Available online at https://www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/85

مجلة الباحث الاقتصادي

Economic Researcher Review

ISSN: 2335-1748EISSN: 2588-235X المجلد 11،العدد02(2023)، صص 125-111

التفاعل الديناميكي لمعنويات المستثمرين اتجاه المخاطر الجيوسياسية، عدم اليقين في السياسات الاقتصادية وصدمات أسعار النفط: أدلة من نموذج Augmented ARDL

صلاح الدين نعاس[1]

[1]كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير-جامعة غرداية (الجزائر)، naas.salaheddine@univ-ghardaia.dz

The dynamic interaction of investor sentiment towards geopolitical risk, economic policy uncertainty and oil price shocks: Evidence from a model Augmented ARDL

Salah Eddine NAAS[1]

Faculty of Economic sciences, Business sciences, and Management science - University of Ghardaia (Algeria)

تاريخ الاستلام:13 /2023/08 ؛**تاريخ القبول:** 2023/ 12/28 ؛ **تاريخ النشر:** 2023/12/30

ملخص :

تعتبر معنويات المستثمرين عنصرًا مهمًا في الأدبيات المالية وقد تم توثيق تأثيرها على الأسواق المالية على نطاق واسع. ومع ذلك، فإن فهم المتغيرات التي تؤثر عليها يظل تحديًا مهمًا، تهتم هذه الدراسة باستكشاف العلاقة القصيرة والطويلة المدى بين المخاطر الجيوسياسية، عدم اليقين في السياسات الاقتصادية وتقلبات أسعار النفط وبين معنويات المستثمرين الأمريكيين في سوق الأسهم، طبقت الدراسة سببية جرانجر ونموذج *Augmented ARDL* على بيانات شهرية خلال الفترة من جانفي 2010 إلى جويلية 2023.

أظهرت النتائج أن المخاطر الجيوسياسية وحالات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية تؤثر سلباً على معنويات المستثمرين الأمريكيين في الأجل الطويل، كما خلصت النتائج إلى أن معنويات المستثمرين تتأثر بتقلبات أسعار النفط وحالات عدم اليقين في الأجل القصير.

الكلمات المفتاح: مخاطر جيوسياسية، عدم اليقين في السياسات الاقتصادية، معنويات المستثمرين، سعر النفط، نموذج *Augmented ARDL*.

تصنيف JEL: C15 ، E44، E37، G10، Q41.

Abstract :

investor sentiment is an important determinant of of financial literature and its impact on financial markets has been widely documented. However, identifying the variables that affect it remains an important challenge. This study explores the short- and long-term relationship between geopolitical risks, economic policy uncertainty, volatility in oil prices, and the sentiment of American investors in the stock market. the study applied the Granger causality and Augmented ARDL model on monthly data during the period from January 2010 to July 2023.

The results showed that geopolitical risks and economic policy uncertainty negatively affect the sentiment of American investors in the long. The results also concluded that investor sentiment is affected by volatility in oil prices and economic policy uncertainty in the short term.

Keywords: *geopolitical risk, economic policy uncertainty, investor sentiment, oil price, Augmented ARDL model.*

Jel Classification Codes : C15, E44, E37, G10, Q41.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوبAPA

نعاس، ص.(2023)، **التفاعل الديناميكي لمعنويات المستثمرين اتجاه المخاطر الجيوسياسية، عدم اليقين في السياسات الاقتصادية وصدمات أسعار النفط: أدلة من نموذج *Augmented ARDL*، مجلة الباحث الاقتصادي**، المجلد 11 (العدد 02)، الجزائر: جامعة 20 اوت 1955 – سكيكدة-، ص ص 111- 125 .

المؤلف المرسل: **صلاح الدين نعاس**، الإيميل: salahnaas92@gmail.com

1. مقدمة.

إن فشل النظريات المالية التقليدية في تفسير بعض الظواهر المالية التي حدثت في عالم أسواق المال خصوصا الانهيارات وفقاعات المضاربة والأزمات الماليّة وتبعاتها، وكذا في تفسير التّشوهات التي تحصل في نماذج تسعير الأصول الرأسمالية، شجع العديد من الباحثين المهتمين في المالية السلوكية إلى تقديم تفسيرات بديلة لتلك الظواهر غير العادية، ويرون أن هذه الأخيرة يمكن فهمها جيدًا عادةً باستخدام نماذج لا يكون فيها الأعوان الاقتصاديين عقلانيين تمامًا، وحسبهم أن القرارات المالية والاقتصادية ترتبط جانب كبير منها بمشاعر المستثمرين وتعاني من التحيزات النفسية. لذلك تعتبر معنويات المستثمرين *Sentiment Investor* وتأثيراتها أحد المواضيع المهمة في المالية ومن بين الافتراضات الأساسية التي انطلقت منها نظرية المالية السلوكية. كما تعتبر محددًا مهمًا لأسواق رأس المال نظرًا لدورها الحيوي في التنمية المالية والاقتصادية. ومع ذلك، فإن تحديد المتغيرات التي تؤثر عليها لا يزال يمثل تحديًا مهمًا.

وما حدث خلال الآونة الأخيرة من تقلبات كبيرة وانهيارات مالية في الأسواق المالية جرّاء الانتشار الكبير لفيروس كورونا المستجد لخير دليل على وجود تأثيرات لمعنويات المستثمرين على أداء البورصات، حيث ساد الغموض، القلق، الذعر، الخوف، النفور من المخاطر وحالة عدم اليقين بين المتعاملين الاقتصاديين، بل حتى على المشهد الاقتصادي والاجتماعي بصفة عامة، بسبب إجراءات العزل أكثر صرامة من قبل الحكومات، وكذا السياسات المالية العامة والسياسة النقدية المتخذة للحد من انتشار الجائحة. بالإضافة إلى ذلك شهد النظام السياسي والاقتصادي الدولي تغيرات معقدة وعميقة، كان من ضمنها الصراع بين روسيا وأوكرانيا، الصراع الحدودي بين الصين والهند، الربيع العربي، الأزمة النفطية 2014، خروج بريطانيا من الاتحاد الأوربي، الاحتكاك التجاري بين البلدان (بما في ذلك بين الصين والولايات المتحدة)، وغيرها من الصراعات الجيوسياسية والاقتصادية التي أدت إلى ارتفاع من عدم اليقين السياسي والاقتصادي العالمي وأثرت سلبا على معنويات السوق على الصعيدين الإقليمي والعالمي، ومؤخرا أدى فشل بنك وادي السيليكون (SVB)–وهو بنك استثماري أمريكي– إلى إعاقة جهود البنوك المركزية لمكافحة التضخم وأثار الشكوك حول قدرتها على الإشراف على القطاع المالي، أدى هذا الأمر إلى زرع الخوف والذعر في الأسواق المالية المختلفة، مما أدى إلى تفاقم حالة عدم اليقين الاقتصادي وأثّر سلبًا على معنويات المستثمرين.

لذلك، حضي موضوع تأثير معنويات المستثمرين على الأسواق المالية باهتمام كبير من قبل العديد من الباحثين. ومع ذلك، فإن دراسة العوامل المؤثرة في المعنويات كالمخاطر الجيوسياسية، حالات عدم اليقين وصدمات أسعار النفط القليل من الاهتمام العلمي. حيث أشارت الدراسات إلى أن المخاطر الجيوسياسية وصدمات أسعار النفط لها آثار مهمة على متغيرات الاقتصاد الكلي، ويمكن لمتغيرات الاقتصاد الكلي بدورها أن يكون لها تأثيرات مهمة على معنويات المستثمرين، لذلك تتمحور إشكالية هذا البحث في توضيح التأثيرات الممكنة للمخاطر الجيوسياسية وحالات عدم اليقين وتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين الأمريكيين، باستخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة ما بين 01 جانفي 2010 إلى 01 جويلية 2023، وباستخدام اختبار سببية جرانجر ونموذج *Augmented ARDL* .

– فرضية الدراسة

بناء على ما سبق، تنطلق الدراسة من فرضية أساسية وهي: وجود علاقة دالة إحصائيا بين المخاطر الجيوسياسية، حالات عدم اليقين في السياسات وتقلبات سعر النفط الخام وبين معنويات المستثمرين الأمريكيين.

– هدف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس من هذه الدراسة في البحث عن أثر المخاطر الجيوسياسية، عدم اليقين في السياسات الاقتصادية وتقلبات سعر النفط الخام على معنويات المستثمرين الأمريكيين، ويستند هذا الهدف إلى النظر للعديد من العوامل التي اقترحتها الدراسات السابقة في تحليل هذه العلاقة، كما تهدف إلى الكشف عن العلاقة السببية في مدى القصير.

- **أهمية الدراسة**

تنبع أهمية الدراسة من كونها تضيق فجوة وتضيف لأدبيات هذا الموضوع بشكل عام –نقص الدراسات إلى حد علمنا–، وبالتالي يمكن أن تثري هذه الدراسة النظريات الحالية حول التفاعل بين المخاطر الجيوسياسية، حالات عدم اليقين وتقلبات أسعار النفط وبين معنويات المستثمرين وتكون بمثابة مكمل للأدبيات الحالية. إذ أنها تفتح أبعادًا جديدة في فهم معنويات المستثمرين اتجاه القرارات المالية والاستثمارية في سوق الأوراق المالية في ظل ظروف خاصة أثناء تفشي الأوبئة وأوقات القلق الشديد، وهو ما يساعد على فهم بشكل أفضل لقانون تشغيل الأسواق المالية وتقلب أسعار الأسهم، ويوفر دعمًا قويًا لاتخاذ القرارات والإشراف على هذه الأسواق.

- **المنهج المستخدم في الدراسة**

تم الاعتماد في هذا البحث على منهجين: المنهج الوصفي وذلك لسرد الأدبيات السابقة في الموضوع ومنهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي مستخدمين فيه أسلوب القياس ممثلا بنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المطور ***Augmented ARDL*** وسببية جرانجر.

ومن أجل الإجابة على إشكالية البحث، سنحاول في هذه الورقة التطرق بعد المقدمة إلى الإطار النظري والأدبيات السابقة التي درست تأثير المخاطر الجيوسياسية، حالات عدم اليقين وتقلبات النفط الخام على معنويات المستثمرين، بينما يستعرض القسم الثاني نتائج الدراسة ومناقشتها، الخلاصة والتوصيات في القسم الثالث من هذه الدراسة.

1. الإطار النظري والدراسات السابقة

1.1. معنويات المستثمرين وطرق قياسها

تعتبر معنويات المستثمرين أو معنويات السوق من بين الافتراضات الأساسية التي انطلقت منها نظرية المالية السلوكية، وحاول العديد من الباحثين تقديم تعريفات لمعنويات المستثمرين، حيث عرّف كل من (Baker & Wurgler, 2006) معنويات المستثمرين بأنها الاعتقاد الكامن للمستثمر بشأن التدفقات النقدية المستقبلية ***future cash flow*** ومخاطر الاستثمار ***investment risks*** الذي لا تدعمه النظريات التقليدية بصورة أساسية، فيما أشار (Ling, Naranjo, & Scheick, 2010) إلى أن معنويات المستثمرين هي عبارة عن مكونات غير عقلانية في توقعات المستثمرين، في حين عرف كل من(Brown & Cliff, 2004) معنويات المستثمرين بأنها التفاؤل والتشاؤم المفرط لدى المستثمر بشأن التوقعات المستقبلية لعوائد أصل معين في الأسواق المالية. أما (Shleifer, 2000) فحدد مشاعر المستثمرين على أنها ذلك السلوك الاسترشادي الذي يعتمد في الأساس على المعتقدات والتصورات بدلاً عن العقلانية في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ومنه فإن معنويات المستثمرين تعكس التوقعات النفسية للمستثمر التي نصت عليه نظرية المالية السلوكية.

استخدمت الأدبيات عند قياس معنويات المستثمرين في أسواق رأس المال ثلاثة مناهج أساسية، يستند المنهج الأول إلى طريقة الاستقصاء لاستجابة المستثمرين الأفراد عن حالتهم المعنوية حيال تحركات الأسواق والأوضاع الاقتصادية المستقبلية (***Fisher and Statman, 2000 ، Brown and Cliff, 2005، Verma and Soydemir, 2009، Schmeling, 2009، Lux, 2011***)، أما المنهج الثاني يعتمد على استخدام متغيرات موضوعية التي تشير ضمنياً إلى معنويات المستثمرين ***implicit sentiment proxies*** كأحجام التداول، اكتتابات الأولية، تحركات الأسعار (***e.g. Baker and Wurgler, 2006; Baker and Wurgler,*** 2007; ***Wang et al.,*** 2006***; Brown and Cliff, 2004; Baker et al.,*** 2012***; Li,*** 2014)، في حين المنهج الثالث يجمع بين وكلاء معنويات المستثمرين الضمنية والصريحة ***implicit and explicit sentiment proxies*** والتي تشكل وكيل المشاعر المركب (NAAS, Bendob, & Bensania, 2021).

تعتبر دراسة ***Baker and Wurgler*** (2006, 2007) من أولى الدراسات التي تناولت قياس معنويات المستثمرين في أسواق رأس المال، حيث استخدمت هذه الدراسة ستة متغيرات بورصية كوكلاء معنويات المستثمرين هي: خصومات صناديق المغلقة، عدد الاكتتابات

الأولية، عوائد الاكتتابات في يوم الأول، معدل الدوران، نسبة الديون إلى رأس المال، أقساط التوزيعات، واستنادا إلى تحليل المركبات الأساسية ACP تم بناء مؤشر مركب (مشاعر المستثمرين) يلتقط التباين المشترك بين المتغيرات (NAAS, Bendob, & Bensania, 2021).

2.1. علاقة المخاطر الجيوسياسية بمعنويات المستثمرين

تعتبر المخاطر الجيوسياسية *geopolitical risks* أحد المحركات الرئيسية لقرارات الاستثمار وتشكل عاملاً رئيسياً يؤثر على النمو الاقتصادي والأسواق المالية، ومن المتوقع أن تؤدي المخاطر الجيوسياسية المرتفعة إلى انخفاض الاستثمار، زيادة احتمالية وقوع في الكوارث الاقتصادية، انخفاض النمو الاقتصادي المتوقع وانخفاض عوائد الأسهم (Caldara & Iacoviello, 2022) ، وتشير المخاطر الجيوسياسية (GPR) إلى المخاطر التي تنشأ عن التوترات والصراعات السياسية في العالم كالتحديات الأمنية، التغيرات السياسية، التوترات الإقليمية، الصراعات العسكرية، التهديدات الإرهابية، التدخل الأجنبي غير المرغوب فيه، التغيرات في القوانين والتشريعات وغيرها من العوامل التي تؤثر على الاستقرار الجيوسياسي للدول.

تلعب التوترات الجيوسياسية الدولية –في ظل تطور العولمة الاقتصادية والتكامل المالي– دورًا متزايد الأهمية في الدورات الاقتصادية والمالية العالمية. ونتيجة لذلك، أولى الأكاديميون وصناع القرار اهتمامًا كبيرًا لتأثيرات المخاطر الجيوسياسية على أسواق الأسهم. حيث سلطت العديد من الدراسات الضوء على تأثيرات الأحداث الجيوسياسية على عوائد الأسهم وتقلباتها، ووثقت أن المخاطر الجيوسياسية لها آثار سلبية على عوائد الأسهم وتقلباتها(Caldara & Iacoviello, 2022) ، في حين لم تعنى دراسة آثار الأحداث الجيوسياسية على أسواق الأسهم من حيث معنويات المستثمرين بالاهتمام الكافي. وهناك من الباحثين من يقر بأن أداء سوق الأسهم هو المحدد الرئيسي لقرار المستثمر، والذي يؤثر بشكل طبيعي على معنويات المستثمرين، حيث أنه كلما كانت المخاطر الجيوسياسية مرتبطة بسوق الأوراق المالية، زاد تأثير المخاطر الجيوسياسية على معنويات المستثمرين(He, Zhifang, 2023) .

أشارت الدراسات إلى أن المخاطر الجيوسياسية تؤثر على معنويات المستثمرين بشكل مباشر وغير مباشر. من الناحية المباشرة، يؤدي التصاعد في التوترات الجيوسياسية إلى زيادة عدم اليقين وعدم الاستقرار في سوق رأس المال، حيث يصبح من الصعب تحديد اتجاهات الأسواق وتوقع العوائد المستقبلية. ويمكن أن يؤدي هذا التصاعد في عدم اليقين إلى تراجع ثقة المستثمرين وتراجع رغبتهم في المخاطرة. ومن الناحية غير المباشرة، تؤثر مخاطر الجيوسياسية على معنويات المستثمرين من خلال تأثيرها على السياسات الاقتصادية والسياسية للدول والشركات. فقد يؤدي التوتر الجيوسياسي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي والاستثمارات للتباطؤ وبالتالي زيادة تكاليف الإنتاج أو انخفاض قدرة الشركات على الوصول إلى الأسواق الخارجية. هذه التأثيرات قد تؤدي إلى تدهور أداء الشركات وتقليل قيمتها في سوق المال، مما يؤثر سلبًا على معنويات المستثمرين.

اختبرت دراسة (Alqahtan & Klein, 2021) التأثيرات الطويلة لمخاطر الجيوسياسية المحلية والعالمية وكذا حالات عدم اليقين في السياسات على أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 2007 إلى 2018. طبقت الدراسة نموذج*ARDL* وتوصلت إلى أن جميع الأسواق المدروسة حساسة للغاية للتغيرات في أسعار النفط والتقلبات على المدى الطويل، كما تظهر النتائج أن كل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي تستجيب بشكل مختلف للصدمات في حالة عدم اليقين الجيوسياسي، غير أن المملكة العربية السعودية وباعتبارها الوزن الاقتصادي والسياسي الثقيل في دول مجلس التعاون الخليجي لا تظهر أي رد فعل طويل الأمد على المخاطر الجيوسياسية المحلية.

أبرزت دراسة(He, Zhifang, 2023) أن التغيرات في مخاطر الجيوسياسية لها آثار سلبية كبيرة على مشاعر المستثمرين في سوق الأسهم الأمريكي، وتظهر هذه الآثار تباينًا كبيرًا في الوقت وتنخفض بشكل عام بمرور الوقت، كما أن استجابة معنويات المستثمرين أكثر

وضوحًا على المدى القصير والمتوسط منها على المدى الطويل، وكانت أكثر حساسية للأحداث الجيوسياسية المحلية، تم الحصول على هذه النتائج بناءً على اختبار سببية جرانجر وتحليل الانحدار الذاتي المتغير للوقت (*TVP-VAR*).

3.1. علاقة مؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية بمعنويات المستثمرين

يشير عدم اليقين في السياسات الاقتصادية *Economic Policy Uncertainty* إلى عدم الثقة أو القلق بشأن النتائج المحتملة للسياسات الاقتصادية المحتملة، قد تكون ناتجة عن عدم وضوح أو توقعات غير مؤكدة بشأن القرارات والإجراءات الاقتصادية التي تتخذها الحكومة (بما في ذلك التشريعات والضرائب والإنفاق العام والسياسات النقدية). وعندما يكون هناك تزايد في عدم يقين بشأن السياسات الاقتصادية، قد يتردد المستثمرون في اتخاذ قرارات استثمارية كبيرة أو توجه نحو استثمار آخر ذو مخاطرة أقل بسبب عدم الثقة في استقرار البيئة التشريعية والضرائب والسياسات الاقتصادية، فالمستثمرون يفضلون بيئة استثمارية مستقرة ومتوقعة، حيث يمكنهم تقدير العوائد المحتملة وتقليل المخاطر، وبالتالي فإن المستثمرين يصبحون غير متأكدين من تأثيرات تلك السياسات على أعمالهم وعوائدهم المستقبلية، هذا يؤدي إلى زعزعة ثقة المستثمرين وتراجع النشاط الاقتصادي.

حاولت العديد من الدراسات الحديثة تقديم المزيد من التفسيرات لتأثير المشاعر على الأسواق المالية ومع ذلك، فقد تجاهلت هذه الدراسات حقيقة أن رد فعل سوق الأسهم على معنويات المستثمرين يسبقه تأثير عدم اليقين في السياسات الاقتصادية على هذه المشاعر. أظهرت دراسة (zhang, 2019) وجود تأثير واضح لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على معنويات المستثمرين، والذي تم تفسيره من خلال نظرية الخيارات الحقيقية والقيود المالية. نفس النتيجة توصلت إليها دراسة (Nartea, Bai, & Wu, 2020) حين اختبرت الفرضية القائلة بأن علاوة EPU أقوى (أضعف) بعد فترات انخفاض معنويات المستثمرين، وجد أن علاوة عدم اليقين سلبية وذات أهمية فقط بعد فترات انخفاض معنويات المستثمرين ويتلاشى بعد فترات من الشعور المتزايد.

طبقت دراسة (Zhou Qi, Ning, & Qin, 2022) نموذج *VAR* لاستكشاف العلاقة الديناميكية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومعنويات المستثمرين والاستقرار المالي في الصين في فترات مختلفة، وأظهرت النتائج أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قبل عام 2012 كان له تأثير سلبي على معنويات المستثمرين والاستقرار المالي على المدى القصير، كما أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية له تأثير غير مباشر على الاستقرار المالي من خلال معنويات المستثمرين والعكس صحيح.

في حين حلّلت دراسة (Marschner & Ceretta, 2021) كيفية تأثير عدم اليقين الاقتصادي والسياسة النقدية على معنويات المستثمرين في البرازيل خلال الفترة من 2006 إلى 2020، تم استخدام البيانات الشهرية المتعلقة بأربع آليات لنقل عدم اليقين الاقتصادي والسياسة النقدية ومؤشر ثقة المستهلك كمؤشر لمشاعر المستثمرين، وبتطبيق نموذج *ARDL* لالتقاط العلاقات قصيرة وطويلة الأجل بين المتغيرات أشارت النتائج إلى أن معنويات المستثمرين تتأثر بعدم اليقين الاقتصادي والآليات الرئيسية لانتقال السياسة النقدية إلى نطاقات مختلفة وفي آفاق زمنية مختلفة.

هدفت دراسة (Guenich, Hamdi, & Chouaibi, 2022) إلى قياس وتحليل التأثير غير المتماثل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية، معدل الفائدة وتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين. بالتطبيق على بيانات لـ 22 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة من 2000 إلى 2021، وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة غير الخطي *NARDL* أشارت النتائج إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، معدل الفائدة وعدم اليقين في أسعار النفط لها تأثيرات غير متماثلة على معنويات المستثمرين في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على المدى القصير والطويل، أي عند حدوث تقلبات في هذه المتغيرات، سوف يتبنى المستثمرون –وفقًا لمشاعرهم– اتجاهات واستراتيجيات مختلفة لصنع القرار الاستثماري.

4.1. علاقة تقلبات سعر النفط بمعنويات المستثمرين

تؤدي التغيرات والتقلبات في أسعار النفط الخام إلى إطلاق إشارة إلى السوق المالي، هذه الأخيرة تؤثر على توقعات المستثمرين للسوق الحالي والمستقبلي (أنشطتهم الاقتصادية واستثماراتهم) وعلى معنوياتهم. حيث يشير ارتفاع مستوى تقلبات أسعار النفط وحالة عدم اليقين في أسواق النفط إلى زيادة التوتر والقلق بين المستثمرين بشأن التغيرات في سعر النفط، هذا التوتر والقلق يؤدي إلى تراجع معنويات المستثمرين في الأسواق. وقد يكون تفسير انتقال سعر النفط إلى المعنويات، هو أن النفط العالمي قد تحول إلى أصل يكمل بنفس القدر الأصول الأخرى لمحافظ المشاركين في السوق بسبب أمولة أسواق السلع الأساسية، ومنه فإن تقلبات سعر النفط الخام تؤدي إلى تغييرات كبيرة في أسعار الأسهم وبالتالي خلق حالة من عدم اليقين في السوق المالي وفرصة للربح بمرور الوقت، هذا ما يؤدي إلى تغيير معنويات المستثمرين المهتمين بأداء أسواق الأسهم.

اهتمت العديد من الأبحاث بموضوع صدمات سعر النفط والتغيرات في معنويات، ومن عدة أوجه مختلفة. قامت دراسة (He, Zhifang; Zhou, Fangzhao, 2018) بفحص التفاعل بين صدمات أسعار النفط ومشاعر المستثمرين من خلال اختبار السببية الخطية وغير الخطية، كما تم استخدام نموذج *TVP-VAR*ونموذج *NARDL*، وخلصت النتائج إلى أن التغيرات في الطلب على النفط لا تحدث صدمة خطية فحسب، بل تتسبب أيضًا في التغيرات غير الخطية في معنويات المستثمرين، كما توصلت الدراسة إلى أن صدمة الطلب الخاصة بالنفط تؤثر بشكل إيجابي على معنويات المستثمرين بمرور الوقت، ولها آثار إيجابية وغير متكافئة على معنويات المستثمرين على المدى القصير.

سلطت دراسة (He, Zhou, Xia, Wen, & Huang, 2019) الضوء على التفاعل بين أسعار النفط الخام وعاطفة المستثمرين الفرديين، تم استخدام اختبار *Hiemstra and Jones* واختبار *Diks* و*Panchenko*، بالإضافة إلى نموذج *TVP-SVAR* ونموذج *NARDL*، وأظهرت النتائج وجود علاقة سببية غير خطية ثنائية الاتجاه بين أسعار النفط وعاطفة المستثمر الفردي، والتفاعلات بينهما متغيرة مع الوقت. وتوصلت الدراسة كذلك إلى أن أسعار النفط تؤثر سلبًا على عاطفة المستثمرين الفرديين بشكل عام. حيث أن سعر النفط له تأثيرات غير متكافئة طويلة وقصيرة المدى على عاطفة المستثمرين الفرديين، في حين أن عاطفة المستثمرين الفرديين ليس لها تأثير غير متماثل على أسعار النفط.

في حين كانت النتائج معاكسة في دراسة (Li & Ouyang, 2021) التي استخدمت مؤشر معنويات المستثمرين استنادًا إلى المسح الشهري لشركة *China Securities Investor Protection Fund Corporation*، واستخدمت نموذج بايزن للاستدلال الهيكلي المتجه للانحدار التلقائي *SVAR* للتحقق في تأثير صدمات أسعار النفط الهيكلية على معنويات المستثمرين في الصين، ووجدت أن صدمات عرض النفط وصدمات الطلب على الاستهلاك تمارس تأثيرًا إيجابيًا على معنويات المستثمرين في الصين، والتي تنتقل آثارها بشكل أساسي من خلال التأثير على ثقة المستثمرين في الأساسيات الاقتصادية الصينية والبيئة الاقتصادية الدولية. كذلك توصلت دراسة (Alqahtan & Klein, 2021) إلى أن جميع أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 2007 إلى 2018 حساسة للغاية للتغيرات في أسعار النفط والتقلبات على المدى الطويل، كما تظهر النتائج أن كل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي تستجيب بشكل مختلف للصدمات في سعر النفط.

أما ورقة (Zhenghui Li, Huang, & Failler, 2022) هدفت إلى استكشاف العلاقات الديناميكية بين صدمات سعر النفط الخام ومشاعر المستثمرين خلال الفترة 2013 إلى 2021. استخدمت الدراسة البيانات النصية لبناء مؤشر ثقة المستثمر الصيني، وطبقت نموذج *SVAR* لتحليل صدمات أسعار النفط الخام، كما طبقت نموذج تحليل التماسك الموجي *WTC* لدراسة الارتباط الديناميكي بين صدمات سعر النفط الخام ومشاعر المستثمرين في مجال الوقت والتكرار، وأشارت النتائج إلى وجود ارتباطات ديناميكية غير متجانسة وعلاقات تأخير بين أسعار النفط الخام ومعنويات المستثمرين عبر نطاقات زمنية مختلفة. كما خلصت النتائج إلى أن هناك ارتباطات ديناميكية غير متكافئة وعلاقات تأخير بين أسعار النفط الخام ومعنويات المستثمرين في ظل الاتجاهات المختلفة للأسعار.

2. الطريقة والأدوات

1.2. البيانات المستخدمة ومصادرها

اعتمدت الدراسة على بيانات شهرية لمؤشر المعنويات الصاعدة والهابطة الصادرة عن الرابطة الأمريكية للمستثمرين الأفراد *AAII* وتم الحصول عليه من موقع *aaii.com*، وبيانات شهرية لتقلبات أسعار نفط الخام *OVX* المستمدة من الموقع *investing.com*، أما بخصوص مؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية *GEPU* فحصلنا عليه من موقع *policyuncertainty.com*، ومؤشر المخاطر الجيوسياسية من موقع *matteoiacoviello.com*، ووقع اختيارنا للفترة من 2010/01/01 إلى 2023/08/01 بسبب تميزها بالتقلبات الكبيرة وحالات عدم اليقين.

يقيس *AAII* مزاج المستثمرين الأفراد في الأسواق المالية الأمريكية، حيث يقيس النسبة المئوية للمستثمرين الأفراد الذين يتجهون نحو الارتفاع والهبوط والحياد في سوق الأسهم الأمريكية خلال الأشهر الستة المقبلة، بحيث تم استطلاع آراء الأفراد ومعنوياتهم اتجاه السوق من خلال الجمعية الأمريكية للمستثمرين الأفراد وهي منظمة غير ربحية تضم حوالي 15000 عضواً وتهدف إلى تثقيف المستثمرين الأفراد بشأن الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية، التخطيط المالي وحسابات التقاعد.

استخدم مؤشر *GPR* بكثرة في الأسواق المالية، قدمه *Caldara & Iacoviello* (2022) ويقيس بشكل منهجي التغيرات في التوترات الجيوسياسية حول العالم، وهو قائم على الأخبار ويشمل على مجموعة كبيرة من الأحداث الجيوسياسية بما في ذلك الأعمال الإرهابية والحروب والتهديدات العسكرية وعدم الاستقرار السياسي والتوترات الإقليمية أو عبر الحدود.

تم تطوير مؤشر *GEPU* من قبل *Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis in* 2016. وهو عبارة عن المتوسط المرجح لمؤشرات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية لمجموعة من الدول، ويعكس مؤشر *EPU* لكل دولة التكرار النسبي *relative frequency* لمقالات الصحف الخاصة بظروف تلك الدولة، تقلبات الاقتصاد الكلي، اختلاف في التوقعات والتي تحتوي على ثلاثة مصطلحات تتعلق بـ: الاقتصاد E ، السياسة P وعدم اليقين U.

يقيس مؤشر التقلب الضمني للنفط الخام *OVX* توقعات السوق لتقلبات أسعار النفط لمدة 30 يوم، وفقا للأسعار التي يقررها صندوق النفط الأمريكي *USO*، وتحسب القيم من خلال تقدير المجموع المرجح على مدار الفترات الزمنية لمتوسط أسعار عقود الخيار على مؤشر ستاندر اند بورز500، وأسعار عقود الخيار للنفط الخام 2022 *CBOE*.

2.2. النموذج المستخدم

سعيا منا لتحقيق هدف الدراسة تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة المطور *Augmented ARDL* الذي يتميز بقدرته على تقدير المعلمات في الأجل الطويل والأجل القصير أنياً، حيث يقوم بفصل تأثيرات الأجل الطويل عن الأجل القصير، مما يجعله هذا الأمر من أبسط أساليب التكامل المشترك وأسهلها. كما يعتبر هذا النموذج امتدادا لنموذج *ARDL* الذي قدمه *Pesaran et al.* (2001) حيث أضاف هذا النموذج احصاءة F لاختبار الحدود *Bounds test* التي تستخدم لاختبار ابطاءات المتغيرات المستقلة في المستوى، واختبار t للمتغير التابع المتأخر(Sam, McNown, & Goh, 2019) ، وبالتالي فإن النموذج الذي استخدمناه لفحص التكامل المشترك بين المتغيرات، وكذلك لتقدير العلاقة الطويلة والقصيرة المدى لإطار عملنا هو كما يلي:

$$\Delta \mathrm{LSent}_t = y_1 + a_1 \mathrm{sent}_{t-1} + a_2 \mathrm{OVX}_{t-1} + a_3 \mathrm{GPR}_{t-1} + a_4 \mathrm{GEPU_CURRENT}_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{1i}\, \Delta \mathrm{sent}_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{2i}\, \Delta \mathrm{OVX}_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{3i}\, \Delta \mathrm{GPR}_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{4i}\, \Delta \mathrm{GEPU_CURRENT}_{t-1} + \sigma_i \boldsymbol{D}_t + \boldsymbol{\mu}_t$$

حيث Δ الفروق الأولى، y ثابت المعادلة، a_j معلمات طويلة الأجل، β_{ji} معلمات قصيرة الأجل، $\boldsymbol{\mu}_t$ الخطأ العشوائي، $\boldsymbol{D}_t$ التغيرات الهيكلية المحتملة في النموذج.

3.2. النتائج ومناقشتها

1.3.2. الإحصاءات الوصفية للبيانات

تشير نتائج الخصائص الوصفية أن توزيع مؤشر معنويات المستثمرين كان ملتويا موجبا خلال فترة الدراسة، مما يعني عدم وجود تماثل في توزيع مؤشر المعنويات وإلتوائه نحو اليمين، كما يمتاز شكل المؤشر بتفلطح أعلى من التوزيع الطبيعي مما يدل على أن التوزيع السلسلة له أطراف سميكة، وجاءت نتائج اختبار جارك بيرا مدعمة لنتائج الالتواء والتفلطح بعدم وجود توزيع طبيعي للسلسلة.

جدول1. الخصائص الإحصائية الوصفية للمتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة

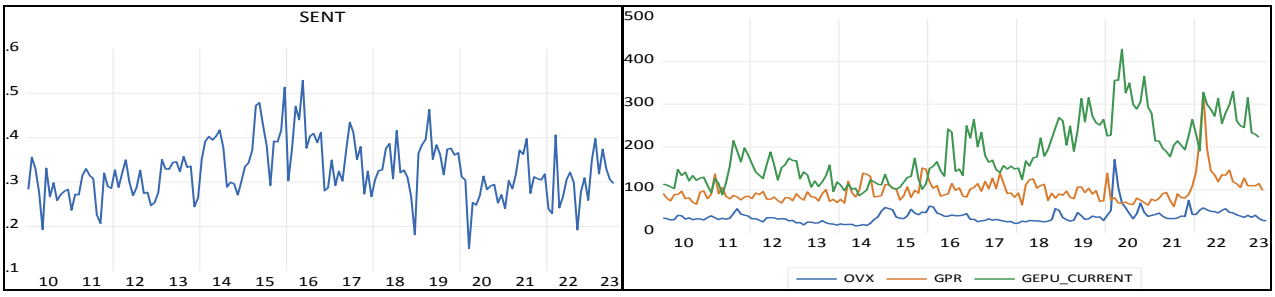
Jarque-P Bera	Kurtosis	Skewness	Std.Dev.	Minimum	Maximum	Mean	Variables
0.041165	3.538262	0.393487	0.063215	0.150259	0.528600	0.325429	**Sent**
0.000000	30.10188	3.939228	16.35168	15.61000	170.5500	37.35006	**OVX**
0.000000	2.898494	0.790074	72.08126	86.28355	428.0073	186.0975	**GEPU_Current**
0.000000	24.50411	3.564352	29.75830	60.60164	325.5209	97.66649	**GPR**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

كما يلاحظ أيضاً أن توزيع باقي متغيرات الدراسة اتخذت شكلاً متطاولاً، ممّا يفسر وجود مشكلة سماكة الذيول، حيث فاق معامل *Kurtosis* قيمة الثلاثة التي تقابل التوزيع الطبيعي، وهو ما يعني انحراف السلاسل الزمنية عن التوزيع الطبيعي بتجمع التوزيع أكثر حول المتوسط.

ويعكس ارتفاع الانحراف المعياري لمؤشر *GEPU_Current* و *GPR* وجود مخاطر مرتفعة وتقلبات كبيرة وحالات عدم اليقين في الاقتصادات العالم خلال فترة الدراسة (انتشار كوفيد 19، حرب روسيا اوكرانيا، أزمة النفط 2014، الربيع العربي، التوترات التجارية)، أما مؤشر تقلبات أسعار نفط الخام فشهد هو كذلك تقلبات كبيرة، حيث سجل انخفاض سنة 2014 وكذا سنة 2020 التي شهدت فيها انخفاضات حادة ونادرة الحدوث في سعر النفط ويعود ذلك للانخفاض الكبير في الطلب العالمي بسبب قرارات الحجر الحكومية والتباعد الاجتماعي الاختياري خوفًا من انتشار فيروس كورونا وتأثيراته على الاقتصاد العالمي، هذا من جهة، ومن جهة أخرى الزيادة في المعروض النفط من قبل السعودية (حرب الأسعار). والشكل التالي يوضح تطور المتغيرات خلال الفترة 2010-2023:

شكل 1. تطور المتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

2.3.2. اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

اتضحت نتائج اختبار دكي فولر المطور ADF وفيلبس بيرون PP واختبار KPSS أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى *Levels* ولا تحتوي على جذر وحدوي عدا متغير *GEPU_Current* الذي استقر عند الفرق الأول، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول 2. نتائج اختبار استقرارية بيانات الدراسة

المتغير	اختبار ADF مع الثابت والاتجاه		اختبار PP مع الثابت والاتجاه		اختبارKPSS مع الثابت والاتجاه	
	إحصائية t	القيم الحرجة عند 5%	إحصائية t	القيم الحرجة عند 5%	إحصائيةt	القيم الحرجة عند 5%
عند المستوى						
Sent	-6.9247	-3.4378	-6.9247	-3.4378	0.0183	0.1460
OVX	-6.0437	-3.4376	-6.0319	-3.4376	0.0707	0.1460
GEPU_Current	-3.0407	-3.4378	-3.1397	-3.4379	0.1614	0.1460
GPR	-5.8411	-3.4378	-5.8924	-3.4378	0.0785	0.1460
عند الفرق الأول						
GEPU_Current	-10.4975	-3.4385	-21.1320	-3.4381	0.0480	0.1460

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

3.3.2. اختبار *Granger* للسببية

قصد معرفة ما إذا كانت هناك علاقة سببية في الاتجاهين أو سببية في اتجاه واحد بين متغيرات الدراسة ومعنويات المستثمرين في الأجل القصير، نعرض نتائج اختبار السببية *Granger* في الجدول التالي:

جدول 3. دراسة السببية بين المؤشرات ومعنويات المستثمرين

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
OVX does not Granger Cause SENT	160	3.45204	0.0321
SENT does not Granger Cause OVX		0.00885	0.9252
GEPU_CURRENT does not Granger Cause SENT		2.71073	0.1017
SENT does not Granger Cause GEPU_CURRENT		0.00717	0.9326
GPR does not Granger Cause SENT		4.25364	0.0226
SENT does not Granger Cause GPR		0.28721	0.5928
GEPU_CURRENT does not Granger Cause OVX		0.58491	0.4456
OVX does not Granger Cause GEPU_CURRENT		10.9019	0.0012
GPR does not Granger Cause OVX		1.93591	0.0553
OVX does not Granger Cause GPR		0.01429	0.9050
GPR does not Granger Cause GEPU_CURRENT		0.67484	0.4127
GEPU_CURRENT does not Granger Cause GPR		0.25870	0.6118

المصدر: بناءا على مخرجات *EViews 10*.

توضح نتائج السببية أن مؤشر تقلبات أسعار النفط *OVX* ومؤشر المخاطر الجيوسياسية *GPR* يسببان في عوائد معنويات المستثمرين وهو ما أشارت إليه المعنوية الإحصائية للمؤشرين، في حين أظهرت النتائج أن مؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية العالمية *GEPU* لا يسبب في المعنويات، كما نجد من خلال النتائج أن مخاطر الجيوسياسية تسبب في تقلبات أسعار النفط، وهذا الأخير يسبب في مؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية.

4.3.2. اختبار الحدود للتكامل المشترك

من أجل إجراء الاختبار المشترك بين متغيرات الدراسة تم الاعتماد على اختبار *BoundsTest* والذي يتم تقسيمه وفق نموذج *AugmentedARDL* إلى ثلاثة اختبارات، هي كما يلي:

–اختبار *OverallF-BoundsTest*: يعرف اختبار *Overall F-Bounds Test* على أنه اختبار لمعنوية المتغيرات عند المستوى المبطئ، وتظهر النتائج الموضحة في الجدول التالي أن قيمة *F-statistic* التي قدرت بـ 5.6190 أكبر من قيمة الحد الأعلى عند جميع

مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% ومن ثم نقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة ومعنويات المستثمرين.

جدول 4. نتائج اختبار التكامل المشترك *Overall F-Bounds Test*

Overall F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	**Value**	**Signif.**	**I(0)**	**I(1)**
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	5.619034	10%	2.72	3.77
K	3	5%	3.23	4.35
		2.5%	3.69	4.89
		1%	4.29	5.61
Actual Sample Size	159		Finite Sample: n=80	
		10%	2.823	3.885
		5%	3.363	4.515
		1%	4.568	5.96

المصدر: بناءا على مخرجات *EViews 12*.

– اختبار *t-Bounds Test* : يختبر *t-Bounds Test* معنوية المتغير التابع عند المستوى المبطئ، والجدول التالي يوضح نتائجه:

جدول 5. نتائج اختبار التكامل المشترك (*t–Bounds Test*)

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	**Value**	**Signif.**	**I(0)**	**I(1)**
t-statistic	-5.18158	10%	-2.57	-3.46
		5%	-2.86	-3.78
		2.5%	-3.13	-4.05
		1%	-3.43	-4.37

المصدر: بناءا على مخرجات *EViews 12*.

أفرزت النتائج أن متغير معنويات المستثمرين معنوي عند المستوى المبطئ، حيث أن قيمة F الإحصائية 5.1815- أكبر من القيمة الحرجة عند جميع مستويات المعنوية 11%، 2.5%، 5%، 10% وعليه توجد علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل منطقية.

–اختبار *Exogenous F-Bounds Test* يعرف اختبار *t-BoundsTes* على أنه اختبار معنوية المتغيرات المستقلة عند المستوى المبطئ، وتشير نتائجه الموضحة في الجدول أدناه إلى أن مؤشر تقلبات أسعار النفط، مؤشر مخاطر الجيوسياسية ومؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية العالمية معنوية عند المستوى المبطئ، حيث بلغت قيمة *F-statistic* 12.5050 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى عند مستوى المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% وعليه نقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك عادية في الأجل الطويل.

جدول 6. نتائج اختبار التكامل المشترك *ExogenousF-BoundsTest*

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No exo. levels relationship		
Test Statistic	**Value**	**Signif.**	**I(0)**	**I(1)**
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	505021.12	10%	2.08	3.86
K	3	5%	2.62	4.65
		2.5%	3.15	5.40
		1%	3.83	6.33
Actual Sample Size	159		Finite Sample:n=80	
		10%	2.16	3.93
		5%	2.73	4.77
		2.5%	3.31	5.60
		1%	4.09	6.71

المصدر: بناءا على مخرجات *EViews 12*.

نستشف من خلال الاختبارات السابقة؛ أن هناك علاقة تكامل مشترك منطقية وعادية بين معنويات المستثمرين والمتغيرات المستقلة في الأجل الطويل.

5.3.2. تقدير نموذج تصحيح الخطأ (*ECM*) وديناميكيات الأجل القصير

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات الدراسة، سنقوم في هذا الجزء بتقدير نموذج تصحيح الخطأ والحصول على المقدرات القصيرة الأجل. والنتائج موضحة في الجدول التالي:

جدول 7. نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (*ECM*)

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(SENT)
Selected Model: ARDL(3, 2, 0, 3)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 08/08/23 Time: 14:05
Sample: 2010M01 2023M08
Included observations: 159

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SENT(-1))	-0.343905	0.082725	-4.157191	0.0001
D(SENT(-2))	-0.144711	0.072633	-1.992358	0.0482
D(OVX)	-0.001352	0.000296	-4.562496	0.0000
D(OVX(-1))	-0.000556	0.000318	-1.746433	0.0828
D(GEPU_CURRENT)	-0.000348	0.000111	-3.130083	0.0021
D(GEPU_CURRENT(-1))	-0.000449	0.000117	-3.826756	0.0002
D(GEPU_CURRENT(-2))	-0.000330	0.000113	-2.924306	0.0040
CointEq(-1)*	-0.308418	0.064875	-4.754064	0.0000

R-squared	0.439689	Mean dependent var	-0.000148
Adjusted R-squared	0.413714	S.D. dependent var	0.061034
S.E. of regression	0.046734	Akaike info criterion	-3.239700
Sum squared resid	0.329789	Schwarz criterion	-3.085290
Log likelihood	265.5562	Hannan-Quinn criter.	-3.176996
Durbin-Watson stat	1.976619		

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: بناءا على مخرجات*EViews 12*.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معلمة تصحيح الخطأ سالبة ولها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، فهي تشير إلى أن أي اختلال في العلاقة التوازنية بين المتغيرات المستقلة ومعنويات المستثمرين سيتم تصحيحها شهريا بمقدار 30%، كما تشير النتائج أيضاً إلى أن تقلبات أسعار النفط وحالات عدم اليقين تؤثر بشكل عكسي على المعنويات المستثمرين في الأجل القصير.

6.3.2. تقدير نموذج *ARDL* في الأجل الطويل

بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ *ECM* للأجل القصير، تم تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومعنويات المستثمرين خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى 2023 في الجدول التالي:

جدول 8. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج ARDL (3,2,0,3)

Levels Equation **Case 2:Restricted Constant and No Trend**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
OVX	0.001562	0.001294	1.207243	0.2293
GPR	-0.000832	0.000449	-1.978060	0.0525
GEPU_CURRENT	-0.000457	0.000255	-1.946733	0.0548
C	0.273626	0.059385	4.607660	0.0000
EC = SENT - (0.0016*OVX - 0.0008*GPR -0.0005*GEPU_CURRENT + 0.2736)				

المصدر: بناءا على مخرجات*EViews 12*.

تشير نتائج الجدول أعلاه إلى أن هناك تأثير سلبي لمؤشر مخاطر الجيوسياسية *GPR* ومؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية *GEPU_CURRENT* على معنويات المستثمرين في الأجل الطويل، حيث أن القيمة الاحتمالية للمؤشرين اصغر من مستوى المعنوية 5%، مما يعني هذا أن تغير بوحدة واحدة في مؤشرين سيؤدي إلى تغير سلبي في معنويات المستثمرين بمقدار 0.001 و0.0004 على

التوالي، كما نلاحظ أن مؤشر تقلبات أسعار النفط لا يؤثر على معنويات المستثمرين في الأجل الطويل، وهو ما تؤكده مستوى المعنوية التي كانت أكبر من 5%.

7.3.2. اختبار جودة النموذج

قصد فحص مدى إمكانية الاعتماد على نتائج تحليل النموذج المقدر قمنا بإجراء مجموعة من الاختبارات لتشخيص القوة الإحصائية للنموذج، وهي كما يلي:

جدول 9. اختبارات جودة النموذج

اختبار الارتباط الذاتي لبواقي التقدير

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.341069	Prob. F(2,145)	0.7116
Obs*R-squared	0.744497	Prob. Chi-Square(2)	0.6892

اختبار ARCH لعدم تجانس تباين البواقي

Heteroskedasticity Test: ARCH

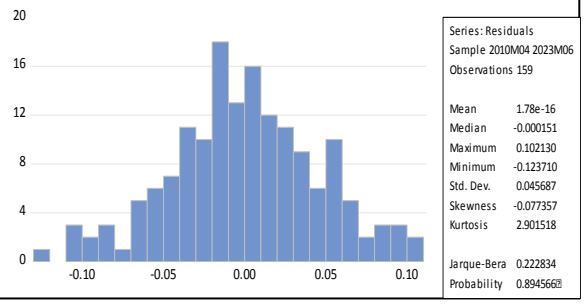
F-statistic	2.191974	Prob. F(1,156)	0.1407
Obs*R-squared	2.189314	Prob. Chi-Square(1)	0.1390

اختبار مشكل عدم ملاءمة الشكل الدالي

Ramsey RESET Test
Equation: EQ01
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: SENT SENT(-1) SENT(-2) SENT(-3) OVX OVX(-1) OVX(-2) GPR GEPU_CURRENT GEPU_CURRENT(-1) GEPU_CURRENT(-2) GEPU_CURRENT(-3) C

	Value	df	Probability
t-statistic	2.190434	146	0.0301
F-statistic	4.798001	(1, 146)	0.0301
Likelihood ratio	5.141198	1	0.0234

اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

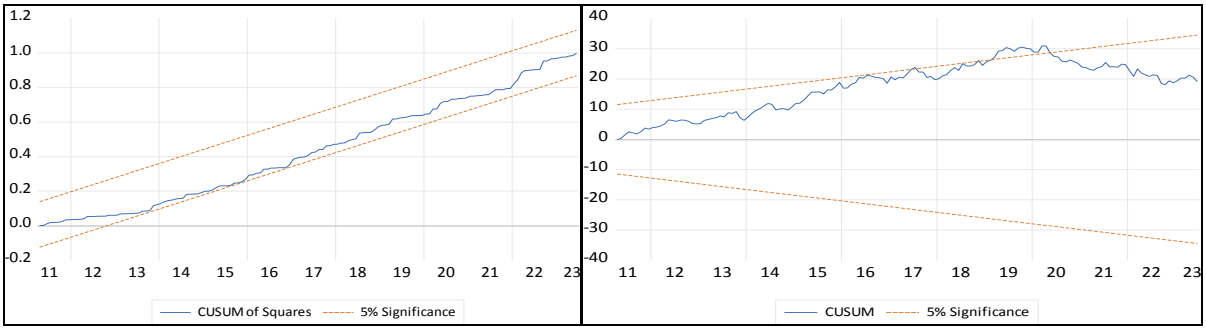


المصدر: بناءا على مخرجات *EViews 12*.

نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية لاختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء *LMtest* أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه نقبل الفرضية الصفرية H_0 والتي تنص على عدم وجود الارتباط الذاتي التسلسلي، كما يوضح اختبار عدم تجانس التباين *ARCH* إلى ثبات تباين الأخطاء، كذلك هو الحال في اختبار التوزيع الطبيعي حيث أن القيمة الإحصائية لجارك بيرا غير معنوية عند مستوى المعنوية 5%، وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 والتي تنص على أن سلسلة البواقي أخذت شكل التوزيع الطبيعي، في حين يشير اختبار *RamseyReset* إلى عدم وجود مشكل عدم ملاءمة الشكل الدالي، وعليه يمكن القول أن النموذج المقدر خال من المشاكل القياسية وصالح لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة.

وبخصوص الاستقرار الهيكلي للنتائج، يتضح من خلال الشكل أدناه أن إحصائية *CUSUMSQ* تقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية إحصائية 5%، بينما نرى أن المنحنى الإحصائي لمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة *CUSUMQ* يقطع أحد خطي الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، لكنه سرعان ما يعود ليستقر داخل الحدود الحرجة، وهذا ما يشير إلى استقرار النموذج وانسجامه بين نتائج تصحيح الخطأ في الأجل القصير والطويل.

شكل 2. اختبار استقرارية نموذج المقدر



المصدر: البرنامج الإحصائي *EViews*12.

نستنتج مما سبق وجود تأثيرات لكل من المخاطر الجيوسياسية وحالات عدم اليقين على معنويات المستثمرين الأمريكيين في الأجل الطويل. كما أن معنويات المستثمرين تتأثر بتقلبات أسعار النفط وعدم اليقين في السياسات الاقتصادية في الأجل القصير.

8.3.2. تفسير ومناقشة النتائج

يمكن تفسير التأثير السلبي لمؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية على معنويات المستثمرين على المدى الطويل والقصير، أن الارتفاع في حالات عدم اليقين قد يميل المستثمرون إلى تأجيل القرارات الاستثمارية أو توجه نحو استثمارات أخرى ذات مخاطرة أقل وذلك بسبب عدم الثقة في استقرار البيئة التشريعية والضرائب والسياسات الاقتصادية، فالمستثمرون يفضلون بيئة استثمارية مستقرة ومتوقعة، حيث يمكنهم تقدير العوائد المحتملة وتقليل المخاطر، وبالتالي فإن المستثمرين يصبحون غير متأكدين من تأثيرات تلك السياسات على أعمالهم وعوائدهم المستقبلية، هذا يؤدي إلى تراجع ثقة المستثمرين وتراجع النشاط الاقتصادي. ومن جهة أخرى يؤدي عدم اليقين إلى زيادة التقلبات في سوق المال. ففي حالات عدم اليقين المرتفعة، يكون لدى المستثمرين تفضيل للاستجابة بشكل أكثر تحفظًا وتجنبًا للخسائر المحتملة، قد يزيد هذا التحفظ من التذبذب في الأسواق المالية ويؤدي إلى تأخير في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وتتفق هذه النتيجة مع ما خلصت إليه دراسة كل من (Alqahtan & Klein, 2021) ودراسة (Zhou Qi, Ning, & Qin, 2022) ودراسة (Marschner & Ceretta, 2021).

أما بخصوص التأثير السلبي لمؤشر المخاطر الجيوسياسية على معنويات المستثمرين في الأجل الطويل فيمكن تفسيره إلى عندما تواجه الدول تحديات جيوسياسية كبيرة، قد يتعرض النمو الاقتصادي والاستثمارات للتباطؤ، مما يؤدي إلى تراجع ثقة المستثمرين وتراجع رغبتهم في المخاطرة وبالتالي عدم الاستقرار في سوق رأس المال اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Alqahtan & Klein, 2021) ودراسة (He, Zhifang, 2023)

وقد يكون تفسير العلاقة العكسية بين تقلبات سعر النفط والمعنويات في الأجل القصير، هو أن ارتفاع مستوى تقلبات أسعار النفط وحالة عدم اليقين في أسواق النفط يؤدي إلى زيادة التوتر وذعر المستثمرين وزيادة النفور من المخاطرة بشأن التغيرات في سعر النفط، هذا التوتر والقلق يؤدي إلى تغييرات كبيرة في الاقتصاد الكلي من بينها أسعار الأسهم ومنه تراجع معنويات المستثمرين في الأسواق. تؤيد هذه النتيجة كل من دراسة (He, Zhou, Xia, Wen, & Huang, 2019) ودراسة (Guenich, Hamdi, & Chouaibi, 2022) ودراسة (Zhenghui Li, Huang, & Failler, 2022) وجاءت عكس النتائج التي توصلت إليها دراسة (Li & Ouyang, 2021).

3. الخاتمة

حاولت هذه الدراسة قياس أثر المخاطر الجيوسياسية، حالات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية وتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين الأمريكيين خلال الفترة 2010-2020، مستخدمة في ذلك نموذج *Augmented ARDL* واختبار السببية وتوصلنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- ✓ بينت نتائج اختبار سببية جرانجر أن مؤشر تقلبات أسعار النفط *OVX* ومؤشر المخاطر الجيوسياسية *GPR* يسببان في عوائد معنويات المستثمرين، في حين أن مؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية العالمية *GEPU* لا يسبب في المعنويات، كما نجد من خلال النتائج أن مخاطر الجيوسياسية تسبب في تقلبات أسعار النفط، وهذا الأخير يسبب في مؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية؛
- ✓ وجود علاقة تكامل مشترك بين المخاطر الجيوسياسية، حالات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية وتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين الأمريكيين، تبعاً لاختبار التكامل المشترك لجوهانسن، مما يعني أن المتغيرات تتحرك معاً في المدى الطويل؛
- ✓ تظهر نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ، أن معلمة تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية عند 5%، هذا ما يفسر صلاحية نموذج *ECM*، وتبين وجود أثر سلبي لتقلبات أسعار النفط وحالات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية على المعنويات المستثمرين في الأجل القصير؛
- ✓ تشير نتائج إلى أن هناك تأثير سلبي لمؤشر مخاطر الجيوسياسية *GPR* ومؤشر عدم اليقين في السياسات الاقتصادية *GEPU_CURRENT* على معنويات المستثمرين في الأجل الطويل، كما أن مؤشر تقلبات أسعار النفط لا يؤثر على معنويات المستثمرين في الأجل الطويل.

يتضح من خلال النتائج أن المخاطر الجيوسياسية وحالات عدم اليقين وتقلبات أسعار النفط كان لهم دورًا أساسيًا في معنويات المستثمرين الأمريكيين من خلال التأثير على ثقة المستثمرين في أساسيات الاقتصاد المحلي والبيئة الاقتصادية الدولية.

وبناءا على النتائج السابقة للدراسة نوصي بالاهتمام بسلوك المستثمر، الأمر الذي يحسن أداء السوق والذي بدوره ينعكس إيجاباً على الاقتصاد، وكذا ضرورة القيام بحملات التثقيف المالي من قبل هيئات الإشراف على البورصات وصانعي السياسات. هذا بالتركيز أكثر على تأثير المخاطر الجيوسياسية وحالات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية على معنويات المستثمرين، من خلال اتخاذ تدابير مختلفة وتبني سياسات تساعد في التعامل مع مخاطر عدم اليقين على المدى الطويل والمدى القصير.

المراجع والإحالات

Alqahtan, A., & Klein, T. (2021). Oil price changes, uncertainty, and geopolitical risks: On the resilience of GCC countries to global tensions. *Energy , 236* .

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance , 61 (4)* , 1645-1680.

Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market. *Journal of Empirical Finance , 11*, 1-27.

Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review , 112 (4)* , 1194-1225.

Guenich, H., Hamdi, K., & Chouaibi, N. (2022). Asymmetric response of Investor sentiment to Economic Policy Uncertainty, interest rates and oil price uncertainty: Evidence from OECD countries. *Cogent Economics & Finance , 10 (1)* .

He, Z. (2023). Geopolitical risks and investor sentiment: Causality and TVP-VAR analysis. *The North American Journal of Economics and Finance , 67* .

He, Z., Zhou, F., Xia, X., Wen, F., & Huang, Y. (2019). Interaction between Oil Price and Investor Sentiment: Nonlinear Causality, Time- Varying Influence, and Asymmetric Effect. *Emerging Markets Finance and Trade, Taylor & Francis Journals , 55 (12)* , 2756-2773.

He, Zhifang; Zhou, Fangzhao. (2018). Time-varying and asymmetric effects of the oil-specific demand shock on investor sentiment. *PLoS One , 13 (8)* .

Li, P., & Ouyang, Y. (2021). How oil price shocks affect investor sentiment: new evidence from China. *Applied Economics Letters , 29 (7)* , 584-592 .

Ling, D., Naranjo, A., & Scheick, B. (2010). Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets. *46th Annual AREUEA Conference Paper.* Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1717110.

Marschner, P. F., & Ceretta, P. S. (2021). Investor sentiment, economic uncertainty, and monetary policy in Brazil. *Original Article , 32 (87)* .

NAAS, S., Bendob, A., & Bensania, A. (2021). Towards construction of an investor sentiment index in the Arabstock markets . *journals najah , 35 (4)* , 613-646.

Nartea, G. V., Bai, H., & Wu, J. (2020). Investor sentiment and the economic policy uncertainty premium. *Pacific-Basin Finance Journal , 64* .

Sam, C. Y., McNown, R., & Goh, S. K. (2019). An augmented autoregressive distributed lag bounds test for cointegration. *Economic Modelling , 80*, 130-141.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance.* Oxford University.

zhang, B. (2019). Economic Policy Uncertainty and Investor Sentiment: linear and nonlinear causality analysis. *Applied Economics Letters , 26 (15)* , 1264-1268.

Zhenghui Li, b., Huang, Z., & Failler, P. (2022). Dynamic Correlation between Crude Oil Price and Investor Sentiment in China: Heterogeneous and Asymmetric Effect. *Energies , 15 (3)* .

Zhou Qi, X., Ning, Z., & Qin, M. (2022). Economic policy uncertainty, investor sentiment and financial stability—an empirical study based on the time varying parameter-vector autoregression model. *Journal of Economic Interaction and Coordination , 17 (3)* , 779-799.