أثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على أداء سوق الأوراق المالية الدولية

نصر علي نصر علي أبوالمعاطي
مدرس مساعد بقسم إدارة الاعمال
كلية التجارة - جامعة القاهرة
Nasr_abualmaaty@foc.cu.edu.eg

حسن أحمد منير الصادي
أستاذ التمويل والاستثمار
كلية التجارة - جامعة القاهرة

مستخلص البحث

يهدف البحث الى دراسة أثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على أداء سوق الأوراق المالية، تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من ٦٣ دولة خلال الفترة من ١٩٩٥ الى ٢٠٢٠ . تعتمد الدراسة على البيانات الثانوية المنشورة لدى البنك الدولي، واستخدام Panel Data لإجراء الدراسة، وتم إجراء تحليل البيانات واختبار الفروض باستخدام نموذج الانحدار المتعدد المعدل بالأخطاء المعيارية، توصلت النتائج الى وجود تأثير طردي معنوي لمكونات مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية؛ عند زيادة مؤشر المخاطر –انخفاض درجة المخاطرة- يؤدي ذلك الى تحسن أداء سوق الأوراق المالية، كذلك توصلت النتائج الى وجود تأثير طردي ومعنوي لكل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية على نشاط وسيولة سوق الأوراق المالية، ولم يتبين تأثير مخاطر الدولة المالية. كذلك، يوجد تأثير طردي ومعنوي لمكونات مخاطر الدولة على حجم سوق الأوراق المالية. كذلك تبين النتائج أن تأثير مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالي يأتي مدفوع أولاً بالمخاطر الاقتصادية ثم المالية ثم السياسية.

الكلمات المفتاحية

مخاطر الدولة، المخاطر الاقتصادية، المخاطر المالية، المخاطر السياسية، أداء سوق الأوراق المالية، نشاط السوق، حجم السوق، سيولة السوق، الدليل الدولي لمخاطر الدول (ICRG).

تم استلام البحث في ٢٣ ديسمبر ٢٠٢٤، ***وقبوله للنشر في*** ٢٤ مارس ٢٠٢٥

١/ مقدمة:

لقد نشأ مفهوم مخاطر الدولة من الأبحاث التي أجراها كل من Usher (1965) و(1968) Root عن المخاطر السياسية، وكانت دراسة المخاطر السياسية في ذلك الوقت نتيجة موجة عدم الاستقرار السياسي والتأميم والمصادرات خلال استقلال الدول الناشئة. وبعد ذلك الحين تم اقتراح مفهوم مخاطر الدولة كمفهوم رسمي، وتتفق العديد من الدراسات أن مخاطر الدولة هي مجموعة من المخاطر الناتجة عن أحداث على مستوى الدولة على سبيل المثال دراسة Damodaran, (2022)، ودراسة Erb et al., (1996).

في السنوات الأخيرة، أدت التغيرات السياسية والاقتصادية العالمية إلى تدفقات ضخمة لرؤوس الأموال إلى الدول النامية، ومعظم هذه التدفقات عبارة عن استثمارات أجنبية مباشرة. وفي ضوء التهديدات بعدم الاستقرار السياسي في شكل حروب أهلية، وهروب رؤوس الأموال غير المشروعة، وعدم استقرار الأسواق المالية، والفساد السياسي، وما إلى ذلك، أدى الى إجراء مزيد من التقييم لمخاطر الدولة Ramcharran, (1999). لذلك يعد تقييم مخاطر الدولة مكونًا مهمًا في قرارات الاستثمار والموازنة الرأسمالية للبنوك ومؤسسات الإقراض الدولية والمستثمرين الدوليين. حيث إن تزايد تدويل الاقتصاد العالمي في العقود الأخيرة أدى إلى زيادة التعرض للمخاطر المرتبطة بالأحداث في مختلف الدول. وبالتالي، تم تخصيص موارد كبيرة لتحليل مخاطر الدولة من قبل المنظمات الدولية والمستثمرين الذين يدركون أهمية تحديد وتقييم وإدارة المخاطر التي تواجههم Gjonca, et al., (2004).

ونتيجة لعدم استقرار الأسواق المالية العالمية أدى الى زعزعة الثقة في الاقتصادات العالمية. مما ترتب على ذلك من تأثيرات قوية على تدفقات رأس المال، وكذلك موقف المستثمرين تجاه بعض الدول. لذا بينت دراسة Cervelló-Royo, et al., (2013; 2014) أن التنبؤ بمستقبل الوضع الاقتصادي ينطوي على مستويات عالية من عدم التأكد. ويعد درجة مخاطر الدولة (Country Risk Score (CRS مؤشرًا لقياس الوضع الحالي لدولة ما فيما يتعلق بالمخاطر السياسية والاقتصادية والمالية، وكذلك التنبؤ بالوضع المستقبلي من خلال تحليل السلاسل الزمنية لمخاطر الدولة. كما تدعو بعض الدراسات إلى الاهتمام بمخاطر الدولة في أنواع مختلفة من الأنشطة عبر الحدود Meldrum, (2000).

يحاول تحليل مخاطر الدولة Country Risk Analysis (CRA) تحديد احتمالية أن تؤدي هذه المخاطر إلى تقليل العائد المتوقع على الاستثمارات خارج حدود الدولة Meldrum, (2000). لذا فإن تحليل مخاطر الدولة يشير الى جمع وتحديد وتحليل البيانات المرتبطة بالاستقرار وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي على مستوى الدول Theodorou, (1993). ترجع الأهمية المتزايدة لتحليل مخاطر الدولة من قبل كل من المؤسسات العامة والخاصة إلى تزايد المخاطر الناتجة عن عولمة التجارة العالمية وانفتاح أسواق رأس المال مما يؤدي الى أزمات مالية ذات آثار عدوى سريعة، وتهديد الاستقرار المالي الدولي Hoti, and McAleer, (2004). علاوة على ذلك، يعد تزايد كل من الأزمات المالية في الدول النامية، والتكاليف المرتبطة بها على المؤسسات العامة والكيانات الخاصة، عوامل رئيسة للمخاطر يجب أخذها في الاعتبار Hoti, (2005a:b). ويعد تحليل مخاطر الدولة موضوعًا بحثيًا على مدى عدة عقود، حيث التركيز على التنبؤ بتأثير المخاطر على ربحية الأعمال والأصول المالية عند الاستثمار في دولة ما. كذلك مع تدرج وتحسن أساليب التحليل واتساع نطاق البحث بشكل عام، يواصل العديد من الباحثين والممارسين التركيز على المفاهيم المحدودة للمخاطر، ومقاييسها Brown, et. al., (2015).

من الناحية النظرية، وفقا لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية Sharpe, (1964); Lintner, (1965)، لا يأخذ المستثمرون في الاعتبار العائد المتوقع فقط أثناء اتخاذ قرارات الاستثمار، ولكنهم يأخذون في الاعتبار أيضًا تقلبات هذا العائد. وبشكل أكثر تحديدا، من المؤكد أن زيادة المخاطر المحلية أو العالمية من شأنها أن تزيد من تقلبات سوق الأوراق المالية من خلال زيادة مخاطر سوق الأوراق المالية. ولذلك، لتقليل مخاطر الاستثمار، يجب على المستثمرين معرفة ما إذا كانت الدولة تتمتع ببيئة اقتصادية ومالية وسياسية مستقرة. لا تؤدي المخاطر السياسية أو المخاطر الاقتصادية أو المخاطر المالية إلى خلق فقاعة في سوق الأوراق المالية أو انهيار سوق الأوراق المالية فحسب، بل قد تتسبب أيضًا في كارثة مالية عالمية Kirikkaleli, (2020). ويرى Hassan et al., (2003) أن مخاطر الدولة يمكن أن تغير الرسم البياني لتقلب عوائد سوق الأوراق المالية. ومن ثم، فمن الضروري دراسة تأثير عوامل مخاطر الدولة على سوق الأوراق المالية.

حيث يؤكد Naumoski, (2012) أهمية تقييم مخاطر الدولة عند الاستثمار في الأسواق الناشئة وأنها عنصر رئيسي في تقدير تكلفة رأس المال لتلك الاستثمارات. كما تعد مخاطر الدولة من المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع على مستوى الاقتصاد. وكما أشار Damodaran, (2021) أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية يمكنهم تخفيض مخاطر الدولة من خلال التنويع الدولي، لذا فإن المستثمرين اليوم في معظم الأسواق لديهم فرص أكبر للتنويع الدولي عن ذي قبل، من خلال صناديق الاستثمار الدولية والصناديق المتداولة في البورصة international mutual funds and exchange traded funds، وللاستفادة من ميزة التنويع الدولي، ينبغي أن يكون هناك ارتباط ضعيف بين الأسواق. وكما بين Driessen, and Laeven, (2007) أن منافع التنويع الدولي تتحقق عند التحكم في تأثيرات سعر الصرف، وكذلك عند التحكم في قيود البيع على المكشوف في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

في ضوء ما تقدم فإن تأثير المكونات الفرعية لمخاطر الدولة -الاقتصادية والمالية والسياسية- على أداء سوق الأوراق المالية يُعد محور اهتمام هذا البحث وذلك بالتطبيق على أسواق الأوراق المالية الدولية.

٢/ الدراسات السابقة:

١/٢ مفهوم مخاطر الدولة:

خلال فترة الستينيات، ارتبط تعريف مخاطر الدولة بشكل أساسي بتعرض الشركات متعددة الجنسيات للمخاطر السياسية، وهذا ما أدى الى تعقد البحث نتيجة التداخل بين فكرة مخاطر الدولة والتي يمكن تعريفها أيضًا بمصطلحات أخرى، مثل "المخاطر السياسية" والتي تُستخدم بشكل متكرر، والمخاطر العابرة للحدود أو المخاطر السيادية والتي يتم استخدامها بشكل أقل تكراراً، ثم بعد تلك الفترة بدأت الدراسات تتناول الأبعاد الاقتصادية والمالية لمخاطر الدولة وتتناول المخاطر السياسية كأحد مكونات مخاطر الدولة Bonatti, et al., (2021).

وتنطوي جميع المعاملات التجارية على درجة معينة من المخاطر، لذا يعكس مفهوم مخاطر الدولة مجموعة من الخصائص؛ فعندما تحدث المعاملات التجارية عبر الحدود الدولية، فإنها تنطوي على مخاطر إضافية غير موجودة في المعاملات التجارية المحلية. تتمثل هذه المخاطر الإضافية، والتي تسمى مخاطر الدولة، في المخاطر الناشئة عن مجموعة من الاختلافات في الهياكل الاقتصادية، والسياسية، والجغرافية، والمؤسسات الاجتماعية السياسية socio-political institutions، وأسعار صرف العملات Meldrum, (2000). كما تعكس مخاطر الدولة حالة المخاطر الكلية للدولة، كما أن لها تأثير بالغ الأهمية على الاستثمار العالمي والتجارة بين الدول Sun, et al., (2021).

قد بدأت دراسات مخاطر الدولة بالتخلف عن سداد الديون السيادية، ففي الدراسات السابقة تُعرَّف مخاطر الدولة على أنها احتمالية عدم قدرة دولة ما على توليد ما يكفي من النقد الأجنبي للوفاء بالتزاماتها الخارجية Sargen, (1977); Doumpos, et al., (2001). أو أنها المستوى العام لعدم التأكد السياسي والاقتصادي في دولة ما والذي يؤثر على قيمة استثماراتها Shapiro, (1985). كما يشار إليها بأنها التباين "السلبي" غير المتوقع في مؤشر أداء رئيسي، أو هدف استراتيجي مهم، ينتج عن الانخراط في معاملات تجارية دولية White and Fan, (2006). أيضا يشار إليها بأنها احتمال أن تكون الدولة غير قادرة أو غير راغبة في الوفاء بالتزاماتها بسبب الظروف الاقتصادية، أو السياسية، أو الاجتماعية، أو غيرها من الظروف المحددة للدولة Elleuch et al., (2015).

كما تناول عدد من الباحثين المفهوم العام لمخاطر الدولة بأنها احتمال فشل دولة ذات سيادة أو مقترض من بلد معين في الوفاء بالتزاماته تجاه المقرضين الأجانب و/أو المستثمرين. قد تكون هذه المخاطر ناتجة عن عوامل اقتصادية ومالية وسياسية ومركبة خاصة بكل دولة وإقليم Stankevičienė, et. al., (2014); Hoti, (2005 a;b); Hoti, et. al., (2002).

٢/٢ مكونات مخاطر الدولة:

تصنف مخاطر الدولة إلى ثلاث مكونات رئيسة، وهي المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية، وبالنظر إلى الطبيعة الموحدة لهذه المكونات ضمن مؤشر مخاطر الدولة، فهناك تأثير لهذه المكونات على بعضها البعض. لذا تنشأ أهمية تصنيف مخاطر الدول من تأثيرها المباشر على أسعار الأصول Canuto, et al., (2012). لذا قد تكون مخاطر الدولة ناتجة عن عدد من العوامل أو الأحداث الخاصة بالدولة. وتؤكد أدبيات مخاطر الدولة أن المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية تؤثر على بعضها البعض، على الرغم من أن تصنيف الدليل الدولي لمخاطر الدول ICRG لا يأخذ في الاعتبار الترابط بين تصنيفات المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية، إلا أنها مهمة في تحديد ونمذجة تصنيف مخاطر الدولة المركب Hoti and McAleer, (2004); Hoti, et al., (2002). توصلت دراسة Kirikkaleli, (2016) إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الاستقرار المالي والاستقرار الاقتصادي في دول البلقان على المدى الطويل، في حين أن الاستقرار المالي يؤثر إيجابيًا ومعنويًا على الاستقرار السياسي، كذلك أيضًا ضعف الاستقرار الاقتصادي والمالي يؤدي بشكل كبير إلى تغييرات في الاستقرار السياسي.

٣/٢ العلاقة بين مكونات مخاطر الدولة وأداء سوق الأوراق المالية:

توصلت دراسة Chee-Wooi, et al., (2015) الى قدرة كل من المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية في تفسير التغيرات في سوق الأسهم الماليزي. أما المخاطر السياسية لا تؤثر إلا على الشركات صغيرة الحجم أو الشركات ذات القيم القصوى لرأس المال.

تؤكد دراسة Erb et al., (1995a)، أنه لا يزال تخصيص الأصول في أسواق الأسهم الناشئة الجديدة قرارًا صعبًا، بسبب فشل النماذج التقليدية في الموازنة بين المخاطر والعائد بدقة لمثل هذه الأسواق. كما بين Erb et al., (1995b) أن مخاطر الدولة ذات قدرة تنبؤية كبيرة في التمييز بين الدول ذات العوائد المتوقعة المرتفعة والمنخفضة. علاوة على ذلك، وبدراسة ١١٧ دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة من يناير ١٩٨٤ الى يوليو ١٩٩٥ توصلت دراسة Erb, et al., (1996) الى أن مخاطر الدولة تؤثر على العوائد المستقبلية المتوقعة للأسهم. كذلك أيضًا بالتطبيق على ٨٣ اقتصاد من الاقتصادات المتقدمة والنامية، خلال الفترة من ١٩٨٤ الى ٢٠١٥ توصلت دراسة Suleman, et al., (2017) الى أن مكونات مخاطر الدولة تلعب دورًا مهمًا في التنبؤ بتحركات عوائد سوق الأسهم وتذبذبها. بالنظر إلى هذه النتائج، من المهم تحليل العلاقة بين تصنيفات مخاطر الدولة وأداء أسواق الأسهم الناشئة.

تناولت مجموعة من الدراسات العلاقة بين مخاطر الدولة وعوائد سوق الأوراق المالية لدول البريكس على سبيل المثال دراسة كل من Nasr, et al., (2018); Hammoudeh, et al., (2013); Mensi, et al., (2016) توصلت تلك الدراسات الى تباين تأثير المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية على عوائد سوق الأسهم لكل دولة من دول البريكس على حدة. لذلك فإن التغيرات السلبية في تصنيفات مخاطر الدولة تؤثر بشكل عام على عوائد الأسهم، ولكن يختلف هذا التأثير بين دول التكتل، لذا فإن سلوك أسواق الأسهم في البريكس يعتمد بشكل أساسي على ظروف السوق. وبشكل أكثر تفصيلا توصل Hammoudeh, et al., (2013) أن سوق الأسهم بالصين يتأثر بالمكونات الثلاثة لمخاطر الدولة، أما في البرازيل قد أظهر حساسية خاصة للمخاطر الاقتصادية والمالية، في حين أن روسيا والصين لديها حساسية قوية تجاه المخاطر السياسية، أما في الهند تبين أن هناك حساسية بشكل خاص لارتفاع أسعار النفط والذي يتأثر أكثر بالمخاطر الاقتصادية عن المخاطر المالية. أما Mensi, et al., (2016) بين أن خلال فترة الانتعاش الاقتصادي يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لارتفاع المخاطر المالية على أداء سوق الأسهم والعكس صحيح، وعلى المدى القصير لم تجد الدراسة علاقة معنوية بين مخاطر الدولة وعوائد الأسهم في دول البريكس. قد يرجع تشابه نتائج تلك الدراسات الى التطبيق خلال نفس الفترة الزمنية تقريباً واستخدام نفس المقياس عند قياس مخاطر الدولة وهو الدليل الدولي لمخاطر الدول (ICRG).

كما تناولت دراسة Sari, et al., (2013) العلاقة طويلة المدى وقصيرة المدى بين تحركات سوق الأسهم ومكونات مخاطر الدولة بتركيا، توصلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة تأثير طويلة الأجل بين مكونات مخاطر الدولة وتحركات سوق الأسهم. في حين على المدى القصير، يؤثر فقط انخفاض كل من المخاطر السياسية والمالية إيجابيًا ومعنويًا على تحركات سوق الأسهم. وبالمقارنة بين تركيا والأرجنتين خلال الفترة من أكتوبر ١٩٩٦ الى ديسمبر ٢٠١٣. توصلت نتائج دراسة Kara, and Karabiyik, (2015) الى وجود علاقة تكامل مشترك بين المخاطر المالية والسياسية ومؤشر سوق الأسهم التركية، أما الأرجنتين، تبين وجود علاقة تكامل مشترك بين المخاطر المالية ومؤشر سوق الأسهم الأرجنتينية على المدى الطويل. ومن خلال اختبار السببية، تبين وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المخاطر المالية ومؤشر سوق الأوراق المالية لكلا الدولتين. أخيرًا، توصلت نتائج تحليل الانحدار، إلى أن مؤشر سوق الأوراق المالية يتأثر سلبًا بعوامل المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية لتركيا، ويتأثر سلبًا بالمخاطرة المالية فقط للأرجنتين.

كما تناولت دراسة Cermeño, and Suleman, (2014a) علاقة الارتباط بين مخاطر الدولة وتذبذب عوائد سوق الأوراق المالية. باستخدام بيانات شهرية لثمان دول في أمريكا اللاتينية؛ الأرجنتين، البرازيل، شيلي، كولومبيا، الأكوادور، المكسيك، بيرو، فينزويلا، خلال الفترة من يناير ١٩٩٣ إلى ديسمبر ٢٠١٣. وجدت الدراسة أن أنماط تذبذب عوائد سوق الأسهم معنوية كما أن هناك علاقة ارتباط تبادلية ومعنوية وإيجابية بين أسواق الأسهم المختلفة باستثناء الإكوادور وفنزويلا لم يظهرا أي ارتباط مع باقي الأسواق. كما تدعم الدراسة الفرضية القائلة بأن ارتفاع مخاطر الدولة يؤدي الى زيادة تذبذب عوائد سوق الأسهم في هذه المنطقة، والعكس صحيح. وبالتطبيق على أسواق أمريكا اللاتينية الخمسة الرئيسية، توصلت دراسة Cermeño, and Suleman, (2014b) الى نفس النتيجة السابقة.

وفي نفس السياق، وبالتطبيق على تايوان خلال الفترة من الربع الأول عام ١٩٩٧ الى الربع الثاني عام ٢٠١٥، توصلت دراسة Kirikkaleli, (2020b) الى أن مجموعة المخاطر المحلية والأجنبية لها تأثير طويل المدى على مؤشر سوق الأسهم. كما أن تراجع المخاطر الاقتصادية والسياسية والمالية يؤدي الى زيادة مؤشر سوق الأسهم، تشير هذه النتيجة إلى مدى أهمية المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية والعالمية للتنبؤ بسوق الأوراق المالية في تايوان على المدى الطويل. بمعنى آخر، يتأثر مؤشر سوق الأسهم في تايوان إيجابيًا بالاستقرار المحلي. وتتفق هذه النتائج مع نتائج كل من Erb et al., (1995a) and Hassan et al., (2003)، لذا ينبغي على واضعي السياسات والمستثمرين ومن أجل تطوير سوق الأوراق المالية الحد من عدم الاستقرار في المجالات المالية والاقتصادية والسياسية. وبدراسة مدى تأثير عدم اليقين في السياسة على عوائد السوق المالية الأسترالية. أظهرت نتائج دراسة Smales, (2021) أن عدم اليقين المحلي والعالمي له تأثير سلبي كبير على فائض عوائد الأسهم والتغيرات في عوائد السندات وعوائد الدولار الأسترالي.

وبالتطبيق على دول مجلس التعاون الخليجي؛ البحرين، والكويت، وعمان، وقطر، والمملكة العربية السعودية، والإمارات العربية المتحدة، خلال الفترة من نوفمبر ٢٠٠٥ الى يوليو ٢٠١٤ بحثت دراسة Mensi, et al., (2017) في العلاقة غير الخطية بين مكونات مخاطر الدولة وأسواق الأسهم، وقد توصلت النتائج الى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للمخاطر المالية فقط على عوائد سوق الأسهم، في حين لا يوجد تأثير معنوي للمخاطر السياسية والاقتصادية على عوائد سوق الأسهم. كما تبحث دراسة Rahman, et al., (2024) في دور تطور سوق الأوراق المالية ومكونات مخاطر الدولة على النمو الاقتصادي، والتأثير المعتدل لمخاطر الدولة على العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. توصلت الدراسة إلى أن المخاطر المالية والمخاطر الاقتصادية والمخاطر السياسية ترتبط سلباً بالنمو الاقتصادي. أما سوق الأوراق المالية لا يؤثر معنويًا في النمو الاقتصادي. وبينت الدراسة وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين النمو الاقتصادي وتطور سوق الأوراق المالية، ووجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من المخاطر السياسية والاقتصادية والمالية تجاه النمو الاقتصادي.

٤/٢ العلاقة بين المخاطر السياسية وأداء سوق الأوراق المالية:

توصلت دراسة Perotti, and Van Oijen, (2001) الى أن المخاطر السياسية تؤثر معنويًا على تطور سوق الأوراق المالية بالاقتصادات الناشئة. وتؤكد دراسة Lehkonen, and Heimonen, (2015) النتيجة السابقة من خلال التطبيق على ٤٩ سوقاً من الأسواق الناشئة في الفترة من ٢٠٠٠ الى ٢٠١٢، حيث توصلت الى أن كل من الديمقراطية والمخاطر السياسية يؤثران على عوائد سوق الأوراق المالية، كما تشير النتائج إلى أن الانخفاض في المخاطر السياسية يؤدي إلى ارتفاع في عوائد الأسهم. كذلك وبدراسة تأثير الأحداث السياسية على المستثمر المؤسسي الأجنبي وعوائد الأسهم، كمقياس لأداء بورصة تايوان، كأحد الأسواق الناشئة، خلال الفترة من يناير ١٩٩٦ الى يونيو ٢٠٠٦. توصلت دراسة Chen, et al., (2005) الى أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة حساسة بشكل خاص للمخاطر السياسية. وفي سياق الأسواق الناشئة، وبتحليل العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية وعدم الاستقرار السياسي توصلت دراسة Siriopoulos, and Asteriou, (1998) الى أن الظروف الاجتماعية والسياسية غير المؤكدة تؤثر سلبًا على تطور أسواق الأسهم في اليونان.

تحلل دراسة İkizlerli, and Ülkü, (2012) تأثير المخاطر السياسية على تداول المستثمرين الأجانب في أسواق الأسهم في الاقتصادات الناشئة. بينت النتائج أن المخاطر السياسية تؤثر على عوائد الأسهم وصافي التدفقات الأجنبية ومتغيرات الاقتصاد الكلي. كما أن رد فعل المستثمرين الأجانب نحو ارتفاع المخاطر السياسية بطيء وأقل حجما والعكس مع انخفاض المخاطر السياسية. كما يؤكد Anchor, and Benesova, (2016) تزايد أهمية المخاطر السياسية (PR) وتقييم المخاطر السياسية (PRA) في سياق نمو وتطور الأسواق الناشئة (EMs). كما استهدفت دراسة Alaaeldin, (2018) بشكل رئيس تحليل تأثير المخاطر السياسية على عوائد سوق الأوراق المالية والتحكم في كل من المخاطر المالية والمخاطر الاقتصادية وأسعار الفائدة وأسعار الصرف الأجنبي. بالتطبيق على مصر خلال الفترة من يناير ٢٠٠٧ إلى أغسطس ٢٠١٧. أظهرت نتائج الدراسة أن المخاطر السياسية تعد محرك مهم لعوائد السوق خلال فترات الاضطرابات في السوق، بينما يختفي تأثيرها في الأوقات المستقرة. لذلك تعتبر المخاطر السياسية بشكل عام من المحركات الرئيسة لأسواق الأسهم الناشئة.

تستهدف دراسة Suleman, and Randal, (2016) التنبؤ بعوائد السوق وتقلباته باستخدام التغيرات في المخاطر السياسية والمركبة للدولة، بتحليل ٤٧ سوق ناشئ و٢١ سوق متقدم، باستخدام المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية كمتغيرات تحكمية، بينت النتائج أن تأثير مكونات المخاطر السياسية يكون أكثر على الأسواق الناشئة. وبشكل عام، فإن تأثير جميع المتغيرات يكون على التقلب أكثر من العوائد. كما تؤكد الأدبيات العلاقة بين المخاطر السياسية ودورها في تفسير عوائد الأسهم، وتختلف هذه العلاقة عن العلاقة الكلاسيكية بين المخاطر والعائد، حيث يرتبط انخفاض المخاطر السياسية بارتفاع عوائد الأسهم، دعم هذه النتيجة دراسات Diamonte et al., (1996); Perotti and van Oijen, (2001); Lehkonen and Heimonen, (2015), Dimic, et al., (2015). وقد توصلت نتائج دراسة Dimic, et al., (2015) الى أن المخاطر السياسية المركبة تؤثر على عوائد الأسهم في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة والحدودية frontier، في حين أن تأثير المكونات الفردية للمخاطر السياسية يختلف باختلاف الأسواق.

كما تبين دراسة Guo, et al., (2021) أن المخاطر السياسية تؤثر معنوياً على أسواق الأسهم الناشئة أكثر من أسواق الأسهم المتقدمة. كما تبين النتائج أن المخاطر السياسية تزيد من سعر السهم في الأجل الطويل في الصين عندما تكون البيئة ذات اتجاه هبوطي. أما بالنسبة لأداء الأسهم الأمريكية فإنها لا تتأثر المخاطر السياسية. أما دراسة Günay, (2016) فقد تناولت تحليل آثار المخاطر السياسية على البورصة التركية في الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٤. توصلت النتائج الى أن البورصة التركية تستجيب للأحداث السياسية، لكن ليس بشكل كبير كما في الماضي. كذلك بينت دراسة Mnif, (2017) أن الثورة التونسية تعد صدمة شديدة لكنها مؤقتة، وفي ضوء ذلك توصلت النتائج الى أن عدم اليقين السياسي يولد أسواق مالية غير مستقرة ودورات أكثر وضوحًا لسوق الأوراق المالية. لذلك فإن فهم دور عدم اليقين السياسي في استقرار سوق الأسهم ذات أهمية كبيرة للمستثمرين ومنظمي السوق. وتوصلت دراسة Bailey, and Chung, (1995) الى أن تقلبات أسعار الصرف والمخاطر السياسية تؤثر على أسواق الأسهم في المكسيك، وذلك خلال الفترة من يناير ١٩٨٦ إلى يونيو ١٩٩٤.

لذا تؤكد نتائج دراسة Ben Ghozzi, and Chaibi, (2022) استنتاجات كل من Perotti and van Oijen (2001), Diamonte et al., (1996), Lehkonen and Heimonen (2015), Kirikkaleli, (2020) and Nesset et al, (2019)، وبالتالي، تتمتع الدول الأكثر أمانًا من الناحية السياسية بعوائد زائدة أعلى وتقلبات أقل.

مما سبق، يمكن استخلاص ما يلي:

أولاً: تشير مخاطر الدولة إلى جميع المخاطر المحتملة التي قد تواجه المستثمرين في الدولة المستهدفة للاستثمار. وفي الواقع، في الأسواق الدولية، تتعرض الأسهم والسندات والمشتقات المالية والاستثمار الأجنبي المباشر وجميع تدفقات رأس المال الدولية تقريبًا لخطر التخلف عن السداد بسبب عدم قدرة الدول المضيفة أو عدم رغبتها في خدمة ديونها. قد تؤدي المخاطر على المستوى المحلي إلى خسارة المنافع الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية المباشرة و/أو غير المباشرة.

ثانيًا تتكون تصنيفات مخاطر الدولة من ثلاث مكونات رئيسة، وهي المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية.

ثالثًا: يختلف تأثير مكونات مخاطر الدولة على أسواق الأسهم، كما تختلف تحركات أسواق الأسهم وفقاً لمخاطر الدولة.

رابعًا: تختلف الدول من حيث القدرة التنبؤية لعوائد السوق نتيجة اختلاف مخاطر الدولة بين الدول، لذلك فإن مكونات مخاطر الدولة لها دور كبير في التنبؤ بتحركات عوائد السوق لذلك فمن المهم تحليل العلاقة بين مكونات مخاطر الدولة وأداء سوق الأوراق المالية على نطاق دولي.

خامسًا: تركز معظم الدراسات السابقة على عائد مؤشر السوق ليعبر عن أداء سوق الأوراق المالية، إلا أن المؤشر المركب والذي يتكون من نشاط وحجم وسيولة سوق الأوراق المالية لم تتناوله الدراسات السابقة في ضوء قراءات الباحث، وبيان تأثير مكونات مخاطر الدولة عليه. لذا تسعى الدراسة الى بحث تأثير مكونات مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية على نطاق دولي من خلال استخدام المؤشر المركب لقياس أداء سوق الأوراق المالية والذي يتكون من نشاط وحجم وسيولة سوق الأوراق المالية.

٣/ فجوة البحث:

يتكون الاستثمار بشكل عام من استثمار مباشر واستثمار غير المباشر، والاستثمار غير المباشر عبارة عن الاستثمار في الأسواق المالية بشكل عام سواء كانت محلية و/أو أجنبية، اما الاستثمار المباشر هو الاستثمار المادي في مشروعات إنتاجية أو خدمية أو تجارية موجودة على ارض الواقع سواء كان محلي و/أو أجنبي، وعند خروج الاستثمار عن حدود الدولة؛ فإنه يتأثر بعوامل الدولة المضيف للاستثمار ولكن هذا التأثير يختلف من دولة لآخري، لذا قامت العديد من الدراسات السابقة بدراسة مخاطر الدولة وتأثيرها على الاستثمار الأجنبي المباشر على سبيل المثال Türedi, (2018); Harvey, (2004); Hayakawa, et. al., (2013); Vijayakumar, et. al., (2009); Bevan, and Estrin, (2000); Janicki, and Wunnava, (2004); Le, and Zak, (2006); Lensink, et. al., (2000); Musonera, (2008); Palacios, and Griffin, (2011). في حين أن هناك عدة دراسات تناولت مخاطر الدولة ومكوناتها الفرعية وتأثيرها على مؤشر سوق الأوراق المالية باعتباره مؤشر على أداء سوق الأوراق المالية، من هذه الدراسات على سبيل المثال؛ Chee-Wooi, and Brooks, (2015), Erb, et. al., (1995a), Erb, et. al., (1995b), Suleman, et. al., (2017), Bekaert, and Harvey, (1997), Naumoski, (2012); Damodaran, (2021), Umar, and Sun, (2015), Nasr, et. al., (2018); Hammoudeh, et. al., (2013); Mensi, et. al., (2016), Sari, et. al., (2013), Kara, and Karabiyik, (2015), Warnes, and Warnes, (2014), Cermeño, and Suleman, (2014a), Cermeño, and Suleman, (2014b), Kirikkaleli, (2020b), Erb, et. al., (1995a); Hassan, et. al., (2003), Mensi, et. al., (2017). وفي ضوء قراءات الباحث لم يستكشف دراسة واحدة تناولت بالتحليل تأثير مخاطر الدولة ومكوناتها الفرعية على أداء سوق الأوراق المالية معبرًا عن الأداء بكل من نشاط وحجم وسيولة سوق الأوراق المالية. لذلك وفي ضوء دراسة كل من Mensah, (2020); Mensah, and Wong, (2019) فإن أداء سوق الأوراق المالية يتكون من نشاط سوق الأوراق المالية، وحجم سوق الأوراق المالية، وسيولة سوق الأوراق المالية.

٤/ مشكلة البحث:

في ضوء مراجعة الباحث للعديد من الدراسات السابقة محل الاهتمام والتي تناولت متغيرات البحث الحالي، وفي ضوء الفجوة بحثية والتي يسعي الى تغطيتها؛ تتمحور مشكلة البحث في الإجابة على التساؤل الرئيس التالي:

إلى أي مدى تؤثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على أداء سوق الأوراق المالية الدولية؟

ويتفرع من هذا التساؤل، التساؤلات الفرعية التالي:

إلى أي مدى تؤثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على نشاط سوق الأوراق المالية الدولية؟

إلى أي مدى تؤثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على حجم سوق الأوراق المالية الدولية؟

إلى أي مدى تؤثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على سيولة سوق الأوراق المالية الدولية؟

٥/ أهداف البحث:

يهدف البحث الي ما يلي:

١. التعرف على مكونات مخاطر الدولة بالأسواق الدولية.
٢. تحديد تأثير مكونات مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية.
٣. تحديد تأثير مكونات مخاطر الدولة على نشاط سوق الأوراق المالية.
٤. تحديد تأثير مكونات مخاطر الدولة على حجم سوق الأوراق المالية.
٥. تحديد تأثير مكونات مخاطر الدولة على سيولة سوق الأوراق المالية.
٦. تحديد أي المخاطر أكثر تأثيراً على أداء سوق الأوراق المالية.
٧. تقديم عدد من التوصيات للمستثمر سواء محلي أو دولي أو استراتيجي عند اختيار السوق الذي يرغب الاستثمار فيه.

٦/ أهمية البحث:

هناك القليل من الدراسات حتى الآن، في ضوء قراءات الباحث، تركز على تأثير مخاطر الدولة، ولكن من وجهات نظر مختلفة. ولسد هذه الفجوة، تساهم الدراسة الحالية بشكل أساسي على النحو التالي:

١/٦ الأهمية العلمية (الأكاديمية):

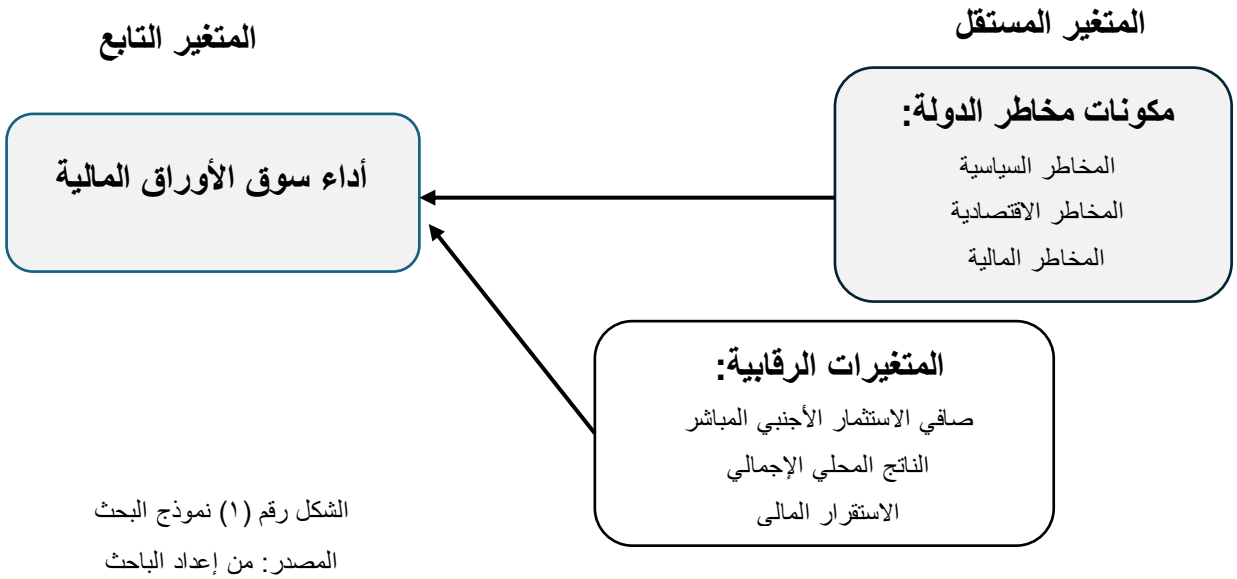
١. تعتبر الدراسة إثراء للبحث الأكاديمي في مجال أسواق المال تحديدا، وكذلك مجال الاقتصاد بشكل عام.
٢. تثري الدراسة نظرية التمويل المرتبطة بتسعير الأصول الرأسمالية من خلال إضافة بُعد مخاطر الدولة وتصنيفاتها عند تقييم الأسهم.

٢/٦ الأهمية العملية (التطبيقية):

١. تنبع أهمية الدراسة من أهمية سوق الأوراق المالية نفسه، والذي يعد أحد مصادر التمويل للشركات، كذلك يعد أداة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر.
٢. استكشاف العلاقة بين مكونات مخاطر الدولة وأداء أسواق الأوراق المالية في ظل درجات وأنواع مختلفة من مخاطر الدولة. وبالتالي سوف يتم الاعتماد على مؤشر مخاطر الدولة الصادر عن الدليل الدولي لمخاطر الدول The International Country Risk Guide (ICRG)، وبالتالي توفير تقييم أكثر شمولاً.
٣. كما تنبع أهمية الدراسة من تناول مخاطر الدولة بشكل عام سواء مالية أو اقتصادية أو سياسية لما لها من دور في أداء سوق الأوراق المالية وقدرة المستثمر على التنويع الدولي وكفاءة تخصيص الاستثمارات واختيار الدولة التي يرغب المستثمر فيه تخصيص استثماراته فيها.
٤. أيضًا تنبع أهمية الدراسة من أهمية دور الاستقرار الاقتصادي والسياسي في استقرار عوائد الأوراق المالية المتداولة في البورصة، فالاقتصاد والسياسة وجهان لعملة واحدة، كما يمكن ملاحظة التدهور الشديد والتذبذب الحاد الذي يصاحب أسعار الأوراق المالية وعوائدها في ظل الظروف التي يحدث فيها عدم استقرار سياسي أو أزمات اقتصادية، مما يجعل من الصعب في تلك الفترة تقدير عوائد الأسهم بدقة نتيجة المخاطر الناتجة عن ذلك.
٥. أيضًا المخاطر المالية والاقتصادية والسياسية تصيب كافة الأوراق المالية في السوق، وبالتالي يصعب التحكم فيها أو تجنبها، ومن ثم فإنها تمثل أحد العوامل الأساسية المؤدية إلى المخاطر المنتظمة والتي تنعكس بشكل مباشر على أداء سوق الأوراق المالية.
٦. تفيد الدراسة صانعي السياسات الاقتصادية من حيث الأخذ في الاعتبار تأثير القرارات المتعلقة بالاقتصاد على سوق الأوراق المالية، ومن ثم قابلية الدولة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.
٧. تفيد المستثمرين في إضافة بُعد إضافي في تقييم الأسهم وهو مخاطر الدولة.

٧/ نموذج ومتغيرات البحث

فيما يلي نموذج يوضح العلاقة بين متغيرات البحث:



الشكل رقم (١) نموذج البحث

المصدر: من إعداد الباحث

٨/ فروض البحث:

من خلال المراجعة النظرية للدراسات السابقة، وفي ضوء نموذج البحث يمكن صياغة الفرض التالي:

"تؤثر مكونات مخاطر الدولة السياسية والاقتصادية والمالية معنويًا على أداء سوق الأوراق المالية"

يتكون أداء سوق الأوراق المالية من ثلاث متغيرات هم، نشاط سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية وسيولة سوق الأوراق المالية، لذلك يتفرع من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

"تؤثر مكونات مخاطر الدولة السياسية والاقتصادية والمالية معنويًا على نشاط سوق الأوراق المالية"

"تؤثر مكونات مخاطر الدولة السياسية والاقتصادية والمالية معنويًا على حجم سوق الأوراق المالية"

"تؤثر مكونات مخاطر الدولة السياسية والاقتصادية والمالية معنويًا على سيولة سوق الأوراق المالية"

٩/ منهجية البحث:

في ضوء سعي الباحث الى الوصول الى حل لمشكلة البحث ومن خلال الأهداف التي يسعى البحث إلى تحقيقها، تم الاستناد الى الكمي لتحقيق هدف البحث، وكذلك الاعتماد على الأسلوب الوصفي والأسلوب التحليلي، حيث يعتمد الأسلوب الوصفي على دراسة المشكلة من خلال الدراسات السابقة وتوصيفها بعناية ووصف متغيرات الدراسة، أما الأسلوب التحليلي يهتم باختبار فروض البحث، والوصول إلى نتائج لحل مشكلة البحث.

١٠/ أداة البحث:

تعتمد الدراسة على استخدام السلسلة الزمنية للبيانات المقطعية Panel Data لتقدير أثر مكونات مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية لعدد ٦٣ دولة خلال الفترة من ١٩٩٥ الى ٢٠٢٠.

١١/ مقاييس البحث:

في ضوء دراسة وتحليل أثر مكونات مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩٥ الى ٢٠٢٠، يتضح من ذلك أن مكونات مخاطر الدولة تمثل متغير تفسيري أو مستقل، أما أداء سوق الأوراق المالية فهو المتغير التابع، ويخضع هذا التحليل الى مجموعة من المتغيرات الرقابية لتحسين جودة النموذج، وعلى ذلك تصبح المتغيرات المستقلة والتابعة والرقابية في النموذج الاقتصادي للدراسة ومنهجية القياس كما يلي:

١/١١ المتغير المستقل: مكونات مخاطر الدولة:

وفق لمنهجية الدليل الدولي لمخاطر الدول (ICRG) تتكون مخاطر الدولة من ثلاث مكونات فرعية هي مخاطر الدولة السياسية (Com_POL_Risk)، ومخاطر الدولة الاقتصادية (Com_ECO_Risk)، ومخاطر الدولة المالية (Com_FIN_Risk) وفقاً لمجموعة خدمات المخاطر السياسية (PRS)

٢/١١ المتغير التابع: أداء سوق الأوراق المالية (SMPFRS):

تم الاعتماد على مقياس مركب لقياس أداء سوق المال، يتكون من نشاط وحجم وسيولة سوق الأوراق المالية Mensah (2020); Mensah & Wong (2019)، وفيما يلي مقياس أداء سوق المال:

يتكون هذا المقياس من ثلاث متغيرات هم نشاط سوق الأوراق المالية، وحجم سوق الأوراق المالية، وسيولة سوق الأوراق المالية

١. **نشاط سوق الأوراق المالية MktActiv:** يقاس نشاط سوق الأوراق المالية باستخدام تحليل المكونات الأساسية (Principal Component Analysis PCA) لكل من حجم التداول ورأس المال السوقي.

١/١ حجم التداول TVolume: يقاس من خلال نسبة قيمة الأسهم المحلية المتداولة الى رأس المال السوقي.

TVolume: Trade Volume (Stock market turnover ratio (%)) = (Stock Traded /MKT Cap)

٢/١ رأس المال السوقي MKTCAPln: يقاس من خلال اللوغاريتم الطبيعي لرأس المال السوقي.

MKTCAPln: ln of Market capitalization of listed domestic companies

٢. حجم سوق الأوراق المالية MKTSZ: يقاس من خلال نسبة رأس المال السوقي الى الناتج المحلي الإجمالي.

MKTSZ: Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

٣. سيولة سوق الأوراق المالية MKTLQ: يقاس من خلال نسبة قيمة الأسهم المتداولة الى الناتج المحلي الإجمالي.

MKTLQ: Stocks traded, total value (% of GDP)

٣/١١ المتغيرات الرقابية:

١. نسبة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الى الناتج المحلي الإجمالي (FDI_GDP_NET)
٢. حجم الاقتصاد: ويقاس من خلال اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي (GDP_log).
٣. الاستقرار المالي: يقاس من خلال درجة Z (Z-Score) للقطاع المصرفي بالدولة ككل.

١٢/ مجتمع البحث ونوع وعينة البحث:

١/١٢ مجتمع البحث:

يتكون مجتمع الدراسة من أسواق الأوراق المالية الدولية وعددها ٨٧ سوق وفقًا لمؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة Morgan Stanley Capital International (MSCI, 2024).

٢/١٢ عينة البحث ونوعها:

نتيجة لعدم إمكانية الوصول الى بيانات كافة الأسواق خلال فترة الدراسة (١٩٩٥ - ٢٠٢٠) تم الاعتماد على عينة تحكمية من هذه الأسواق. وفي ضوء توافر البيانات خلال فترة الدراسة تم الاعتماد عينة من أسواق الأوراق المالية عددها ٦٣ سوق والتي تمثل نسبة ٧٢,٤١٪ من مجتمع البحث، وتم الاعتماد على هذه الفترة الزمنية بشكل خاص نتيجة التوصل الى عدد أكبر من البيانات المتاحة لأسواق الأوراق المالية بدون فقدان أسواق مالية.

١٣/ التحليل الإحصائي:

١/١٣ التحليل الوصفي لبيانات البحث:

فيما يلي يوضح الباحث التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، خلال الفترة من ١٩٩٥ الى ٢٠٢٠ في ضوء نتائج برنامج STATA v.15:

جدول (١) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة (N= 1638)

variable	Mean	Median	Min	Max	SD	Skewness	Kurtosis
SMPFRS	5.42E-10	-0.31798	-2.21931	6.112273	1.479249	1.097281	4.334505
TVolume	0.630	0.343	0.000	9.411	1.145	5.593	40.115
MKTCAPln	25.358	25.336	20.929	30.725	2.149	0.085	2.516
MKTSZ	0.675	0.469	-0.017	3.412	0.631	1.949	7.516
MKTLQ	0.392	0.140	-0.012	2.984	0.571	2.398	9.364
Com_ECO_Risk	38.168	38.500	16.500	50.000	5.343	-0.436	3.281
Com_FIN_Risk	37.770	38.000	22.500	50.000	4.315	-0.323	3.617
Com_POL_Risk	73.418	74.557	40.133	97.672	11.559	-0.280	2.199
FDI_GDP_NET	0.538	0.071	-14.906	21.159	2.898	0.912	11.194
GDP_log	26.089	26.148	22.037	30.696	1.664	0.091	2.745
Z_Score	0.164	0.145	-0.002	0.583	0.111	1.283	4.966

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

كما يتضح من الجدول (١) نتائج التحليل الوصفي لبيانات البحث فإن:

أن متوسط حجم التداول TVolume، والذي يقاس من خلال نسبة قيمة الأسهم المحلية المتداولة الى رأس المال السوقي، قد بلغ ٠,٦٣ بانحراف معياري ١,١٤٥ درجة، وأقل قيمة صفر وأكبر قيمة ٩,٤١١، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٠,٣٤٣، ومعامل الالتواء ٥,٥٩ ومعامل التفرطح ٤٠,١١٥. أما رأس المال السوقي MKTCAPln مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لرأس المال السوقي،

قد بلغ المتوسط الحسابي ٢٥,٣٥٨، بانحراف معياري ٢,١٤٩ درجة، وأقل قيمة ٢٠,٩٢٩ وأكبر قيمة ٣٠,٧٢٥، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٢٥,٣٣٦، ومعامل الالتواء ٠,٠٨٥ ومعامل التفرطح ٢,٥١٦. ويشير كل من حجم التداول ورأس المال السوقي الى نشاط سوق الأوراق المالية فكلما زاد حجم التداول وكذلك كلما زاد رأس المال السوقي يشير ذلك الى تزايد نشاط سوق الأوراق المالية.

وقد بلغ متوسط حجم سوق الأوراق المالية MKTSZ، والذي يقاس من خلال نسبة رأس المال السوقي الى الناتج المحلي الإجمالي، ٠,٦٧٥ بانحراف معياري ٠,٦٣١ درجة، وأقل قيمة (-٠,٠١٧) وأكبر قيمة ٣,٤١٢، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٠,٤٦٩، ومعامل الالتواء ١,٩٤٩ ومعامل التفرطح ٧,٥١٦. وبالتالي كلما زاد حجم سوق الأوراق المالية يدل ذلك على تطور سوق الأوراق المالية. أما سيولة سوق الأوراق المالية MKTLQ، مقاساً بنسبة قيمة الأسهم المتداولة الى الناتج المحلي الإجمالي، قد بلغ المتوسط الحسابي ٠,٣٩٢، بانحراف معياري ٠,٥٧١ درجة، وأقل قيمة (-٠,٠١٢) وأكبر قيمة ٢,٩٨٤، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٠,١٤، ومعامل الالتواء ٢,٣٩٨ ومعامل التفرطح ٩,٣٦٤. لذلك كلما زادت سيولة سوق الأوراق المالية كلما يشير ذلك الى تحسن سوق الأوراق المالية.

يتكون أداء سوق الأوراق المالية من كل من نشاط سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية وسيولة سوق الأوراق المالية، وقد تم استخدام تحليل المكونات الأساسية لاستخراج مؤشر أداء سوق الأوراق المالية، ومن الجدول يتضح أن المتوسط الحسابي لأداء سوق الأوراق المالية قد بلغ تقريباً صفر نظرا لكبر حجم العينة، وذلك بانحراف معياري ١,٤٧٩ درجة، وأقل قيمة (-٢,٢١٩) وأكبر قيمة ٦,١١٢، وقد بلغت القيمة المتوسطة (-٠,٣١٧)، ومعامل الالتواء ١,٠٩٧ ومعامل التفرطح ٤,٣٣. وبالتالي كلما زاد المتوسط يشير ذلك الى تحسن في أداء سوق الأوراق المالية.

تبلغ متوسط درجة مخاطر الدولة الاقتصادية ٣٨,١٦٨ نقطة وذلك بانحراف معياري ٥,٣٤٣، وأقل قيمة ١٦,٥ درجة وأكبر قيمة ٥٠ درجة، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٣٨,٥ درجة، ومعامل الالتواء (-٠,٤٣٦)، ومعامل التفرطح ٣,٢٨١. ويشير ذلك أن متوسط الدول تقع في فئة مخاطر الدولة الاقتصادية المنخفضة (35.0 to 39.9). وتبلغ متوسط درجة مخاطر الدولة المالية ٣٧,٧٧ نقطة وذلك بانحراف معياري ٤,٣١٥، وأقل قيمة ٢٢,٥ درجة وأكبر قيمة ٥٠ درجة، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٣٨ درجة، ومعامل الالتواء (-٠,٣٢٣)، ومعامل التفرطح ٣,٦١٧. ويشير ذلك أن متوسط الدول تقع في فئة مخاطر الدولة المالية المنخفضة (35.0 to 39.9). كما تبلغ متوسط درجة مخاطر الدولة السياسية ٧٣,٤١٨ نقطة وذلك بانحراف معياري ١١,٥٥٩، وأقل قيمة ٤٠,١٣٣ درجة وأكبر قيمة ٩٧,٦٧٢ درجة، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٧٤,٥٥٧ درجة، ومعامل الالتواء (-٠,٢٨)، ومعامل التفرطح ٢,١٩٩. ويشير ذلك أن متوسط الدول تقع في فئة مخاطر الدولة السياسية المنخفضة (70.0 to 79.9).

وقد بلغ متوسط صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الى الناتج المحلي الإجمالي، ٠,٥٣٨ بانحراف معياري ٢,٨٩٨ درجة، وأقل قيمة (-١٤,٩٠٦) وأكبر قيمة ٢١,١٥٩، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٠,٠٧١، ومعامل الالتواء ٠,٩١٢ ومعامل التفرطح ١١,١٩٤. أما حجم الناتج المحلي الإجمالي، مقاساً باللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي، بلغ المتوسط الحسابي ٢٦,٠٨٩ بانحراف معياري ١,٦٦٤ درجة، وأقل قيمة ٢٢,٠٣٧ وأكبر قيمة ٣٠,٦٩٦، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٢٦,١٤٨، ومعامل الالتواء ٠,٠٩١ ومعامل التفرطح ٢,٧٤٥. كما بلغ متوسط الاستقرار المالي، مقاساً ب Z_Score، ٠,١٦٤ بانحراف معياري ٠,١١١ درجة، وأقل قيمة (-٠,٠٠٢) وأكبر قيمة ٠,٥٨٣، وقد بلغت القيمة المتوسطة ٠,١٤٥، ومعامل الالتواء ١,٢٨٣ ومعامل التفرطح ٤,٩٦٦.

٢/١٣ الاختبارات القياسية:

فيما يلي الكشف عن مشاكل القياس في البيانات وكذلك نموذج الدراسة وعلاجها، وتشتمل على الكشف عن استقرار السلسلة الزمنية من خلال اختبار جذر الوحدة ل Dickey-Fuller، واختبار الارتباط بين المتغيرات لبيرسون، والكشف عن مشكلة الازدواج الخطي من خلال اختبار معامل تباين التضخم VIF، والكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين heteroskedasticity لـ Breusch-Pagan، والكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي autocorrelation لـ Breusch-Godfrey LM، والكشف عن صحة تحديد النموذج من خلال اختبار Ramsey RESET، وأخيراً الكشف عن التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج الانحدار من خلال اختبار Swilk.

١/٢/١٣ الكشف عن استقرار السلسلة الزمنية:

يمكن اختبار استقرار السلسلة الزمنية من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة Unit Root Test بهدف فحص خصائص السلسلة الزمنية خلال فترة الدراسة من ١٩٩٥ الى ٢٠٢٠ ومعرفة مدى استقرار Stationary السلسلة الزمنية عبر الزمن، ويمكن إجراء ذلك من خلال اختبار Dickey-Fuller Augmented، وذلك للتأكد من عدم وجود انحدار زائف مما يسبب مشاكل في التحليل والقياس Granger and Newbold (1974). وفيما يلي جدول (٢) لاختبار استقرار السلاسل الزمنية:

جدول (٢) اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلسلة الزمنية

Dickey-Fuller test for unit root					
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	p-value
SMPFRS	7.422	-3.43	-2.86	-2.57	0.0000
Com_ECO_Risk	-15.514	-3.43	-2.86	-2.57	0.0000
Com_FIN_Risk	9.638	-3.43	-2.86	-2.57	0.0000
Com_POL_Risk	-5.995	-3.43	-2.86	-2.57	0.0000
FDI_GDP_NET	-21.502	-3.43	-2.86	-2.57	0.0000
GDP_log	4.668	-3.43	-2.86	-2.57	0.0001
Z_Score	-8.371	-3.43	-2.86	-2.57	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

من الجدول (٢) يتضح من اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة، أن قيمة إحصاء T أكبر من القيمة الجدولية وبذلك تكون معنوية إحصائياً حيث إن P-Value أقل من ٥٪، وبالتالي نرفض الفرض القائل بأن السلسلة يوجد بها جذر وحدة، عند مستوى معنوية ٥٪ وبالتالي لا يوجد بها اتجاه، وبناءً على ذلك فإن السلسلة الزمنية مستقرة عند المستوى صفر أي مستقرة في الصورة الأصلية لها.

٢/٢/١٣ *اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة:*

فيما يلي مصفوفة الارتباط المتعدد بيرسون لبيان الارتباط بين متغيرات الدراسة:

جدول (٣) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) SMPFRS	Pearson Correlation	**1**						
	Sig. (2-tailed)							
(2) Com_ECO_Risk	Pearson Correlation	**.333****	**1**					
	Sig. (2-tailed)	**0.0000**						
(3) Com_FIN_Risk	Pearson Correlation	**.156****	**.517****	**1**				
	Sig. (2-tailed)	**0.0000**	**0.0000**					
(4) Com_POL_Risk	Pearson Correlation	**.315****	**.459****	**.076****	**1**			
	Sig. (2-tailed)	**0.000**	**0.000**	**0.002**				
(5) FDI_GDP_NET	Pearson Correlation	**-.127****	**-.078****	**-0.039**	**-.106****	**1**		
	Sig. (2-tailed)	**0.0000**	**0.0020**	**0.1100**	**0.0000**			
(6) GDP_log	Pearson Correlation	**.642****	**.162****	**0.034**	**.099****	**-.060***	**1**	
	Sig. (2-tailed)	**0.0000**	**0.0000**	**0.1690**	**0.0000**	**0.0160**		
(7) Z_Score	Pearson Correlation	**.137****	**0.007**	**-0.039**	**0.022**	**-0.033**	**-.064***	**1**
	Sig. (2-tailed)	**0.0000**	**0.7650**	**0.1100**	**0.3670**	**0.1760**	**0.0100**	

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج SPSS V.20

يوضح الجدول (٣) الارتباط المتعدد بين متغيرات الدراسة، ولتوضيح علاقة الارتباط بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع يتضح من الجدول وجود علاقة ارتباط إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر أداء سوق الأوراق المالية ومخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية، فقد بلغ معامل الارتباط ٠,٣٣٣، و٠,١٥٦، و٠,٣١٥ على التوالي عند مستوى معنوية ١٪. كما تبين وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر أداء سوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي المباشر (-٠,١٢٧)، وإيجابية مع حجم الناتج المحلي الإجمالي ٠,٦٤٢، والاستقرار المالي ٠,١٣٧ وذلك عند مستوى معنوية ١٪. كذلك يتضح وجود علاقة ارتباط إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة المالية ومخاطر الدولة السياسية ٠,٥١٧، و٠,٤٥٩ على التوالي، وبين مخاطر الدولة المالية ومخاطر الدولة السياسية ٠,٠٧٦، وذلك عند مستوى معنوية ١٪.

كما توجد علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر الدولة الاقتصادية والاستثمار الأجنبي المباشر بمعامل ارتباط (-٠,٠٧٨) وعلاقة إيجابية مع حجم الناتج المحلي الإجمالي بمعامل ارتباط ٠,١٦٢ عند مستوى معنوية ١٪. ولم تتضح وجود علاقة معنوية مع الاستقرار المالي. كما لم يتضح وجود علاقة معنوية بين مخاطر الدولة المالية والمتغيرات الرقابية. كذا تبين وجود علاقة ارتباط سلبية ومعنوية بين مخاطر الدولة السياسية والاستثمار الأجنبي المباشر بمعامل ارتباط (-٠,١٠٦)، وإيجابية ومعنوية مع حجم الناتج المحلي الإجمالي بمعامل ارتباط ٠,٠٩٩، وذلك عند مستوى معنوية ١٪. ولم يتضح وجود أي علاقة معنوية بين مخاطر الدولة السياسية والاستقرار المالي.

٣/٢/١٣ الكشف عن مشكلة الازدواج الخطي بين متغيرات الدراسة:

فيما يلي جدول (٤) يوضح نتائج اختبار معامل تضخم التباين VIF للكشف عن وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة.

جدول (٤) اختبار معامل تضخم التباين VIF

Variable	VIF	1/VIF
Com_ECO_Risk	1.84	0.543772
Com_FIN_Risk	1.44	0.695182
Com_POL_Risk	1.34	0.748671
GDP_log	1.04	0.963035
FDI_GDP_NET	1.02	0.983957
Z_Score	1.01	0.991254
Mean VIF	**1.28**	

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

كما يتضح من الجدول (٤) أن قيم معامل تضخم التباين VIF أقل من ١٠، ويشير ذلك الى عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة وبعضها.

٤/٢/١٣ الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين:

فيما يلي جدول (٥) يوضح نتائج اختبار Breusch-Pagan / Cook-Weisberg للكشف عن وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity.

جدول (٥) اختبار Breusch-Pagan / Cook-Weisberg

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of SMPFRS
chi2(1) = 135.12
Prob > chi2 = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

يتضح من الجدول (٥) أن قيمة الاحتمال (P-Value < 0.05)، مما يشير الى وجود مشكلة عدم ثبات التباين، ويمكن معالجة تلك المشكلة من خلال استخدام نموذج الانحدار المعدل بالأخطاء المعيارية Robust standard errors Regression وفقًا لـ Brooks, C (2019).

٥/٢/١٣ الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي:

فيما يلي جدول (٦) يوضح نتائج اختبار Breusch-Godfrey LM للكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation.

جدول (٦) اختبار Breusch-Godfrey LM

Breusch-Godfrey LM test for autocorrelation					
lags(p)		chi2		df	Prob > chi2
1		1203.030		1	0.0000
H0: no serial correlation					
المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15					

كما يتضح من الجدول (٦) أن قيمة الاحتمال (P-Value < 0.05)، مما يشير الى وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء عند أي نقطتين زمنيتين، ويمكن معالجة هذه المشكلة من خلال استخدام نموذج الانحدار المعدل بالأخطاء المعيارية Robust standard errors Regression.

٦/٢/١٣ الكشف عن مشكلة عدم تحديد النموذج بشكل صحيح:

فيما يلي جدول (٧) يوضح نتائج اختبار Ramsey RESET للكشف عن مشكلة تحديد النموذج.

جدول (٧) اختبار Ramsey RESET

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of SMPFRS
Ho: model has no omitted variables
F(3, 1628) = 15.27
Prob > F = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

كما يتضح من الجدول (٧)، أن قيمة الاحتمال (P-Value < 0.05)، مما يشير الى أن النموذج محدد بشكل جيد.

٧/٢/١٣ الكشف عن التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج:

فيما يلي جدول (٨) يوضح نتائج اختبار Shapiro Wilk للكشف عن التوزيع الطبيعي لأخطاء نموذج الانحدار.

جدول (٨) اختبار Shapiro Wilk

Shapiro Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
residual	1,638	0.90576	93.195	11.45	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

وكما يتضح من جدول (٨) من اختبار Shapiro Wilk أن P-Value > ٠,٠٥، لذا فإن نتيجة الاختبار معنوي، ويشير ذلك الى أن بواقي النموذج تختلف جوهريًا عن التوزيع الطبيعي أي أن بواقي النموذج لا تتبع توزيع طبيعي، إلا أن بسبب استخدام عينة كبيرة يمكن اعتبارها تتبع توزيع طبيعي واستخدام الأساليب المعلمية في تقدير نموذج الانحدار.

٣/١٣ اختبار فروض البحث:

يستعرض الجدول (٩) نتائج نموذج الانحدار المتعدد المعدل بالأخطاء المعيارية بهدف اختبار فرضية البحث.

جدول (٩) نموذج الانحدار المتعدد المعدل بالأخطاء المعيارية لتأثير مكونات مخاطر الدولة على أداء أسواق الأوراق المالية

Linear regression		Number of obs	=	1,638		
		F(6, 1631)	=	292.130		
		Prob > F	=	0.000		
		R-squared	=	0.529		
		Root MSE	=	1.017		
SMPFRS	**Coef.**	**Robust Std. Err.**	**t**	**P>t**	**[95% Conf. Interval]**	
Com_ECO_Risk	0.028243	0.0063017	4.48	0.000	0.0158828	0.040604
Com_FIN_Risk	0.025024	0.0062896	3.98	0.000	0.0126871	0.03736
Com_POL_Risk	0.024653	0.0025379	9.71	0.000	0.0196747	0.02963
FDI_GDP_NET	-0.02706	0.0094013	-2.88	0.004	-0.0454967	-0.00862
GDP_log	0.543675	0.0152013	35.77	0.000	0.5138592	0.573491
Z_Score	2.291509	0.3002255	7.63	0.000	1.702641	2.880378
cons	-18.3793	0.4587257	-40.07	0.000	-19.2791	-17.4796

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

يتضح من الجدول (٩) تأثير المكونات الفرعية لمخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية، حيث تعبر .Coef عن قيمة المعلمات لكل من المتغيرات المستقلة والحد الثابت في النموذج، وقد جاءت قيمة المعلمات التي تم التوصل لها في النموذج بالصيغة التالية:

SMPFRS = -18.3793 + 0.028243 * Com_ECO_Risk + 0.025024 * Com_FIN_Risk + 0.024653 * Com_POL_Risk - 0.02706 * FDI_GDP_NET + 0.543675 * GDP_log + 2.291509 * Z_Score + ε

كما يتبين من نتائج التحليل معنوية كل المتغيرات التفسيرية الداخلة في النموذج وذلك عند مستوى معنوية ١٪، كما أن قيم معلمات المتغيرات جاءت موجبة باستثناء متغير الاستثمار الأجنبي المباشر كانت إشارته سالبة، وبالتالي وكما يتضح أن المتغيرات الممثلة لمكونات مخاطر الدولة وإشارتها الموجبة تعني أن زيادة قيمة مؤشر المخاطر (أي؛ انخفاض المخاطر) يؤدي الى زيادة أو تحسن أداء سوق الأوراق المالية، لذلك كلما انخفضت كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة المالية ومخاطر الدولة السياسية كلما أدى ذلك الى تحسن وزيادة أداء سوق الأوراق المالية. كذلك مع زيادة حجم الاقتصاد من خلال زيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة درجة الاستقرار المالي ينعكس ذلك بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية، أما الاستثمار الأجنبي المباشر فكان التأثير سلبي.

كما يتضح من الجدول أن قيمة معامل التحديد R2 قد بلغت ٥٢,٩٪، وهو ما يشير الى أن المتغيرات التفسيرية تفسر ٥٢,٩٪ من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهو أداء سوق الأوراق المالية والنسبة المتبقية ترجع الى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان.

كذلك يتضح من الجدول أن قيمة F = 292.13 وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪، مما يشير ذلك الى معنوية النموذج ككل وبالتالي قبول الفرض القائل "تؤثر مكونات مخاطر الدولة السياسية والاقتصادية والمالية معنويًا على أداء سوق الأوراق المالية"

ولمزيد من التحليل، من خلال دراسة تأثير مكونات مخاطر الدولة على المتغيرات نشاط سوق الأوراق المالية، لاختبار الفرض الفرعي الأول، يوضح ذلك الجدول التالي:

جدول (١٠) نموذج الانحدار المتعدد المعدل بالأخطاء المعيارية لتأثير مكونات مخاطر الدولة على نشاط أسواق الأوراق المالية

Linear regression		Number of obs	=	1,638		
		F(6, 1631)	=	888.39		
		Prob > F	=	0.0000		
		R-squared	=	0.5944		
		Root MSE	=	0.67223		
MKTACT	**Coef.**	**Robust Std. Err.**	**t**	**P>t**	**[95% Conf. Interval]**	
Com_ECO_Risk	0.0120048	0.0042825	2.8	0.0050	0.0036051	0.0204045
Com_FIN_Risk	0.006405	0.0034228	1.87	0.0610	-0.0003085	0.0131186
Com_POL_Risk	0.011321	0.0021428	5.28	0.0000	0.0071181	0.015524
FDI_GDP_NET	-0.012993	0.0061736	-2.1	0.0350	-0.0251024	-0.000884
GDP_log	0.4599247	0.0071184	64.61	0.0000	0.4459626	0.4738869
Z_Score	0.4267727	0.1136415	3.76	0.0000	0.203874	0.6496715
_cons	-13.59357	0.2138967	-63.55	0.0000	-14.01311	-13.17403

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

يتضح من الجدول (١٠) تأثير المكونات الفرعية لمخاطر الدولة على نشاط سوق الأوراق المالية، كأحد المتغيرات المستخدمة في تحديد أداء سوق الأوراق المالية، حيث تعبر .Coef عن قيمة المعلمات لكل من المتغيرات المستقلة والحد الثابت في النموذج، وقد جاءت قيمة المعلمات التي تم التوصل لها في النموذج بالصيغة التالية:

MKTACT = -13.59357+ 0.0120048 * Com_ECO_Risk + 0.006405 * Com_FIN_Risk + 0.011321 * Com_POL_Risk - 0.012993 * FDI_GDP_NET + 0.4599247 * GDP_log + 0.4267727 * Z_Score + ε

كما يتبين من نتائج التحليل معنوية كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية على نشاط سوق الأوراق المالية وذلك عند مستوى معنوية ١٪ ولم يتبين معنوية تأثير مخاطر الدولة المالية، كما أن قيم المعلمات جاءت موجبة باستثناء المتغير الرقابي الاستثمار الأجنبي المباشر كانت إشارته سالبة، وبالتالي وكما يتضح أن كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية كانت إشارتهما موجبة ومعنوية، ويعني أن زيادة قيمة مؤشر المخاطر (أي؛ انخفاض المخاطر) يؤدي الى ارتفاع نشاط سوق الأوراق المالية، لذلك كلما انخفضت كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية كلما أدى ذلك الى تزايد نشاط سوق الأوراق المالية. كما لم يتبين وجود تأثير لمخاطر الدولة المالية على نشاط سوق الأوراق المالية. كذلك مع زيادة حجم الاقتصاد من خلال زيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة درجة الاستقرار المالي بالدولة يزداد نشاط سوق الأوراق المالية، أما الاستثمار الأجنبي المباشر فكان التأثير سلبي.

كما يتضح من الجدول أن قيمة معامل التحديد R2 قد بلغت ٥٩,٤٤٪، وهو ما يشير الى أن المتغيرات التفسيرية تفسر ٥٩,٤٤٪ من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهو نشاط سوق الأوراق المالية والنسبة المتبقية وهي ٤٠,٥٦٪ ترجع الى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان. كذلك يتضح من الجدول أن قيمة F = 888.39 وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪، مما يشير ذلك الى معنوية النموذج ككل. وبالتالي يمكن قبول الفرض الفرعي الأول.

ولمزيد من التحليل، من خلال دراسة تأثير مكونات مخاطر الدولة على المتغيرات حجم سوق الأوراق المالية، لاختبار الفرض الفرعي الثاني، يوضح ذلك الجدول التالي:

جدول (١١) نموذج الانحدار المتعدد المعدل بالأخطاء المعيارية لتأثير مكونات مخاطر الدولة على حجم أسواق الأوراق المالية

Linear regression		Number of obs	=	1,638		
		F(6, 1631)	=	61.89		
		Prob > F	=	0.0000		
		R-squared	=	0.1975		
		Root MSE	=	0.56628		
MKTSZ	**Coef.**	**Robust Std. Err.**	**t**	**P>t**	**[95% Conf. Interval]**	
Com_ECO_Risk	0.0134792	0.0037901	3.56	0.0000	0.0060452	0.0209132
Com_FIN_Risk	0.0213361	0.0035209	6.06	0.0000	0.0144302	0.028242
Com_POL_Risk	0.0101841	0.0011602	8.78	0.0000	0.0079085	0.0124598
FDI_GDP_NET	-0.005609	0.0056764	-0.99	0.3230	-0.0167434	0.0055242
GDP_log	0.0393672	0.0090139	4.37	0.0000	0.0216871	0.0570474
Z_Score	1.486893	0.1694241	8.78	0.0000	1.154581	1.819205
_cons	-2.661887	0.256195	-10.39	0.0000	-3.164393	-2.159381

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

يتضح من الجدول (١١) تأثير المكونات الفرعية لمخاطر الدولة على حجم سوق الأوراق المالية، كأحد المتغيرات المستخدمة في تحديد أداء سوق الأوراق المالية، حيث تعبر .Coef عن قيمة المعلمات لكل من المتغيرات المستقلة والحد الثابت في النموذج، وقد جاءت قيمة المعلمات التي تم التوصل لها في النموذج بالصيغة التالية:

MKTACT = -2.661887+ 0.0134792 * Com_ECO_Risk + 0.0213361 * Com_FIN_Risk + 0.0101841 * Com_POL_Risk - 0.005609 * FDI_GDP_NET + 0.0393672 * GDP_log + 1.486893 * Z_Score + ε

كما يتبين من نتائج التحليل معنوية المتغيرات المعبرة عن مخاطر الدولة وهي مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة المالية ومخاطر الدولة السياسية في النموذج وذلك عند مستوى معنوية ١٪، كما أن قيم معلمات هذه المتغيرات جاءت موجبة، وبالتالي

يتضح وجود تأثير طردي ومعنوي لمكونات مخاطر الدولة على حجم سوق الأوراق المالية، حيث أن الإشارة الموجبة تعني أن زيادة قيمة مؤشر المخاطر (أي؛ انخفاض المخاطر) يؤدي الى زيادة حجم سوق الأوراق المالية نتيجة زيادة إدراج شركات اكثر في السوق، لذلك كلما انخفضت كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة المالية ومخاطر الدولة السياسية كلما أدى ذلك الى تزايد حجم سوق الأوراق المالية. أما المتغيرات الرقابية، يتضح انه مع زيادة حجم الاقتصاد من خلال زيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة درجة الاستقرار المالي يؤدي ذلك الى تزايد حجم سوق الأوراق المالية، كذلك لم يتضح تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على حجم سوق الأوراق المالية.

كما يتضح من الجدول أن قيمة معامل التحديد R2 قد بلغت ١٩,٧٥٪، وهو ما يشير الى أن المتغيرات التفسيرية تفسر ١٩,٧٥٪ من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهو حجم سوق الأوراق المالية والنسبة المتبقية ٨٠,٢٥٪ ترجع الى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان. كذلك يتضح من الجدول أن قيمة F = 61.89 وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪، مما يشير ذلك الى معنوية النموذج ككل. وبالتالي يمكن قبول الفرض الفرعي الثاني.

ولمزيد من التحليل، من خلال دراسة تأثير مكونات مخاطر الدولة على المتغيرات سيولة سوق الأوراق المالية، لاختبار الفرض الفرعي الثالث، يوضح ذلك الجدول التالي:

جدول (١٢) نموذج الانحدار المتعدد المعدل بالأخطاء المعيارية لتأثير مكونات مخاطر الدولة على سيولة أسواق الأوراق المالية

Linear regression		Number of obs	=	1,638		
		F(6, 1631)	=	109.96		
		Prob > F	=	0.0000		
		R-squared	=	0.3242		
		Root MSE	=	0.47045		
MKTLQ	**Coef.**	**Robust Std. Err.**	**t**	**P>t**	**[95% Conf. Interval]**	
Com_ECO_Risk	0.0091289	0.0029225	3.12	0.0020	0.0033967	0.0148611
Com_FIN_Risk	0.0015807	0.0031999	0.49	0.6210	-0.0046957	0.0078571
Com_POL_Risk	0.0086879	0.0011828	7.35	0.0000	0.0063681	0.0110078
FDI_GDP_NET	-0.013938	0.0044426	-3.14	0.0020	-0.0226525	-0.00522٥
GDP_log	0.1605215	0.0076448	21	0.0000	0.1455269	0.1755161
Z_Score	0.6404564	0.1304475	4.91	0.0000	0.3845941	0.8963187
_cons	-4.940021	0.2221997	-22.23	0.0000	-5.375848	-4.504195

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج برنامج STATA v.15

يتضح من الجدول (12) تأثير المكونات الفرعية لمخاطر الدولة على سيولة سوق الأوراق المالية، كأحد المتغيرات المستخدمة في تحديد أداء سوق الأوراق المالية، حيث تعبر .Coef عن قيمة المعلمات لكل من المتغيرات المستقلة والحد الثابت في النموذج، وقد جاءت قيمة المعلمات التي تم التوصل لها في النموذج بالصيغة التالية:

$$\mathbf{MKTLQ} = -4.940021 + 0.0091289 * Com_ECO_Risk + 0.0015807 * Com_FIN_Risk + 0.0086879 * Com_POL_Risk - 0.013938 * FDI_GDP_NET + 0.1605215 * GDP_log + 0.6404564 * Z_Score + \varepsilon$$

كما يتبين من نتائج التحليل معنوية تأثير كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية على سيولة سوق الأوراق المالية وذلك عند مستوى معنوية ١٪ ولم يتضح معنوية تأثير مخاطر الدولة المالية لأن قيمة الاحتمال اكبر من ١٪، كما أن قيم معلمات المتغيرات جاءت موجبة باستثناء المتغير الرقابي الاستثمار الأجنبي المباشر كانت إشارته سالبة، وبالتالي وكما يتضح أن كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية كانت إشارتهما موجبة ومعنوية، ويعني أن زيادة قيمة مؤشر المخاطر (أي؛ انخفاض المخاطر) يؤدي الى ارتفاع سيولة سوق الأوراق المالية، لذلك كلما انخفضت كل من مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة السياسية كلما أدى ذلك الى تزايد سيولة سوق الأوراق المالية. كما لم يتبين وجود تأثير لمخاطر الدولة المالية على

سيولة سوق الأوراق المالية. كذلك مع زيادة حجم الاقتصاد من خلال زيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة درجة الاستقرار المالي بالدولة يزداد سيولة سوق الأوراق المالية، أما الاستثمار الأجنبي المباشر فكان التأثير سلبي ومعنوي.

كما يتضح من الجدول أن قيمة معامل التحديد R2 قد بلغت ٣٢,٤٢٪، وهو ما يشير الى أن المتغيرات التفسيرية تفسر ٣٢,٤٢٪ من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهو سيولة سوق الأوراق المالية والنسبة المتبقية وهي ٦٧,٥٨٪ ترجع الى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان. كذلك يتضح من الجدول أن قيمة F = 109.96 وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪، مما يشير ذلك الى معنوية النموذج ككل. وبالتالي يمكن قبول الفرض الفرعي الثالث.

١٤/ الاستنتاجات والتوصيات والدراسات المستقبلية:

أولاً: الاستنتاجات: توصل البحث الى عدد من الاستنتاجات يمكن إيضاحها كما يلي:

تشير نتائج الدراسة بشكل عام الى أن أداء سوق الأوراق المالية يتأثر بالمكونات الفرعية لمخاطر الدولة، ويختلف تأثير كل مكون من المكونات على أداء سوق الأوراق المالية. وبالتالي فإن انخفاض كل من المكونات الفرعية لمخاطر الدولة وهي المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية -أي زيادة المؤشر- يعني تحسن أداء سوق الأوراق المالية مما يشير الى أن زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتزايد حجم السوق والذي يعبر عن تطور سوق الأوراق المالية وتزايد سيولة سوق الأورق المالية، كل ذلك يرجع إلى انخفاض المخاطر التي تتعرض لها الدولة من مخاطر اقتصادية ومن ثم قدرة الدولة على مواجهة التغيرات والتحديات الاقتصادية ومخاطر مالية ومن ثم قدرة الدولة على سداد التزاماتها، ومخاطر سياسية ومن ثم تزايد درجة الاستقرار السياسي وانخفاض درجة التوترات والصراعات بالدولة.

كما تشير النتائج أن تأثير مخاطر الدولة على أداء سوق الأوراق المالية يأتي مدفوعًا بالمخاطر الاقتصادية ثم المخاطر المالية ثم المخاطر السياسية. لذلك يمكن القول إن المخاطر الاقتصادية هي الأكثر تأثيرًا على أداء سوق الأوراق المالية.

تشير النتائج بشكل عام إلى أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين مخاطر الدولة الاقتصادية ومخاطر الدولة المالية ومخاطر الدولة السياسية، وبالتالي هذه المكونات الثلاثة لمخاطر الدولة تؤثر على بعضها البعض وان اختلف مقدار التأثير إلا أن هناك ثمة تأثير متبادل بينهم.

بالرغم من تناول العديد من الدراسات موضوع المخاطر وتأثيرها على أسواق المال إلا أن النظرة الكلية للمخاطر على مستوى الدولة ومكوناتها الفرعية تم تناولها من وجهة نظر اقتصادية حيث تأثيرها على الاستثمار الأجنبي المباشر وبالتالي درجة جاذبية الدولة للاستثمار الأجنبي المباشر، أما أداء سوق الأوراق المالية وتأثره بهذا النوع من المخاطر على المستوى الكلي وخاصة المؤشر المركب لأداء السوق والذي يتكون من نشاط وحجم وسيولة سوق الأوراق المالية لم تتناوله دراسات سابقة بالرغم من أهميته وأهمية سوق الأوراق المالية كوسيلة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

ثانيًا: التوصيات:

ينبغي اهتمام صناع السياسة الاقتصادية بتقييمات المؤسسات الدولية للمخاطر التي تتعرض لها الدولة لما لذلك من تأثير على الأسواق المالية.

يجب تركيز صناع السياسات الاقتصادية على العوامل المؤثرة على الجدارة الائتمانية للدولة ومن ثم قدرتها على سداد التزاماتها سواء الأجنبية و/ أو المحلية لما لذلك من تأثير كبير على الأسواق المالية.

إن وجود مؤشرات لمخاطر الدولة ومكوناتها الفرعية يعد محور اهتمام المستثمرين الدوليين والمستثمرين الاستراتيجيين عند اختيارهم الدولة التي يقومون بالاستثمار فيها.

الدول التي تحاول جاهدة لجذب استثمارات أجنبية مباشرة، ينبغي أن تهتم بتخفيض كل من المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية لديها، لان هذه المخاطر هي ما ينظر لها المستثمر عند اللجوء الى الاستثمار في هذه الدولة، وكذلك تعتبر مؤشر له عند رغبته في الخروج من خلال طرح الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

هناك ضرورة لإنشاء صندوق مخاطر على مستوى دولي أو إقليمي تكون وظيفته التأمين ضد المخاطر التي تتعرض لها الدولة سواء كانت مخاطر سياسية أو اقتصادية أو مالية.

ثالثًا: الدراسات المستقبلية:

بالرغم من أهمية أداء سوق الأوراق المالية، وأهمية دراسة العوامل المؤثر على ذلك الأداء على مستوى دولي، يمكن وضع التوصيات التالية لأبحاث مستقبلية:

١. عند دراسة الموضوع مرة أخرى ينبغي تقسيم الأسواق المالية، ومقارنة النتائج مما يعطي معنى أكبر للأبحاث على سبيل المثال دراسة الدول النفطية وغير النفطية، أو دراسة تكتلات دولية محددة كالاتحاد الأوروبي أو دول مجلس التعاون الخليجي أو الدول العربية أو دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

٢. تناول العلاقة التبادلية بين مخاطر الدولة ومكوناتها الفرعية وأداء سوق الأوراق المالية وكذلك الاستثمار الأجنبي المباشر مع الأخذ في الاعتبار الأسواق الدولية وتصنيفاتها المختلفة.

المراجع

Alaaeldin, S. M. (2018).Political risk effect on financial market returns; between magnification and neglection: Evidence from Egyptian stock market [master's Thesis, the American University in Cairo]. AUC Knowledge Fountain.

Anchor, J. R., & Benesova, H. (2016). The adoption of political risk assessment in emerging markets. In Risk Management in Emerging Markets. Emerald Group Publishing Limited.

Bailey, W., & Chung, Y. P. (1995). Exchange rate fluctuations, political risk, and stock returns Some evidence from an emerging market. Journal of financial and quantitative analysis, 30(4), 541-561.

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (1997). Emerging equity market volatility. Journal of Financial economics, 43(1), 29-77.

Ben Ghozzi, B., & Chaibi, H. (2022). Political risks and financial markets emerging vs developed economies. EuroMed Journal of Business, 17(4), 677-697.

Bevan, A. A., & Estrin, S. (2000). The determinants of foreign direct investment in transition economies. Available at SSRN 258070.

Bonatti, G., Ciacci, A., & Ivaldi, E. (2021). Different measures of country risk: An application to European countries. Journal of Risk and Financial Management, 14(1), 19.

Brooks, C. (2019). Introductory econometrics for finance. Cambridge university press.

Brown, C. L., Cavusgil, S. T., & Lord, A. W. (2015). Country-risk measurement and analysis A new conceptualization and managerial tool. International Business Review, 24(2), 246-265.

Canuto, O., Dos Santos, P. F. P., & de Sá Porto, P. C. (2012). Macroeconomics and sovereign risk ratings. Journal of International Commerce, Economics and Policy, 3(02), 1250011.

Cermeño, R., & Suleman, M. T. (2014a). Country Risk and Volatility of Stock Returns Panel-GARCH Evidence for Latin America. Available at SSRN 2482038.

Cermeño, R., & Suleman, M. T. (2014b). Country risk and volatility of stock returns Panel-GARCH evidence for the Latin Americas major five. unpublished thesis, Victoria University of Wellington, Wellington.

Cervelló-Royo, R., Cortés, J. C., Sánchez-Sánchez, A., Santonja, F. J., & Villanueva, R. J. (2013, January). Forecasting Latin America's country risk scores by means of a dynamic diffusion model. In Abstract and Appl

Cervelló-Royo, R., Cortés, J. C., Sánchez-Sánchez, A., Santonja, F. J., Shoucri, R., & Villanueva, R. J. (2014). Probabilistic european country risk score forecasting using a diffusion model. Computational models of complex systems, 45-58.

Chee-Wooi, H., & Brooks, R. D. (2015). The components of systematic risk and their determinants in the Malaysian equity market. Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance (AAMJAF), 11(2), 151-176

Chen, D. H., Bin, F. S., & Chen, C. D. (2005). The impacts of political events on foreign institutional investors and stock returns: Emerging market evidence from Taiwan. Available at SSRN 681502.

Damodaran, A. (2021). Country Risk Determinants, Measures and Implications-The 2021 Edition. Measures and Implications-The.

Damodaran, A. (202٢). Country Risk Determinants, Measures and Implications-The 202٢ Edition. Measures and Implications-The.

Diamonte, R. L., Liew, J. M., & Stevens, R. L. (1996). Political risk in emerging and developed markets. Financial Analysts Journal, 52(3), 71-76.

Dimic, N., Orlov, V., & Piljak, V. (2015). The political risk factor in emerging, frontier, and developed stock markets. Finance Research Letters, 15, 239-245.

Doumpos, M., Pentaraki, K., Zopounidis, C., & Agorastos, C. (2001). Assessing country risk using a multi-group discrimination method: a comparative analysis. Managerial Finance, 27(8), 16-34.

Driessen, J., & Laeven, L. (2007). International portfolio diversification benefits Cross-country evidence from a local perspective. Journal of Banking & Finance, 31(6), 1693-1712.

Elleuch, N. M., Jaouadi, I. Z., & Jaouadi, S. (2015). Examination of impact of political and country risk on foreign direct investment inflows in Tunisia. European Academic Research, 2(11), 14434-14445.

Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1995a). Country risk and global equity selection. Journal of Portfolio Management, 21(2), 74-83.

Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1995b). Inflation and world equity selection. Financial Analysts Journal, 28-42.

Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Political risk, economic risk, and financial risk. Financial Analysts Journal, 52(6), 29-46.

Gjonca, E., Doumpos, M., Baourakis, G., & Zopounidis, C. (2004). Assessing country risk using multicriteria classification approaches. In Supply Chain and Finance (pp. 49-67).

Granger, C. W., & Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. Journal of econometrics, 2(2), 111-120.

Günay, S. (2016). Is political risk still an issue for Turkish stock market. Borsa Istanbul Review, 16(1), 21-31.

Guo, Y., Li, J., Li, Y., & You, W. (2021). The roles of political risk and crude oil in stock market based on quantile cointegration approach A comparative study in China and US. Energy Economics, 97, 105198.

Hammoudeh, S., Sari, R., Uzunkaya, M., & Liu, T. (2013). The dynamics of BRICS's country risk ratings and domestic stock markets, US stock market and oil price. Mathematics and Computers in Simulation, 94, 27

Harvey, C. R. (2004). Country risk components, the cost of capital, and returns in emerging markets. Available at SSRN 620710.

Hassan, M. K., Maroney, N. C., El-Sady, H. M., & Telfah, A. (2003). Country risk and stock market volatility, predictability, and diversification in the Middle East and Africa. Economic Systems, 27(1), 63–82.

Hayakawa, K., Kimura, F., & Lee, H. H. (2013). How does country risk matter for foreign direct investment? The Developing Economies, 51(1), 60-78.

Hoti, S. (2005b). Modelling country spillover effects in country risk ratings. Emerging Markets Review, 6(4), 324-345.

Hoti, S., & McAleer, M. (2004). An empirical assessment of country risk ratings and associated models. Journal of Economic Surveys, 18(4), 539-588.

Hoti, S., & McAleer, M. (2005). Assessment of Risk Ratings and Risk Returns for 120 Representative Countries. In Modelling the Riskiness in Country Risk Ratings. Emerald Group Publishing Limited.

Hoti, S., (2005a). Comparative analysis of risk ratings for the East European region. Mathematics and Computers in Simulation 68, 449–462.

Hoti, S., Chan, F., & McAleer, M. (2002). Structure and asymptotic theory for multivariate asymmetric volatility Empirical evidence for country risk ratings. In Australasian Meeting of the Econometric Society

İkizlerli, D., & Ülkü, N. (2012). Political risk and Foreigners' trading evidence from an emerging stock market. Emerging Markets Finance and Trade, 48(3), 106-121.

Janicki, H. P., & Wunnava, P. V. (2004). Determinants of foreign direct investment: empirical evidence from EU accession candidates. Applied economics, 36(5), 505-509.

Kara, R. and Karabiyik, L. (2015), "The effects of country risk on stock prices an application in Borsa Istanbul", The Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences, Vol. 20 No. 1, pp. 225-239.

Kirikkaleli, D. (2016). Interlinkage between economic, financial, and political risks in the Balkan countries Evidence from a panel cointegration. Eastern European Economics, 54(3), 208-227.

Kirikkaleli, D. (2020b). The effect of domestic and foreign risks on an emerging stock market: A time series analysis. The North American Journal of Economics and Finance, 51, Article 100876.

Le, Q. V., & Zak, P. J. (2006). Political risk and capital flight. Journal of International Money and Finance, 25(2), 308-329.

Lehkonen, H., & Heimonen, K. (2015). Democracy, political risks and stock market performance. Journal of International Money and Finance, 59, 77-99.

Lensink, R., Hermes, N., & Murinde, V. (2000). Capital flight and political risk. Journal of international Money and Finance, 19(1), 73-92.

Lintner, John (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. The Review of Economics and Statistics, 47, 13–37.

Meldrum, D. (2000). Country risk and foreign direct investment. Business economics, 35(1), 33-40.

Mensah, F. (2020). Stock Market Development and Economic Growth: Global Perspectives: 1993-2016. Doctoral Dissertation.

Mensah, F., & Wong, K.M. (2019). African Stock Market Developments and Economic Growth. Quarterly Review of Business Disciplines, 6(2), 151-186.

Mensi, W., Hammoudeh, S., Yoon, S. M., & Balcilar, M. (2017). Impact of macroeconomic factors and country risk ratings on GCC stock markets: evidence from a dynamic panel threshold model with regime switching. Applied Economics, 49(13), 1255-1272.

Mensi, W., Hammoudeh, S., Yoon, S. M., & Nguyen, D. K. (2016). Asymmetric linkages between BRICS stock returns and country risk ratings: Evidence from dynamic panel threshold models. Review of International Economics, 24(1), 1-19.

Mnif, A. T. (2017). Political uncertainty and behavior of Tunisian stock market cycles Structural unobserved components time series models. Research in International Business and Finance, 39, 206-214.

MSCI. (2024). MSCI global investable market indexes methodology.

Musonera, E. (2008). Country risk factors: An empirical study of FDI determinants in SSA. Journal of International Management Studies, 3(1), 1-9.

Nasr, A., Cunado, J., Demirer, R., & Gupta, R. (2018). Country Risk Ratings and Stock Market Returns in Brazil, Russia, India, and China (BRICS) Countries A Nonlinear Dynamic Approach. Risks, 6(3), 94.

Naumoski, A. (2012). Estimating the country risk premium in emerging markets: the case of the Republic of Macedonia. Financial theory and practice, 36(4), 413-434.

Nesset, I. Q., Bøgeberg, I., Kjærland, F., & Molden, L. H. (2019). How underlying dimensions of political risk affect excess return in emerging and developed markets. Journal of Emerging Market Finance, 18(1), 80-1

Palacios, A., & Griffin, T. (2011). Country risks and FDI Empirical evidence from Latin American countries. Journal of International Business Research, 10(1), 9.

Perotti, E. C., & Van Oijen, P. (2001). Privatization, political risk and stock market development in emerging economies. Journal of International Money and Finance, 20(1), 43-69.

Rahman, S. U., Faisal, F., Ali, A., Mansor, N. N. A., Haq, Z. U., Sulimany, H. G. H., & Ramakrishnan, S. (2024). Assessing Country Risk in the Stock Market and Economic Growth Nexus: Fresh Insights from Bootstrap Panel Causality. The Quarterly Review of Economics and Finance, 94, 294-302.

Ramcharran, H. (1999). Foreign direct investment and country risk Further empirical evidence. Global Economic Review, 28(3), 49-59.

Root, F. R. (1968). The expropriation experience of American companies What happened to 38 companies. Business Horizons, 11(2), 69-74.

Sargen, N. (1977). Economic indicators and country risk appraisal. Economic Review, (Fall), 19-35.

Sari, R., Uzunkaya, M., & Hammoudeh, S. (2013). The relationship between disaggregated country risk ratings and stock market movements An ARDL approach. Emerging markets finance and trade, 49(1), 4-16.

Shapiro, A. C. (1985). Currency risk and country risk in international banking. The Journal of Finance, 40(3), 881-891.

Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 19, 425–442.

Siriopoulos, C., & Asteriou, D. (1998). Political Risk and Stock Market Development. Managing in Uncertainty: Theory and Practice, 23-30.

Smales, L. A. (2021). Policy uncertainty in Australian financial markets. Australian Journal of Management, 46(3), 523-547.

Stankevičienė, J., Sviderskė, T., & Miečinskienė, A. (2014). Dependence of sustainability on country risk indicators in EU Baltic Sea region countries. Journal of Business Economics and Management, 15(4), 646-663.

Suleman, M. T., & Randal, J. (2016). Dynamics of political risk rating and stock market volatility. Available at SSRN 2315645.

Suleman, T., Gupta, R., & Balcilar, M. (2017). Does country risks predict stock returns and volatility Evidence from a nonparametric approach. Research in International Business and Finance, 42, 1173-1195.

Sun, X., Feng, Q., & Li, J. (2021). Understanding country risk assessment: a historical review. Applied Economics, 53(37), 4329-4341.

Theodorou, J. (1993). Political risk reconsidered. International Journal of Intelligence and Counterintelligence, 6(2), 147-171.

Türedi, S. (2018). The effect of corruption and country risk on FDI inflows empirical evidence from developing countries. Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, (21), 151-172.

Umar, M., & Sun, G. (2015). Country risk, stock prices, and the exchange rate of the renminbi. Journal of Financial Economic Policy, 7(4), 366-376.

Usher, D. (1965). Political risk. Economic Development and Cultural Change, 13(4, Part 1), 453-462.

Vijayakumar, J., Rasheed, A. A., & Tondkar, R. H. (2009). Foreign direct investment and evaluation of country risk: An empirical investigation. Multinational Business Review, 17(3), 181-204.

Warnes, I., & Warnes, P. E. (2014). Country risk and the cost of equity in emerging markets. Journal of Multinational Financial Management, 28, 15-27.

White, C., & Fan, M. (2006). Country Risk. In Risk and Foreign Direct Investment (pp. 146-167). London: Palgrave Macmillan UK.

The impact of the Economic, Financial, and Political Country Risk Components on the International Stock Market Performance

Nasr Ali Nasr Ali Abualmaaty
Assistant Lecturer of Finance
Faculty of Commerce - Cairo University
Nasr_abualmaaty@foc.cu.edu.eg

Hassan Ahmed Mounir El-Sady
Professor of Finance and Investment
Faculty of Commerce - Cairo University

Abstract

The research aims to study the impact of the country's economic, financial, and political risk components on the international stock market performance. To achieve this goal, an empirical study was conducted on a number of 63 countries during the period from 1995 to 2020. The study also relies on secondary data published through the World Bank. The study also relies on the use of Panel Data to conduct the study. Data analysis and hypothesis testing were also conducted using a Robust standard errors Regression model. The results of the study showed that there is A positive impact of the components of Country's risk on the stock market performance; That is, when the sub-components of the country risk index increase - the risk decreases - this leads to improved stock market performance. The results also revealed a positive and significant impact of both economic and political country risks on stock market activity and liquidity, while the impact of financial country risks was not evident. Furthermore, there is a positive and significant impact of the components of country risk on stock market size. The results also indicate that the impact of country risk on stock market performance is driven primarily by economic risks, followed by financial risks, and then political risks.

Keywords

Country risk, economic risk, financial risk, political risk, stock market performance, stock market activity, stock market size, stock market liquidity, ICRG.