

اثر التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي  
-دراسة قياسية باستخدام نماذج Panel ARDL خلال الفترة (1996-2019)-

**The impact of inflation on the financial market performance in GCC countries –Econometric study using Panel ARDL models for the Period (1996-2019)-**

دحماني فاطمة

عميش عائشة\*

مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة / مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر

dahmani.fatima@univ-alger3.dz

بن بوعلوي - الشلف، الجزائر  
a.amiche@univ-chlef.dz

تاريخ القبول: 2022/03/28

تاريخ الاستلام: 2021/12/19

**مستخلص:**

عالج البحث موضوعا جوهريا ومهما ألا وهو محاولة معرفة اثر التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، باستخدام طرق مختلفة في التقدير في إطار نماذج *Panel ARDL*، بهدف ضبط الأثر في المدى القصير والطويل الأجل، ولتحقيق هذا الهدف استخدمنا المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي، وتكون مجتمع الدراسة من دول التعاون الخليجي وهي التالي: السعودية، الإمارات (أبو ظبي ودبي) الكويت، البحرين، قطر وسلطنة عمان خلال الفترة (1996-2019).

أشارت نتائج الدراسة إلى وجود اثر سالب ومعنوي لمعدلات التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي ووجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين التضخم وعائد مؤشرات السوق المالي.

**الكلمات المفتاحية:** الأداء؛ السوق المالي؛ التضخم؛ دول مجلس التعاون الخليجي؛ نماذج Panel ARDL.

**تصنيف JEL:** C13؛ C33؛ E31؛ G15؛ O11.

**Abstract:**

This Study addresses a very important topic to determine the impact of inflation on financial Performance of the GCC, in order to adjust the impact in the short and the long term, we used a set of different estimation methods appropriate to the Panel ARDL model, we used deductive and inductive approach to achieve this aim of the study, the population of the study consisted of all banks listed on during the period (1996-2019).

The results of the study pointed to a negative and significant impact of inflation rates on financial Performance of GCC countries, and here is bile here long run relationship between inflation and market index.

\* المؤلف المراسل: عميش عائشة.

**Keywords:** Performance; financial market; Inflation; GCC Countries; Panel ARDL Models.

**Jel Classification Codes :** C13 ; C33; E31; G15; O11

مقدمة:

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في عملية النمو الاقتصادي وذلك نسبة لدورها في تنوع مصادر التمويل وخفض تكلفته، إلا أن هناك عدة عوامل ومؤشرات تؤثر فيها وتحد من فعاليتها وأدائها، وعلى رأسها التضخم، فهذا الأخير يعتبر من المشاكل العويصة التي تواجهها اغلب اقتصاديات العالم، لما له من أثار على مجمل الأسواق بما في ذلك السوق المالي، وتحديد العلاقة بين أداء هذا السوق ومعدل التضخم يعد من المواضيع البالغة الأهمية، حيث يشكل قضية أساسية للعديد من الاقتصاديين وصانعي القرار ومخططي السياسات الاقتصادية وخاصة في ضوء التغيرات التي شهدتها الأسواق عقب الأزمة العالمية 2008، فالأسواق المالية ظهرت منذ القدم، حيث تشير الوقائع إلى أن نشأتها تعود إلى الإمبراطورية الرومانية، حين غلبت مهنة الصرافة في إيطاليا ومنها انتقلت إلى مدينة بروج البلجيكية في القرن الرابع عشر، حيث كانت العائلات تجتمع في منزل السيد فاندر بورز، ومن هنا جاءت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة نسبة إلى اسمه، وقد انشأ أول سوق مالي في سنة 1339 في بلجيكا ومن ثم انتقل إلى مدينة ليون الفرنسية عام 1639 ثم إلى باريس وامستردام ولندن في القرن السابع عشر وبعدها انتظمت الأسواق في سنة 1890، وقد سعت إلى الربط بين أصحاب رؤوس الأموال ومن هم بحاجة إليها لتعرف تطورا ونموا ملموسا، الأمر الذي انعكس على تنامي الثروة المالية والاستثمارات المالية بأضعاف كبيرة مقارنة بالاستثمارات الحقيقية العالمية، حيث ان أدائها تحكمه عدة مؤشرات إلا أننا سنركز على مؤشر واحد وهو التضخم، فعدم استقرار هذا الأخير سيؤدي إلى صعوبة التنبؤ بالتكاليف والأرباح الناتجة عن ضعف الثقة بالعملة المحلية وزيادة عمليات إحلال العملة وانخفاض قيمة العملة المحلية اتجاه العملات الأجنبية.

تعد دول مجلس التعاون الخليجي من الدول التي حققت طفرة اقتصادية ومعدلات نمو قياسية مقارنة بباقي الدول العربية ودول الشرق الأوسط، خاصة في مجال البورصات وأسواق الأوراق المالية، حيث أن كل دولة تمتلك سوق مالي مطور واحد، إلا البحرين فهي تمتلك سوقين رائدين هما سوق أبو ظبي وسوق دبي، الأمر الذي ساعد هذا التكتل العربي على استقطاب رؤوس أموال محلية وأجنبية لخدمة الاستثمار الخاص والعام، وانطلاقا من هذا أردنا معرفة مدى تأثير

التضخم على أداء السوق المالي في الأجلين القصير والطويل ومدى سرعة عملية تصحيح الاختلال والعودة إلى التوازن في حالة حدوث ضغوط تضخمية.

إن الفكرة الأساسية في هذه الدراسة هي إبراز مدى تأثير التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، وعلى هذا الأساس يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:  
ما مدى تأثير معدل التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (1996-2019)؟

#### ❖ فرضية الدراسة:

تنطلق الدراسة من فرضية أساسية مفادها أن معدلات التضخم تؤثر بشكل سلبي على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث كلما ارتفعت معدلات التضخم كلما انخفض مستوى أداء الأسواق المالية.

#### ❖ أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة كونها تبحث عن مدى تأثير معدلات التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (1996-2019) باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية.

#### ❖ أهداف الدراسة:

كما أن هذه الدراسة تهدف بشكل أساسي إلى قياس وتحليل مدى تأثير معدلات التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، والبحث عن إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بينهما باستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel ARDL) خلال الفترة (1996-2019).

#### ❖ منهج الدراسة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة واختبار مدى صحة فرضيتها تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي بأداتيه التحليل والوصف، لتحديد الإطار النظري لكل من التضخم وأداء السوق المالي والعلاقة النظرية التي تربطها، وكذا المنهج الاستقرائي من خلال استخدام أساليب التحليل الإحصائي للتعرف على العلاقة القياسية التي تربطها بالتطبيق على بيانات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (1996-2019).

#### ❖ الدراسات السابقة:

اكتسبت دراسة العلاقة بين التضخم وأداء السوق المالي أهمية كبيرة في الأدبيات الاقتصادية، حيث تم دراسته من قبل العديد من الأكاديميين والباحثين، وفيما يلي سنذكر أهم هذه الدراسات كالآتي:

- دراسة رعيد عماد الدين، مفيد ذنون يونس (2009): بعنوان: "تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية" هدفت إلى التعرف على تأثير التضخم على مؤشرات أسواق الأوراق المالية (القيمة السوقية للأسهم كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، عدد الشركات المسجلة في السوق، معدل الدوران، مؤشر الأسعار، قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وعدد الأوراق المالية المتداولة) لعينة من الدول العربية تضمنت: الأردن، البحرين، السعودية، الكويت، المغرب، تونس، عمان، مصر ولبنان)، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن للتضخم تأثيراً سلبياً ومعنوياً إحصائياً على مؤشرات قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وعدد الأوراق المالية المتداولة في حين لم يؤثر معنوياً في مؤشرات السوق الأخرى.

- دراسة وسام حسن علي (2013) بعنوان: "اثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)"، هدفت إلى قياس اثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2005-2011 وذلك بالاعتماد على بيانات شهرية للتضخم والمؤشر العام للسوق باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية متبادلة طويلة الأجل بين التضخم ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية، إضافة إلى أن التضخم يؤثر بشكل سلبى على أداء سوق العراق للأوراق المالية، كما يؤدي التدهور الحاصل في أداء السوق إلى آثار سلبية على التضخم.

- دراسة يونس شميصة (2019)، بعنوان: "اثر التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017)"، هدفت إلى قياس تأثير التضخم ومعدلات الفائدة على أداء سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2017) باستخدام تقنية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية إحصائياً وتوازن طويل الأجل بين سعر الفائدة ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية، في حين لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين معدل التضخم ومؤشرات أداء السوق المالي العماني.

- دراسة صالح سراي ونبيل بن مرزوق (2020)، بعنوان: "دراسة اقتصادية لأثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية: حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1980-2015"، هدفت إلى قياس اثر التضخم في الأردن على أداء السوق المالية باستخدام مؤشرات الأداء المتمثلة في: حجم التداول، القيمة السوقية، المؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشر معدل دوران السهم خلال الفترة 1980-2015، وتوصلت إلى وجود علاقة إحصائية معنوية بين معدل التضخم ومؤشرات أداء السوق المالية، وهو ما يتطابق مع النظرية الاقتصادية لفيدر، وبالتالي يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تامة ضد مخاطر التضخم في سوق عمان للأوراق المالية.

بعد استعراضنا للدراسات السابقة نجد أنها ركزت على العلاقة بين التضخم وأداء الأسواق المالية مثلها مثل دراستنا الحالية إلا أن العينة المستهدفة تختلف تماما فقد ركزنا على السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، في حين اهتمت الدراسات السابقة أما بسوق دولة واحدة (عمان أو العراق) أو بعينة من الدول العربية، هذا من جهة ومن جهة أخرى الفترة الزمنية التي تغطيها دراستنا الحالية والممتدة من سنة 1996 إلى 2019 والتي بلغت 24 سنة، إضافة إلى التقنية المستخدمة في المعالجة الإحصائية وذلك باعتمادنا على نماذج panel ARDL، عكس الدراسات السابقة التي اعتمدت إما على الدراسة الإحصائية أو التحليلية أو جمعت بينهما، أو كانت قياسية إلا أن النموذج المعتمد مختلف تماما.

## 1- الإطار النظري للدراسة:

سنحاول في هذا المحور التمهيدي تعريف كل من التضخم والأداء المالي وإبراز أهم مرتكزات ومؤشرات قياسهما، مع تقديم العلاقة النظرية التي تربطهما.

### 1-1 تعريف التضخم وقياسه:

أخذ مفهوم التضخم حيزا كبيرا بين راسمي السياسات والباحثين في حقل الفكر الاقتصادي والمالي، فهو من الظواهر الاقتصادية التي اتسمت بها الاقتصاديات المتقدمة والسائرة في طريق النمو على حد سواء، على اعتبار أن التضخم ظاهرة تتصل بالكثير من العلاقات التي تربط بين العوامل والقوى المؤثرة في حركة المتغيرات الاقتصادية، حيث يمكن رصد آثار ايجابية وسلبية له على مختلف محددات النمو والتنمية الاقتصادية.

### ➤ مفهوم التضخم:

يمكن تعريف التضخم على انه الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار على مدى فترة طويلة من الزمن، نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن

مقابلة هذا الطلب، ومن هذا التعريف يمكن القول أن التضخم هو: (حمادوش، 2017، الصفحات 41-42)

- \* حركة الأسعار نحو الارتفاع لان المظهر الأساسي له هو ارتفاع الأسعار.
- \* حركة مستمرة، إذ لا يجوز تفسير أي ارتفاع في الأسعار على انه تضخم.
- \* استمرارية حركة الأسعار نحو الارتفاع المتواصل، فالتضخم ليس حالة مؤقتة ناتجة عن نقص طارئ في سلعة معينة.

➤ قياس التضخم: يمكن قياس التضخم باستخدام: (حمادوش، 2017، صفحة 44)

\* الرقم القياسي لأسعار المستهلك: هو عبارة عن الرقم الذي يعكس التغير في مستوى أسعار السلع والخدمات التي تقوم بشرائها الأسر، ويعتبر من أكثر المؤشرات استخداما، كما انه أداة لقياس تطور مجموع أسعار السلع والمنتجات المصنعة ولقياس هذا الرقم يجب تحديد مجموعة السلع والخدمات التي تعكس النمط الاستهلاكي لهذه الأسر، ثم تحديد نفقة شراء هذه المجموعة خلال فترة زمنية معينة، وليكن سنة مثلا ومقارنته بنفقة شراء نفس المجموعة السلعية خلال سنة الأساس، باعتبارها تعادل 100% ويرمز له بالرمز CPI، ويعتبر احد أهم مقاييس التضخم ويتم حسابه كالتالي:

$$\text{معدل التضخم} = \frac{CPI_1 - CPI_0}{CPI_0} \times 100$$

\* الرقم القياسي لأسعار المنتج: يشمل هذا الرقم أسعار مجموعة معينة من المواد الأولية والسلع الوسيطة التي تقوم المشروعات بشرائها، ويعتبر مهما باعتبارها مقياسا غير مباشر للتغير في أسعار السلع والخدمات في المجتمع إضافة إلى أن المواد الأولية والسلع الوسيطة سوف تتحول خلال العمليات الإنتاجية المختلفة إلى سلع نهائية، ومنه فأي تغير في هذا الرقم سيدل بصفة عامة إلى ما سوف يحدث للرقم القياسي لأسعار المستهلك، ويرمز له بالرمز PPI.

## 2-1 الأسواق المالية وتقييم أدائها:

عادة ما يطلق على سوق المال إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية مصطلح البورصة، وللتعرف أكثر وبدقة على الأسواق المالية باعتباره سوق كبقية الأسواق سنتطرق إلى كل من:

### 1.2.1. مفهوم الأسواق المالية:

يمكن تعريف السوق المالي على أنه: "نظام متكامل نسبياً لخلق الموجودات والمطلوبات المالية، وتنشأ هذه السوق نتيجة للتعامل المالي وعقد الصفقات المالية التي تؤدي إلى خلق الموجودات والمطلوبات المالية في آن واحد وانتقال ملكيتها، وكلما ازداد هذا النظام تكاملاً ازداد تطور السوق، وأصبح أكثر تأثيراً في البيئة" (Weston, Copeland, & Thomas, 1986, p. 31).

### 2.2.1. مفهوم تقييم الأداء:

يعبر عن أسلوب الكيان في استثمار موارده المتاحة وفقاً لمعايير واعتبارات متعلقة بأهدافه في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الوحدة الاقتصادية، في سعيها لتحقيق كفاءتها وفعاليتها لتأمين بقائها، كما أن أهمية الأداء تكمن في كونه يعبر عن قابلية الوحدة الاقتصادية في خلق النتائج المقبولة في تحقيق طلبات المجموعات المهمة بالوحدة الاقتصادية كونه ممثلاً للمدى التي تستطيع فيه أن تنجز مهمة بنجاح أو نحقق هدفاً بتفوق. (نعمة، 2002، صفحة 59)

### 3.2.1. مؤشرات قياس أداء السوق المالي:

هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في السوق المالي، حيث يمكن تكوين المؤشر في بداية الفترة وتحديد قيمته، وبالتالي فإن المؤشر يمكننا من التعرف على تحركات السوق لأعلى أو لأسفل، فهو يعكس أسعار السوق واتجاهها، إذ يمثل مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، حيث يمثل مؤشر السوق المستوى المرجعي للمستثمر عن سوق المال، وتستخدم مؤشرات السوق كمعيار لأداء السوق المالي سواء في الدول النامية أو المتقدمة، ويستخدم لكل سوق مؤشراً أو عدد من المؤشرات الفرعية لتقييمه (داوي، 2012، صفحة 59)، وبشكل عام يمكن تقسيم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية إلى عدة مؤشرات وهي تختلف من دولة إلى أخرى، ونذكر منها: (حجاج، 2012، صفحة 132).

\* مؤشرداوجونز للصناعة **Daw Jones industrial**: يعد من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، ويقاس مستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في وول ستريت، وتعتبر هذه الشركات من أكبر وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية.

\* مؤشر ستاندرد اندبور **Standard & poor index 500**: يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال، البنوك والتأمين).

### 3-1 العلاقة النظرية بين التضخم وأداء السوق المالي:

للتضخم آثار ايجابية وسلبية على أداء الأسواق المالية، وتنتقل هذه الآثار كما يلي:

#### 1.3.1. آلية انتقال الآثار الايجابية للتضخم على أسواق الوراق المالية:

\* إن ارتفاع معدلات التضخم سوف يؤدي إلى انخفاض الثقة بالعملة النقدية مما يدفع بالمستثمرين في الأسواق إلى الهروب من ضريبة التضخم من خلال اقتنائهم أو تفضيلهم للأسهم بدلا من احتفاظهم بالنقود، فاحتفاظهم بالنقود سوف يجعلهم عرضة للخسارة المتمثلة في انخفاض القيمة الحقيقية للنقود، لهذا فان المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال يلجئون إلى التخلص من خسائر هذا الانخفاض بتوجيه أموالهم نحو الأسواق المالية، والسبب في ذلك أن أسعار الأسهم والسندات تعكس القيمة الحقيقية لرأس المستثمر في هذه الأوراق، والذي يتغير تبعا للتغير الحاصل في معدلات التضخم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عمليات التداول في الأسواق المالية (Sigh, 1997, p. 54).

\* إن ارتفاع المستوى العام للأسعار سوف يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات، وبالتالي فان هذه الزيادة تعمل على زيادة الطلب من قبل المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على أسهمها وخصوصا إذا ما علمنا أن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يكون أسرع وأعلى من ارتفاع التكاليف، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات التي تؤدي إلى زيادة تداول أسهمها وبالتالي زيادة التداول في السوق (تطور أداء السوق بشكل ايجابي نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار) (Bulthaupt, 2004, p. 31).

#### 2.3.1. آلية انتقال الآثار السلبية للتضخم على أسواق الأوراق المالية:

في نفس الوقت فالتضخم تأثير سلبي على أداء سوق الأوراق المالية، خاصة إذا وصل إلى حد معين واستمر في الارتفاع، فارتفاعه المستمر سوف يؤدي إلى:  
\* دفع الدول إلى اتخاذ العديد من الإجراءات الخاصة بها، منها فرض ضرائب على الشركات التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أرباح وعوائد الشركات المصدرة للأسهم ومن ثم

- انخفاض القيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها وبالتالي انخفاض أداء السوق المالي (هندي، 1999، صفحة 166).
- \* دفع البنوك المركزية على إتباع سياسة نقدية انكماشية، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع والخدمات المنتجة من قبل الشركات والذي ينعكس في انخفاض التدفقات النقدية لها - انخفاض الإيرادات- والذي يعمل على انخفاض حجم التداول بالأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها السوقية (هندي، 1999، صفحة 166).
- \* تغيير القيمة السوقية للشركة، إذ تتأثر هذه الأخيرة بعدة عوامل ومن أهمها معدلات التضخم، حيث كشفت عدة دراسات عن حجم هذا التأثير، الذي يعادل تماما حجم التأثير الذي تحدثه الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها، وبعبارة أخرى وأكثر دقة أن نسبة تتراوح بين 30-35 من التغير في سعر السهم تعزى إلى الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة التي أصدرت السهم، وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في السوق المالية الذي ينعكس على المؤشر العام للسوق (هندي، 1999، الصفحات 215-216 (بتصرف)).
- \* إنفاق الجزء الأكبر من الدخل على الاستهلاك وانخفاض الإنفاق الاستثماري، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم باعتبارها أهم أنواع الاستثمارات المالية ومن ثم انخفاض أسعارها (حسين، 2013، صفحة 80).

## 2- لمحة عامة عن التضخم والسوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي:

بدا الإعلان عن نشأة مجلس التعاون الخليج رسميا في 4 فيفري 1981 بالرياض، حين توصل قادة دول الخليج البالغ عددها ستة في أبو ظبي إلى صيغة تأسس على إثرها هذا مجلس تعاون يعرف كمنظمة إقليمية سياسية اقتصادية، عسكرية وأمنية عربية بعد لقاءات عدة أبرزها اجتماع الرياض لوزراء الخارجية، مع أن الفكرة تعود إلى سنة 1976 حين اقترح أمير دولة الكويت آنذاك على مؤسس دولة الإمارات إنشاء المجلس لسد نقص خروج المملكة المتحدة من الخليج ومواجهة التحديات المشتركة، ومن أبرز أهدافه تحقيق التنسيق والتكامل بين الأعضاء وصولا للوحدة ومن اجل ذلك أنشأت ثلاثة أجهزة رئيسية: المجلس الأعلى، المجلس الوزاري والأمانة العامة لاتخاذ القرارات الموضوعية بالإجماع، فهذه الدول تتشابه في هياكلها الاقتصادية وبمناخها الاستثماري، الأمر الذي يجعل منها بيئة اقتصادية خصبة وفرص استثمارية واعدة للأسواق المالية، والتي تمثل إحدى القنوات المهمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية للأمام وهي تعتمد بشكل كبير على عائدات النفط في تمويل إيرادات موازنتها، ففي سنة 2018 مثل النفط ما

نسبته 69% من مجموع صادراتها (تصل في الكويت إلى 94% وفي قطر 92% وفي السعودية 86%) و84% من دخول ميزانيات هذه الدول و33% من ناتجها المحلي الإجمالي (المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، 2019).

## 1-2 قراءة سريعة لمؤشر التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي

يعتمد التضخم الخليجي العام على الأرقام القياسية الوطنية للدول، حيث يتم تجميعها في رقم خليجي موحد باستخدام تقديرات تعادل لقدرة الشرائية لنفقات استهلاك الأسر باستثناء مجموعة السكن والمياه والكهرباء والغاز وأنواع الوقود الأخرى، فقد سجل التضخم الخليجي عام 2019 لدول مجلس التعاون الخليجي ارتفاعا بمقدار 0.5% مقارنة بسنة 2018، بسبب تطبيق كل من الإمارات والسعودية لضريبة القيمة المضافة، في حين ارجع خبراء الاقتصاد أن ارتفاع التضخم في دول الخليج هو مسلسل مستمر منذ عدة سنوات، ويرجع في الأساس إلى أمور دولية منها ارتباط عملات دول المجلس بالدولار حيث حافظت خمس دول على ربط عملتها بالدولار الأمريكي لعقود فيما ظلت الكويت هي الدولة الخليجية الوحيدة التي تربط عملتها بسلة من العملات، إضافة إلى أسباب محلية تأتي في مقدمتها ارتفاع أسعار كل من السكن والمياه والكهرباء والنقل والصحة والتوجهات الحكومية بتحرير الأسعار ورفع الدعم عن السلع الأساسية، الأمر الذي يتسبب في الارتفاع في الأسعار (سليمان، 2018).

أوضحت بيانات المركز الإحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي أن مساهمة السعودية بالتضخم العام سجلت 0.34 نقطة مئوية و0.16، 0.03 نقطة مئوية لكل من الكويت والبحرين على التوالي، وسجلت مساهمة سلطنة عمان وقطر نحو 0.01 نقطة لكل منهما، وفي المقابل جاءت مساهمة الإمارات سلبية بنسبة -0.08 نقطة مئوية، هذا وتجدر الإشارة إلى أن 8 مجموعات رئيسية شهدت ارتفاعا خلال سنة 2019 أبرزها مجموعة الترفيه بنسبة 3.9%، ثم التبغ 2.8% والتعليم 1.5%، وفي المقابل انخفضت أسعار 3 مجموعات أبرزها النقل بنسبة 1.2% والملابس والأحذية 0.9% والاتصالات 0.2% (المركز الإحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي)

## 2.2- تقييم أداء السوق المالي في دول مجلس التعاون الخليجي

لطالما كان تطوير الأسواق المالية محور سياسات دول مجلس التعاون الخليجي على مدى العقود القليلة الماضية، فقد شهدت هذه الدول نموا ثابتا ومستقرا لأسواقها مقارنة بباقي دول

العالم رغم الأزمات العالمية والمحلية، ويعود الفضل إلى وفرة مواردها الطبيعية، كما أنها تعد مقراً لعدد من المصارف التي تتمتع بأعلى رؤوس أموال على مستوى العالم، الأمر الذي يجعلها من أكبر المصارف من حيث القيمة السوقية والملكية المحلية، فحسب تقرير أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي الربع الرابع من سنة 2018 أين سجلت أسواق رأس المال بها أفضل أداء لها، حيث شهدت خمسة اكتتابات عامة أولية (حيث شهدت 17 اكتتابات عامة أولية في سنة 2018 مقابل 28 عام 2017)، بلغت عائداتها الإجمالية 1.03 مليار دولار أمريكي، وهو ما يعادل 42% من إجمالي عائدات الاكتتاب العامة، وقد شهدت بورصة قطر اكبر اكتتاب عام أولي لها في السنوات الأربعة الماضية من حيث إجمالي العائدات، وهو اكتتاب شركة قطر لصناعة الألمنيوم الذي حقق 758 مليون دولار أمريكي، وظلت السوق المالية السعودية الأكثر نشاطا بين أسواق الأسهم الخليجية من حيث عدد الإدراجات والعائدات المجمعة حيث تداولت 1.2 مليار دولار أمريكي تلها بورصة قطر في المرتبة الثانية بـ 0.8 مليار دولار أمريكي، أما في المرتبة الثالثة جاءت سوق مسقط للأوراق المالية بقيمة 0.8 مليار دولار أمريكي (تقرير اسواق راس المال لدول مجلس التعاون الخليجي لسنة 2018).

وفقا للتقرير الشهري فقد كان تأثر أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في أوت 2019 اشد نسبيا نتيجة للعوامل الجيوسياسية وتراجع أسعار النفط، فقد سجلت السعودية أسوأ أداء شهري، حيث انخفض مؤشر السوق بنسبة 8.2% تبعه مؤشر دبي المالي الذي تراجع بنسبة 5.5% بعد تسجيله أفضل أداء شهري خلال شهر جويلية، وأدت التراجعات الشهرية إلى تقليص مكاسب السوق السعودي منذ بداية سنة 2019 إلى أن سجل 2.5% في نهاية أوت 2019، بينما بلغ معدل نمو سوق دبي المالي 9%، في حين سجلت بورصة الكويت أداء جيدا على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي بتحقيقها لنمو قدره 19% منذ بداية السنة، على الرغم من تراجعها خلال شهر أوت بنسبة 2.9%.

### 3- الدراسة القياسية لأثر التضخم على أداء السوق المالي في دول مجلس التعاون الخليجي:

لتحقيق هدف الدراسة والمتمثل في قياس اثر التضخم على أداء السوق المالي في دول مجلس التعاون الخليجي، سيتم استخدام تقنية (Panel ARDL Model) بالاعتماد على ما تم الحصول عليه من بيانات سنوية لهذين المتغيرين للفترة (1996-2019).

#### 1.3- العينة، فترة الدراسة ومصادر البيانات:

شملت الدراسة عينة مكونة من الدول المكونة لتكتل مجلس التعاون الخليجي والبالغ عددها ستة وباعتبار أن البحرين تمتلك بورصتين للأوراق المالية فان عدد الأسواق المالية هو سبعة (N=7)، وتم الحصول على بيانات الدراسة من المصادر التالية: صندوق النقد العربي الموحد، صندوق البنك الدولي (World Bank) (World Bank) خلال الفترة (1996-2019) أي (T=24)، وبالتالي فان عدد المشاهدات الكلية هو:  $N*T=168$ .

### 2.3- نموذج الدراسة:

إن تحديد النموذج يستند إلى الإطار النظري والدراسات التجريبية السابقة ذات الصلة بموضوع دراستنا، وعلى هذا الأساس سيتم الاعتماد على معدل التضخم كمتغير مستقل والتغير في عائد مؤشرات الأسواق المالية كمتغير تابع، ومنه يمكن صياغة النموذج كالآتي:

$$VIMF_{it} = f(INF_{it}) \dots \dots \dots t = 1996 - 2019 \dots i = 1, 2, \dots 7$$

حيث:  $VIMF_{it}$ : التغير في عائد مؤشر السوق المالي i خلال الفترة t.

$INF_{it}$ : معدل التضخم للسوق i خلال الفترة t.

سنقوم باختبار جذر الوحدة للكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ولتحديد درجة تكاملها، ومن ثم التحقق من إمكانية وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات.

### 3.3- دراسة استقرارية متغيرات الدراسة:

قبل القيام بعملية التقدير لا بد من اختبار وجود جذر الوحدة لبيانات بانل، حيث توجد عدة اختبارات معدة خصيصاً لهذا الغرض، إلا أننا سنعتمد على كل من اختبار LLC المقترح من طرف (Levin, Lin and Shin (2002)) (Levin, Lin, & Shin, 2002, pp. 1-24) واختبار IPS المقترح من (Im, Pesaran and Shin (2003)) (Imk, Pesaran, & Shin, 2003, pp. 53-74) باعتبارها من أهم الاختبارات المستخدمة للكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكاملها (Greene, 2002, p. 258) والأكثر شيوعاً، والجدول الموالي يوضح نتائج هذه الاختبارات:

الجدول رقم (01): نتائج اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة

القرار	عند الفرق الأول (1 <sup>er</sup> Difference)		عند المستوى (Level)		المتغيرات
	LLC test	IPS test	LLC test	IPS test	
I(0)	-	-	-2.09013	-3.34941	VIMF

			(0.0183)**	(0.0004)*	
I(1)	-5.32530 (0.0000)*	-4.91292 (0.0000)*	0.43937 (0.6698)	0.34581 (0.6353)	INF

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

،\*،\*\* : معنوية المعلمة عند مستوى الدلالة 1% و 5% على التوالي.

من خلال نتائج الجدول أعلاه يتضح أن كل الاختبارات المستخدمة تدل على غياب جذر الوحدة بالنسبة لمتغير VIMF أي أنها مستقرة عند المستوى، في حين أن متغير INF غير مستقر عند المستوى إلا أنه استقر عند الفرق الأول أي أنه متكامل من الدرجة الأولى، ونتيجة هذا الاختبار توجي إلى أن النموذج الأمثل والأكثر ملائمة لبيانات الدراسة هو نموذج Panel ARDL.

#### 4.3- تقدير نموذج الدراسة:

بناء على نتائج اختبار جذر الوحدة سنقوم في هذه المرحلة بتقدير العلاقة القصيرة والطويلة الأجل وفق تقنية (Auto- Regressive Distributed Lag) ARDL المقترحة من طرف Pesaran & Shin (1995, 1999) و Pesaran & Pesaran (1997)، وعليه يمكن كتابة النموذج وفق لصيغة التالية:

$$\nabla VIMF_t = c + \delta_1 INF_{t-1} + \delta_2 VIMF_{t-1} + \sum_{j=0}^p \alpha \nabla VIMF_{t-j} + \sum_{j=0}^p \omega_j \nabla INF_{t-j} + \mu_t$$

#### 1.4.3. تحديد فترات الإبطاء المثلى:

من خلال النتائج المبينة في الجدول الموالي نلاحظ النموذج المختار هو ARDL(1,1):

#### الجدول رقم (02): اختيار فترة الإبطاء المثلى

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-835.6547	NA	46576.35	16.42460	16.47607	16.44544
1	-816.7182	36.75910	34752.55	16.13173	16.28614*	16.19425*
2	-814.8307	3.589881	36226.78	16.17315	16.43050	16.27736
3	-804.5805	19.09354	32057.15	16.05060	16.41089	16.19649
4	-802.1994	4.341886	33107.26	16.08234	16.54557	16.26992
5	-800.3446	3.309573	34555.92	16.12440	16.69057	16.35367
6	-790.4350	17.29328*	30809.02*	16.00853*	16.67764	16.27947
7	-789.9702	0.792859	33070.25	16.07785	16.84990	16.39048

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

#### 2.4.3. اختبار التكامل المشترك:

لاختبار علاقة التكامل المشترك سوف نستخدم طريقة PERASAN، وتقوم هذه الطريقة على اختبار الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0 : \delta_1 = \delta_2 = 0 \\ H_1 : \delta_1 \neq \delta_2 \neq 0 \end{cases}$$

إذا كانت قيمة فيشر المحسوبة اكبر من القيمة العليا فانه توجد علاقة تكامل متزامن، ما إذا كانت القيمة المحسوبة لفيشر اقل من الحد الأدنى فإننا نقبل الفرضية الصفرية ومنه لا توجد علاقة تكامل مشترك، ونتائج هذا الجدول مبينة في الجدول الموالي:

**الجدول رقم (03): نتائج تطبيق علاقة التكامل المشترك لـ (2001) PESARAN**

درجة المعنوية	القيمة الدنيا	القيمة العليا
5%	3.05	4.85
10%	2.25	3.94

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

لإجراء لمقارنة نعتمد على مخرجات اختبار Wald:

**الجدول رقم (04): نتائج اختبار Wald**

Wald Test Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-2.406860	142	0.0174
F-statistic	5.792974	(1, 142)	0.0174
Chi-square	5.792974	1	0.0161

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة  $F_{cal} = 5.79$  أكبر من القيمة العليا، كما أن الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر ( $Prob = 0.0174$ ) أقل من 0.05 ومنه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة ونقول انه توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين.

**3.4.3. تقدير العلاقة قصيرة الأجل والعلاقة طويلة الأجل لنموذج Panel ARDL**

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة سوف نقوم بتقدير العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل، حيث أن نتائجها التقدير مبينة في الجدول التالي:

**الجدول رقم (05): تقدير العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل**

Dependent Variable: D(VRMF)  
 Method: ARDL  
 Date: 03/03/20 Time: 10:41  
 Sample: 1997 2019  
 Included observations: 156  
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)  
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)  
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): INF  
 Fixed regressors: C  
 Number of models evaluated: 16  
 Selected Model: ARDL(1, 1)  
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
INF	-3.703699	1.538810	-2.406860	0.0174
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.879040	0.102664	-8.562274	0.0000
D(INF)	0.032850	1.868815	0.017578	0.9860
C	21.11647	6.163656	3.425965	0.0006
Log likelihood	-796.7791			

\*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه انه متكون من جزأين، حيث يوضح الجزء السفلي تقدير العلاقة طويلة الأجل، بينما يوضح الجزء العلوي تقدير نموذج تصحيح الخطأ أو العلاقة قصيرة الأجل.

- تقدير العلاقة طويلة الأجل:

يتضح من نتائج الجدول أعلاه لمعاملات الأجل الطويل في إطار تقنية ARDL أن معدل التضخم معنوي إحصائياً بمعنى أنها تمارس تأثيراً معنوياً في المدى الطويل على عائد الأسواق المالية عند المستوى 5%، وجاءت موافقة للنظرية الاقتصادية من حيث الإشارة التي جاءت سالبة، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعائد السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

- تقدير نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل:

نلاحظ من الجزء العلوي والخاص بتقدير نموذج ECM الذي يلتقط ديناميكية المدى القصير (علاقة قصيرة الأجل) أن معامل حد تصحيح الخطأ  $(-1)ECM$  والظاهر في الجدول بـ COINTEQ01 فقد ظهر بإشارة سالبة ومعنوي عند كل المستويات (Prob=0.0000) مما يؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، أما قيمته والمتمثلة في -0.879040 فهي تقيس سرعة العودة إلى وضع التوازن في الأجل الطويل حيث بلغت هذه السرعة 0.8790 في الفترة الواحدة، ويمكن القول أن هذه القيمة تشير إلى أن معامل التعديل (التكيف) يعتبر عاليا نسبياً، حيث أنه عندما ينحرف مؤشر التغير في عائد الأسواق المالية خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة  $(t-1)$  عن قيمتها التوازنية في الأجل الطويل فإنه يتم تصحيح ما يعادل 87.9% من هذا الاختلال في الفترة  $t$  إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل بعد حوالي اقل من عام ونصف، أو بمعنى آخر أن الاختلال في التوازن يصحح كل سنة بمقدار 87.9%.

### - التحليل الاقتصادي:

أوضحت نتائج التقدير للعلاقة بين معدل التضخم والتغير في عائد مؤشر السوق المالي على أن هناك علاقة عكسية بينهما وقد جاءت معنوية إحصائياً، إذ تشير المعلمة إلى إن زيادة قدرها وحدة واحدة في قيمة التضخم تؤدي إلى انخفاض في أداء سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بمقدار 3.70 وحدة، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وفقاً لما أثبتته العالم الاقتصادي "فاما" ، فقد أكد انه لا يمكن استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة اتجاه التضخم.

### الخلاصة:

استهدفت هذه الدراسة قياس اثر معدلات التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس لتعاون الخليجي باستخدام بيانات عينة مكونة من 7 أسواق مالية (06 دول) خلال الفترة (1996-2019)، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام نموذج وكذا تقنية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (Panel ARDL Model) في عملية التقدير.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أكدت نتائج الدراسة صحة الفرضية القائلة أن للتضخم تأثير سلبي على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث انه عندما يزداد معدل التضخم بوحدة واحدة فان أداء السوق المالي لهذه الدول ينخفض بـ 3.7 وحدة، وهذه النتيجة تؤيد ما تم التوصل إليه في العديد من الدراسات السابقة.
- أظهرت نتائج اختبار استقرارية عائد السوق المالي عند المستوى في حين استقر معدل التضخم عند المستوى.
- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، أي أن معاملات الأجل الطويل تستقر (تأخذ شكلها الطبيعي) بغض النظر عن درجة تكامل متغيراتها.
- أما في المدى القصير فانه تم التوصل إلى أنه إذا انحرف معدل التضخم في الفترة  $t-1$  عن قيمتها التوازنية في المدى الطويل فانه يتم تصحيح ما قيمته 87.9% من هذا الاختلال في الفترة  $t$ .

- وجود علاقة معنوية عكسية بين معدل التضخم وأداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 1996-2019.

على ضوء ما سبق يمكن تقديم التوصيات التالية:

- ضرورة البحث عن سبل واليات جديدة ومتنوعة لتعزيز كفاءة السوق المالي وأدائه بالمستوى المطلوب، كان يتم إدخال تعديلات على آلية عرض البيانات والمعلومات لاسيما بعد التحول إلى التداول الالكتروني، بهدف تعزيز جوانب الإفصاح والشفافية بالإعلان عن كل المعلومات المالية المهمة عن الشركات المدرجة لمساعدة المستثمرين على تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المترتبة عنها.

- أن تقوم الشركات بنشر تقاريرها المالية المفصلة، وان تعرض أسواق الأوراق المالية البيانات والمؤشرات الخاصة بالشركات المدرجة لديها بصفة دورية ومنتظمة الأمر الذي يؤثر إيجابا على تنبؤات وقرارات المستثمرين.

- ضرورة إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث التجريبية والميدانية من اجل قياس محددات أداء الأسواق المالية، وعمل جسر تعاون بين الباحثين والقائمين على هذه الأسواق لنشر الوعي الاستثماري والاستفادة من نتائج الأبحاث ومقترحات وتوصيات هذا النوع من الدراسات والأبحاث.

#### قائمة المصادر والمراجع

#### المراجع باللغة العربية:

- 1- احمد سليمان. (13 06, 2018). التضخم الخليجي يواصل الصعود مع ارتفاع الأسعار والضرائب. تاريخ الاسترداد 10 07, 2020، من تقرير صادر عن وكالة الاناضول: [www.aa.com.tr](http://www.aa.com.tr)
- 2- المركز الاحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03 06, 2020، من <https://www.gccstat.org>
- 3- المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات. (2019). التنوع الاقتصادي في دول الخليج العربية.
- 4- تقرير اسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي لسنة 2018. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03 09, 2020، من [www.pwc.com/me/capital-markets-watch](http://www.pwc.com/me/capital-markets-watch)
- 5- خيرة داوي. (2012). تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية. 59. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية الاسواق: جامعة ورقلة.
- 6- رشا حمادوش. (2017). اثر التضخم على عائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية. مجلة جامعة البعث ، 39 (15)، 41-42.

- 7- محمد حجاج. (2012). اثر الأزمة العالمية على أداء الأسواق المالية العربية. 132. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- 8- منير إهندي. (1999). أدوات الاستثمار في أسواق رأس مال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. الاسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.
- 9- نغم ح نعمة. (2002). اثر استثمار رأس المال الفكري على الأداء المنطقي. 56. مذكرة ماجستير في ادارة الاعمال، جامعة بغداد، العراق.
- 10- وسام ع حسين. (2013). اثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM). مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية .

#### المراجع باللغة الاجنبية:

- 1- Bulthaupt, F. (2004, july and August). Inflation and Equity Prices. *Journal of Economy and Markets* , 31.
- 2- Greene, W. (2002). *Econometric Anaysis* (Vol. 05). prentice Hall.
- 3- Imk, S., Pesaran, M., & Shin, Y. (2003). Testing for unit root in heterogeneous panel. *Journal of Econometrics* , 1 (115), 53-74.
- 4- Levin, Lin, & Shin. (2002). Unit root test in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics* , 1 (108), 1-24.
- 5- Sigh, A. (1997). Stock Markets, Financial Liberalization Economic development. (02), 54.
- 6- Weston, Copeland, & Thomas, E. (1986). *Managerial Finance* (Vol. 08). The Dryden press.
- 7- World Bank. (s.d.). Consulté le 06 01, 2020, sur <https://www.albankaldawli.org/>