عقوبات اقتصادية على روسيا، وكرد فعل عمدت روسيا إلى قطع سلاسل توريد النفط والغاز للدول الأوروبية وعلى رأسهم ألمانيا، وقد انعكس ذلك سلباً على أسواق المال العالمية والأوربية. لكن ما هو أثر هذه الحرب في الأسواق المالية العربية وهنا يمكن تلخيص المشكلة بالأسئلة الأتية:

1. هل يوجد أثر للحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسواق المالية العربية؟
2. هل يختلف الأثر بين الدول المنتجة للبترول عن الدول المستهلكة؟

ومن التساؤل الأول يرد الأسئلة الفرعية التالية:

1- هل يوجد أثر للحرب الروسية الأوكرانية على أداء المؤشر العام السعودي TASI؟
2- هل يوجد أثر للحرب الروسية الأوكرانية على أداء مؤشر سوق دبي DFMGI؟
3- هل يوجد أثر للحرب الروسية الأوكرانية على أداء مؤشر بورصة قطر QSI؟
4- هل يوجد أثر للحرب الروسية الأوكرانية على أداء مؤشر بورصة عمان AMGNRL؟
5- هل يوجد أثر للحرب الروسية الأوكرانية على أداء مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية (DWX،DLX)؟

خامساً: فرضيات البحث

يناقش البحث الفرضيات الآتية:

$H_{(0,1)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء الأسواق المالية العربية.

$H_{(0,2)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء السوق المالي السعودي.

$H_{(0,3)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء سوق دبي المالي.

$H_{(0,4)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء بورصة قطر.

$H_{(0,5)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء بورصة عمان.

$H_{(0,6)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء سوق دمشق للأوراق المالية.

$H_{(0,7)}$: لا يوجد فارق جوهري لأثر الحرب الروسية الأوكرانية بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط.

سادساً: أهمية وأهداف البحث

تنبع أهمية البحث بما يوفره من تفسير علمي لأثر الأزمات الجيوسياسية في الأسواق المالية، في التعرف على سلوك السوق في أوقات الأزمات المالية وحالات عدم اليقين المالي وبالتالي اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة وعلى أن تكون هذه الدراسة مرجعاً متواضعاً للمهتمين في هذا المجال.

تتمثل أهداف البحث بالآتي:

1- دراسة أثر الحرب الروسية الأوكرانية في أداء السوق المالي السعودي.
2- دراسة أثر الحرب الروسية الأوكرانية في أداء سوق دبي المالي.
3- دراسة أثر الحرب الروسية الأوكرانية في أداء بورصة قطر.
4- دراسة أثر الحرب الروسية الأوكرانية في أداء بورصة عمان.
5- دراسة أثر الحرب الروسية الأوكرانية في أداء سوق دمشق للأوراق المالية.
6- مقارنة أثر الحرب الروسية الأوكرانية بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط.

سابعاً: مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع مؤشرات أسواق المال العربية فيما تتكون عينة البحث من أسعار الإغلاق اليومية للمؤشرات التالية:

مؤشر (TASI) للمملكة السعودية، ومؤشر (DFMGI) للإمارات العربية المتحدة، ومؤشر (QSI) لمملكة قطر، ومؤشر (AMGNRLX) للمملكة الأردنية وأخيراً مؤشري (DWX،DLX) للجمهورية العربية السورية بالإضافة الى أسعار النفط والغاز والذهب، وقد تم الحصول على البيانات من خلال موقع (www.investing.com)، وتم جمع البيانات من تاريخ 22/02/2021 حتى 23/02/2023 وذلك لتغطية فترة قبل بدء الحرب وبعدها.

ثامناً: منهج البحث

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، والقائم على جمع البيانات اليومية للمؤشرات محل الدراسة وأسعار النفط والغاز والذهب وتحليلها وأيضاً توضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة، عن طريق صياغة الفرضيات واستخراج النتائج ومناقشتها باستخدام الأدوات الإحصائية، وسيتم استخدام برنامج EViews الاحصائي لدراسة المتغيرات وتفسير النتائج حيث ستعتمد الدراسة على أسلوب التحليل اللوحي للبيانات مع المنهجية المناسبة لها.

تاسعاً: حدود البحث

الحدود المكانية: تمت الدراسة على مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية، وهي سوق المملكة السعودية العربية والإمارات العربية المتحدة وقطر والأردن وسورية.

الحدود الزمانية: تمت الدراسة من تاريخ 22/02/2021 حتى 23/02/2023 وبشكل يومي بعدد مشاهدات 498 مشاهدة لكل متغير من المتغيرات المدروسة، حيث بدأت الحرب بين روسيا وأوكرانيا بتاريخ 22/2/2022 وتم أخذ عدد متساوي تقريباً من المشاهدات لتغطية الفترة قبل الحرب وبعدها.

الفصل الأول

الإطار النظري

مقدمة

شهد العالم في الفترة الأخيرة تصاعداً في التوترات بين روسيا وأوكرانيا، مما أدى لنشوب حرب بين البلدين أثرت بشكل كبير على الاقتصاد العالمي، حيث كان لهذا النزاع الجيوسياسي تأثيراً على أسعار النفط والغاز والذهب، ومع استمرار هذه الحرب يبقى أحد أكثر الأسئلة شيوعا خلال الأزمات هو ما مدى تأثير هذه الحرب على الأسواق المالية؟

تلعب الأسواق المالية دور الوسيط بين الاقتصاد الحقيقي القائم على إنتاج السلع والخدمات (نفط، غاز، خبز...) والاقتصاد المالي القائم على الأنشطة النقدية (أسعار الفائدة، الأسهم...) بالتالي إذا تأثر الاقتصاد بحدث سياسي كبير كالحرب سيؤدي الى عدم الاستقرار في الأسواق المالية.

هذا التقلب وعدم الاستقرار سببه الرئيسي ليس الحرب بشكل أساسي وإنما حالة عدم اليقين والخوف اللذان ينتجان عند المستثمرين من الحرب، والسبب في ذلك هو مخاوف المستثمرين المستقبلية من خسارة أصولهم وأموالهم أو تكبد خسائر فادحة، لذلك يعتبر الاستقرار السياسي والأمني عاملاً مهما للمستثمرين، فعندما يهتز هذا الاستقرار سيبحث المستثمرون عن ملاذ آمن للاستثمار والانسحاب من الأصول ذات المخاطرة العالية.

ولفهم أعمق لتأثير هذه الحرب بين روسيا وأوكرانيا على الأسواق المالية يجب علينا فهم سلوك المستثمرين خلال الأزمات الجيوسياسية، وبما أن هذه الحرب أثرت على أسعار النفط والغاز والذهب والسلع الغذائية سنشرح آلية انتقال هذا الأثر الى الأسواق المالية عن طريق النظريات المفسرة لأثر الحروب على أسواق الأسهم وقنوات التأثير التي ساهمت بنقل الأثر السلبي للحرب على هذه الأسواق.

المبحث الأول: النظريات المفسّرة للعلاقة بين الأحداث الجيوسياسية (الحرب) وأسعار الأسهم

أولاً: نظرية كفاءة السوق (EMH):

تعد نظرية كفاءة السوق من أهم النظريات الاقتصادية التي طوّرها الاقتصادي يوجين فاما في عام 1970، تفترض هذه النظرية أن الأسواق المالية كفؤة، مما يعني أن أسعار الأصول المالية، بما في ذلك الأسهم، تعكس جميع المعلومات المتاحة بشكل فوري، أي أن الأسعار تتفاعل مباشرةً مع أي معلومات جديدة تصل إلى السوق سواء كانت المعلومات اقتصادية أو سياسية، وتستجيب الأسواق لتلك المعلومات بشكل سريع، وبهذا المفهوم، فإن الأسواق الكفؤة لا تتيح للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية على المدى الطويل لأن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة بشكل فوري وكامل (Fama, 1970). وفي سياق الحروب والأزمات الجيوسياسية، تؤكد نظرية كفاءة السوق أن تأثير هذه الأحداث ينعكس سريعاً في أسعار الأسهم بمجرد الإعلان أو حدوث الحدث (Rigobon & Sack, 2004).

عند حدوث حرب أو أزمة، تبدأ الأسواق المالية في استيعاب التأثير المحتمل لهذا الحدث على الاقتصاد الكلي والقطاعات المختلفة مما يؤدي إلى تقلبات فورية في الأسعار، حيث أن الأسواق تقوم بتحليل تداعيات الحروب من حيث المخاطر التي تشكلها على الشركات وعلى الاقتصاد، واستقرار الدولة، سواء كانت هذه التأثيرات مباشرة مثل تدمير البنية التحتية والاضطراب في الإنتاج، أو غير مباشرة، مثل ارتفاع تكاليف التأمين وزيادة تقلبات السوق (Rigobon & Sack, 2004).

وفقاً لنظرية كفاءة السوق، فإنه بمجرد إعلان أي حدث جديد كالحرب، تحدث استجابة سريعة في الأسعار تعكس التوقعات المبنية على هذا الحدث، على سبيل المثال، وجدت دراسة أجراها (Choudhry & Zheng, 2020) أن الأسواق تتفاعل مع الأخبار المتعلقة بالنزاعات الجيوسياسية على الفور مما يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسعار.

عند نشوب الحرب الروسية الأوكرانية، كان هناك تأثير فوري على الأسواق المالية العالمية، حيث عكست الأسعار الآثار المحتملة على قطاعات مثل الطاقة (النفط والغاز)، والمعادن، والزراعة، حيث تعد روسيا وأوكرانيا من أكبر منتجي هذه السلع، وتُظهر هذه الاستجابة المباشرة في الأسواق دقة تطبيق نظرية كفاءة السوق، إذ تم تسعير الأسهم بشكل يعكس المعلومات الجديدة حول الحرب (Del Lo & other, 2022).

ثانياً: نظرية التمويل السلوكي:

تقدم هذه النظرية جانباً مهماً لفهم سلوك المستثمرين في الأسواق المالية، خاصة في أوقات الأزمات، مثل الحروب والأزمات الجيوسياسية، وتختلف هذه النظرية عن فرضية كفاءة السوق التقليدية بتركيزها على العوامل النفسية والعاطفية التي تؤثر على القرارات المالية للمستثمرين.

تعتمد نظرية التمويل السلوكي على فكرة أن الأسواق المالية ليست دائماً كفؤة، وأن المستثمرين ليسوا دائماً عقلانيين، عوضاً عن ذلك، تتأثر قراراتهم بالعواطف، والتحيزات، والسلوكيات اللاعقلانية، ويظهر ذلك بوضوح في سلوك المستثمرين أثناء الأزمات، حيث تزداد درجة التحيزات النفسية مثل تحيز التأكيد وتحيز الندم (Barberis & Thaler, 2003, p47).

ومن التحيزات الأخرى التي تؤثر على قرارات المستثمرين هو تجنب الخسارة، حيث يميل المستثمرون إلى تجنب الخسائر بدرجة أكبر من سعيهم لتحقيق الأرباح، مما يؤدي إلى بيع الأسهم بسرعة عند حدوث تقلبات سياسية (Kahneman & Tversky, 1979)، وعند حدوث حرب، يزداد خوف المستثمرين وحالة عدم اليقين، مما يؤدي إلى تقلبات شديدة في الأسواق بسبب البيع بدافع الخوف، مما يزيد من حالة تقلب الأسعار ويخلق تقلبات ضخمة في السوق (Blomberg & Hess & Oprhaindes, 2004).

من تفسيرات نظرية التمويل السلوكي لأثر الحرب أيضاً، هو لجوء المستثمرين إلى الأصول الآمنة مثل الذهب، فهو سلوك متوقع وفق هذه النظرية، ففي أوقات الحروب ينظر إلى الذهب كملاذ آمن مما يؤدي إلى ارتفاع أسعاره نتيجة تزايد الطلب عليه (Baur & Lucey, 2004).

تؤدي الحروب أيضاً إلى تقلبات في أسعار الصرف، حيث يلجأ المستثمرون إلى العملات القوية مثل الدولار، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية للدول المتأثرة بالحرب (Hau & Rey, 2006).

بالنسبة للحرب الروسية الأوكرانية، أظهرت دراسة (Blasco & other, 2024) أن الحرب الروسية الأوكرانية أثرت بشكل كبير على سلوك المستثمرين في أسواق الأسهم الأوروبية، حيث دفعت المستثمرين إلى

التصرف وفق سلوك القطيع، وعمد المستثمرون إلى البيع السريع للأسهم خوفاً من التداعيات الاقتصادية للحرب.

ثالثاً: نظرية التجارة الخارجية:

تركز نظرية التجارة الخارجية على دراسة كيفية تبادل السلع والخدمات بين الدول وتأثير هذا التبادل على اقتصاداتها، تفترض النظرية أن التجارة الحرة تمكن الدول من الاستفادة من مزايا التخصص والمنافسة الدولية، مما يؤدي إلى كفاءة اقتصادية أعلى ونمو اقتصادي أسرع، ومع ذلك، تتأثر التجارة الخارجية بشكل كبير بالعوامل السياسية، وخصوصاً الحروب والصراعات، حيث يمكن أن تؤدي إلى تعطيل التدفقات التجارية وزيادة تكاليف الإنتاج والتصدير (Krugman, 1980).

تؤثر الحروب في تدفقات التجارة من خلال فرض العقوبات الاقتصادية أو قيود تجارية أو حتى تدمير البنية التحتية للتجارة مثل الموانئ ووسائل النقل، يؤدي هذا إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج وانخفاض القدرة التنافسية للصناعات المحلية، مما ينعكس سلباً على أسواق الأسهم للشركات المرتبطة بتصدير واستيراد السلع (Glick, & Taylor, 2010).

الحروب تؤثر بشكل مباشر على التجارة الخارجية للدول المعنية، حيث أنه عند تعرض دولة لحرب أو صراع سياسي، فإن سلسلة التوريد تتعرض للتعطل، مما يؤدي إلى انخفاض الإنتاج وتراجع الصادرات، هذا يؤدي إلى انخفاض في إيرادات الشركات المصدرة، خاصةً إذا كانت تعتمد بشكل كبير على الأسواق الخارجية (Anderton & Carter, 2001).

في الحالات التي تتعطل فيها واردات المواد الخام (نفط وغاز)، ترتفع تكاليف الإنتاج المحلي مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح وبالتالي هبوط أسعار الأسهم، وهذا التأثير السلبي يكون أكثر وضوحاً في الصناعات ذات الصلة بالتجارة مثل الطاقة والتصنيع والتكنولوجيا (Johnson & Brown, 2004).

في الحرب الروسية الأوكرانية، تأثرت الأسواق المالية بشكل كبير نظراً لأن الدولتين تعتبران مصدرين رئيسيين للطاقة (النفط والغاز) والعديد من السلع الأساسية مثل الحبوب، وقد تسببت الحرب في تعطيل إمدادات الطاقة لأوروبا وارتفاع الأسعار بشكل ملحوظ، مما أثر سلباً على اقتصادات الدول المستوردة للنفط والغاز مثل دول الاتحاد الأوروبي، وظهر هذا التأثير بوضوح في أسواق الأسهم الخاصة بالدول المستوردة للطاقة (صندوق النقد الدولي، 2022) بينما يتوقع أن تؤثر إيجاباً في الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط مثل السعودية.

رابعاً: نظرية التضخم وأسعار السلع الأساسية:

تعتبر نظرية التضخم وأسعار السلع الأساسية واحدة من النظريات الاقتصادية التي تُفسر تأثير الزيادة في أسعار السلع الأساسية (مثل النفط والغاز والذهب) على مستوى التضخم في الاقتصاد، حيث عند ارتفاع أسعار السلع الأساسية، فإنها تؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج للشركات التي تعتمد على هذه السلع كمدخلات في عملياتها، ينتج عن هذا ارتفاع عام في مستوى الأسعار مما يؤدي إلى التضخم الذي بدوره يضغط على القوة الشرائية للمستهلكين ويزيد من تكاليف تشغيل الشركات (Krugman, 2008, P165).

تُفسر هذه النظرية أثر الحرب على أسواق الأسهم بأنه عندما تميل أسعار السلع الأساسية إلى الارتفاع بشكل حاد أثناء الحرب بسبب الاضطرابات بسلاسل التوريد وزيادة الطلب على الموارد المحدودة، يؤدي ذلك إلى تغذية التضخم، مما يؤثر على الاقتصاد وأسواق الأسهم بطرق مختلفة، ويعتمد تأثيره على عدة عوامل منها مدى اعتماد الاقتصاد على استيراد السلع الأساسية (Hamilton, 2003).

وفقاً لهذه النظرية، فإن زيادة التكاليف الإنتاجية وانخفاض الأرباح، خاصةً في القطاعات التي تعتمد بشكل كبير على النفط والغاز كمدخلات أساسية مثل قطاع النقل والتصنيع، يؤدي إلى تراجع قيمة الأسهم الخاصة بهذه الشركات مما يؤدي إلى التأثير على المؤشرات الرئيسية لهذه الأسواق (Blanchard & Gali, 2010).

يؤثر التضخم على الطلب وفقاً لهذه النظرية، حيث أن التضخم الناتج عن ارتفاع أسعار السلع الأساسية أثناء الحرب يقلل من القوة الشرائية للمستهلكين، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع والخدمات، هذا الانخفاض في الطلب يمكن أن يؤثر بشكل سلبي على الشركات ويؤدي إلى تراجع أسعار أسهمها بسبب توقعات انخفاض الإيرادات المستقبلية (Barsky & Kilian, 2004).

المبحث الثاني: قنوات التأثير ودورها في نقل أثر الحرب على الأسواق المالية

أولاً: تعريف قنوات التأثير:

هي وسائط لنقل الأثر الاقتصادي الناتج عن الأحداث الجيوسياسية (مثل الحروب) على الأسواق المالية، حيث تتنوع هذه القنوات بين اعتماد الدول على الموارد الطبيعية وسلاسل التوريد العالمية وسلوكيات المستثمرين وتقلبات أسعار العملات والسلع.

تستند هذه القنوات إلى النظريات الاقتصادية المتعددة التي تحلل كيفية انتقال الصدمات الناتجة عن الأزمات إلى الأسواق المالية، وهناك العديد من الأبحاث التي ناقشت أثر هذه القنوات مثل دراسة (Karolyi, 2006) عن أثر الإرهاب والصدمات الجيوسياسية على الأسواق المالية، ودراسة (Polachek, 2007) حول تأثير النزاعات على العلاقات التجارية الدولية، ودراسة (Rigobon & Sack, 2005) التي حللت تأثير المخاطر المرتبطة بالحروب على تقلبات السوق.

ثانياً: أنواع قنوات التأثير وتفسيرها:

1.1 قناة تسعير المعلومات:

وفقاً لنظرية كفاءة السوق، يمكن تفسير أثر الحروب على أسواق الأسهم من خلال قناة تسعير المعلومات، التي تعتبر القناة الأساسية التي تعمل وفقها الأسواق الكفؤة للتفاعل مع الأزمات الجيوسياسية مثل الحروب. حيث أنه عند اندلاع حرب أو أزمة جيوسياسية، يتم الكشف عن معلومات جديدة تؤثر على توقعات المستثمرين فيما يتعلق بالاقتصاد وأداء الشركات والأسواق المالية، نظراً لأن الأسواق الكفؤة تعكس جميع المعلومات المتاحة في الأسعار بشكل فوري، سيؤدي ذلك إلى تعديلات سريعة في أسعار الأسهم، فعلى سبيل المثال أي معلومات حول ارتفاع محتمل في أسعار النفط أو الغاز نتيجة للاضطرابات الجيوسياسية يتم تسعيرها فوراً في الأسواق المالية، وهذه العملية تسمى بآلية التسعير الفوري (Fama, 1970).

يفسر المستثمرون عادةً الأزمات الجيوسياسية كأحداث ترفع من مستوى المخاطرة وعدم اليقين في الأسواق، مما يؤدي إلى عمليات بيع للأصول الخطرة (مثل الأسهم) والتحول إلى الأصول الآمنة (مثل الذهب)، وفقاً لنظرية كفاءة السوق، يتم تسعير هذه التوقعات بسرعة، مما يظهر تغيرات فورية في أسعار الأسهم بسبب إعادة تقييم المخاطر الاقتصادية والسياسية (Cutler & other, 1989).

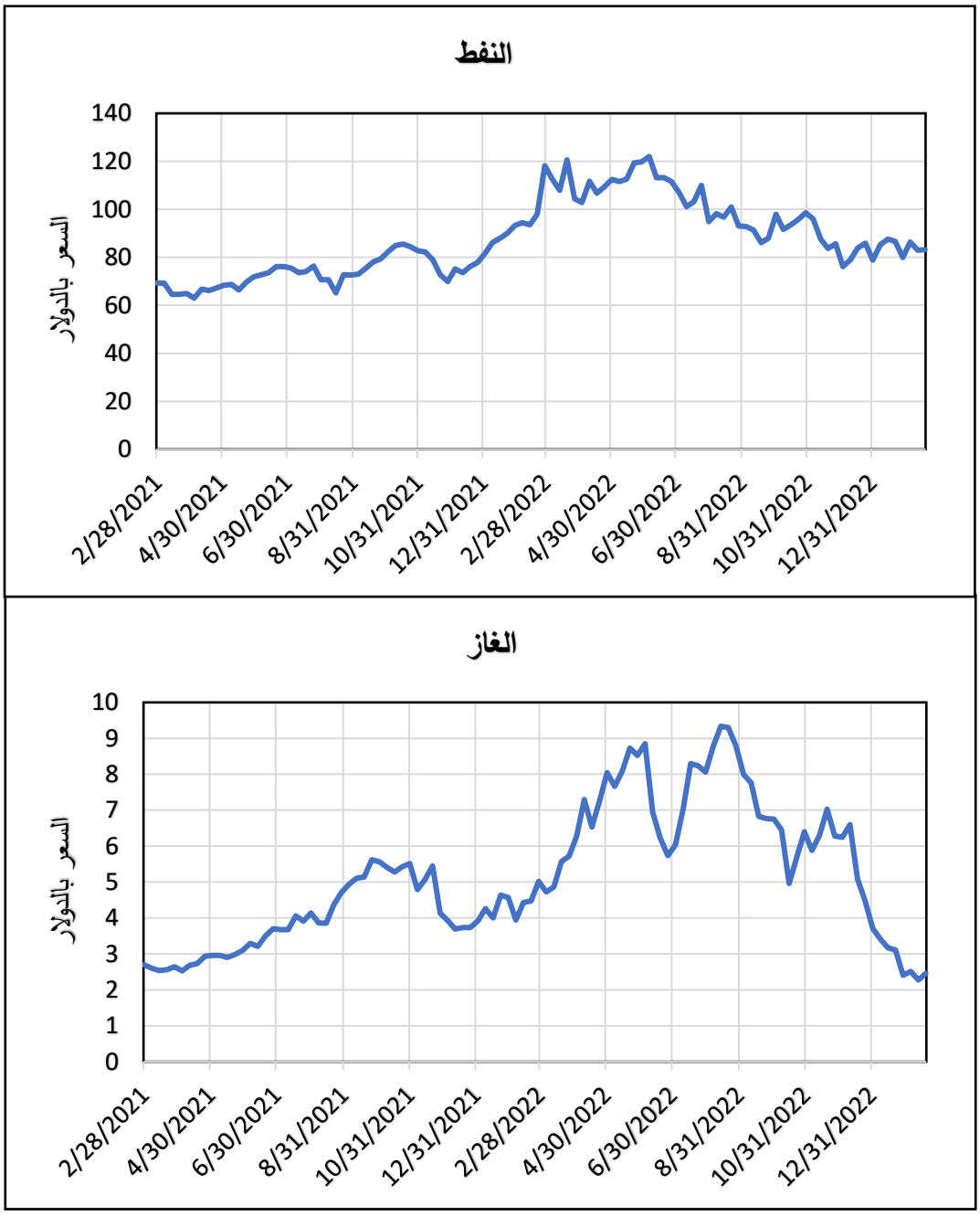
تجسد الحرب الروسية الأوكرانية مثالاً واضحاً على كيفية تأثير الحروب على الأسواق ضمن إطار نظرية كفاءة السوق، فعند بدء الحرب في شباط 2022، كانت الأسواق العالمية سريعة في استجابتها لأخبار الحرب، وأدت إلى ارتفاع حاد في أسعار النفط والغاز، نظراً لاعتماد العديد من الدول الأوروبية على الإمدادات الروسية، هذه المعلومات عن الاضطرابات في سلاسل التوريد وارتفاع أسعار الطاقة تم تسعيرها بسرعة، مما أدى إلى تقلبات حادة في أسواق الأسهم العالمية، إضافةً إلى ذلك أدت العقوبات الاقتصادية المفروضة على روسيا إلى زعزعة استقرار الشركات الكبرى في مجالات الطاقة والبنوك الروسية، مما أدى إلى انخفاض كبير في قيمة الأسهم المرتبطة بهذه القطاعات (Izzeldin & other, 2023).

ووفقاً للنظرية، فإنه في السوق المالي الكفء، يرتبط سعر النفط وسعر السهم بشكل متزامن، أي أنه إذا ارتفع سعر النفط سيؤدي ذلك إلى انخفاض في أسعار أسهم الشركات التي تستهلك النفط في عملياتها (Gilbert,1984)، وبما أن الحرب الروسية الأوكرانية أدت إلى تعطل الأنشطة الاقتصادية وأنماط التجارة وعوائد الأسواق وسلاسل توريد السلع الأساسية، إضافة إلى العقوبات الاقتصادية التي فُرضت على روسيا من قبل الدول الأوروبية ورد الفعل الروسي بقطع النفط والغاز عن هذه الدول تسبب بنتائج كارثية بالنسبة لأسعار النفط والغاز، حيث ارتفع سعر برميل النفط الخام ما يقارب 40% من 77.7 دولار في نهاية عام 2021 إلى 109 دولار في نهاية شهر شباط 2022 بعد بدء الحرب الشكل (1).

بالنسبة للغاز فقد ارتفع بمقدار 58% بعد إعلان روسيا قطعه عن أوروبا من 3.7 دولار للمتر المكعب الواحد في نهاية عام 2021 إلى 9 دولار في منتصف عام 2022 الشكل (1)، الأمر الذي أثر سلباً على أسهم قطاع الطاقة في العالم بالتالي إلى التأثير المباشر في أداء مؤشرات الأسواق المالية العالمية، فكما لاحظنا أن أسعار النفط والغاز لعبت دور الناقل السلبي لأثر الحرب على الأسواق المالية من خلال الدراسات السابقة، كدراسة (Alam & other, 2022).

الشكل (1)

التغير في أسعار النفط والغاز في الشهر الأول من بدء الحرب



المصدر: موقع (Investing) واعتماد الباحث على مخرجات برنامج Excel

1.2 قناة التأثير النفسي وسلوك المستثمرين:

بحسب نظرية التمويل السلوكي، فإن الحرب تلعب دوراً في خلق حالة عدم اليقين، مما يدفع المستثمرين نحو الحذر والاتجاه نحو الأصول الآمنة مثل الذهب، يعد هذا التوجه رد فعل طبيعي للابتعاد عن الأصول ذات المخاطر العالية خلال الأزمات (Holsti & North, 1966)، هذا يمكن أن يؤدي إلى تراجع أسعار الأسهم حيث تتدفق رؤوس الأموال إلى الأصول الآمنة.

يبرز الذهب كمعدن ثمين وهو الاستثمار الأكثر شيوعاً في ظل الأزمات (أصل آمن)، ووفق نظرية التمويل السلوكي فقد لعب دوراً هاماً عبر الزمن عند تراجع السوق، أو انهيار العملة وارتفاع التضخم والحرب، أي في حالات عدم اليقين، حيث يعتبر الذهب قوة شرائية حافظة على المدى الطويل ويوفر سيولة عالية إضافة إلى إمكانية تداوله بسهولة مقابل النقود عندما يرغب المستثمر بذلك (Shakil & other, 2018).

من الناحية المالية والاقتصادية، تعتبر تقلبات أسعار الذهب مثيرة للاهتمام، وأن الاستثمار في الذهب يرتبط بالمخاوف من المخاطر السياسية (Sujit & Kumar, 2011)، وبالتالي فإن الذهب عاد للعب دوره القديم كملاذ آمن في أوقات الحروب والأزمات، وذلك بعد أن أدت حرب روسيا وأوكرانيا إلى ارتفاع أسعار النفط والغاز والسلع الغذائية وزيادة المخاوف من التضخم وتهديد النمو العالمي.

من التفسيرات السابقة يمكن القول إن قيم الذهب لا يمكن التنبؤ بها في ظل الأزمات، السبب في ذلك أن المستثمرين يواصلون الاستثمار في الذهب في فترات عدم اليقين المالي، أي باختصار المستثمر في ظل الأزمات الاقتصادية والجيوسياسية يصيبه القلق والخوف بشأن خسارة أصوله وأمواله فلا يلبث إلا إلى تغيير معظم هذه الاستثمارات إلى ذهب وذلك بدلاً من الاستثمار في السوق المالي او بعملة ما خوفاً من مخاطر تقلبات أسعار السوق المالي أو انخفاض قيمة العملة.

هذا السلوك يعرف بالتحوط ضد هذه المخاطر، وهذا يثبت قوة الذهب الشرائية الحافظة على المدى الطويل وهذه النتيجة تتفق مع دراسات عديدة منها دراسة (Ghosh & other, 2004) ودراسة (Baur & McDermott, 2010)، حيث يتفقون على أن متوسط أسعار الذهب قد ارتفع في الثلاثة عقود الماضية ويكشف التحليل الذي أجروه أن الذهب يمكن استخدامه في المحافظ للحفاظ على القوة الشرائية وتقليل حالة عدم اليقين وتخفيف الخسائر.

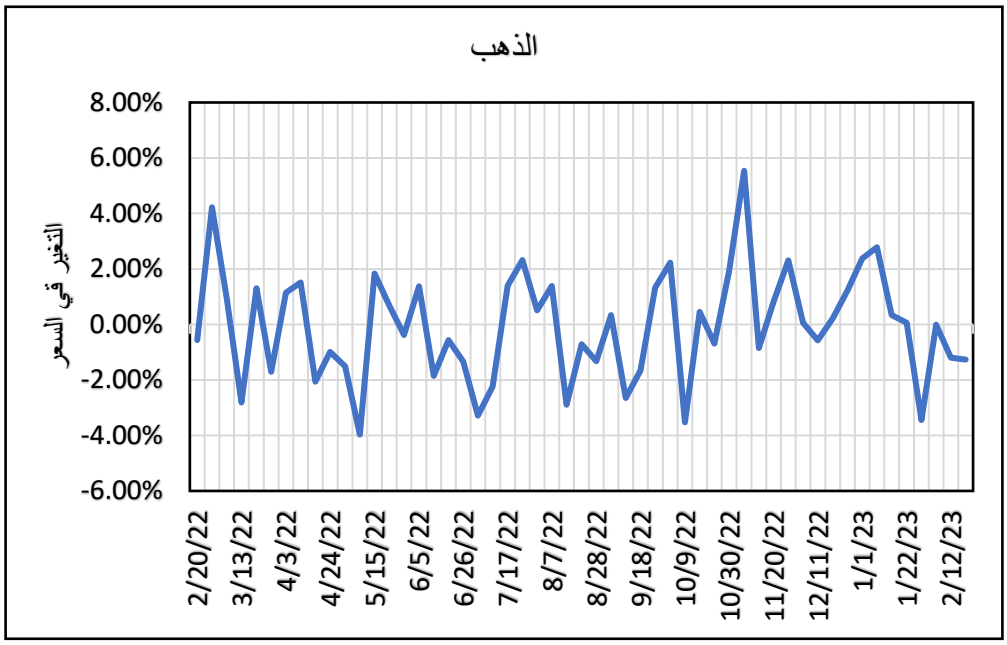
سلوك المستثمرين هذا هو أحد أسباب تقلبات الأسواق المالية العالمية في وقت الأزمات، حيث كثيراً ما يستخدم الذهب والأسهم كبدائل لبعضهما البعض، ويمكن تفسير هذه العلاقة بطريقتين، الأولى هي سلوك

المستثمرين، فاذا انخفض سوق الأسهم (أو العكس الذهب) يصاب المستثمرون بالذعر على الفور، ولن ينتظر معظمهم استعادة سوق الأسهم (الذهب) عافيته بل يقومون بالتخلص من هذا الاستثمار والبدء في البحث عن ملاذ آمن أو وسيلة استثمارية ذات أرباح متزايدة والتي تكون البديل إما سوق الأوراق المالية أو الذهب، أما بالنسبة للحالة الثانية، المستثمرون يستجيبون للمتغيرات الاقتصادية بشكل مختلف، أي رد فعلهم أثناء الأزمات مخالف لبعضهم البعض، هذا يثبت دور قناة التأثير النفسي وسلوك المستثمرين في نقل أثر الحرب إلى الأسواق المالية.

بالتالي فإن تأثير الحرب في أوكرانيا على سعر الذهب كان نتيجة تغيرات في العرض والطلب (Alam & other, 2022)، ففي حالة الاضطرابات السياسية والصراعات المسلحة يزداد الطلب على الذهب باعتباره ملاذاً آمناً مما يؤدي إلى زيادة أسعاره، ويتأثر العرض بشكل سلبي بسبب تعطل عمليات التعدين والإنتاج في المناطق المتضررة من الحرب، هذا يمكن أن يؤدي إلى انخفاض العرض وارتفاع الطلب بالتالي زيادة أسعار الذهب عالمياً، ويظهر الشكل (2) التغير الحاصل في أسعار الذهب من بداية الحرب لمدة عام.

الشكل (2)

التغير الحاصل في أسعار الذهب لمدة عام من بداية الحرب الروسية الأوكرانية



المصدر: موقع (Investing) واعتماد الباحث على مخرجات برنامج Excel

1.3 قناة اضطرابات سلسلة التوريد العالمية وقناة الاعتماد على السلع الأساسية:

وفقاً لنظرية التجارة الخارجية، تؤدي الحروب إلى تعطيل سلاسل التوريد العالمية، مما يؤثر بشكل سلبي على الشركات التي تعتمد على المواد الخام أو المنتجات المصنعة في المناطق المتأثرة بالحرب بسبب صعوبة الحصول على هذه المواد.

في حالة الحرب الروسية الأوكرانية، تأثرت الأسواق العالمية نتيجة لاضطراب إمدادات الطاقة والمعادن الأساسية، مما أثر على تكاليف الإنتاج للشركات العالمية حيث زادت تكاليف الإنتاج وأثرت سلباً على الأرباح، وهو ما انعكس في انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات (Fang & Saho ,2022).

يمكن تفسير ذلك بتقلبات أسعار النفط كسلعة أساسية، حيث أن فهم تقلب أسعار النفط الخام أمر بالغ الأهمية، لأنه يخلق حالة من عدم الاستقرار في الاقتصاد لكل من البلدان المصدرة والمستوردة للنفط، هذا التقلب يعرض المنتجين الصناعيين والمستهلكين والمستثمرين في قطاعات الطاقة إلى الخطر ويدخلهم في

حالة عدم يقين وخوف، لأنهم لا يستطيعون في ظل هذا التقلب من تقديم سلعهم وخدماتهم بسعر عادل (Pindyck, 2003).

بالنسبة لقناة الاعتماد على السلع الأساسية، تعتمد بعض الدول بشكل كبير على سلع أساسية من الدول المتأثرة بالحرب، مثل النفط والغاز من روسيا، وعند اضطراب هذه السلع، ترتفع أسعارها، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج ويؤثر سلبياً على أرباح الشركات، وهو ما ينعكس سلباً على أسعار الأسهم (OECD, 2023).

بالنسبة للدول موضع الدراسة (السعودية، قطر، الإمارات المتحدة، الأردن، سورية)، فالوضع مختلف وذلك لأن دول الخليج العربي من أكبر منتجي النفط في العالم ما عدا الأردن وسورية اللتان تعتمدان على استيراد النفط والغاز.

تبلغ احتياطيات دول الخليج من مصادر الطاقة ما نسبته 32.7% من مجمل الاحتياطي العالمي، ويبلغ انتاج دول الخليج من النفط الخام ما يقارب 18 مليون برميل يومياً أي ما يعادل 19% من إجمالي الطلب العالمي وذلك حسب بيانات مجلس التعاون الخليجي عام 2022.

المملكة العربية السعودية هي ثالث أكبر منتج للنفط في العالم بمتوسط عشرة ملايين برميل يومياً، بينما الإمارات العربية المتحدة تنتج ما بقارب ثلاث ملايين برميل يومياً (تقرير منظمة أوبك 2022)، أما قطر تعتبر أكبر منتج للغاز الطبيعي المسال في العالم بأكثر من 110 ملايين طن يومياً، أمام هذه الإحصائيات تبرز أهمية دول الخليج في صناعة الطاقة خاصةً في وقت الأزمات الجيوسياسية.

بالنسبة للمملكة الأردنية الهاشمية فالوضع مختلف، فالأردن فقير بالموارد الطبيعية ويعتمد اقتصاده بشكل كبير على التجارة الخارجية، فالأردن لديه علاقات تجارية مع أغلب دول الخليج العربي والاتحاد الأوروبي، كما أن الأردن عضو في منطقة التجارة العربية الحرة الكبرى مما جعل الاقتصاد الأردني وسعر الصرف مستقرين بشكل عام (البنك الدولي 2022).

لكن بالنسبة للأسواق المالية فهي تتأثر بعدة عوامل مترابطة مثل التطورات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وهذه العوامل تترابط بعلاقة معقدة، حيث يتأثر سعر السهم بمتغيرات الاقتصاد الكلي مثل سعر الذهب وسعر النفط الخام والغاز ومعدل التضخم وسعر الصرف (Gokmenoglu & Fazlollah,2015).

بالتالي لا يمكن معرفة الأثر الحقيقي لهذه القنوات على أسواق المال للدول محل الدراسة إلا بإجراء دراسة وتحليل عملي لفهم هذا الأثر.

1.4 قناة التضخم وارتفاع أسعار السلع الأساسية:

غالباً ما تؤدي الحروب إلى ارتفاع في أسعار السلع الأساسية مثل الغذاء والطاقة، مما يزيد من معدلات التضخم. يؤثر التضخم المرتفع سلباً على القوة الشرائية للمستهلكين ويدفع الشركات إلى رفع أسعار المنتجات أو خفض الإنتاج، مما يضر بالاقتصاد ويؤدي إلى تراجع في سوق الأسهم (Anderton & Carter, 2003).

1.5 قناة التذبذب في أسواق العملات:

عند وقوع النزاعات الجيوسياسية، تكون هناك ضغوط كبيرة على أسعار الصرف، خاصةً إذا كانت الدول المتأثرة بالنزاع تحتل مواقع مهمة في التجارة الدولية، تعاني العملات المحلية من تذبذبات كبيرة، مما قد يؤثر على قيمة الأصول والاستثمارات الدولية.

في حالة روسيا، فرض العقوبات الاقتصادية عليها أدى إلى تراجع كبير في قيمة الروبل، مما دفع البنك المركزي الروسي لرفع أسعار الفائدة للحد من التضخم والحفاظ على الاستقرار (Brown, 2024)، لكن في هذه الحالة، فإن الذهب يستخدم في الغالب كوسيلة للتحوط مقابل الدولار الأمريكي نظراً لحقيقة أن الذهب يتم تداوله بالدولار الأمريكي، وإن تداول الذهب بالدولار الأمريكي يعني أن انخفاض سعر الدولار سيجعل سعر الذهب يرتفع وهذا يفسر وجود علاقة سلبية بينهما، ويمكن للمستثمرين الذين لديهم دولارات الاستفادة من الذهب في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف (Baur & McDermott, 2010)، لكن هذه العلاقة السلبية المفترضة بين الذهب والدولار الأمريكي ليست خاصة بالدولار فقط، فإذا تم تسعير الذهب بأي عملة، فإن انخفاض قيمة تلك العملة يعني ارتفاع سعر الذهب (Pukthuanthong & Roll, 2011).

بعد فهم كيفية تفسير النظريات الاقتصادية لأثر الحرب على الأسواق المالية عبر قنوات التأثير، يأتي دور الموارد الطبيعية التي تلعب دوراً مهماً في حماية الدول من الأزمات المالية والجيوسياسية، حيث يتيح لنا ذلك فهم أعمق لتأثير الحرب على الدول المنتجة لهذه الموارد الطبيعية (النفط والغاز).

المبحث الثالث: دور الموارد الطبيعية في حماية الاقتصادات الدولية

تلعب الموارد الطبيعية دوراً مهماً في الاقتصادات الوطنية، فهي تعمل كمخزن للقيمة على المدى الطويل وتوفر حواجز قصيرة الأجل ضد الصدمات الخارجية، وباعتبارها مخزناً للقيمة على المدى الطويل تساهم الموارد الطبيعية مثل النفط والغاز والمعادن والأخشاب في ثروة الأمة، وتدعم النمو الاقتصادي المستدام وتسهل الاستثمارات في قطاعات مختلفة (Bloch & Owusu, 2012) و (Sharpley, 2002) و(Dauvergne, 1997, p65).

يمكن أيضاً إعادة استثمار الإيرادات الناتجة عن استغلال هذه الموارد في أشكال أخرى من رأس المال سواء كان رأس المال البشري أو الاجتماعي أو التكنولوجي مما يعزز القاعدة الاقتصادية للبلد (Tang & other, 2022) و (Yakovleva, 2017, p31).

وعلى الصعيد القصير الأجل، يمكن للموارد الطبيعية توفير السيولة الفورية أثناء الأزمات المالية أو الاضطرابات الجيوسياسية (Tang & other, 2022)، على سبيل المثال، يمكن تصفية احتياطيات الذهب بسرعة للدفاع عن العملة الوطنية أو لتسهيل الاقتراض في حالات الطوارئ (Krugman, 1979).

بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود احتياطي استراتيجي من المواد الحيوية مثل النفط يمكن أن يخفف من تأثير اضطرابات سلسلة التوريد، مما يؤدي إلى استقرار الأسواق المحلية والعالمية (Yang & other, 2022)، وبالتالي، فإن الموارد الطبيعية تشكل أصلاً اقتصادياً متعدد الأوجه، مما يوفر للدول دفاعاً قوياً ضد مجموعة متنوعة من المخاطر المالية والجيوسياسية.

الفصل الثاني

الإطار العملي

تمهيد:

في هذا الفصل سيتم التعريف بالمؤشرات محل الدراسة وكيف كان أداؤها خلال فترة الحدث الجيوسياسي، ويناقش الفصل أيضاً النتائج العملية التي توصلت إليها الدراسة وذلك من خلال إجراء الدراسة الوصفية ومن ثم تطبيق عدة اختبارات لاختيار المنهجية المثلى ونموذج الانحدار الأفضل.

تم استخدام برنامج Eviews 10 الإحصائي لاستخراج الإحصاءات الوصفية وتطبيق الاختبارات اللازمة لتحليل بيانات اللوحة للوصول إلى نتائج الدراسة.

بناءً على ما سبق يمكن تقسيم هذا الفصل في الدراسة إلى أربعة مباحث:

- المبحث الأول: المؤشرات محل الدراسة وأدائها في فترة الحرب.
- المبحث الثاني: توصيف المتغيرات والدراسة الإحصائية الوصفية.
- المبحث الثالث: اختبارات تحديد المنهجية المثلى ونموذج الانحدار الأفضل.
- المبحث الرابع: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

المبحث الأول: المؤشرات محل الدراسة وأدائها في فترة الحرب

يستعرض هذا المبحث المؤشرات التي ستتم الدراسة العملية عليها وكيفية قياسها وحجمها وأدائها في فترة الحرب، وتم جمع المعلومات الآتية من المواقع الالكترونية للأسواق المالية للدول محل الدراسة وموقع وكالة الأنباء الدولية (Bloomberg) المختص بتقديم تقارير متعلقة بالأخبار المالية.

الجدول (2) المؤشرات المدروسة

المؤشر	الدولة
TASI	السعودية
QSI	قطر
DFMGI	الإمارات العربية المتحدة
AMGNRL	الأردن
DWX	سورية
DLX	سورية

1-المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية (TASI):

تم إنشاء سوق الأسهم السعودية (تداول) في عام 1985، وهو السوق الرئيسي لتداول الأسهم في المملكة العربية السعودية. ويضم المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية كافة القطاعات في الاقتصاد السعودي مثل البنوك، الطاقة والبتروكيماويات ، المواد الأساسية، الرعاية الصحية وغيرها، ويحتوي على شركات عملاقة مثل "أرامكو" و"سابك"، مما يجعله مرآة للاقتصاد السعودي.

المؤشر مرجح بالقيمة السوقية ويضم أكثر من 200 شركة مما يجعله من أهم وأكبر المؤشرات في الوطن العربي، ويتم حساب المؤشر بناءً على القيمة السوقية لجميع الشركات المدرجة، حيث يتم تعديل القيم حسب تغيرات الأسهم وأسعارها في السوق، كلما كانت القيمة السوقية للشركة أكبر، زاد تأثيرها على المؤشر.

استفاد المؤشر بشكل أولي من ارتفاع أسعار النفط الناتج عن الاضطرابات العالمية في إمدادات الطاقة بسبب الحرب، ومع ذلك، ظهرت تقلبات مع تصاعد المخاوف بشأن التضخم العالمي والركود، مما أثر على معنويات المستثمرين (Heibach & Cerioli 2024).

2-مؤشر بورصة قطر (QSI):

تأسست بورصة قطر في عام 1995، وهي السوق المالي الرسمي لدولة قطر، ويشمل مؤشر بورصة قطر العديد من القطاعات الأساسية مثل البنوك والتمويل، الصناعة، النقل، والاتصالات، بالتالي يعكس أداء السوق القطري خصوصاً في قطاع الطاقة والبنية التحتية ويعتبر من أبرز مؤشرات الخليج.

المؤشر مرجح بالقيمة السوقية المعدلة ويضم حوالي 47 شركة، ويتم قياسه بالاعتماد على القيمة السوقية للشركات المدرجة، ولكن يتم استبعاد بعض الأسهم غير المتاحة للتداول الحر، مما يعني أن الأسهم المملوكة من قبل الحكومة أو كبار المستثمرين لا تؤثر بشكل كبير.

أظهر المؤشر القطري قوة بفضل صادرات الغاز الطبيعي المسال التي شهدت طلباً مرتفعاً في أوروبا خلال الحرب، وساهمت الشراكات الاستراتيجية لقطر في تعزيز مكانتها كمصدر رئيسي للطاقة البديلة عن الغاز الروسي (IMF,2024).

3-مؤشر سوق دبي المالي (DFMGI):

تأسس سوق دبي المالي (DFM) في عام 2000، وهو أحد الأسواق المالية الرئيسية في الإمارات العربية المتحدة، ويتميز مؤشر سوق دبي بشموله لمجموعة واسعة من الشركات، خاصة في قطاع العقارات مما يعكس تطورات السوق العقاري والاستثماري في دبي، ويتميز بمرونته العالية وتفاعله مع التغيرات الإقليمية والدولية بشكل مباشر.

المؤشر مرجح بالقيمة السوقية ويضم 68 شركة، أي يتم حسابه المالي بناءً على القيمة السوقية للشركات المدرجة، ويشمل الأسهم العادية والمتداولة في السوق، كما يتم استبعاد الأسهم غير المتاحة للتداول.

خلال فترة الحرب كان أداء المؤشر مدعوماً بسياسات اقتصادية مستقرة وزيادة الاستثمارات الأجنبية، وارتفعت أسهم العقارات والخدمات المالية، مما ساعد المؤشر على الصمود أمام الضغوط العالمية، واصل المؤشر التحسن نسبياً في عام 2023م نتيجةً لانتعاش قطاع السياحة وزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي (IMF, 2024).

4-مؤشر بورصة عمان العام (ASE General Index):

هو المؤشر الرئيسي الذي يمثل أداء سوق الأسهم في الأردن، ويعد من أهم المؤشرات التي تعكس صحة الاقتصاد الأردني وأداء الشركات المدرجة في السوق المالي الأردني، وقد بدأ العمل بالمؤشر مع بداية نشاط

البورصة في أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينيات، ليصبح أحد المؤشرات الرئيسية في الشرق الأوسط، ويتميز بوجود توازن بين الشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات الكبرى.

يضم مؤشر بورصة عمان العام جميع الشركات المدرجة في السوق المالي الأردني، والتي تتنوع بين قطاعات مختلفة مثل الصناعة، الخدمات، والقطاع المالي ويبلغ عدد الشركات المدرجة حوالي 173 شركة.

المؤشر مرجح بالقيمة السوقية ويعتمد على أداء جميع الشركات المدرجة في السوق المالي الأردني، ويأخذ في الاعتبار القيمة السوقية لكل شركة، مما يجعل الشركات الكبرى ذات التأثير الأكبر، في عام 2022م شهد السوق المالي الأردني تأثيرات متفاوتة بسبب اعتماد الاقتصاد الأردني على المساعدات الخارجية وارتفاع التكاليف التشغيلية. رغم ذلك، ساعد الاستقرار السياسي النسبي في المملكة على الحفاظ على استقرار السوق (IMF, 2024).

5-مؤشري سوق دمشق للأوراق المالية (DLX, DWX):

مؤشر (DLX): يعكس بشكل مباشر أداء الاقتصاد السوري وتأثيرات الأوضاع السياسية والاقتصادية على السوق المالية، ويضم شركات في مختلف القطاعات مثل البنوك، التأمين، الخدمات، والصناعة، مما يجعله مؤشراً متنوعاً حيث يضم 27 شركة، ويقيس المؤشر أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بناءً على القيمة السوقية لكل شركة، حيث يتم منح الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر وزناً أعلى في المؤشر.

مؤشر (DWX): يشمل نفس الشركات في مؤشر(DLX)، لكن الفرق الأساسي هو في طريقة الحساب، فهو مؤشر مرجح بالأوزان النسبية، أي يتم احتساب المؤشر بناءً على أسعار الأسهم وأوزانها النسبية، مما يعني أن الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر تؤثر بشكل أكبر على المؤشر، ويعطي المؤشر تمثيلاً أكثر دقة لحجم وتأثير الشركات الكبيرة في السوق مقارنة بالشركات الصغيرة، ويسمح بتقييم أداء السوق بناءً على حجم التداول وحجم الشركات، مما يجعله أكثر ملاءمة للمستثمرين الباحثين عن تحليل مفصل لأداء الشركات الكبرى.

يعاني السوق المالي السوري من تحديات متعددة مرتبطة بالوضع السياسي والاقتصادي الداخلي، إلى جانب العقوبات الدولية، وبسبب طبيعة السوق المالي السوري المغلقة أثرت الحرب الروسية الأوكرانية عليه بشكل غير مباشر من خلال ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة، مما زاد من الضغوط الاقتصادية المحلية (IMF, 2024).

المبحث الثاني: توصيف المتغيرات والدراسة الإحصائية الوصفية

أولاً: توصيف المتغيرات:

سيتم استخدام البيانات التالية في الدراسة وهي عبارة عن أسعار الإغلاق اليومية للمؤشرات المدروسة وأسعار النفط والغاز والذهب، واستخدام برنامج (Eviews 10) الإحصائي للتحليل اللوحي لهذه البيانات، يظهر الجدول الآتي المتغيرات ومصادر الحصول عليها

الجدول (3) متغيرات الدراسة ومصادرها

المتغير	الشرح	مصدر البيانات
Index	يمثل أداء المؤشرات المدروسة عن طريق حساب معدل العائد اليومي	تم جمع قيم الاغلاق اليومية للمؤشرات من المواقع الالكترونية للأسواق المالية للدول المدروسة
War	متغير وهمي (1،0) حيث ال 0 يدل على الفترة قبل نشوب الحرب وال 1 يدل على فترة نشوب الحرب وبعدها	من إعداد الباحث
Gold	اللوغاريتم الطبيعي لأسعار الذهب اليومية	من موقع investing.com
Oil	اللوغاريتم الطبيعي لأسعار النفط البرنت اليومية	من موقع investing.com
Gas	اللوغاريتم الطبيعي لأسعار الغاز الطبيعي اليومية	من موقع investing.com

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Excel

1.1 المتغير المستقل (INDEX): يمثل أداء المؤشرات المدروسة عن طريق حساب معدل العائد اليومي للمؤشرات ويتم حسابه عن طريق قسمة اللوغاريتم الطبيعي لسعر إغلاق المؤشر خلال اليوم على اللوغاريتم الطبيعي لسعر اغلاق المؤشر في اليوم السابق.

المعادلة (1) لحساب أداء (معدل العائد) المؤشرات المدروسة:

$$R_i = Ln(I_i) - Ln(I_{i-1})$$

1.2 المتغير الوهمي (WAR): يمثل الحرب الروسية الأوكرانية حيث يكون (0) في الفترة قبل بدء الحرب و (1) في فترة بدء الحرب وبعدها.

1.3 المتغيرات الضابطة: وهي (الذهب، النفط والغاز) والتي تمثل الأسعار العالمية اليومية للذهب والنفط والغاز على التوالي، وبالنسبة لدراسة بيانات دولة سورية سيتم إضافة متغير (سعر الصرف) والذي يمثل سعر الصرف الليرة السورية مقابل الدولار خلال الفترة المدروسة وبشكل يومي، وقد تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي (LN) لجميع أسعار المتغيرات لكي تكون جميعها من نفس الواحدة.

في الإطار العملي سيتم دراسة البيانات المتعلقة بدولة سورية بشكل منفصل، السبب في ذلك هو دراسة مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية وأيضاً إضافة متغير سعر الصرف (EX) في النموذج، ذلك لأن سعر الصرف في سورية لم يكن مستقراً خلال الأزمة نظراً لتعرض البلد لأزمة اقتصادية.

ثانياً: الدراسة الوصفية:

من الجدول (4) الذي يظهر التوصيف الإحصائي للمتغيرات نلاحظ الآتي:

الجدول (4)

التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

	KSA TASI	QATAR QSI	UAE DFMGI	JORDAN AMGNRL	GOLD	OIL	GAS
Mean	0.000216	0.000102	0.000616	0.000836	7.496945	4.453311	1.604582
Median	0.000964	0.000419	0.000525	0.000631	7.494291	4.439057	1.606834
Maximum	0.027887	0.034106	0.038723	0.027126	7.62677	4.851874	2.266647
Minimum	-0.04634	-0.03584	-0.05894	-0.02224	7.39115	4.107425	0.898534
Std. Dev.	0.009343	0.00875	0.009061	0.006265	0.042314	0.174923	0.357489
Skewness	-0.81495	-0.00318	-0.82709	0.578219	0.055122	0.21593	-0.06936
Kurtosis	6.232076	5.126412	10.17975	5.220406	2.988296	2.112421	2.066923
Jarque-Bera	271.8847	93.82459	1126.417	130.0516	0.25503	20.21668	18.46493
Probability	0	0	0	0	0.88028	0.000041	0.000098
Sum	0.107794	0.050842	0.306874	0.416351	3733.479	2217.749	799.0816
Sum Sq. Dev.	0.043388	0.038054	0.040801	0.019508	0.889863	15.20726	63.51577
Observations	498	498	498	498	498	498	498

	DLX	DWX	EX
Mean	0.002414	0.002645	-8.27893
Median	0.000571	0.001506	-8.23748
Maximum	0.045301	0.032298	-7.98446
Minimum	-0.03605	-0.02135	-8.91597
Std. Dev.	0.013483	0.007944	0.227668
Skewness	0.602769	0.701296	-1.44194
Kurtosis	3.810571	4.514551	4.133359
Jarque-Bera	41.50348	83.80218	188.8248
Probability	0	0	0
Sum	1.139445	1.248467	-3907.66
Sum Sq. Dev.	0.085627	0.029725	24.41323
Observations	498	498	498

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

كل متغير يحتوي على 498 مشاهدة، مما يعني أن العينة تغطي فترة طويلة بشكل كافٍ لتحليل العوائد اليومية.

1.1 المتوسط الحسابي (Mean): يعبر عن الأداء اليومي للمؤشر، المتوسط الحسابي للمؤشرات (TASI, QSI, DFMGI) يشير الى تحقيق عوائد يومية منخفضة مما يدل على استقرار كبير في السوق على المدى القصير بشكل عام، بينما المتوسط الحسابي للمؤشر (AMGNRL) بقيمة 0.000836 تظهر القيمة أداء إيجابي مما يشير إلى استقرار عام.

بالنسبة لمؤشري سوق دمشق للأوراق المالية (DLX,DWX)، المتوسط الحسابي لهما (0.002414) و(0.002645) على التوالي، يشير ذلك إلى متوسط العائد اليومي الإيجابي للمؤشرين، مما يعني أن أداء الأسهم المدرجة في المؤشرين يرتفع بشكل طفيف على مدار الفترة، ويعكس المتوسط الحسابي لأسعار صرف الليرة السورية مقابل الدولار (8.27893−) انخفاضاً عاماً في سعر الصرف (ربما نتيجة ضعف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية).

الذهب يظهر متوسطاً مرتفعاً جداً (7.496) مما يعكس تقلبات كبيرة في أسعار الذهب عالمياً، بينما الغاز والنفط يظهران متوسطات منخفضة مقارنةً بالذهب (1.604 و4.453 على التوالي)، مما يشير إلى وجود تقلبات في الأسعار نتيجة التأثر بالعرض والطلب.

نستنتج أن جميع الأسواق المالية لديها متوسط إيجابي صغير جدًا (قريب من 0.0002% إلى 0.0008%)، مما يشير إلى عوائد يومية ضئيلة، هناك استقرار في الأسواق المالية الخليجية لأن جميع المتوسطات قريبة من الصفر مع تقلبات محدودة.

1.2 الوسيط (Median): يعطي تقديراً أفضل للعوائد اليومية لأنه لا يتأثر بالقيم المتطرفة.

بالنسبة لمؤشر (TASI)، الوسيط (0.000964) أعلى من المتوسط، مما يشير إلى أن معظم العوائد اليومية تميل إلى أن تكون أعلى من المتوسط، ولكن هناك بعض الأيام ذات العوائد السلبية، والتفسير المالي لذلك أن السوق يميل نحو تحقيق عوائد إيجابية على المدى القصير، على الرغم من وجود بعض التقلبات السلبية.

قيم الوسيط للمؤشرات (QSI, DFMGI) تظهر أن العوائد الإيجابية تتفوق على السلبية، مع تفضيل السوق لتحقيق مكاسب صغيرة، أما بالنسبة لمؤشر بورصة عمان (AMGNRL) الوسيط القريب من المتوسط (0.000631) يدل على أن السوق يحقق عوائد إيجابية صغيرة بشكل متكرر، ونلاحظ أيضاً أن قيمة

الوسيط لمتغير سعر الصرف (EX) سالبة (8.23748−) مما يعكس تراجعاً مستمراً في سعر الصرف في سورية.

1.3 الانحراف المعياري (Standard Deviation): يقيس الانحراف المعياري مدى تقلب الأسعار في السوق المالي، القيمة الطبيعية له في الأسواق المستقرة أقل من 0.01، وتتم مقارنته بالمتوسط الحسابي.

المؤشر الأكثر تقلباً بين المؤشرات المالية هو (0.0093) TASI، بينما الأقل تقلباً هو AMGNRL (0.0062)، بينما تظهر السلع تقلباً أعلى بكثير، خاصةً النفط (0.174) والغاز (0.357)، مما يشير إلى أن الأسعار تتغير بشكل أكبر بكثير من المؤشرات المالية، الذهب أظهر أقل تقلب نسبياً (0.042)، مما يعكس استقراره مقارنةً بالنفط والغاز.

يظهر الانحراف المعياري لمؤشر (0.013483) DLX، تقلبات طفيفة نسبياً، مما يدل على استقرار نسبي في أداء الشركات، أما الانحراف المعياري لمؤشر (0.007994) DWX، يظهر تقلبات أقل مقارنة بمؤشر DLX، مما يعكس استقرار الشركات الكبرى، لكن الانحراف المعياري لسعر الصرف (0.227668) يعكس تقلبات كبيرة نسبياً في سعر الصرف.

1.4 الالتواء (Skewness): يقيس عدم التماثل في توزيع العوائد فالالتواء الإيجابي يعني أن هناك احتمال لتحقيق عوائد عالية والعكس صحيح في حالة الالتواء السلبي، وجميع المؤشرات المالية تقريباً تظهر التواءً سالباً ما عدا مؤشري سوق دمشق، مما يشير إلى أن العوائد السلبية أكثر شيوعاً من العوائد الإيجابية الكبيرة.

قيمة الالتواء لمؤشر (0.814948−) TASI، يعني أن السوق يميل نحو الخسائر في بعض الأحيان، ولكن الخسائر ليست حادة جداً، أما لمؤشر بورصة قطر (0.003176−) QSI، الالتواء قريب من الصفر ويشير إلى توزيع متوازن نسبياً للعوائد اليومية.

الالتواء الموجب لمؤشري سوق دمشق (DLX,DWX) يشير إلى ميل العوائد نحو الإيجابية، وبالنسبة لسعر الصرف فالالتواء (1.441993−) يشير إلى أن البيانات مائلة بقوة نحو الانخفاض.

1.5 التفرطح (Kurtosis): يقيس وجود القيم الحادة في العوائد ويشير التفرطح العالي إلى وجود قيم حادة كثيرة مما يعني مخاطر أعلى والتفرطح المنخفض يشير إلى توزيع أقل حدة، والقيم الأعلى من 3 تشير إلى وجود قيم متطرفة.

بالنسبة للمؤشرات جميعها، فإن قيم التفرطح أكبر من (3) أي هناك احتمالية لحدوث تقلبات غير طبيعية (قيم متطرفة) في الأسواق المالية، ومؤشر بورصة دبي DFMGI، أظهر تفرطحاً عالياً جداً (10.179)،

مما يشير إلى وجود قيم متطرفة بشكل كبير، أما بالنسبة للنفط (2.11) والغاز (2.066) لديهما تفرطح قريب من التوزيع الطبيعي، مما يعني أن تقلباتهما أكثر اتزاناً.

قيم التفرطح لمؤشري بورصة دمشق (3.810571) و(4.514551) يشير إلى أن توزيع العوائد أكثر انبساطاً من التوزيع الطبيعي، مما يعني وجود تغييرات صغيرة ولكن متكررة، ونستنتج من التوصيف الإحصائي لمؤشري (DLX, DWX) أن كلا المؤشرين يظهران عوائد إيجابية مستقرة نسبياً مع تقلبات طفيفة، مما يشير إلى أن السوق مستقر رغم الأوضاع الاقتصادية الصعبة في البلاد، DWX أكثر استقراراً من DLX نظراً لتركيزه على الشركات الكبيرة.

1.6 جاركو بيرا (Jarque-Bera): تشير إلى مدى انحراف البيانات عن التوزيع الطبيعي بناءً قيم الالتواء والتفرطح.

بالنسبة لمعظم المتغيرات القيم الاحتمالية تساوي 0.0000، مما يعني أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ما عدا أسعار الذهب، القيمة الاحتمالية له هي (0.88)، مما يشير إلى أن توزيع هذا المتغير قريب من التوزيع الطبيعي، إن البيانات المالية مثل أسعار الأسهم والذهب والنفط والغاز عادةً ما تكون غير طبيعية التوزيع بسبب التقلبات المفاجئة أو الأحداث الاقتصادية والجيوسياسية.

المبحث الثالث: اختبارات تحديد المنهجية المثلى ونموذج الانحدار الأفضل

في هذا المبحث سيتم التعرف على الاختبارات المطبقة في برنامج Eviews لتحديد المنهجية المثلى لدراسة وتحليل بيانات الدراسة وهي اختبار جذر الوحدة (LLC)، اختبار معاملات الارتباط، واخيراً اختيار نموذج الانحدار الأمثل وسنرى في هذا المبحث ان نموذج الانحدار الأمثل هو نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL بالتالي سيتم إضافة اختبار تحديد فترات الإبطاء لتحديد نموذج ARDL الأفضل.

أولاً: اختبار جذر الوحدة (LLC):

يتيح اختبار جذر الوحدة في معرفة إذا كانت المتغيرات المدروسة مستقرة أم لا، حيث أن فرضية العدم للاختبار تنص على وجود جذر الوحدة للمتغير المدروس. يحدد هذا الاختبار المنهجية والنموذج الأمثل الواجب استخدامهم في دراسة وتحليل البيانات، بالنسبة لبيانات اللوحة سيتم استخدام اختبار جذر الوحدة (Levin, Lin and Chu) لمتغيرات الدراسة (Index, Gold, Oil, Gas).

السبب في اختيار هذا الاختبار للتحقق من وجود جذر الوحدة هو أن اختبار (LLC) من أشهر اختبارات جذر الوحدة المصممة خصيصاً لتحليل بيانات اللوحة (Panel Data)، وقد تم تطويره للتحقق من ثبات السلاسل الزمنية في إطار بيانات اللوحة، حيث تكون هناك وحدات متعددة (مثل بلدان، شركات، أو مناطق) يتم قياسها عبر الزمن، ويعد هذا الاختبار امتداداً لاختبارات جذر الوحدة التقليدية مثل اختبار ديكي فولر، ولكنه يأخذ بعين الاعتبار الخصائص الخاصة ببيانات اللوحة. يتمتع هذا الاختبار بعدة مزايا، فهو فعال في تحليل البيانات الكبيرة والمتعددة الأبعاد، ويعالج مشكلة التحيز الناتج عن الارتباط الذاتي عبر التعديلات في الفروق الزمنية (Levin, Lin, Chu, 2002).

ثانياً: اختبار معاملات الارتباط:

معامل الارتباط هو مقياس إحصائي يعبر عن درجة وقوة العلاقة بين متغيرين، ويستخدم هذا المقياس لتحديد مدى التغير المشترك بين المتغيرات، ويعبر عنه برقم يتراوح بين 1− و1.

يكون الارتباط قوي: عندما يكون معامل الارتباط أكبر من 0.7 أو أقل من (0.7−)، هذا يعني أن هناك علاقة قوية إما طردية (موجبة) أو عكسية (سالبة) بين المتغيرين (Cohen, 1988, p481).

ويكون الارتباط ضعيفاً: إذا كان معامل الارتباط أقل من 0.3 (أو 0.3−)، فهذا يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين ضعيفة أو غير واضحة (Cohen, 1988, p481).

الهدف من القيام بهذا الاختبار هو التحقق من عدم وجود ارتباط قوي بين المتغيرات وفي حال وجوده وجب فصل المتغيرات ذات الارتباط القوي كل منها في نموذج منفصل لإعطاء نتائج أكثر دقة.

ثالثاً: نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL:

سيتم استخدام البيانات اللوحية في الدراسة والتي هي عبارة عن أسعار الإغلاق اليومية للمؤشرات المدروسة وأسعار النفط والغاز والذهب، وسيتم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL في دراسة المتغيرات وذلك بعد القيام باختبار جذر الوحدة (LLC) لبيانات الدراسة في المبحث اللاحق.

نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (Autoregressive Distributed Lag - ARDL) هو أحد النماذج الإحصائية المستخدمة لتحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات في السلاسل الزمنية، وتطور ليستخدم مع البيانات اللوحية (البيانات المجمعة على مدار الوقت لمجموعة من الوحدات مثل الدول أو الشركات) مما يتيح استغلال الخصائص الهيكلية والتفاوتات الزمنية (Nkoro & Uko, 2016).

وتتخذ المعادلة العامة لنموذج ARDL الشكل التالي:

$$\Delta y_{\mathrm{it}} = \sum_{\mathrm{k=1}}^{\mathrm{p-1}} \lambda_{ik}^{*} \Delta y_{i,t-k} + \sum_{\mathrm{k=0}}^{\mathrm{q-1}} \boldsymbol{\delta}_{ik}' \Delta \boldsymbol{x}_{i,t-k} + \varphi_i \left(y_{i,\mathrm{t-1}} + \boldsymbol{\beta}_i' \boldsymbol{X}_{\mathrm{it}} \right) + \omega_i + \varepsilon_{it}$$

حيث:

Yit = المتغير التابع للوحدة (i) في الزمن (t).

Xit = المتغير المستقل للوحدة (i) في الزمن (t).

ويمثل الشق الأول من المعادلة باللون الأزرق العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات، أما الشق الثاني باللون الأحمر فيمثل العلاقة طويلة الأجل، وبالنسبة ل ϕ فهي تمثل معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي والذي يجب أن يكون أصغر من الصفر.

يمتاز هذا النموذج بإمكانية استخدامه في حال كانت السلاسل الزمنية متكاملة من درجات مختلفة I(0) و I(1)، وأيضاً في حال كان حجم العينة صغيراً ويمكن من تقدير العلاقات في الأجلين الطويل والقصير،

هذه المرونة تجعل النموذج مناسباً للتحليل الاقتصادي، حيث قد تحتوي البيانات على خصائص زمنية مختلفة، ويسمح نموذج ARDL باستخدام عدد مختلف من التأخيرات الزمنية لكل متغير، مما يجعله مناسباً لدراسة العلاقات بين المتغيرات التي قد تحتاج فترات زمنية مختلفة لتظهر تأثيرها (Nkoro & Uko, 2016).

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة والتأكد من درجة تكاملها يجب تحديد فترات الإبطاء للنموذج ويتم ذلك باستخدام أحد الاختبارات الآتية (أكايكي، شوارتز، هانان كوين) وفي بعض الأحيان تعطي هذه الاختبارات نفس النتائج.

رابعاً: معايير تحديد فترات الإبطاء:

عند تقدير نموذج (Autoregressive Distributed Lag) ARDL لتحديد العلاقات الديناميكية بين المتغيرات، يعتبر تحديد فترات الإبطاء (Lags) المناسب لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة أمراً حاسماً، الفترات الطويلة جداً أو القصيرة جداً قد تؤدي إلى تقديرات غير دقيقة وتؤثر على استنتاجات التحليل، واختبارات (أكايكي، شوارتز، هانان كوين) هي أدوات معيارية مستخدمة لاختيار النموذج الأفضل، وخاصة عند تقدير فترات الإبطاء.

1.1 معيار أكايكي للمعلمات (AIC): هو مقياس يستخدم لمقارنة نماذج إحصائية مختلفة من خلال الموازنة بين ملاءمة النموذج وعدد المعلمات المقدرة، ويعتمد أكايكي على مبدأ الموازنة بين جودة التقدير وعدد المعلمات المستخدمة، وهدفه الأساسي هو تقليل الإفراط في التخصيص(overfitting) ، حيث أن الإفراط في المعلمات قد يؤدي إلى نتائج غير قابلة للتعميم على البيانات الجديدة (Peasaran & Shin, 1998).

يقوم أكايكي بالموازنة بين دقة النموذج (log-likelihood) وعدد المعلمات المستخدمة، ويتم اختيار النموذج الذي يحتوي على أقل قيمة للمعيار من بين النماذج المقدرة، ويفضل استخدامه عند الحاجة إلى نموذج يحتوي على عدد معلمات أكبر، وهو مناسب أيضاً عند وجود عينة صغيرة أو إذا كان الباحث يهتم بملاءمة النموذج بشكل كبير (Gujarati & Porter, 2009, p622).

يُعرف الإفراط في التخصيص بأنه مصطلح يستخدم في الإحصاء وتحليل البيانات لوصف حالة النموذج الإحصائي عند قيامه بالتكيف بشكل مفرط مع البيانات التي تم استخدامها في تقديره، ويحدث ذلك عندما

يكون النموذج معقداً جداً ويحتوي على عدد كبير من المعاملات بحيث يبدأ في التعلم من التقلبات العشوائية في البيانات بدلاً من الأنماط العامة التي يمكن تعميمها على بيانات جديدة (Peasaran & Shin, 1998).

1.2 معيار شوارتز (BIC): المعروف أيضاً بمعيار (Bayesian)، هو مقياس مشابه لمعيار أكايكي، ويميل معيار شوارتز إلى اختيار النماذج الأبسط بالمقارنة مع أكايكي، حيث يفضل استخدام نماذج ذات عدد معلمات أقل خاصةً عندما يكون حجم العينة كبيراً (Peasaran & Shin, 1998).

يتم استخدامه عندما يكون الباحث أكثر حذراً بشأن الإفراط في تخصيص النموذج (overfitting) ويرغب في تقليل عدد المعلمات، خاصةً في حالة وجود عينة كبيرة يميل لاختيار نماذج أبسط (Gujarati & Porter, 2009, p622).

1.3 معيار هانان كوين (HQ): معيار مشابه ل (AIC, BIC)، ويمثل توازناً بين الاثنين، ويفضل استخدامه عندما تكون هناك حاجة لتحقيق توازن بين الملاءمة وتعقيد النموذج، وهو مفيد في الدراسات التي تتضمن عينات متوسطة الحجم (Peasaran & Shin, , 1998).

المبحث الرابع: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

سيتم في هذا المبحث مناقشة فرضيات الدراسة وذلك بعد القيام باختبار جذر الوحدة واختبار معاملات الارتباط، وكما وضحنا سابقاً، سيتم دراسة البيانات المتعلقة بدولة سورية بشكل منفصل، السبب في ذلك هو دراسة مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية وأيضاً إضافة متغير سعر الصرف (EX) في النموذج، ذلك لأن سعر الصرف في سورية لم يكن مستقراً خلال الأزمة نظراً لتعرض البلد لأزمة اقتصادية.

أولاً: اختبار جذر الوحدة (السعودية، ، قطر، الإمارات، الأردن):

من الجدول (5) الذي يظهر نتائج اختبار جذر الوحدة (LLC) لمتغيرات الدراسة الخاصة بالدول الآتية (السعودية، الإمارات، قطر، الأردن)، المتغيران Index وOil مستقران عند المستوى I(0) وعند مستوى دلالة 1% و5%، أما المتغيران Goldو Gas مستقران عند الفرق الأول I(1) وعند مستوى دلالة 1% أيضاً.

الجدول (5)

اختبار جذر الوحدة (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)							
Levin, Lin, Chau							
المتغير	المستوى الأول			الفرق الأول			النتيجة
	Non	C	T+C	Non	C	T+C	
index	-18.12*	-12.6*	-18.3*	non	non	non	I(0)
gold	0.688	-0.4	-0.58	-18.7*	-17.1*	-24.2*	I(1)
oil	0.77	-1.57**	-1.01	non	non	non	I(0)
gas	-0.61	-0.15	8.69	-19*	-10.4*	-15.6*	I(1)

***مستقر عند مستوى دلالة 1%. **مستقر عند مستوى دلالة 5% المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10**

بالتالي المنهجية المثلى لدراسة البيانات هي استخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL، وقبل استخدام النموذج يجب دراسة معاملات الارتباط والتأكد من عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة، فإذا كان الارتباط بين متغيرين قوي يجب فصل أحدهما عن الدراسة لإعطاء نتائج أكثر دقة.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة (سورية):

من الجدول (6) الذي يظهر نتائج اختبار جذر الوحدة (LLC) للمتغيرات الخاصة بدولة سورية، نلاحظ أن المتغيران Index وOil مستقران عند المستوى I(0) وعند مستوى دلالة 1%، أما المتغيرات Ex وGold وGas مستقرين عند الفرق الأول I(1) وعند مستوى دلالة 1%، بالتالي فإن المنهجية المثلى لدراسة البيانات هي استخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL.

الجدول (6)

اختبار جذر الوحدة (سورية)							
Levin, Lin, Chau							
المتغير	المستوى			الفرق الأول			النتيجة
	Non	C	T+C	Non	C	T+C	
index	-9.92*	-8.99*	-12.9*	non	non	non	I(0)
ex	1.85	3.38	0.588	-13.29*	-16.12*	-23.52*	I(1)
gold	0.29	-0.368	-0.62	-13.41*	-11.38*	-16.43*	I(1)
oil	0.638	-1.44**	0.183	non	non	non	I(0)
gas	-0.65	0.138	4.79	-12.28*	-4.22*	-6.07*	I(1)

***مستقر عند مستوى دلالة 1%. **مستقر عند مستوى دلالة 5% المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10**

ثالثاً: اختبار معاملات الارتباط (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن):

الجدول (7)

اختبار معاملات الارتباط (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)

Correlation	index	gold	oil	gas
index	1.00000	0.037647	-0.052294	-0.092963
gold	0.037647	1.00000	0.241773	-0.170687
oil	-0.052294	0.241773	1.00000	0.753787
gas	-0.092963	-0.170687	0.753787	1.00000

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

يظهر الجدول (7) نتائج اختبار معاملات الارتباط بين مؤشرات أسواق المال لدول السعودية، قطر، الإمارات، والأردن) المعبر عنها بالمتغير (Index)، الهدف من التحليل فهم تأثير العوامل الجيوسياسية والاقتصادية على أسواق هذه الدول وأيضاً معرفة قوة الارتباط بين المتغيرات.

نلاحظ من الجدول (7) ارتباط المتغير Index مع المتغير Gold بقيمة معامل (0.037647)، هذه القيمة تشير إلى ارتباط ضعيف وايجابي بين أداء مؤشرات الدول المدروسة وأسعار الذهب العالمية، هذا يعني أن التغيرات في أسعار الذهب لا تؤثر بشكل ملحوظ على أداء الأسواق المالية في السعودية، الإمارات، قطر، أو الأردن.

في الأوقات التي يشهد فيها الاقتصاد العالمي توترات، يعتبر الذهب ملاذاً آمناً للمستثمرين، لكن القيمة المنخفضة لهذا الارتباط تشير إلى أن أسواق هذه الدول تعتمد بشكل أقل على أسعار الذهب، ويرجح أن تكون اقتصاداتها مرتبطة أكثر بقطاعات أخرى مثل الطاقة أو العقارات، وضعف الارتباط يدل على أن المستثمرين في هذه الأسواق قد لا يتجهون إلى الذهب بشكل مكثف لحماية استثماراتهم مقارنةً بالأسواق العالمية الأخرى.

بالنسبة لارتباط المتغير Index مع المتغير Oil الذي يمثل أسعار النفط العالمية، فإن قيمة المعامل (0.052294−)، هذا الرقم يعكس ارتباط ضعيف وسلبي بين أداء مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط، وعلى الرغم من أن النفط يعتبر عاملاً اقتصادياً رئيسياً لدول مثل السعودية والإمارات، فإن هذه النتيجة قد

تعكس التحركات الطفيفة في السوق المالي نتيجة لتقلبات أسعار النفط خلال فترة الدراسة، وفي ظل الحرب الروسية الأوكرانية ارتفعت أسعار النفط بشكل ملحوظ، ولكن يبدو أن هذا الارتفاع لم ينعكس بشكل كبير على أداء المؤشرات المالية لهذه الأسواق ربما بسبب بعض العوامل الأخرى مثل الاستثمار الحكومي والاحتياطيات النقدية.

يشير الارتباط السلبي الضعيف بين أداء المؤشرات المالية وأسعار الغاز العالمية Gas، (0.092963−) إلى انخفاض طفيف في السوق عند ارتفاع أسعار الغاز، يُفسر هذا الارتباط السلبي بأن ارتفاع أسعار الغاز قد يرفع تكاليف الطاقة ويؤثر على صناعات محددة تعتمد على الغاز كمصدر رئيسي للطاقة مما قد يقلل من ربحية بعض الشركات المدرجة في الأسواق المالية، وخاصةً في الدول غير المنتجة للغاز مثل الأردن، أما في الدول المصدرة للغاز، مثل قطر، قد يكون هناك تأثير إيجابي طفيف على الاقتصاد العام، ولكنه غير كافٍ ليؤدي إلى ارتفاع واضح في المؤشرات المالية.

الارتباط الإيجابي بين أسعار الذهب وأسعار النفط (0.241773) يظهر أن هناك علاقة بين ارتفاع أسعار النفط وأسعار الذهب، وهذا يتفق مع الدراسات السابقة حيث أنه في أوقات الأزمات العالمية ارتفاع أسعار النفط غالباً ما يؤدي إلى زيادة التضخم العالمي، مما يدفع المستثمرين للجوء إلى الذهب كملاذ آمن لحماية رؤوس أموالهم.

بينما يؤثر ارتفاع أسعار النفط بشكل مباشر على التضخم العالمي وأسعار الذهب، يبدو أن أسعار الغاز لها تأثير أقل أهمية على الذهب (0.170687−)، قد يكون هذا لأن الغاز له دور أكثر تخصصاً في الاقتصاد العالمي، خاصةً في قطاعي الطاقة والصناعة، ولا يُعتبر محفزاً رئيسياً للتضخم مثل النفط.

الارتباط بين أسعار النفط والغاز إيجابي وقوي (0.753787)، أي أن الأسعار عادةً ما تتحرك بنفس الاتجاه، حيث يرتبط الغاز والنفط ارتباطاً وثيقاً لأنهما يعتبران مصادر طاقة أساسية، وغالباً ما تتأثر أسعارهما بالعوامل الجيوسياسية نفسها، وقد تسببت الحرب في ارتفاع أسعار النفط والغاز معاً بسبب المخاوف من انقطاع الإمدادات الروسية، ولهذا العلاقة القوية بينهما منطقية للغاية في هذا السياق.

وبسبب الارتباط القوي بين النفط والغاز والمقدر ب 75% سيتم دراسة أثر الحرب على الدول محل الدراسة (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن) بوجود المتغيرين كل على حدا، وتقسيم الدراسة إلى نموذجين أحدهما يحتوي أسعار النفط والثاني يحتوي أسعار الغاز، وذلك لمعرفة الأثر الحقيقي لهما على أداء المؤشرات المدروسة في ظل الحرب.

رابعاً: اختبار معاملات الارتباط (سورية):

الأزمة السورية مستمرة منذ أكثر من 10 سنوات، إلى جانب تداعيات الحرب الروسية الأوكرانية والتي تلقي بظلالها على الاقتصاد السوري، الذي يعاني من تقلبات في العملة، وارتفاع تكاليف المعيشة، والعقوبات الاقتصادية الخارجية.

الجدول (8) يوضح نتائج معاملات الارتباط بين مؤشري سوق دمشق للأوراق المالية (DLW, DWX) والمتغيرات (EX, GOLD, OIL, GAS)، خلال فترة عامين تشمل سنة قبل الحرب الروسية الأوكرانية وسنة بعدها.

الجدول (8)

اختبار معاملات الارتباط (سورية)

Correlation	index	ex	gold	oil	gas
index	1.000000	-0.092260	-0.120941	0.034978	0.104135
ex	-0.092260	1.000000	0.213377	-0.211862	-0.142423
gold	-0.120941	0.213377	1.000000	0.282111	-0.096555
oil	0.034978	-0.211862	0.282111	1.000000	0.760217
gas	0.104135	-0.142423	-0.096555	0.760217	1.000000

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

نلاحظ من الجدول (8) أن هناك ارتباط سلبي ضعيف بين مؤشري سوق دمشق وسعر الصرف، بقيمة معامل (0.092260−)، هذا يعني أن هناك علاقة عكسية طفيفة بينهما، أي عندما يرتفع سعر الصرف (تدهور قيمة العملة المحلية)، يشهد السوق المالي تراجعاً طفيفاً.

التفسير المالي لهذه العلاقة هو أنه خلال الأزمة السورية، كانت قيمة العملة السورية تتراجع بشكل مستمر بسبب العقوبات والاضطرابات الاقتصادية مما أثر على ثقة المستثمرين في السوق المالي، وإن ارتفاع أسعار الصرف يعني ضعف العملة المحلية، ذلك يؤثر سلباً على قدرة الشركات المدرجة في السوق المالي على استيراد المواد الخام أو التعامل مع الأسواق العالمية، مما يؤدي إلى تراجع طفيف في أداء السوق.

ارتباط المؤشرين مع الذهب سلبي ضعيف (0.120941−)، أثناء الأزمة السورية وفي ظل تأثيرات الحرب الروسية الأوكرانية، قد يلجأ المستثمرون إلى شراء الذهب لحماية أصولهم من التضخم والتقلبات السياسية، وهذا يؤدي إلى تحويل رؤوس الأموال من السوق المالي السوري إلى الذهب، مما يفسر الانخفاض الطفيف في المؤشر المالي عندما ترتفع أسعار الذهب.

ارتباط المؤشرين مع أسعار النفط (Oil) إيجابي ضعيف (0.034978)، هذا الأثر الطفيف يؤكد على أن النفط يلعب دوراً مهماً في الاقتصاد السوري والعالمي، مع أن سورية لا تعتبر منتجاً رئيسياً للنفط مقارنةً بالدول المجاورة لها، إلا أن التغيرات في أسعار النفط العالمية تؤثر على تكاليف النقل والطاقة في البلاد، وإن الارتفاع في أسعار النفط عالمياً ساهم في تحسين الأداء المالي للشركات التي تستفيد من ارتفاع أسعار الطاقة، وعلى الرغم من ذلك يظل التأثير على السوق المالي السوري ضعيفاً بسبب العقوبات الاقتصادية.

ارتباط المؤشرين مع أسعار الغاز (Gas) إيجابي ضعيف (0.104135)، هذا التأثير المحدود سببه اعتماد سورية على إمدادات الغاز من الخارج وصعوبة تأمين الإمدادات بسبب العقوبات الاقتصادية والظروف الجيوسياسية.

ارتباط سعر الصرف في سورية مع أسعار الذهب عالمياً هو ارتباط إيجابي ضعيف (0.213377)، وهي علاقة إيجابية، حيث أنه عند انخفاض قيمة العملة المحلية، يلجأ المستثمرون والمواطنون إلى الذهب كوسيلة للحفاظ على قيمة أموالهم، وخلال فترة الأزمة السورية، زاد الطلب على الذهب كأصل آمن مقابل انخفاض العملة المحلية.

ارتباط سعر الصرف مع أسعار النفط والغاز هو ارتباط سلبي ضعيف، يفسر هذا الارتباط بأن ارتفاع أسعار النفط والغاز عالمياً يزيد من تكاليف استيراد المنتجات النفطية ومن تكاليف الطاقة أيضاً، ذلك يشكل ضغطاً على الميزان التجاري بسبب زيادة الطلب على العملات الأجنبية لتأمين واردات النفط والغاز مما يؤدي إلى تراجع قيمة العملة المحلية.

ارتباط أسعار الذهب بأسعار النفط إيجابي معتدل (0.282111)، ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى زيادة التضخم العالمي، مما يدفع المستثمرين إلى البحث عن أصول آمنة مثل الذهب، بينما ارتباط أسعار الذهب بأسعار الغاز سلبي ضعيف (0.096555−)، ويشير هذا الارتباط السلبي إلى أن ارتفاع أسعار الغاز لا يدفع المستثمرين بشكل كبير إلى الاستثمار في الذهب.

ارتباط أسعار النفط مع أسعار الغاز إيجابي قوي (0.76021)، كلاهما يعتبران موارد طاقة أساسية، ويتأثران بنفس العوامل الجيوسياسية والعرض والطلب، الحرب الروسية الأوكرانية دفعت أسعار النفط والغاز إلى الارتفاع معاً بسبب المخاوف من انقطاع الإمدادات الروسية، مما يفسر هذا الارتباط القوي، وبسبب الارتباط القوي بين النفط والغاز والمقدر ب 76% سيتم دراسة أثر الحرب على أداء مؤشري سوق دمشق (DLX, DWX) بوجود المتغيرين كل على حدا، وتقسيم الدراسة إلى نموذجين أحدهما يحتوي أسعار النفط والثاني يحتوي أسعار الغاز.

خامساً: تحديد فترات الإبطاء لنموذجي النفط والغاز (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن):

يظهر الجدول (9) نتائج المقارنة بين المعايير الثلاث (أكايكي، شوارتز، هانان كوين) حيث سيتم الاعتماد على معيار أكايكي لأنه يوازن بين جودة الملاءمة وعدد المعلمات المقدرة، ومن الجدول (9) نلاحظ أن عدد فترات الإبطاء الأمثل والمناسب لنموذجي ARDL الخاص بالنفط والغاز هو فترة إبطاء واحدة لكل متغير والنموذج المناسب هو ARDL(1.1.1.1).

الجدول (9)

نتائج اختبار أكايكي لتحديد فترات الإبطاء لنموذجي ARDL النفط والغاز

عدد فترات الإبطاء لنموذج ARDL (النفط)					
Model	**LogL**	**AIC***	**BIC**	**HQ**	**Specification**
1	6720.806	-6.77916	-6.7141	-6.75526	ARDL(1, 1, 1, 1)
5	6721.908	-6.77622	-6.69986	-6.74817	ARDL(2, 1, 1, 1)
9	6723.474	-6.77376	-6.68608	-6.74155	ARDL(3, 1, 1, 1)
2	6727.402	-6.77369	-6.67469	-6.73732	ARDL(1, 2, 2, 2)
13	6726.203	-6.77247	-6.67348	-6.7361	ARDL(4, 1, 1, 1)
6	6728.432	-6.77068	-6.66037	-6.73015	ARDL(2, 2, 2, 2)
3	6735.969	-6.77021	-6.63728	-6.72137	ARDL(1, 3, 3, 3)
10	6729.908	-6.76813	-6.64651	-6.72344	ARDL(3, 2, 2, 2)
7	6737.01	-6.76722	-6.62297	-6.71422	ARDL(2, 3, 3, 3)
14	6732.705	-6.76691	-6.63398	-6.71807	ARDL(4, 2, 2, 2)
4	6744.306	-6.7665	-6.59963	-6.7052	ARDL(1, 4, 4, 4)
11	6738.362	-6.76454	-6.60898	-6.70738	ARDL(3, 3, 3, 3)
8	6745.404	-6.76357	-6.58538	-6.6981	ARDL(2, 4, 4, 4)
15	6741.003	-6.76316	-6.59629	-6.70185	ARDL(4, 3, 3, 3)
12	6746.869	-6.761	-6.5715	-6.69138	ARDL(3, 4, 4, 4)
16	6749.485	-6.7596	-6.55879	-6.68582	ARDL(4, 4, 4, 4)
عدد فترات الإبطاء لنموذج ARDL (الغاز)					
Model	**LogL**	**AIC***	**BIC**	**HQ**	**Specification**
1	6720.811	-6.77916	-6.71411	-6.75526	ARDL(1, 1, 1, 1)
5	6721.593	-6.7759	-6.69954	-6.74785	ARDL(2, 1, 1, 1)
9	6723.007	-6.77329	-6.68561	-6.74107	ARDL(3, 1, 1, 1)
13	6725.819	-6.77208	-6.67309	-6.73571	ARDL(4, 1, 1, 1)
2	6725.098	-6.77135	-6.67236	-6.73498	ARDL(1, 2, 2, 2)
6	6725.779	-6.768	-6.65769	-6.72747	ARDL(2, 2, 2, 2)
3	6732.322	-6.76652	-6.63359	-6.71768	ARDL(1, 3, 3, 3)
10	6727.166	-6.76535	-6.64373	-6.72067	ARDL(3, 2, 2, 2)
14	6729.954	-6.76412	-6.63119	-6.71528	ARDL(4, 2, 2, 2)
7	6733.122	-6.76328	-6.61904	-6.71029	ARDL(2, 3, 3, 3)
4	6739.26	-6.7614	-6.59452	-6.70009	ARDL(1, 4, 4, 4)
11	6734.346	-6.76047	-6.60491	-6.70332	ARDL(3, 3, 3, 3)
15	6737.152	-6.75926	-6.59239	-6.69795	ARDL(4, 3, 3, 3)
8	6740.128	-6.75823	-6.58004	-6.69276	ARDL(2, 4, 4, 4)
12	6741.575	-6.75564	-6.56614	-6.68602	ARDL(3, 4, 4, 4)
16	6744.327	-6.75438	-6.55357	-6.6806	ARDL(4, 4, 4, 4)

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

سادساً: تحديد فترات الإبطاء لنموذجي النفط والغاز (سورية):

يظهر الجدول (10) عدد فترات الإبطاء الأمثل والمناسب لنموذج ARDL (النفط) الخاص بدراسة بيانات دولة سورية، حيث نلاحظ أن النموذج الذي يحقق أقل قيمة لأكايكي هو النموذج ARDL(3.1.1.1.1)، لكن برنامج (Eviews) الإحصائي اختار النموذج من المرتبة (5) في الجدول (10) وهو النموذج ARDL(2.1.1.1.1)، السبب في ذلك هو الفارق الضئيل جداً بين القيمتين (0.00006)، ولا يكاد يكون ذو دلالة إحصائية كبيرة. بناءً على ذلك، يمكن اعتبار النموذجين مناسبين، ولكن يختار برنامج (Eviews10) الإحصائي النموذج الذي يحتوي على عدد أقل من الفترات الزمنية لأنه يبدو أبسط من الناحية العملية، وأيضاً لتجنب الإفراط في التخصيص (overfitting) الذي قد يحدث إذا تم استخدام فترة إبطاء أكبر بدون تحسن ملحوظ في الجودة، بالتالي النموذج الأكثر ملاءمة هو النموذج ARDL(2.1.1.1.1).

الجدول (10)

نتائج اختبار أكايكي لتحديد فترات الإبطاء لنموذج ARDL النفط الخاص بدولة سورية

عدد فترات الإبطاء لنموذج ARDL النفط (سورية)					
Model	**Log.L**	**AIC***	**BIC**	**HQ**	**Specification**
5	3061.715	-6.50367	-6.41056	-6.46817	ARDL(2, 1, 1, 1, 1)
9	3063.691	-6.50361	-6.40016	-6.46417	ARDL(3, 1, 1, 1, 1)
13	3064.865	-6.50185	-6.38805	-6.45846	ARDL(4, 1, 1, 1, 1)
1	3058.808	-6.50173	-6.41896	-6.47017	ARDL(1, 1, 1, 1, 1)
6	3066.36	-6.4965	-6.36201	-6.44522	ARDL(2, 2, 2, 2, 2)
7	3074.163	-6.49607	-6.3202	-6.42902	ARDL(2, 3, 3, 3, 3)
10	3067.92	-6.49556	-6.35072	-6.44033	ARDL(3, 2, 2, 2, 2)
11	3075.739	-6.49517	-6.30895	-6.42417	ARDL(3, 3, 3, 3, 3)
2	3063.519	-6.4947	-6.37055	-6.44736	ARDL(1, 2, 2, 2, 2)
15	3077.098	-6.4938	-6.29724	-6.41885	ARDL(4, 3, 3, 3, 3)
3	3071.032	-6.49366	-6.32813	-6.43055	ARDL(1, 3, 3, 3, 3)
14	3068.998	-6.49359	-6.33841	-6.43442	ARDL(4, 2, 2, 2, 2)
8	3079.967	-6.49138	-6.27413	-6.40855	ARDL(2, 4, 4, 4, 4)
12	3081.772	-6.49097	-6.26337	-6.40419	ARDL(3, 4, 4, 4, 4)
16	3083.202	-6.48975	-6.25181	-6.39902	ARDL(4, 4, 4, 4, 4)
4	3076.167	-6.48754	-6.28063	-6.40865	ARDL(1, 4, 4, 4, 4)

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

بالنسبة لعدد فترات الإبطاء لنموذج ARDL الخاص بالغاز لدولة سورية، يظهر الجدول (11) نتائج معيار أكايكي، والنموذج السابع هو الذي حصل على أقل قيمة للمعيار وهي (6.52019−)، مما يعني أن النموذج الأمثل هو (ARDL(2.3.3.3.3، أي أن المتغير (Index) يتم إبطاؤه إلى الرتبة الثانية وبقية المتغيرات إلى الرتبة الثالثة.

الجدول (11)

نتائج اختبار أكايكي لتحديد فترات الإبطاء لنموذج ARDL الغاز الخاص بدولة سورية

عدد فترات الإبطاء لنموذج ARDL الغاز(سورية)					
Model	**LogL**	**AIC***	**BIC**	**HQ**	**Specification**
7	3085.448	-6.52019	-6.34432	-6.45313	ARDL(2, 3, 3, 3, 3)
11	3086.411	-6.51797	-6.33176	-6.44697	ARDL(3, 3, 3, 3, 3)
5	3068.16	-6.51744	-6.42433	-6.48194	ARDL(2, 1, 1, 1, 1)
3	3081.879	-6.51684	-6.35131	-6.45372	ARDL(1, 3, 3, 3, 3)
15	3087.581	-6.5162	-6.31964	-6.44125	ARDL(4, 3, 3, 3, 3)
9	3069.392	-6.5158	-6.41234	-6.47635	ARDL(3, 1, 1, 1, 1)
1	3064.843	-6.51462	-6.43186	-6.48307	ARDL(1, 1, 1, 1, 1)
6	3074.731	-6.51438	-6.37989	-6.4631	ARDL(2, 2, 2, 2, 2)
13	3070.49	-6.51387	-6.40007	-6.47048	ARDL(4, 1, 1, 1, 1)
8	3090.432	-6.51374	-6.29649	-6.43091	ARDL(2, 4, 4, 4, 4)
10	3075.67	-6.51212	-6.36728	-6.45689	ARDL(3, 2, 2, 2, 2)
12	3091.614	-6.512	-6.2844	-6.42522	ARDL(3, 4, 4, 4, 4)
2	3071.418	-6.51158	-6.38743	-6.46424	ARDL(1, 2, 2, 2, 2)
16	3092.891	-6.51045	-6.27251	-6.41973	ARDL(4, 4, 4, 4, 4)
14	3076.676	-6.50999	-6.35481	-6.45082	ARDL(4, 2, 2, 2, 2)
4	3086.622	-6.50988	-6.30297	-6.43099	ARDL(1, 4, 4, 4, 4)

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

سابعاً: نتائج نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL:

1.1 نموذج (ARDL) النفط للدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن):

يظهر الجدول (12) نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار النفط العالمية لدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)، نلاحظ أن معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي (ϕ) معنوي عند مستوى دلالة 1% ويشير إلى سرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل، حيث يتم تعديل حوالي 85.6% من الأخطاء في الفترة الزمنية التالية وهذا يعكس مرونة عالية في أسواق المال للدول المدروسة في العودة إلى التوازن بعد الصدمات، ويشير معامل التصحيح الذاتي الكبير إلى أن أي انحرافات قصيرة الأجل عن التوازن يتم تصحيحها بسرعة كبيرة جداً.

الجدول(12)

نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار النفط العالمية

(السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)

ARDL (1.1.1.1)				
Long Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	***Prob.**
WAR	-0.000363	0.000645	-0.562131	0.5714
GOLD	0.012523	0.005215	2.401229	0.0164
OIL	-0.002036	0.001903	-1.069696	0.2849
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.856869	0.024939	-34.35896	0.0000
D(WAR)	-0.014873	0.002718	-5.471507	0.0000
D(GOLD)	0.004357	0.026669	0.163372	0.8702
D(OIL)	0.015708	0.007229	2.172829	0.0299
C	-0.072124	0.002060	-35.01688	0.0000

Sum squared resid	0.135501
Akaike info criterion	-6.766741
Schwarz criterion	-6.702118

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

النتائج في الأجل الطويل:

التأثير طويل الأجل للحرب الروسية الأوكرانية على مؤشرات الأسواق المالية لهذه الدول سلبي وغير معنوي (0.000363−)، مما يشير إلى أن الأسواق قد استوعبت الصدمة الناتجة عن الحرب بمرور الوقت وتكيفت مع الظروف الجديدة.

بالنسبة لأسعار الذهب، هناك تأثير طويل الأجل ايجابي (0.012523) ومعنوي عند مستوى دلالة 5% على مؤشرات الأسواق المالية، لكن هذا التأثير المنخفض يدل على أن أسعار الذهب لا تؤثر بشكل كبير في أداء مؤشرات هذه الأسواق، فالذهب يعتبر ملاذاً آمناً، وعادةً ما يرتفع في أوقات عدم الاستقرار، وإن عدم وجود تأثير كبير هنا قد يشير إلى أن الأسواق المالية لهذه الدول قد تكون متأثرة بعوامل أخرى أقوى مثل أسعار النفط والسياسات الاقتصادية المحلية.

التأثير طويل الأجل لأسعار النفط على مؤشرات الأسواق المالية سلبي غير معنوي (0.002036−)، مما يشير إلى أن تقلبات أسعار النفط العالمية لم تؤثر بشكل كبير في أداء الأسواق المالية في هذه الدول على المدى الطويل، لكن عدم المعنوية قد يشير إلى عوامل اقتصادية محلية أو سياسات اقتصادية مستقرة تعزز من استقرار الأسواق في هذه الدول، فكما لاحظنا من معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي (ϕ) فإن هذه الدول تظهر مرونة واستقرار عاليين في العودة إلى وضع التوازن بعد الصدمات، وقد يكون السبب الثاني هو أن هذه الدول تعتمد على مصادر دخل متنوعة، وعلى الرغم من أن بعض هذه الدول (مثل السعودية وقطر والإمارات) تعتبر دولاً نفطية رئيسية وتتمتع بقطاع نفطي قوي، إلا أنها عملت على مدى العقود الماضية على تنويع اقتصاداتها لتقليل الاعتماد على النفط كمصدر رئيسي للإيرادات، وعلى الجهة الأخرى فإن دولاً أخرى في العينة مثل الأردن ليست منتجة للنفط وتعتمد بشكل أكبر على التجارة والتحويلات المالية والمساعدات الخارجية. وهذه الديناميكية تجعل العلاقة بين أسعار النفط وأداء الأسواق المالية لتلك الدول أقل ارتباطاً في المدى الطويل، مما يخفف من التأثير الإجمالي لأسعار النفط على أداء الأسواق المالية في هذه الدراسة.

النتائج في الأجل القصير:

تأثير الحرب الروسية الأوكرانية في الأجل القصير في أداء مؤشرات الأسواق المالية للدول المدروسة سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 1%، (0.014873−) هذا يعني أن الأسواق المالية في هذه الدول تتأثر سلباً بشكل ملحوظ بالحرب على المدى القصير، وهو أمر متوقع نظراً للتقلبات العالمية وعدم الاستقرار

الاقتصادي المرتبط بالأحداث الجيوسياسية، وهذا يعكس استجابات السوق المؤقتة للمتغيرات الجيوسياسية، حيث تزيد المضاربات والتداولات في الأجل القصير بسبب حالة عدم اليقين التي تصيب المستثمرين.

بالنسبة لتأثير أسعار الذهب في الأجل القصير في أداء المؤشرات المدروسة، فهو أثر غير معنوي، ذلك يشير إلى أن التغيرات اليومية في أسعار الذهب لا تؤثر مباشرة على قرارات المستثمرين في الأسواق المالية لهذه الدول بشكل فوري.

تأثير أسعار النفط العالمية على المدى القصير معنوي وإيجابي، هذا يعني أن ارتفاع أسعار النفط يؤثر إيجاباً على أداء الأسواق المالية للدول المدرجة على المدى القصير، وقد يكون ذلك نتيجة لأهمية النفط في اقتصادات هذه الدول، خاصة الدول الخليجية المنتجة له التي تعتمد بشكل كبير على العائدات النفطية.

قيمة (R- squared: 0.135501)، التفسير المالي لذلك يعني أن 13.55% من التغيرات في أداء مؤشرات الأسواق المالية يمكن تفسيرها بواسطة المتغيرات المدرجة في النموذج، والنسبة المنخفضة تشير إلى وجود عوامل أخرى غير مفسرة تؤثر على أداء الأسواق المالية.

في النماذج الاقتصادية والمالية، خاصة مع البيانات اليومية أو الشهرية، من الشائع أن تكون قيمة (R-squared) منخفضة نسبياً لأن الأسواق المالية تتأثر بعوامل عديدة مثل الأخبار، الأحداث الجيوسياسية، القرارات السياسية، وتقلبات الأسعار العالمية. وبالتالي هذه القيمة ليست العامل الوحيد لتقييم النموذج، ويجب النظر في معنوية المتغيرات، وسرعة التصحيح، وسرعة التصحيح في النموذج بلغت 85.6% وهذا جيد.

1.2 نموذج (ARDL) الغاز للدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن):

يظهر الجدول (13) نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار الغاز العالمية لدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)، نلاحظ أن معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي (ϕ) معنوي عند مستوى دلالة 1% ويشير إلى سرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل، حيث يتم تعديل حوالي 85.86% من الأخطاء في الفترة الزمنية التالية وهذا يؤكد على المرونة العالية للأسواق المالية لهذه الدول في العودة إلى التوازن بعد الصدمات.

الجدول (13)

نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار الغاز العالمية

(السعودية، قطر، الإمارات، الأردن)

ARDL (1.1.1.1)				
Long Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	***Prob.**
WAR	5.40E-05	0.000576	0.093758	0.9253
GOLD	0.007575	0.005099	1.485463	0.1376
GAS	-0.001933	0.000820	-2.356133	0.0186
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.858677	0.025766	-33.32623	0.0000
D(WAR)	-0.014764	0.002771	-5.328875	0.0000
D(GOLD)	0.012726	0.026864	0.473730	0.6357
D(GAS)	0.006545	0.002146	3.049946	0.0023
C	-0.045716	0.001340	-34.11613	0.0000

Sum squared resid	0.135468
Akaike info criterion	-6.767022
Schwarz criterion	-6.702399

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

النتائج في الأجل الطويل:

في الأجل الطويل تأثير الحرب الروسية الأوكرانية في أداء مؤشرات الأسواق المالية للدول المدروسة غير معنوي، يشير ذلك إلى أن بعض المتغيرات الناتجة عن حرب روسيا وأوكرانيا لا تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية في الأجل الطويل، وأيضاً قد يكون السبب تنوع مصادر الإيرادات الاقتصادية في هذه الدول (كما في السعودية والإمارات) والتي تعتمد على صناعات أخرى مثل الطاقة المتجددة أو الاستثمارات الخارجية، مما يقلل من التأثير الناتج من التغيرات السياسية.

تأثير أسعار الذهب إيجابي وغير معنوي (0.007575)، ذلك يؤكد على أن أسعار الذهب لا تؤثر بشكل كبير على أداء مؤشرات هذه الأسواق وأن هذه الدول قد تكون متأثرة بعوامل أخرى أقوى مثل أسعار النفط والغاز والسياسات الاقتصادية المحلية.

أثر ارتفاع أسعار الغاز على أداء المؤشرات في الأجل الطويل معنوي وسلبي. هذا يعني أن ارتفاع أسعار الغاز يؤدي إلى انخفاض أداء مؤشرات الأسواق المالية للدول المدروسة بنسبة 0.19% ويمكن تفسير ذلك بأن ارتفاع أسعار الغاز قد يزيد من تكاليف الطاقة للشركات الصناعية، مما يؤثر سلباً على الأرباح والأداء العام للأسواق.

النتائج في الأجل القصير:

على المدى القصير، الحرب الروسية الأوكرانية كان لها تأثير سلبي معنوي في أداء مؤشرات الأسواق المالية، مما يشير إلى تلقي الأسواق للصدمة في الأجل القصير بسبب تقلبات الحرب التي أدت إلى اضطرابات في الأسواق المالية العالمية، مما أثر بدوره على الأسواق المالية في الدول المدروسة. أي أن الاضطرابات الجيوسياسية أثرت على مستويات الثقة في الأسواق وأدت إلى ارتفاع التقلبات الاقتصادية، وقيمة (R-squared) تشير إلى أن النموذج يقدم تفسيراً جيداً للتغيرات في الأسواق المالية.

لا يوجد تأثير معنوي لأسعار الذهب في المدى القصير، مما يشير إلى أن أسعار الذهب لم تكن عاملاً حاسماً في التغيرات اليومية لأداء الأسواق المالية خلال فترة الدراسة، رغم أن الذهب يعتبر ملاذاً آمناً، إلا أن تأثيره القصير الأجل قد يكون أقل وضوحاً في ظل الأزمات الجيوسياسية.

زيادة أسعار الغاز في الأجل القصير لها تأثير معنوي وإيجابي، حيث أن أي ارتفاع في أسعار الغاز يؤدي إلى تحسن بنسبة 0.6% في أداء المؤشرات المالية لأسواق الدول محل الدراسة، هذا يشير إلى أن ارتفاع أسعار الغاز يمكن أن يحسن الأداء المالي في المدى القصير، ربما بسبب زيادة الإيرادات أو تأثيرات مؤقتة على القطاع الصناعي.

من تحليل نتائج الجدول (12) و(13) يمكن ملاحظة أن الحرب الروسية الأوكرانية كان لها تأثير واضح على المدى القصير أكثر من المدى الطويل، الأسباب المحتملة لذلك هي الصدمات اللحظية والتغيرات المفاجئة التي أثرت على ثقة المستثمرين، مما أدى إلى تذبذب في أداء الأسواق المالية.

1.3 نموذج (ARDL) النفط (سورية):

خلال السنوات العشر الماضية، تأثرت سورية بشدة بسبب الحرب والعقوبات الاقتصادية. ومع ذلك، فإن الحرب الروسية الأوكرانية التي بدأت عام 2022 أضافت تعقيدات جديدة للاقتصاد السوري، يظهر الجدول (14) نتائج اختبار (ARDL) المتضمن أسعار النفط لدولة سورية في الأجل الطويل والقصير.

الجدول(14)

نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار النفط العالمية (سورية)

ARDL (2.1.1.1)				
Long Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	***Prob.**
WAR	-0.006373	0.002214	-2.879260	0.0041
EX	-0.008127	0.003078	-2.640425	0.0084
GOLD	-0.037958	0.012070	-3.144928	0.0017
OIL	0.014878	0.005094	2.920466	0.0036
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.636647	0.034481	-18.46378	0.0000
D(INDEX(-1))	0.072133	0.042957	1.679190	0.0935
D(WAR)	0.006965	0.003020	2.306430	0.0213
D(EX)	-0.014493	0.005775	-2.509785	0.0123
D(GOLD)	0.022606	0.003859	5.857876	0.0000
D(OIL)	0.006154	0.009382	0.655884	0.5121
C	0.099649	0.005305	18.787273	0.0000

Sum squared resid	0.091265
Akaike info criterion	-6.475197
Schwarz criterion	-6.382716

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

النتائج في الأجل الطويل:

نلاحظ من الجدول (14)، أن معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي (ϕ) معنوي عند مستوى دلالة 1% ويشير إلى سرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل، حيث يتم تعديل حوالي 63.66% من الأخطاء في الفترة الزمنية التالية، مما يعني أن السوق المالي السوري يستجيب بسرعة نسبية للتغيرات والصدمات.

تأثير الحرب على المؤشرات كان سلبياً على المدى الطويل، حيث أن الحرب تسببت في انخفاض أداء مؤشري سوق دمشق المالي بنسبة 0.6% على المدى الطويل، هذا التأثير السلبي قد يكون بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي الناجم عن الحرب، مما زاد من الضغوط الاقتصادية في سورية بسبب الارتباط غير المباشر بالأسواق العالمية والتأثيرات السلبية على الطلب العالمي على السلع والنفط، والحرب أدت إلى تقلبات في أسواق الطاقة العالمية والسلع الأساسية، مما انعكس سلباً على بيئة الاستثمار، وخاصة في الأسواق الناشئة والضعيفة مثل سورية، التي تعاني أصلاً من صعوبات اقتصادية.

انخفاض قيمة العملة السورية على المدى الطويل أدى إلى تأثير سلبي في أداء السوق، التقلبات في سعر الصرف قد تزيد من تكلفة الاستيراد وتضعف القوة الشرائية، مما يؤثر سلباً على أداء الشركات في السوق المالي، هذا يعني أن انخفاض سعر الصرف يؤثر سلباً على المستثمرين المحليين والأجانب، حيث يسبب عدم استقرار في العوائد الحقيقية على الاستثمارات، ويزيد من مخاطر الاستثمار.

كما لاحظنا من الدراسات السابقة والإطار النظري أن الذهب يعتبر ملاذاً آمناً للمستثمرين، وعادةً ما يرتفع في فترات عدم الاستقرار الاقتصادي وإن ارتفاعه يكون مؤشراً على انخفاض الثقة في الاقتصاد، هذا يفسر العلاقة السلبية بين أسعار الذهب وأداء السوق المالي السوري (0.037958−)، حيث أن ارتفاع أسعار الذهب يشير إلى تحول المستثمرين نحو الأصول الآمنة على حساب الاستثمار في الأسهم، مما يؤثر سلباً على أداء السوق المالي.

تأثير ارتفاع أسعار النفط عالمياً إيجابي ومعنوي على أداء السوق المالي السوري، يشير ذلك إلى أن ارتفاع أسعار النفط يعزز عائدات الدول المصدرة، وبالتالي قد يكون هناك تأثير إيجابي على الدول المجاورة مثل سورية بسبب العلاقات الاقتصادية والنقل التجاري، أي أن ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى تحسين الأوضاع المالية للمستثمرين المحليين في البلدان المجاورة، مما يزيد من فرص ضخ الاستثمارات في الأسواق المحلية هذه النتيجة تتفق مع دراسة (Kilian & Park, 2009)، حيث تقدم هذه الدراسة تحليلاً لتأثير صدمات النفط على الأسواق المالية والذي يمكن تعميم نتائجه على الاقتصادات الناشئة مثل سورية.

النتائج في الأجل القصير:

على الرغم من التأثير السلبي على المدى الطويل، يظهر أن الحرب كان لها تأثير إيجابي معنوي قصير الأجل، قد يكون هذا التأثير ناتجاً عن اضطرابات العرض في الأسواق العالمية التي تؤدي إلى تحركات كبيرة في أسعار السلع والطاقة، مما يخلق فرصاً لتحقيق مكاسب مؤقتة في السوق، ويمكن التفسير أيضاً، أن هذا التأثير قصير الأجل قد يكون انعكاس لحالة عدم الاستقرار في السوق العالمي والتي تؤدي إلى زيادة الطلب على بعض القطاعات في سورية، خاصة تلك المرتبطة بالتجارة.

تقلبات سعر الصرف في المدى القصير تؤثر سلباً على السوق المالي السوري، حيث يسبب ذلك مخاطر فورية للمستثمرين ويزيد من حالة عدم اليقين، ويتجنب المستثمرون الاستثمار في ظل هذه التقلبات، مما يؤدي إلى انخفاض في أداء السوق المالي، ويدفعهم ذلك إلى البحث عن استثمارات أكثر استقراراً خارج السوق المالي السوري.

ارتفاع أسعار الذهب على المدى القصير كان له تأثير إيجابي ومعنوي على أداء المؤشرات السورية، قد يعود ذلك إلى تدفق رؤوس الأموال نحو سوق الأسهم السورية من قبل بعض المستثمرين المحليين الذين يرون في السوق فرصة لتحقيق عوائد في ظل ارتفاع أسعار الذهب عالمياً، حيث أنه في بعض الأحيان زيادة أسعار الذهب قد تدفع المستثمرين المحليين إلى البحث عن بدائل استثمارية، مما ينعكس إيجابياً على السوق المالي في الأجل القصير.

التأثير الإيجابي لسعر النفط في المدى القصير، وإن كان محدوداً (إيجابي غير معنوي)، يمكن أن يدل على وجود فرص مؤقتة في السوق بسبب تحركات أسعار النفط، حيث قد يرى بعض المستثمرين في السوق فرصاً لتحقيق أرباح قصيرة الأجل بناءً على توقعات تقلبات أسعار النفط.

1.4 نموذج (ARDL) الغاز (سورية):

يظهر الجدول (15) نتائج اختبار (ARDL) المتضمن أسعار الغاز لدولة سورية في الأجل الطويل والقصير، تم اختيار النموذج بناءً على معيار أكايكي للمعلومات (AIC) الذي يشير إلى أن نموذج ARDL(2.3.3.3.3)المختار هو الأنسب، وهذا يعزز الثقة في النتائج المستخلصة من هذا النموذج.

معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي (ϕ) معنوي عند مستوى دلالة 1%، قيمة هذا المعامل السالبة تشير إلى سرعة التكيف والعودة إلى وضع التوازن في السوق المالي بعد الصدمات على المدى القصير، ويشير ذلك إلى أن السوق يتكيف بسرعة مع التغيرات قصيرة الأجل.

الجدول(15)

نتائج نموذج (ARDL) الذي يتضمن أسعار الغاز العالمية (سورية)

ARDL (2.3.3.3)				
Long Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	***Prob.**
WAR	-0.007655	0.001883	-4.064447	0.0001
EX	-0.010033	0.003111	-3.224485	0.0013
GOLD	-0.004300	0.011746	-0.366067	0.7144
GAS	0.008281	0.001864	4.441566	0.0000
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.654354	0.015822	-41.35794	0.0000
D(INDEX(-1))	0.082123	0.031810	2.581646	0.0100
D(WAR)	0.007815	0.002928	2.668770	0.0077
D(WAR(-1))	-0.015504	0.003196	-4.850605	0.0000
D(WAR(-2))	0.007799	0.001312	5.943295	0.0000
D(EX)	-0.019716	0.008792	-2.242430	0.0252
D(EX(-1))	-0.013779	0.004403	-3.129795	0.0018
D(EX(-2))	-0.050962	0.020685	-2.463671	0.0139
D(GOLD)	0.002134	0.006792	0.314191	0.7534
D(GOLD(-1))	0.045100	0.011935	3.778729	0.0002
D(GOLD(-2))	-0.044870	0.008735	-5.136977	0.0000
D(GAS)	-0.010254	0.001207	-8.493687	0.0000
D(GAS(-1))	-0.009854	0.000608	-16.21313	0.0000
D(GAS(-2))	0.011941	0.005098	2.348245	0.0191
C	-0.037798	0.001019	-37.09357	0.0000
Sum squared resid			0.086886	

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

النتائج في الأجل الطويل:

الحرب الروسية الأوكرانية تسببت في انخفاض أداء سوق دمشق للأوراق المالية على المدى الطويل وهو أثر سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 1%، هذا الانخفاض يعكس التوترات الجيوسياسية وتأثيرها السلبي على الثقة الاستثمارية في الأسواق المالية الناشئة مثل سورية، حيث أن الحروب عادةً ما تزيد من المخاطر وتدفع المستثمرين للابتعاد عن الاستثمار.

أثر سعر الصرف سلبي ومعنوي، يشير ذلك إلى أن انخفاض قيمة الليرة السورية مقابل الدولار يؤدي إلى ضعف أداء السوق المالي السوري، حيث تؤدي الضغوط التضخمية الناتجة عن ارتفاع تكاليف الواردات إلى تقليل القوة الشرائية للمستثمرين المحليين وزيادة المخاطر الاقتصادية العامة، وإن تأثير أسعار الذهب غير المعنوي في النموذج المتضمن أسعار الغاز يشير إلى أن أسعار الذهب لا تؤثر بشكل كبير على أداء سوق دمشق المالي على المدى الطويل.

التأثير إيجابي ومعنوي لارتفاع أسعار الغاز (0.008281) على أداء مؤشري سوق دمشق، وعلى الرغم من أن سورية تستورد الغاز، فإن ارتفاع أسعار الغاز عالمياً له تأثير إيجابي على السوق السوري، وقد يكون مرتبطاً بارتفاع إيرادات الصادرات، وربما بسبب ارتباط الاقتصاد السوري ببعض العوائد من تجارة الغاز أو دعم مالي من الدول المتأثرة بسوق الغاز، لكن هذا التأثير يبقى معقداً بسبب أزمة الاستيراد في سورية.

النتائج في الأجل القصير:

كل قيمة للمتغيرات في الأجل القصير تمثل أثره على المؤشر عند فترة زمنية مختلفة، وكل تأخير (Lag) يعطي لمحة عن كيفية تطور أو تلاشي تأثير المتغير بمرور الوقت (Pesaran, Shin & Smith, 2001)، بالتالي فإن:

تأثير الحرب:

D(WAR): قيمة المعامل (0.006955) إيجابي ومعنوي، هذا التأثير الإيجابي قد يعكس فترة قصيرة في بداية الحرب حيث حدثت زيادة مؤقتة في النشاطات الاستثمارية أو تداول الأسهم كنتيجة لتوقعات اقتصادية أو مضاربات، مما أدى إلى تحفيز الأداء السوقي لفترة قصيرة.

D(WAR(-1)): قيمة المعامل (−0.015504) سلبي ومعنوي، حيث بعد فترة قصيرة من بدء الحرب، ظهر التأثير السلبي لها، وأدت إلى انخفاض أداء السوق بسبب التوقعات السلبية الناجمة عن استمرار الحرب، وانخفاض الثقة الاستثمارية بسبب عدم الاستقرار الجيوسياسي المستمر بين روسيا وأوكرانيا.

تأثير سعر الصرف:

D(EX): قيمة المعامل (0.019716−) سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، يشير إلى أن ارتفاع سعر الصرف (انخفاض قيمة الليرة) يؤدي إلى تأثير سلبي مباشر في أداء السوق على المدى القصير، حيث يتأثر المستثمرون المحليون بزيادة التضخم وانخفاض القوة الشرائية.

D(EX(-1)) و D(EX(-2)): قيم معاملاتهم (0.050962− ,0.013779−) على التوالي، تأثير سلبي ومعنوي، يشير إلى استمرار الانخفاض في قيمة الليرة مما يؤدي إلى تفاقم الآثار السلبية على السوق المالي مع مرور الوقت، حيث يزداد التأثير السلبي كلما زادت مدة الأزمة المالية مما يؤدي إلى تدهور إضافي في الثقة في السوق المالي.

تأثير أسعار الذهب:

D(GOLD): القيمة موجبة وغير معنوية، حيث قد تشير إلى أن المستثمرين في ظل ارتفاع أسعار الذهب يرون فرصة استثمار جيدة في السوق المالي السوري.

D(GOLD(-1)) و D(GOLD(-2)): بقيم (0.045100) و (0.044870−) معنوية عند مستوى دلالة 1%، تشير هذه القيم إلى أن الارتفاعات المؤقتة في أسعار الذهب قد تعكس بعض التذبذب في السوق السوري، حيث قد يلجأ المستثمرون المحليون إلى الذهب كبديل عن الأصول المالية الأخرى.

تأثير أسعار الغاز:

D(GAS): سالب ومعنوي، أي أن ارتفاع أسعار الغاز أدى إلى تأثير سلبي في أداء السوق المالي السوري.

D(GAS(-1)): قيمة المعامل (0.010095−) معنوي، هذه القيمة السالبة تشير إلى أن ارتفاع أسعار الغاز العالمية له تأثير سلبي على أداء سوق دمشق في الفترة الأولى، يمكن تفسيره بالضغط الاقتصادي الناجم عن ارتفاع تكاليف الإنتاج والنقل للسلع، حيث يعتبر الغاز من المدخلات الأساسية في العديد من الصناعات في الاقتصاد السوري، وقد يؤدي ارتفاع تكاليف الطاقة إلى تضخم في الأسعار المحلية، مما يضغط على القوة الشرائية ويقلل من السيولة المتاحة للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

D(GAS(-2)): القيمة الموجبة المعنوية (0.009854)، تظهر أن التأثير يتحول إلى تأثير موجب في الفترة التالية، هذا التحول إلى تأثير إيجابي يمكن تفسيره باحتمالية أن السوق قد تكيف جزئياً مع ارتفاع

أسعار الغاز أو أن السلطات المحلية قد اتخذت تدابير للتخفيف من آثار التكاليف المرتفعة للطاقة، مثل الدعم الحكومي أو تقديم حوافز للمستثمرين.

إن القيمتين المتعاكستين في التأخير الأول والتأخير الثاني لمتغير أسعار الغاز تشير إلى تأثيرات مزدوجة ومعقدة على السوق المالي السوري، حيث أن هذه التحولات في الأثر تعكس مرونة السوق وتفاعله مع الظروف الاقتصادية المتغيرة.

مناقشة الفرضيات:

بناءً على النتائج السابقة لنماذج الانحدار يمكننا رفض الفرضيات العدم الآتية:

$H_{(0,1)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسواق المالية العربية.

$H_{(0,6)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية على أداء سوق دمشق للأوراق المالية.

لأنه ثبت وجود أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسواق المالية العربية ومؤشرات الدول المدروسة في الأجلين الطويل والقصير وفق نتائج تحليل الانحدار، وأيضاً بالاعتماد على النظريات المفسرة لأثر الحرب على الأسواق المالية ودور قنوات التأثير في نقل هذا الأثر والمتمثلة بأسعار النفط والغاز والذهب وأسعار الصرف، بالتالي يمكن القول إنه تمت الإجابة عن التساؤل الرئيسي للمشكلة.

ثامناً: المقارنة بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط:

يقدم نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL) دراسة تأثير الحرب على المدى الطويل والقصير، لكن لمقارنة أثر الحرب لكل دولة على حدة، يقدم النموذج خيار (Short Run Coefficients) الذي يعبر عن التأثير اللحظي أو التغيرات البسيطة على المدى القصير لكل دولة، بينما نتائج (Short Run Equation) تضيف إلى ذلك تأثير التصحيح للاختلالات قصيرة الأجل (معامل تصحيح حد الخطأ العشوائي ϕ) ، ويوضح كيف يتم تكيّف المؤشر المالي مع التغيرات المتكررة في المتغيرات المستقلة (Peasaran & Shin, 1998)، ويوضح الجدول (16) نتائج (ARDL) للأثر اللحظي قصير الأجل (Short Run Coefficients):

الجدول(16)

نتائج التأثير اللحظي قصير الأجل

Short Run Coefficients					
Country	**Variable**	**Coefficient**	**Std.Error**	**T-Statistic**	**Prob***
Jordan	COINTEQ01	-0.828117	0.001940	-426.8748	0.0000
	D(WAR)	-0.018481	3.73E-05	-274.6473	0.0000
	D(GOLD)	-0.064021	0.001007	-63.55781	0.0000
	D(OIL)	0.021194	0.000118	180.2840	0.0000
	C	-0.069372	0.000971	-71.41959	0.0000
KSA	COINTEQ01	-0.881158	0.002000	-440.5829	0.0000
	D(WAR)	-0.010235	8.50E-05	-217.5149	0.0000
	D(GOLD)	0.002503	0.002307	1.084820	0.3574
	D(OIL)	-0.005076	0.000267	-19.00677	0.0003
	C	-0.074367	0.001087	-68.43531	0.0000
UAE	COINTEQ01	-0.914041	0.001944	-470.2016	0.0000
	D(WAR)	-0.020566	7.91E-05	-259.8422	0.0000
	D(GOLD)	0.065835	0.002130	30.90463	0.0001
	D(OIL)	0.028261	0.000248	113.9609	0.0000
	C	-0.076746	0.001172	-65.48785	0.0000
QAT	COINTEQ01	-0.804162	0.001946	-413.2151	0.0000
	D(WAR)	-0.010211	7.28E-05	-140.1972	0.0000
	D(GOLD)	0.013111	0.001963	6.678559	0.0068
	D(OIL)	0.018454	0.000231	80.04768	0.0000
	C	-0.068009	0.000902	-75.38183	0.0000

المصدر اعتماد الباحث على برنامج Eviews10

التأثير قصير الأجل اللحظي للحرب الروسية الأوكرانية على أداء مؤشرات الأسواق المالية للدول الأربعة سلبي ومعنوي، بالمقارنة بين الأردن كبلد مستورد ومستهلك للنفط والسعودية كبلد منتج له كان هذا التأثير أكثر وضوحاً في الأردن (0.018481−) مقارنة بالسعودية (0.010235−)، قد يكون هذا الاختلاف ناتجاً عن أن الاقتصاد الأردني أكثر هشاشة وأكثر اعتماداً على العوامل الخارجية مقارنةً بالسعودية، التي تمتلك اقتصاداً أكثر تنوعاً واستقلالية.

تأثير أسعار الذهب كان سلبياً ومعنوياً في الأردن (0.046021−) بينما كان غير معنوي في السعودية (0.002503)، يشير ذلك إلى أن المستثمرين في الأردن يرون الذهب كملاذ آمن في ظل الأوضاع الاقتصادية غير المستقرة، بينما السوق السعودي يعتمد بشكل أكبر على العوامل المحلية مثل النفط والإنفاق الحكومي.

تأثير ارتفاع أسعار النفط على السوق المالي الإماراتي والقطري إيجابي ومعنوي، مما يعكس أن ارتفاع أسعار النفط يزيد من عائدات الدولتين كدول مصدرة، ويعزز ثقة المستثمرين في أسواقها المالية.

بالنسبة للسوق المالي السعودي، فإن ارتفاع أسعار النفط له تأثير سلبي ومعنوي (0.005076−)، السعودية دولة مصدرة للنفط، لكن التأثير السلبي هنا يمكن أن يفسر بأن تذبذب أسعار النفط يؤدي إلى عدم استقرار العائدات والميزانية العامة، مما ينعكس بشكل سلبي على أداء الأسواق المالي.

على عكس تأثير ارتفاع النفط على السعودية، التأثير كان إيجابياً على السوق المالي الأردني (0.021194)، على الرغم من أن الأردن بلد مستورد للنفط لكن قد يكون لديها عوامل أخرى تساهم في مرونة أسواقها المالية أمام تقلبات أسعار النفط، يبدو أن التأثير الإيجابي لأسعار النفط على سوق الأردن المالي يعكس سياسات حكومية ناجحة في تخفيف العبء المالي الناتج عن الارتفاعات الحادة في الأسعار، ومن الممكن أن يكون السبب هو تعزيز الثقة العامة من خلال استثمارات أجنبية وتدابير حكومية داعمة لاستيراد النفط (Sadorsky, 1999).

الخلاصة ومناقشة الفرضية:

الأردن يتأثر بشكل أكبر بالحرب وأسعار الذهب، حيث يعكس سوقه المالي تأثيرات خارجية أكثر بسبب ضعف تنوع اقتصاده واعتماده على الاستيراد، بينما السعودية، على الرغم من تأثرها بالحرب، إلا أن التأثير الأكبر كان بسبب تقلبات أسعار النفط، حيث يؤثر تقلب الأسعار بشكل كبير على عائداتها الحكومية وبالتالي على أسواقها المالية.

بالتالي يمكننا رفض الفرضية العدم الآتية:

$H_{(0,2)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء السوق المالي السعودي.

$H_{(0,3)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء سوق دبي المالي.

$H_{(0,4)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء بورصة قطر.

$H_{(0,5)}$: لا يوجد أثر معنوي للحرب الروسية الأوكرانية في أداء بورصة عمان.

$H_{(0,7)}$: لا يوجد فارق جوهري لأثر الحرب الروسية الأوكرانية بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط.

وقبول الفرضيات البديلة لوجود فارق جوهري بناءً على نتائج الانحدار في الجدول (16).

النتائج والتوصيات:

أولاً: النتائج

هدفت هذه الدراسة للبحث في أثر الحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسواق المالية لدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن وسورية)، حيث تمت الدراسة على عوائد المؤشرات اليومية لمدة سنتين وتغطية الفترة قبل الحرب وبعدها، وتم فصل دولة سورية ودراسة مؤشراتها بشكل منفصل والسبب في ذلك دراسة مؤشري سوق دمشق للأوراق المالية وإضافة متغير سعر الصرف نظراً لعدم استقرار سعر الصرف لديها نتيجة الأزمة الاقتصادية التي تمر بها البلاد.

تم تقسيم الدراسة إلى عدة نماذج انحدار بعد إجراء اختبار معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة وقد أظهرت نتائج النماذج الآتي:

- الحرب الروسية الأوكرانية أثرت بشكل كبير على أداء الأسواق المالية للدول محل الدراسة لدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن، سورية) على المدى الطويل والقصير، لكن التأثير كان واضحاً على المدى القصير أكثر من المدى الطويل، بسبب الصدمات اللحظية والتغيرات المفاجئة التي أثرت على ثقة المستثمرين، مما أدى إلى تذبذب في أداء الأسواق المالية.
- جميع الأسواق المالية أظهرت مرونة عالية في العودة إلى التوازن بعد الصدمات.
- أكدت النتائج أن الذهب دائماً يلعب دور الملاذ الآمن عند حدوث الأزمات، وبالنسبة للدول المصدرة للنفط والغاز (السعودية، قطر، الإمارات) لم يكن هذا التأثير كبيراً، حيث أن الأثر كان محدوداً في الأجل الطويل، نظراً لاعتماد هذه الدول بشكل أكبر على النفط والغاز كمصدر أساسي للإيرادات، ومع ذلك، يبقى للذهب دور مستمر كملاذ استثماري آمن في فترات الأزمات.
- تأثرت الأسواق المالية في الأردن وسورية بارتفاع أسعار الذهب بشكل سلبي على المدى القصير، حيث يعتبر الذهب أحد مصادر التكلفة في هذه الاقتصادات التي تفتقر إلى الموارد الطبيعية.
- تقلبات أسعار النفط العالمية لم تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية للدول (السعودية، قطر، الإمارات، الأردن) على المدى الطويل والسبب في ذلك مرونة هذه الأسواق وعودتها إلى وضع التوازن خلال الأزمات، وعلى المدى القصير فإن ارتفاع أسعار النفط يؤثر إيجاباً على أداء الأسواق المالية لهذه الدول ذلك لأهمية النفط في اقتصادات هذه الدول، خاصة الدول الخليجية المنتجة له التي تعتمد بشكل كبير على العائدات النفطية.

- ارتفاع أسعار الغاز يؤدي إلى انخفاض أداء مؤشرات الأسواق المالية في الأجل الطويل، حيث أن ارتفاع أسعار الغاز يزيد من تكاليف الطاقة للشركات الصناعية، مما يؤثر سلباً على الأرباح والأداء العام للأسواق.
- انخفاض قيمة العملة السورية على المدى الطويل والقصير أدى إلى تأثير سلبي في أداء السوق المالي السوري، حيث أن التقلبات في سعر الصرف تزيد من تكلفة الاستيراد وتضعف القوة الشرائية، مما يؤثر سلباً على أداء الشركات في السوق المالي.
- أظهرت النتائج أن السوق المالي السوري المتمثل بمؤشري بورصة دمشق (DLX, DWX) يستجيب بسرعة نسبية للتغيرات والصدمات في الأجل القصير.

ثانياً: التوصيات

بالنسبة لمنظمي الأسواق المالية:

- في الدول المنتجة للنفط: يجب على المنظمين تطوير سياسات تنويع اقتصادي، لتقليل الاعتماد على صادرات النفط والغاز، وذلك من خلال تعزيز القطاعات الأخرى، مثل التكنولوجيا والسياحة والصناعات التحويلية.
- في الدول المستوردة للنفط: تطوير برامج دعم مالي للشركات المتأثرة بارتفاع أسعار الطاقة، ودعم الابتكارات في مجال الطاقة المتجددة لتقليل الاعتماد على مصادر الطاقة المستوردة.
- تعزيز استقرار سعر الصرف بالنسبة لسورية، نظراً لأن تدهور سعر صرف الليرة السورية يؤثر بشكل كبير على الأسواق المالية المحلية، يوصى بأن تعمل السلطات المالية على وضع سياسات نقدية أكثر استقراراً، وتقديم الحوافز للاستثمارات الأجنبية، وزيادة احتياطيات العملات الأجنبية، هذا سيسهم في استقرار الأسواق ويخفف من التأثير السلبي لارتفاع أسعار الطاقة المستوردة.
- يجب دعم تنويع الاقتصاد في سورية، على المدى الطويل، تحتاج سورية إلى تقليل اعتمادها على استيراد الطاقة من خلال دعم مشاريع الطاقة المتجددة والاستثمار في الموارد المحلية، وينبغي على منظمي السوق العمل مع الحكومة لتشجيع تنمية قطاعات اقتصادية متنوعة ومستدامة قادرة على خلق فرص عمل وتعزيز النمو الاقتصادي المستدام.

بالنسبة للمستثمرين:

- تنويع المحافظ الاستثمارية: يجب على المستثمرين توجيه جزء من استثماراتهم إلى قطاعات غير مرتبطة مباشرة بأسعار النفط والغاز، مثل القطاع التكنولوجي والرعاية الصحية، للحد من المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الطاقة.
- الاستفادة من الاتجاهات العالمية: يمكن للمستثمرين في الدول المنتجة للطاقة الاستفادة من التوجه العالمي نحو الطاقة النظيفة، من خلال الاستثمار في الشركات والمشاريع المتعلقة بالطاقة المتجددة.
- بالنسبة للمستثمرين في سورية، من المهم على المستثمرين أن يكونوا على دراية بالمخاطر الجيوسياسية وتأثيراتها المباشرة على السوق المالي السوري، والاستثمار في أدوات مالية أكثر أماناً مثل الذهب أو العملات الأجنبية وهذا خيار جيد للتحوط ضد المخاطر الناجمة عن الاضطرابات الجيوسياسية.
- بما أن سورية مستوردة للطاقة، فإن أي ارتفاع في أسعار النفط والغاز قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج والتشغيل في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وعلى المستثمرين أن يكونوا واعين لهذه التقلبات ويفكروا في التحوط من خلال تنويع محفظة استثماراتهم في قطاعات أخرى أقل تأثراً بأسعار الطاقة، مثل السلع الأساسية أو الأصول الثابتة.
- مراقبة سعر صرف الليرة السورية، نظراً لأن سعر الصرف يؤثر بشكل مباشر على كلفة الاستيراد، يجب على المستثمرين مراقبة تقلبات الليرة مقابل العملات الأجنبية للحفاظ على سيولة كافية من العملات الأجنبية أو في أصول مدعومة بعملات أجنبية للتحوط ضد مخاطر التضخم المحلي وتدهور سعر الصرف.

للباحثين في هذا المجال:

- دراسة تأثير الطاقة المتجددة وتطوراتها المستقبلية في أداء الأسواق المالية، خصوصاً في الدول التي تعتمد بشكل كبير على صادرات النفط والغاز، وذلك لفهم كيفية تخفيف الاعتماد على هذه المصادر.
- دراسة التأثيرات المتشابكة بين الأزمات الدولية، وأسعار الطاقة، والسياسات النقدية على الأسواق المالية المحلية في الدول النامية مثل سورية، والتوسع في هذه الأبحاث سيساعد في تقديم رؤى أوضح حول كيفية التكيف مع الأزمات المستقبلية، وسيمكن المستثمرين والمنظمين من اتخاذ قرارات مستنيرة ومستدامة.

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1-آمال إسماعيل محمد يوسف جالوس (2024): أثر الصدمات الخارجية على كفاءة أسواق المال في الشرق الأوسط "جائحة كورونا- الحرب الروسية الأوكرانية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، العدد الرابع، ص 398- 443.

2-رانيا محمد عناني (2023): التداعيات الإقليمية والدولية للنزاع الروسي الأوكراني، المجلة المصرية للقانون الدولي، العدد 79، ص 437-490.

3-هيام سالم زيدان أحمد ونصر سالم خليل موسى (2023): انعكاسات الصراع الروسي الأوكراني على الوضع الاقتصادي العالمي دراسة قياسية على سوق الاوراق المالية المصري، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، العدد الثالث، ص 1-42.

المراجع باللغة الأجنبية:

1.1 الكتب:

1- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance, Handbook of the Economics of Finance, National Bureau of Economic Research, p47, DOI 10.3386/w9222.

2- Cohen, J. (1988). Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences (2nd ed.). Lawrence Erlbaum. Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, p481 ISBN 0-8058-0283-5.

3- Dauvergne, P., (1997). Shadows in the Forest: Japan and the Politics of Timber in Southeast Asia. MIT press. P65, ISBN: 9780262540872.

4- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic Econometrics. McGraw-Hill/Irwin. P622, ISBN 978-0-07-337577-9.

5- Krugman, P. (2008): The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008, W.W. Norton & Company. P 165 ISBN: 978-0-393-33780-8.

6-Yakovleva, N., (2017). Corporate Social Responsibility in the Mining Industries. Routledge, p31 ISBN: 9781315259215.

1.2 المقالات:

1- Ahmed,Hasan and Kamal. (2022). Russia‐Ukraine crisis: The effects on the European stock market, European Financial Management published by John Wiley & Sons Ltd, 2022, 1-41. doi.org/10.1111/eufm.12386.

2-Aizenman, Lindahl, Stenvall and Salah Uddin (2024): Geopolitical shocks and commodity market dynamics: New evidence from the Russia-Ukraine conflict. European Journal of Political Economy 85 (2024) 102574.

3- Alam,Tabash,Billah,Kumar and Anagreh. (2022). The Impacts of the Russia–Ukraine Invasion on Global Markets and Commodities: A Dynamic Connectedness among G7 and BRIC Markets, Journal of Risk and Financial Management, Vol.15 (8) p352. doi.org/10.3390/jrfm15080352.

4-Anderton, C. H., & Carter, J. R. (2001). The Impact of War on Trade: An Interrupted Time-Series Study, Journal of Peace Research, Volume 38, Issue 4.

5-Anderton, C., & Carter, J. (2003). Economic impacts of conflict. Journal of Economic Perspectives, Journal of Peace Research, Volume 55, Issue 3.

6-Andrew Levin, Chien-Fu Lin, Chia-Shang James Chu (2002): Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties, Volume 108, Issue 1, p 1-24.

7-Barsky, R. B., & Kilian, L. (2004). Oil and the Macroeconomy Since the 1970s, Journal of Economic Perspectives, 18(4), 115-134.

8-Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold, Financial Review, 45(2), 217-229.

9- Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. Journal of Banking & Finance, 34(8), 1886–1898. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.008.

10-Blanchard, O. J., & Gali, J. (2010). The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s? ,NBER Working Paper No. 13368.

11-Bloch, R., Owusu, G., 2012. Linkages in Ghana's gold mining industry: challenging the enclave thesis. Resour. Pol. 37 (4), 434–442.

12-Blomberg, S. B., Hess, G. D., & Orphanides, A. (2004). The macroeconomic consequences of terrorism, Journal of Monetary Economics, 51(5), 1007-1032.

13- Booubaker,Goodell,Pandey and Kumari. (2022). Heterogeneous Impacts of Wars on Global Equity Markets: Evidence from the Invasion of Ukraine, Finance Research Letters, vol. 48, 102934 doi.org/10.1016/j.frl.2022.102934.

14- Boungou and Yatie. (2022). The impact of the Ukraine-Russia war on world stock market returns, Bordeaux Economics Working Papers, 13p doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110516.

15-Brown, S (2024). Economic Sanctions as a Tool of Foreign Policy: Effectiveness and Ethical Considerations, International Journal of Transcontinental Discoveries, Volume 11, Issue 1.

16-Choudhry, T., & Zheng, M. (2020). Geopolitical Risk and Stock Market Volatility, Journal of Economic Behavior & Organization, 178, 495-512.

17-Cutler, D. M., Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1989). What Moves Stock Prices? Journal of Portfolio Management, 15(3), 4-12.

18-Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, 25(2), 383-417.

19- Gaio,Stefanelli, Júnior,Bonacim and Gatsios. (2022). The impact of the Russia-Ukraine conflict on market efficiency: Evidence for the developed stock market, Finance Research Letters, vol. 50, 103302 doi.org/10.1016/j.frl.2022.103302.

20-Gaye Del Lo, Isaac Marcelin, Théophile Bassène, Babacar Sène (2022): The Russo-Ukrainian war and financial markets: the role of dependence on Russian commodities. Finance Research Letters, vol50, 103194.

21-Gilbert, R. J., (1984). Will Oil Markets Tighten Again? A survey of Policies to Manage Possible Oil Supply Disruptions. Journal of Policy Modeling 6, 111–142.

22-Glick, R., & Taylor, A. M. (2010). Collateral Damage: Trade Disruption and the Economic Impact of War, Review of Economics and Statistics, 92(1), 102-127.

23-Hamilton, J. D. (2003). What is an Oil Shock? Journal of Econometrics, 113(2), 363-398.

24-Hau, H., & Rey, H. (2006). Exchange Rates, Equity Prices, and Capital Flows, Review of Financial Studies, 19(1), 273-317.

25-Holsti, O. R., & North, R. C. (1966). Comparative analysis of conflict dynamics. American Political Science Review, Volume 62, Issue 4, p. 1402 – 1403.

26-IMF (2024): Regional Economic Outlook for the Middle East and Central Asia, October 2024: Navigating The Evolving Geoeconomic Landscape. ISBN: 9798400287350.

27- International Monetary Fund (IMF). (2022). World Economic Outlook APRIL 2022: War Sets Back the Global Recovery. ISBN 978-1-61635-942-3.

28-Jens Heibach, Luíza Cerioli (2024): Saudi Arabia's Ambivalent Stance on the Russia-Ukraine War: Balancing Regime Stability and Equal Sovereignty, Contemporary Security Policy, Volume 45, N4, P 670-683.

29- Johnson, R. C., & Brown, D. R. (2004). Export markets and firm performance: New Evidence from China, Journal of International Economics, Volume 64, Pages 217-222.

30-Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, 47(2), 263-291.

31-Kapar, B., & Buigut, S. (2020). Effect of Qatar diplomatic and economic isolation on Qatar stock market volatility: an event study approach. Applied Economics, 52(55), 6022‑6030.

32- Karolyi, G. A. (2006): The consequences of terrorism for financial markets, Working Paper Series 2006-6, Ohio State University, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics.

33-Kilian, L., & Park, C. (2009). The impact of oil price shocks on the U.S. stock market. International, Economic Review, 50(4), 1267-1287.

34-Korhan K. Gokmenoglu, Negar Fazlollahi, The Interactions among Gold, Oil, and Stock Market: Evidence from S&P500, Procedia Economics and Finance 25 (2015) 478 – 488.

35-Krugman, P., 1979. A model of balance-of-payments crises. J. Money Credit Bank. 11 (3), 311–325.

36-Krugman, P. R. (1980). Scale Economies, Product Differentiation, and the Pattern of Trade, American Economic Review, Vol 70, no 5, 950- 959.

37- Li,Alshater and Yoon. (2022). The Impact of Russia-Ukraine Conflict on Global Financial Markets, SSRN Electronic Journal, doi.org/10.2139/ssrn.4108325.

38-Marwan Izzeldin, Yaz Gülnur Muradoğlu, Vasileios Pappas, Athina Petropoulou, Sheeja Sivaprasad (2023): The impact of the Russian-Ukrainian war on global financial markets, International Review of Financial Analysis, Volume 87, 102598.

39- Nerlinger and Utz. (2022). The impact of the Russia-Ukraine conflict on energy firms: A capital market perspective, Finance Research Letters, Vol.50, 103243 doi.org/10.1016/j.frl.2022.103243.

40-Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation, Journal of Statistical and Econometric Methods, 5 (4), 63-91.

41- OECD. (2022). Impacts of the Russian Invasion of Ukraine on Financial Market Conditions and Resilience: Assessment of Global Financial Markets, doi.org/10.1787/879c9322-en.

42- OECD (2023): OECD Quarterly International Trade Statistics, Volume 2022 Issue 4, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/5a1ef126-en.

43-Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1998). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis. Econometric Society Monographs, 31, 371-413.

44-Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. Journal of Applied Econometrics, 16 (3), 289-326.

45-Pindyck, R. S., (2003): Volatility in Natural Gas and Oil Markets. Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology, 30(0312).

46-Pukthuanthong, K., & Roll, R. (2011). Gold and the Dollar (and the Euro, Pound, and Yen). Journal of Banking & Finance, 35(8), 2070–2083.

47-Rigobon, R., & Sack, B. (2004). The Impact of War Risk on U.S. Financial Markets, Journal of Banking & Finance, 28(2), 310-331.

48- Rigobon, R., & Sack, B. (2005). The impact of war risk on U.S. financial markets. Journal of Banking & Finance. vol. 29, issue 7, 1769-1789.

49-Sadorsky,P.(1999). Oil price shocks and stock market activity. Energy Economics, 21(5), 449-469.

50-Sharpley, R., 2002. The challenges of economic diversification through tourism: the case of Abu Dhabi. Int. J. Tourism Res. 4 (3), 221–235.

51-Solomon Polachek (2007): Conflict and Trade: An Economics Approach to Political Interactions, Peace Economics, Peace Science and Public Policy 5(2) .

52-Tang, C., Irfan, M., Razzaq, A., Dagar, V., 2022. Natural resources and financial development: role of business regulations in testing the resource-curse hypothesis in ASEAN countries. Resour. Pol. 76, 102612.

53-Wu, Zhan, Zhou and wang, (2023): Stock market volatility and Russia–Ukraine conflict Finance Research Letters 55 (2023) 103919.

54-Yang, Y., Liu, Z., Saydaliev, H.B., Iqbal, S., 2022. Economic impact of crude oil supply disruption on social welfare losses and strategic petroleum reserves. Resour. Pol. 77, 102689.

55-Yi Fang, Zhiquan Shao (2022): The Russia-Ukraine conflict and volatility risk of commodity markets, Finance Research Letters, Volume 50, 103264.

56- Yousaf,Patel and Yarovaya. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict ‘‘black-swan’’ event: Evidence from event study approach, Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol.35, 100723.

المواقع الإلكترونية:

1- موقع (www.investing.com).

2- موقع سوق دمشق للأوراق المالية (http://dse.sy/).

3- موقع السوق المالي السعودي (www.tadawul.com.sa).

4- موقع سوق دبي المالي (www.dfm.co.ae).

5- موقع بورصة قطر (https://www.qe.com.qa/)

6- موقع بورصة عمان الأردن (https://www.exchange.jo/).

7-موقع البنك الدولي (https://www.albankaldawli.org/ar/home).

8-موقع منظمة أوبك (https://www.opec.org/opec_web/en/index.htm).

9-موقع (https://www.bloomberg.com/).

10- موقع مجلس التعاون الخليجي (https://www.gcc-sg.org/ar/Pages/default.aspx).

11-موقع مجموعة البنك الدولي (https://www.albankaldawli.org/ext/ar).