

The Impact of Growth in Real Estate Activities on Stock Returns and the Banking Sector in The Gulf Cooperation Council

Ahmed Mutlag Alanazi and Bader Jawid Alsubaiei
Department of Finance, Business School, King Faisal University, Al Ahsa, Saudi Arabia

أثر نمو الأنشطة العقارية في عوائد أسواق الأسهم وقطاع المصارف: مجلس التعاون الخليجي

أحمد مطلق العنزي وبدر جويعد السبيعي
قسم المالية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، المملكة العربية السعودية



LINK الرابط	RECEIVED التسليم	ACCEPTED القبول	PUBLISHED ONLINE النشر الإلكتروني	ASSIGNED TO AN ISSUE الإحالة لعدد
https://doi.org/10.37575/h/mng/220018	23/05/2022	11/11/2022	11/11/2022	01/03/2023
NO. OF WORDS عدد الكلمات	NO. OF PAGES عدد الصفحات	YEAR سنة العدد	VOLUME رقم المجلد	ISSUE رقم العدد
8036	8	2023	24	1

ABSTRACT

This research studied the impact growth in real estate activities has on the return of the stock markets and banking sectors in the Gulf Cooperation Council countries (GCC). The study applied multivariate regressions to analyze yearly indices return data from 2010 to 2020. The results indicated a positive relationship between the growth in real estate activities and the return of both the stock markets and banking sectors in the GCC countries. Furthermore, the study also discovered a positive correlation between the returns of the stock markets and the banking sectors. Finally, the results of this study are expected to be of interest to researchers who are interested in examining the impact of the real estate sector on stock market returns, as well as to dealers in the financial markets, including investors and legislators, who should monitor the real estate sector to better forecast the returns of the stock market. These results also indicate the importance of adopting growth in real estate activities as a significant economic factor that affects both the stock market and the banking sector.

المخلص

هذف هذا البحث إلى دراسة أثر نمو الأنشطة العقارية على عوائد أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي، إضافة إلى دراسة أثر نمو الأنشطة العقارية على عوائد قطاع المصارف. تم استخدام معدل نمو مؤشرات أسواق الأسهم الرئيسية بجميع دول مجلس التعاون الخليجي، وتم اتباع أسلوب الانحدار المتعدد لتحليل بيانات البحث وتفسير نتائجه، وقد شملت الدراسة جميع مؤشرات دول مجلس التعاون الخليجي لمدة 10 أعوام، من عام 2010 حتى عام 2020. أشارت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إيجابية بين نمو الأنشطة العقارية وعوائد أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين نمو الأنشطة العقارية وعوائد قطاع المصارف. إضافة إلى وجود علاقة إيجابية بين عوائد أسواق الأسهم وعوائد قطاع المصارف. وقد وضحت النتائج أن قطاع الأنشطة العقارية يعد أحد أهم العوامل المؤثرة على أسواق الأسهم. ويتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة محل اهتمام الباحثين وذلك للتعرف على عامل جديد يؤثر في أسواق الأسهم ويجب أن يلقى اهتماماً بحثياً أكبر، وكذلك المتعاملين في الأسواق المالية من مستثمرين ومشرعين؛ وذلك لمتابعة تحركات وتقلبات القطاع العقاري لما له من تأثير رئيس على أسواق الأسهم. وفي الختام، أشارت النتائج إلى أهمية متابعة معدل نمو الأنشطة العقارية كعامل مؤثر على أسواق الأسهم، وخصوصاً القطاع المصرفي عند دراسة مؤثرات أسواق الأسهم.

KEYWORDS

الكلمات المفتاحية

real estate, GCC stock, macroeconomic factors, return, GDP, stock indexes
القطاع العقاري، الأسهم الخليجي، الاقتصاد الكلي، العوائد، الناتج المحلي، مؤشرات الأسهم

CITATION

الإحالة

Alanazi, A.M. and Alsubaiei, B.J. (2023). Athar numuu al'anshat al'alaqariat ealaa ewayid al'ashum fi dual majlis altaeawun alkhaliiji walqat almasrifii 'The impact of real estate activities growth on stock returns and the banking sector: The Gulf Cooperation Council'. *The Scientific Journal of King Faisal University: Humanities and Management Sciences*, 24(1), 29–36. DOI: 10.37575/h/mng/220018 [in Arabic]

العنزي، أحمد مطلق و السبيعي، بدر جويعد. (2023). أثر نمو الأنشطة العقارية في عوائد أسواق الأسهم وقطاع المصارف: مجلس التعاون الخليجي. *المجلة العلمية لجامعة الملك فيصل: العلوم الإنسانية والإدارية*, 24(1)، 29-36.

1. مقدمة

شهدت الأسواق المالية الخليجية نمو ملحوظاً في العقد الماضي، وكان حجم سوق الأسهم السعودية 353.41 مليار دولار في عام 2010 وبلغ حجم السوق 2.43 ترليون دولار في نهاية 2020 بعدد 203 شركة مُدرجة في تداول، وازداد حجم سوق الأسهم في الإمارات العربية المتحدة من 134.49 مليار دولار في عام 2010 إلى 294.83 مليار دولار في عام 2020 بعدد 152 شركة مُدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي. وكذلك كانت هناك زيادة ملحوظة في سوق الأسهم القطري من 152.57 مليار دولار في 2013 إلى 165.39 مليار دولار في 2020 بعدد 48 شركة مُدرجة في بورصة قطر. وبلغ حجم بورصة الكويت 105.98 مليار دولار في نهاية عام 2020 بعدد 165 شركة مُدرجة في بورصة الكويت. وبلغ حجم سوق الأسهم في سلطنة عمان 16.48 مليار دولار في نهاية 2020 بعدد 120 شركة مُدرجة في بورصة مسقط. وكان حجم سوق أسهم البحرين 24.6 مليار دولار في نهاية عام 2020 بعدد 43 شركة مُدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية. وحجم أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة أكثر من 3 ترليون دولار بعدد 731 شركة مُدرجة.

للقطاع العقاري أهمية بالغة بين القطاعات الاقتصادية للدول، وللتغيرات التي تطرأ على القطاع العقاري، مثل أسعار العقارات والإيجارات ومعدل قدرة تحمل الأفراد والشركات والمؤسسات العاملة في البلد لأسعار العقار

لأسواق الأسهم دور مهم في تنمية اقتصاد كل بلد؛ حيث يسهم سوق الأسهم في تنظيم حركة الموارد الاقتصادية، سواء كان تنظيمياً داخلياً بحدود الاقتصاد المحلي أو من وإلى الاقتصاديات الأخرى؛ فعلى سبيل المثال أرباح الشركات المُدرجة في السوق والمتمثلة في العوائد على الأسهم تؤثر في نمو الاقتصاد والعكس صحيح في حال الخسارة (Hashim and others, 2020). وبعد النظام المالي هو مفتاح النمو الاقتصادي؛ حيث تحفز الأنظمة المالية الاستثمار في الفرص المتاحة من خلال الأسواق المالية، إضافة إلى مقدرة السوق على تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة عالية والمساعدة على تنوع المخاطر. وعلى المستوى العالمي، يؤدي تطوير أسواق الأوراق المالية دوراً أساسياً في تنمية اقتصاديات الدول التي تسعى إلى تطوير أسواقها باستمرار. ويساعد وجود سوق مالية متطورة في البلد على تسهيل تبادل السلع بين الشركات، وبشكل دوراً مباشراً في تحسين جودة الحياة في الدولة. ويمكن للأسواق المالية أن تؤثر في الاقتصاد على المدى البعيد من خلال توفير البيانات عن الشركات العاملة في الاقتصاد والسيولة التي يمكن أن تتوفر عن طريق السوق، بالإضافة إلى تنوع المخاطر (Bahadur and Neupane, 2006).

الخليجية) في الأسواق المالية الخليجية والحجم السوقي الكبير يتم دراسة أثر نمو الأنشطة العقارية وهي إجمالي إنتاج القطاع العقاري خلال السنة في تذبذب مؤشرات قطاع المصارف بدول مجلس التعاون الخليجي بسبب الدور الذي يؤديه القطاع المصرفي كممول للمطورين و للأفراد الراغبين بالتملك عن طريق الرهون العقارية.

تتمثل حدود البحث في دراسة الأسواق الخليجية من خلال دراسة عامل جديد لمدة ١٠ سنوات، وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين قطاع العقار وأسواق الأسهم، بالإضافة إلى توحيد الاختلافات الناتجة من العوامل الخاصة بكل سوق خليجي، وتبين نتائج البحث تأثير الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم وفي قطاع المصارف بدول مجلس التعاون الخليجي، وستسهم النتائج في إضافة عامل اقتصادي جديد يؤثر في اتجاه أسواق الأسهم، التي بدورها تمكن المستثمرين والاقتصاديين والمحليين الماليين والباحثين وغيرهم من المهتمين بالأسواق المالية الخليجية من التنبؤ باتجاهات الأسواق المالية عند ملاحظة أي تغيير في الأنشطة العقارية.

1.1. مشكلة البحث:

تتلخص مشكلة البحث في معرفة أثر نمو الأنشطة العقارية في عوائد مؤشرات أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي، وتكمن أهمية العلاقة بين السوق العقاري وأسواق الأسهم في كونها مجالات أساسية للاستثمار في الاقتصاد (Ariqat and others, 2012). ويكون هذا التأثير بعدة طرق؛ منها الاقتراض لشراء العقارات بأنواعها أو باستخدامها ضمانات المصارف (Killins, 2020). وتتجلى مشكلة الدراسة في أن ما يدور في أسواق العقارات في دول الخليج العربي مصدر اهتمام لجميع الأطراف العاملة، بدءاً من المجموعات العقارية إلى المؤسسات المالية وصولاً إلى المستهلكين النهائيين من شركات وأفراد ومؤسسات حكومية، فضلاً عما يمكن أن يعبر عنه كمدخل في القطاع العقاري يمكن أن يكون منتجاً نهائياً للشركات المساهمة ممن يبين احتمالية وجود العلاقة بين القطاعين. على سبيل المثال، ارتفاع الطلب على العقارات بجميع أنواعها يؤثر على مبيعات القطاعات الأساسية (المواد الأولية) بالإضافة إلى احتمالية التأثير على أرباح البنوك والتي تقدم التمويل للمطورين العقاريين أو للأفراد الراغبين بالتملك. لذلك تسعى هذه الدراسة إلى تحليل هذه المشكلة من خلال تقديم نتائج من شأنها أن تبين للمتعاملين بأسواق الأسهم الخليجية دور القطاع العقاري في التأثير على أسعار الأسهم بشكل عام وقطاع المصارف بشكل خاص.

وبناءً على ما سبق يمكن تلخيص مشكلة البحث في الأسئلة التالية:

- ما أثر نمو الأنشطة العقارية في عوائد مؤشرات أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي؟
- ما أثر نمو الأنشطة العقارية في عوائد مؤشرات قطاع المصارف بدول مجلس التعاون الخليجي؟

1.2. أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في دراسة دور النمو المتصاعد في الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي على الأسواق المالية الخليجية، والذي يمكن تحقيقه من خلال الأهداف التالية:

- معرفة أثر نمو الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي من خلال إضافة عامل مؤثر جديد يجب أن يؤخذ بالاعتبار عن دراسة المؤثرات على أسواق الأسهم.
- معرفة أثر نمو الأنشطة العقارية في قطاع المصارف بدول مجلس التعاون الخليجي من خلال إضافة عامل مؤثر جديد يجب أن يؤخذ بالاعتبار عن دراسة المؤثرات على قطاع المصارف.
- استعراض الدراسات التي تناولت أثر نمو الأنشطة العقارية وعوامل الاقتصاد الكلي المتمثلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، ومعدلات الفائدة، في أسواق الأسهم وقطاع المصارف.
- معرفة أثر عوامل الاقتصاد الكلي في قطاع المصارف بدول مجلس التعاون الخليجي.

أثر مباشر في جميع الأطراف في القطاع العقاري. وكما يراقب الأفراد مستويات أسعار العقارات بهدف تحديد وضعهم السكني مستقبلاً، فإن البنك المركزي يراقب أسعار العقارات بشكل دوري؛ كونه أسعار المساكن تعد عاملاً أساسياً في الإنفاق الاستهلاكي، وتؤدي دوراً حاسماً في تطور أسعار المنتجات الاستهلاكية. ولا يمكن تجاهل العلاقة المهمة بين تدفق رؤوس الأموال إلى السوق العقاري والاستقرار الاقتصادي، وتكمن أهمية هذه العلاقة في كون العقارات تستخدم ضماناً للتمويل، بالإضافة إلى المبالغ الطائلة التي تقرضها المصارف للشركات العقارية العاملة في الاقتصاد، كما يمثل القطاع العقاري سوقاً استثمارية رئيسة للمستثمرين من شركات وأفراد (موقع منتدى الاقتصاد الأوروبي).

وشهدت الأنشطة العقارية بدول مجلس التعاون الخليجي نمواً ملحوظاً خلال السنوات العشر الأخيرة؛ إذ نمت الأنشطة العقارية في المملكة العربية السعودية بقوة من 23.5 مليار دولار في عام 2010 إلى 38.1 مليار دولار في عام 2020 بنسبة 62% (الهيئة العامة للإحصاء، المملكة العربية السعودية). ونمت الأنشطة العقارية في الإمارات العربية المتحدة من 14.3 مليار دولار في عام 2010 إلى 19.8 مليار دولار في عام 2020 بنسبة 38% (الهيئة الاتحادية للتنافسية والإحصاء)، وسجلت دولة قطر نمواً إيجابياً في الأنشطة العقارية من 3.1 مليار دولار في عام 2010 إلى 3.6 مليار دولار في عام 2020 بنسبة 16% (جهاز التخطيط والإحصاء القطري)، وحققت الكويت أعلى نسبة زيادة في نمو الأنشطة العقارية بين دول مجلس التعاون الخليجي، وزاد النمو من 6.7 مليار دولار في عام 2010 إلى 12.9 مليار دولار في عام 2020 بنسبة 92% (الإدارة المركزية للإحصاء الكويتية)، وتبعها مملكة البحرين بنسبة زيادة عالية في نمو الأنشطة العقارية من 1.15 مليار دولار في عام 2010 إلى 2.2 مليار دولار في عام 2020 بنسبة 90% (وزارة المالية والاقتصاد الوطني البحرينية، مصرف البحرين المركزي)، وكانت سلطنة عمان هي الدولة الخليجية الوحيدة التي تراجع نمو أنشطتها العقارية من 1.5 مليار دولار في عام 2010 إلى 1.4 مليار دولار في عام 2020 بنسبة -3% (المركز الوطني للإحصاء والمعلومات العُماني)، وكان إجمالي الأنشطة العقارية للسنوات من 2010 إلى 2020 في دول مجلس التعاون الخليجي قد بلغ 747.3 مليار دولار أمريكي. ويمكن أن يكون لأسعار العقارات تأثير واضح في القطاع المالي، إضافة إلى أن تحرك أسعار العقارات له أثر في معدلات الربحية في المصارف بحكم زيادة إقراض المصارف للعملاء نتيجة زيادة ثرواتهم عند ارتفاع أسعار العقارات (Killins, 2020). وتؤثر أسعار العقارات بشكل رئيس في الائتمان المصرفي؛ حيث إن الأثر ينتقل من أسعار العقارات إلى الائتمان المصرفي (Gerlach and Peng, 2005)، إضافة إلى أن عمليات التمويل عن طريق قطاع المصارف هي التي تمتد القطاعات الاقتصادية بالأموال الاستثمارية، وهذه العمليات تمثل دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية (عفانة، 2019). ويمثل قطاع المصارف أهمية بالغة في الاقتصاد؛ كونه من القطاعات التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالقطاعات الاقتصادية الأخرى، وله دور مؤثر في جميع القطاعات (مهران والشهري، 2017).

للعلاقة بين السوق العقارية، بأنشطتها المتنوعة، والسوق المالية في الاقتصاد نفسه أهمية بالغة باعتبارها مجالات استثمار أساسية في أي اقتصاد في العالم، إضافة إلى تأثير عوامل الاقتصاد الكلي والجزئي في السوقين (Ariqat and others, 2012)، ولطالما كانت العلاقة بين أسواق الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلي تجذب انتباه العديد من الاقتصاديين بسبب أن كلا منهما يؤدي دوراً جديراً في تنمية اقتصاد أي بلد. ولعوامل الاقتصاد الكلي تأثير في تحركات أسواق الأسهم مثل التضخم ومعدل أسعار الفائدة. لذلك تبحث هذه الدراسة أثر نمو الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي لحساب التأثير المترتب على مؤشرات أسواق أسهم دول الخليج السبعة وهي: مؤشر السوق الرئيسية السعودي (TASI)، ومؤشر أبو ظبي العام (ADI)، ومؤشر سوق دبي المالي (DFMGI)، مؤشر بورصة قطر (QSI)، ومؤشر السوق الأول الكويتي (BKP)، ومؤشر سوق مسقط (MSX30)، ومؤشر بورصة المنامة (BAX). ونظراً لأهمية عوامل الاقتصاد الكلي المتمثلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، ومعدلات الفائدة، جرى تضمينها في البحث كعوامل مستقلة، ولأهمية قطاع المصارف (جميع الشركات المصرفية المدرجة في أسواق الأسهم

2.2. الدراسات السابقة:

2.2.1. علاقة الأنشطة العقارية بأسواق الأسهم وقطاع المصارف

هناك العديد من الدراسات التي تناولت دور الأسواق العقارية وتأثيرها على عدد من القطاعات في الدول المتقدمة اقتصادياً. دَرَسَ (Killins 2020) علاقة أسعار العقارات والأداء المصرفي في كندا باستخدام بيانات ربع سنوية من عام 1996 إلى عام 2018، وبينت الدراسة أثر تغير أسعار العقارات في أداء المصارف الكندية إيجابياً، وحسب الباحث أثر أسعار المساكن في عوائد حقوق الملكية والعوائد على الأصول، وكانت النتيجة علاقة إيجابية. خَلَصَ الباحث إلى أن لارتفاع أسعار العقارات أثراً إيجابياً في ثروة المقترضين وارتفاع قيمة الضمانات العقارية مما يؤدي إلى زيادة الاقتراض والتي بدورها تؤدي إلى زيادة أرباح المصارف الكندية. كما دَرَسَ الباحثان (Gokmenoglu and Hesami 2019) العلاقة طويلة المدى بين أسعار العقارات السكنية ومؤشر سوق الأوراق المالية في ألمانيا من 2005 إلى 2017، واستنتج الباحثان أن لأسعار الأسهم والعقارات علاقة طويلة الأمد، وأنه لا توجد فائدة من التنوع في المدى البعيد بالمحافظة بين الأصول العقارية والأوراق المالية؛ لأنها تتحرك في الاتجاه نفسه. وتبين هذه الدراسات العلاقة الموجبة التي تربط أسواق الأسهم والقطاع العقاري في الأسواق المتطورة، مما يبين أهمية إدراج معدل نمو القطاع العقاري كعامل مهم عند دراسة المؤثرات على أسواق الأسهم.

من اتجاه آخر، دَرَسَ (Yepez 2018) تأثير الوساطة المالية وأسعار العقارات في دورة الأعمال، كانت مدة بيانات الدراسة من عام 1975 إلى عام 2010 في الولايات المتحدة الأمريكية، وشملت بيانات لقطاع الوساطة المالية والضمانات العقارية، وهدف الباحث من دراسته إلى تحليل التأثير المشترك للظروف المالية وأسعار العقارات في تقلبات الأعمال. أشارت النتائج إلى أن الظروف المالية وأسعار العقارات تمثل جزءاً كبيراً من التقلب في الاستثمارات وساعات العمل والتي بدورها تمثل دورات الأعمال. كما دَرَسَ الباحثان (Koetter and Poghosyan 2010) العلاقة بين 78 سوقاً عقارية في ألمانيا وقطاع المصارف الألمانية في المدة بين عام 1995 وعام 2004. استنتج الباحثان أن الأسعار المرتفعة للعقارات تعد زيادة في أسعار الضمانات المقدمة للمصرف مقابل الإقراض، وهي بدورها تعد زيادة في ثروة المقترضين من المصرف وتعزز من مركزهم المالي؛ أي إن الزيادة في أسعار العقارات بالنسبة للمصرف تعد انخفاضاً مباشراً في مخاطر العجز عن السداد وزيادة أرباح مقابل مخاطر أقل. كما دَرَسَ (Wang and Luo 2020) تأثير أسعار العقارات في المخاطر المصرفية في 121 مصرفاً تجارياً في اليابان من عام 2007 إلى عام 2016. استنتج الباحثان أن تحرك أسعار المنازل له تأثير إيجابي في المخاطر المصرفية، ويكون الأثر أكثر وضوحاً عندما ترتفع الأسعار بشكل غير معتاد.

غالبية الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين أسواق العقار وأسواق الأسهم ركزت على الأسواق المتطورة اقتصادياً مما يبين وجود فجوة بحثية في الأسواق الخليجية، مما يؤكد أهمية دراسة هذه العلاقة ومعرفة مدى تماثل النتائج بين الأسواق المتطورة والنامية، وتقديم توصيات تسهم في تنمية مستويات معرفة المتعاملين بأسواق الأسهم الخليجية.

2.2.2. علاقة عوامل الاقتصاد الكلي بأسواق الأسهم وقطاع المصارف

يقدم هذا الجزء من البحث نبذة عن الدراسات التي تناولت علاقة عوامل الاقتصاد مع أسواق الأسهم. دَرَسَ الباحث عنانزه (2017) العلاقة بين العائد وتذبذب عوائد مؤشرات أسواق المملكة العربية السعودية، والإمارات العربية المتحدة، والمملكة الأردنية الهاشمية، وفلسطين. استخدم الباحث في هذه الدراسة منهجية عدم الثبات للتباين المشروط بالارتباط المتسلسل، وكانت فترة الدراسة من عام 2003 إلى عام 2015، واستخدم الباحث بيانات يومية، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة، والذي يعني أن الأسواق المالية محل الدراسة تعوض المستثمرين بعلاوة مخاطر مقابل استثماراتهم. دَرَسَ العراقي (2017) أثر التقلبات لعرض النقود على أسعار الأسهم في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي لفترة من 1999 إلى 2013، باستخدام نموذج تقنية جرانجر، وخلص الباحث إلى أن لعرض النقود تأثيراً إيجابياً على

المساعدة على تفسير جزء من التغيرات التي تطرأ على أسواق الأسهم وقطاع المصارف.

1.3. أهمية البحث:

يمكن تلخيص أهمية البحث فيما يلي:

- إسهام البحث في إضافة عامل جديد يؤثر على اتجاه أسواق الأسهم الخليجية يستفيد منه المحللون الماليون والاقتصاديون والمستثمرون والباحثون وغيرهم من المهتمين بأسواق الأسهم الخليجية.
- الإسهام في التنبؤ بتوجه أسواق الأسهم وقطاع المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي عند ملاحظة أي تغير في نمو الأنشطة العقارية.
- إسهام البحث في الإضافة للأبحاث الجديدة المتعلقة بأثر نمو الأنشطة العقارية وعوامل الاقتصاد الكلي في أسواق الأسهم وقطاعات المصارف الخليجية والعالمية.
- في حدود علم الباحث، تعد الأبحاث حول أثر الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم وقطاعات المصارف نادرة.

2. الإطار النظري للدراسة

2.1. الإطار المفاهيمي للدراسة:

تُبين الدراسات المالية أن العلاقة بين سوق العقارات وسوق الأوراق المالية قوية لدرجة وصول السوقين إلى درجة التوازن في المدى البعيد، ويمكن توقع أداء سوق الأسهم عند دراسة تحرك السوق العقاري، والعكس صحيح؛ حيث تُظهر أسواق الأسهم سلوكاً مشابهاً لأسواق العقار في المدى البعيد في هذا الأسواق الألمانية (Gokmenoglu and Hesami, 2019) وسوف نركز في هذا البحث على أثر الأنشطة العقارية في عوائد مؤشرات الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي؛ حيث تُبين الدراسات وجود علاقة وثيقة إيجابية بين معدل النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية وسوق العقارات لذلك يتوقع أن يمثل نمو القطاع العقاري جزءاً من هذا النمو المتزايد.

وفي اتجاه آخر، فإن عوائد مؤشرات الأسواق المالية هي أداة للتعبير عن أداء مجموعة معينة من الأوراق المالية تمثل تحرك السوق أو القطاع المستهدف بشكل عام، والهدف من وجودها هو مساعدة المهتمين بقياس تحرك الأسعار في السوق خلال مدة معينة، ويوجد للمؤشرات الكثير من الاستخدامات؛ مثل استخدام مؤشر السوق لقياس أداء محفظة استثمارية، أو أداء مديري صناديق استثمارية. ومن فوائد المؤشرات المقدرة على تطبيق استراتيجيات التحوط بالشراء في صناديق المؤشرات، ويكون اختيار الأوراق المالية المكونة للمؤشر طبقاً لمنهجية خاصة بكل مؤشر؛ حيث يجري انتقاء الأوراق المالية التي تعبر عن أهداف المؤشر. وفي هذا البحث سوف يجري استخدام مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، وهي كالتالي: مؤشر السوق الرئيسة السعودي (TASI)، ومؤشر أبو ظبي العام (ADI)، ومؤشر سوق دبي المالي (DFMGI)، ومؤشر بورصة قطر (QSI)، ومؤشر السوق الأول الكويتي (BKP)، ومؤشر سوق مسقط (MSX30)، ومؤشر بورصة المنامة (BAX).

تؤثر الأنشطة العقارية، مُمثلةً في أسعار العقارات، إيجابياً في أرباح المصارف في كندا، والذي يعني أداءً مصرفياً أفضل؛ حيث تؤدي زيادة أسعار العقارات إلى زيادة في ثروة العملاء التي ينتج عنها زيادة في الإقراض وارتفاع في استخدام العقارات كضمانات (Killins, 2020)، وسوف نركز في هذا البحث على أثر الأنشطة العقارية في قطاع المصارف بدول مجلس التعاون الخليجي.

لحركة النشاط الاقتصادي الكلي المحلي المتمثلة بعوامل الاقتصاد الكلي أثر في أسواق الأسهم، ومن هذه العوامل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الذي يعد أحد أهم المؤثرات في أسواق الأسهم، إضافة إلى معدل التضخم (أبو النصر، 2016)، وتمثل معدلات الفائدة عاملاً من عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة في الشركات في السوق (Handroyiannis and Papapetrou, 2001).

الدراسات السابقة سيتم إضافة العوامل الأكثر تأثيراً على أسواق الأسهم كعوامل تحكم عند دراسة أثر نمو الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم وقطاع المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي. ويتضح أن الدراسات السابقة ركزت على أسعار العقارات كعامل اقتصادي يؤثر في أسواق الأسهم وقطاع المصارف في الأسواق المتقدمة. ويغطي هذا البحث أثر الأنشطة العقارية في الاقتصاد على أسواق الأسهم وقطاع المصارف في الأسواق الخليجية والتي تعد متسارعة النمو في السنوات السابقة.

3. منهجية البحث

3.1. منهجية البحث وطرق جمع البيانات:

وضعت منهجية البحث واستراتيجيتها والطرق المتبعة في جمع بياناتها بناءً على هدفها الرئيس وهو معرفة أثر نمو الأنشطة العقارية في عوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، وهناك عدة عوامل اقتصادية أساسية تؤثر في اتجاهات أسواق الأسهم مثل الناتج المحلي الإجمالي (أبو النصر، 2016)، والتضخم (Hashim and others, 2020)، ومعدل الفائدة (Handroyiannis and Papapetrou, 2001). ولأهمية هذه العوامل جرى تضمينها كمتغيرات ضابطة في البحث، ودراسة أثر نمو الأنشطة العقارية في القطاع المصرفي لأهميته في الأسواق المالية الخليجية، وجرى استبعاد أسعار النفط من عوامل الاقتصاد الكلي بسبب أن النفط ومشتقاته يمثل الدخل الرئيس لدول الخليج، وينتج عنه ارتباطاً مباشراً في الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة خليجية. تعاملت الدراسة مع البيانات على أساس حزمة البيانات المقطعية بناءً على كل سوق، وذلك بوضع ترميز خاص لكل دولة.

لحساب أثر نمو الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم الخليجية نستخدم النموذج الأول، وهو العائد على مؤشرات أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي:

$$GCC\ Stock\ Market\ Indices\ Return = \alpha + \beta_1\ GCC\ Real\ Estate\ Activities + \beta_2\ GCC\ GDP + \beta_3\ Inflation + \beta_4\ Interest\ Rate + \epsilon$$

ولأهمية دراسة أثر نمو الأنشطة العقارية في قطاع المصارف نستخدم النموذج الثاني، وهو العائد على مؤشرات قطاع المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي:

$$GCC\ Banks\ Indices\ Return = \alpha + \beta_1\ GCC\ Real\ Estate\ Activities + \beta_2\ GCC\ GDP + \beta_3\ Inflation + \beta_4\ Interest\ Rate + \epsilon$$

GCC Stock Market Indices Return هي عوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي.

GCC Banks Indices Return هي عوائد مؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج.

GCC Real Estate Activities هي نمو الأنشطة العقارية في دول الخليج.

GDP هو نمو الناتج المحلي الإجمالي لدول الخليج.

Inflation هو نمو معدل التضخم لدول الخليج.

Interest Rate هو نمو معدل الفائدة العام في دول الخليج.

3.2. مجتمع البحث وعينته:

مجتمع البحث هو عوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، وهي كالتالي: مؤشر السوق الرئيسية السعودي (TASI)، مؤشر أبو ظبي العام (ADI)، مؤشر سوق دبي المالي (DFMGI)، مؤشر بورصة قطر (QSI)، مؤشر السوق الأول الكويتي (BKP)، مؤشر سوق مسقط (MSX30)، مؤشر بورصة المنامة (BAX)، وعوائد مؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج كعوامل تابعة. والأنشطة العقارية هي إجمالي إنتاج القطاع العقاري خلال السنة، وتم نشر بيانات الأنشطة العقارية السعودية في الهيئة العامة للإحصاء، وبيانات الأنشطة العقارية الإماراتية في الهيئة الاتحادية للتنافسية والإحصاء، وبيانات الأنشطة العقارية القطرية في جهاز التخطيط والإحصاء القطري، وبيانات الأنشطة العقارية الكويتية في الإدارة المركزية للإحصاء الكويتية، وبيانات الأنشطة العقارية البحرينية في مصرف

أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، وهذا يعني أن عرض النقود يمكن أن يترك أثراً في أسعار الأسهم.

من ناحية أخرى تناولت الدراسات السابقة أثر السياسات التي يتخذها المشرعون على أسواق الأسهم؛ لذلك درّس الباحثون (Hu and others 2018) أثر السياسة النقدية والمالية الصينية في أداء سوق الأوراق المالية، واستخدم الباحثون بيانات ربع سنوية من عام 1996 إلى عام 2015، واستنتجوا أن السياسة المالية الصينية لها علاقة إيجابية مع سوق الأوراق المالية، وبحكم أن السياسة المالية والنقدية للصين ليست مستقلة فإن أثر السياسة النقدية يكون ملحوظاً في السوق. ودرّس (Miralles-Quiros and others 2021) أن أثر التحقق من تقارير الاستدامة يؤثر في أسعار أسهم الشركات في مؤشر Ibx-35 في أسبانيا؛ حيث درّس الباحثون عينة بيانات المؤشر من عام 2011 إلى عام 2019، واستنتج الباحثون أن التحقق من تقارير الاستدامة يؤثر بشكل مباشر في أسعار السوق.

ودرّس أبو النصر (2016) بعض العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي باستخدام بيانات 145 شركة مُدرجة في السوق السعودي للمدة من 2001 وحتى 2015. استنتج الباحث أن للعائد على السهم، ومضاعف الربحية، ومعدل التضخم، ومعدل النمو الاقتصادي الحقيقي، عوامل مؤثرة في أسعار الأسهم في السوق السعودي، بينما ليس لعرض النقود، وسعر الفائدة على الودائع، ونسب المديونية أي تأثير معنوي في أسعار الأسهم.

ودرّس الباحثان الراجحي والمناسي (2017) أثر بعض العوامل المالية والمحاسبية في أسعار الأسهم في السوق السعودي بين العام 2013 والعام 2014 والعوامل التي درسها الباحثان في العينة التي تمثل 90 شركة مُدرجة في سوق الأسهم السعودي هي: نصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة العائد على حقوق المساهمين، ونسبة التداول، ومعدل دوران الأصول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول، وتوصل الباحثون إلى وجود أثر لنصيب السهم من صافي الأرباح، ومعدل دوران الأصول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات في أسعار الأسهم، ولكن لا يوجد أثر لنسبة التداول في أسعار الأسهم في السوق السعودي.

درّس الباحثون (Majeed and others 2021) تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج المحلي الإجمالي والتضخم وسعر الصرف وحجم البنك وتعليم الرؤساء التنفيذيين في ربحية البنوك الصينية والباكستانية المُدرجة في البورصات الباكستانية والصينية باستخدام بيانات من 2009 إلى 2018، وخلص الباحثون إلى أن لعوامل الاقتصاد الكلي المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي والتضخم وسعر الصرف بالإضافة إلى عوامل تعليم الرئيس التنفيذي أثر قوي في ربحية وكفاءة المصارف المُدرجة في البورصات الباكستانية والصينية.

ودرّس الباحثون (Bahadur and Neupane 2006) العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من العام 1988 إلى العام 2005 لدولة نيبال، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة المدى لمتغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات سوق الأوراق المالية، واستنتج الباحثون أن سوق الأوراق المالية يؤدي دوراً أساسياً في تحديد درجة النمو الاقتصادي في البلد والعكس صحيح. بالإضافة لذلك درّس الباحث (Masoud 2013) العلاقة بين أداء سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان، والمملكة المتحدة، وفرنسا، وألمانيا، وسويسرا، وكندا، وأستراليا، واستنتج الباحث أن اكتساب الأسواق المالية مكانة اقتصادية خلال التسعينيات الميلادية كان بسبب عدة عوامل، منها سرعة الوصول للبيانات المالية المتعلقة بالشركات المُدرجة في السوق، وزيادة إسهام القطاع الخاص في الأنشطة الاقتصادية المتنوعة، واستفادة الأسواق المالية من التقدم التكنولوجي حول العالم مثل سرعة أجهزة الاتصال، وهذه النتائج تشير إلى أن للأسواق المالية علاقة مهمة للغاية في تطور ونمو الاقتصاديات حول العالم.

في الختام، غطى الباحثون في الدراسات السابقة أثر عوامل الاقتصاد الكلي على أداء السوق المالية ودرجة النمو الاقتصادي، وبسبب الأهمية المثبتة في

جدول رقم (2): Summary Statistics

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.	Maximum	Minimum
GCC Indices	77	0.0295	0.1955	1.0769	-0.2493
Banks Indices	77	0.0294	0.2643	1.0769	-0.9111
Real Estates Activities	77	0.0424	0.1054	0.3995	-0.3290
GDP	77	0.0284	0.1290	0.3409	-0.3509
Inflation	77	-0.2379	2.5791	15.9889	-7.8928
Interest Rate	77	0.4209	1.3931	5.4000	-0.8301

ملاحظة: GCC Indices هي عوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، Banks Indices هي عوائد مؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج، Real Estate Activities هي نمو الأنشطة العقارية في دول الخليج، GDP هو نمو الناتج المحلي الإجمالي لدول الخليج، Inflation هو نمو معدل التضخم لدول الخليج، Interest Rate هو نمو معدل الفائدة العام في دول الخليج.

تشير النتائج في الجدول رقم (2) إلى الآتي:

بلغ متوسط العوائد على مؤشرات الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي 2.95%، ومتوسط العائد على قطاع المصارف في دول الخليج هو 2.94%، وبلغ متوسط نمو الأنشطة العقارية في دول الخليج خلال المدة 4.2%، وكان متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي في دول الخليج، ومتوسط نمو معدل التضخم هو 2.3%، وكان متوسط نمو معدل الفائدة هو 4.2%. بلغ الحد الأقصى لعوائد مؤشرات الأسواق الخليجية خلال المدة 107% وبلغ الحد الأدنى -2.4%، وبلغ الحد الأقصى لعوائد مؤشرات قطاع المصارف الخليجية 107% والحد الأدنى -2.4%. وكان الحد الأقصى لنمو الأنشطة العقارية الخليجية 3.9% وكان أقل حد -3.2%، وقدر أقصى معدل نمو للناتج المحلي الإجمالي 3.4%، وقدر أدنى حد -3.5%، وأقصى معدل نمو للتضخم كان 1598% وأدنى معدل تضخم هو -789%، وكان أقصى معدل نمو فائدة هو 540% وأقل معدل نمو فائدة هو -83%.

4.2. تحليل الارتباط بين المتغيرات (Correlation Coefficient) (Analysis):

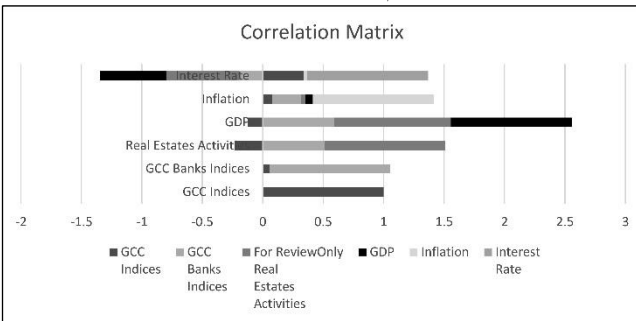
نستعرض نتائج تحليل الارتباط في الجدول رقم (3) الذي يبين درجة الارتباط بين المتغيرات المعتمدة في نموذج اختبار العلاقة بين متغيرات البحث:

الجدول رقم (3): Correlation Matrix

Correlation Matrix	GCC Indices	GCC Banks Indices	Real Estates Activities	GDP	Inflation	Interest Rate
GCC Indices	1					
GCC Banks Indices	0.0552	1				
Real Estates Activities	-0.2341	0.51	1			
GDP	-0.1271	0.5902	0.9659	1		
Inflation	0.0779	0.2386	0.037	0.0611	1	
Interest Rate	0.3417	-0.1979	-0.6024	-0.5468	0.0267	1

ملاحظة: GCC Indices هي مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية، Banks Indices هي مؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج، Real Estate Activities هي نمو الأنشطة العقارية الخليجية، GDP هو نمو الناتج المحلي الإجمالي لدول الخليج، Inflation هو نمو معدل التضخم لدول الخليج، Interest Rate هو نمو معدل الفائدة العام في دول الخليج.

الشكل رقم (1): Correlation Matrix Chart



تشير نتائج تحليل الارتباط في الجدول رقم (3) إلى الآتي: يوجد ارتباط موجب ضعيف بنسبة 5.5% بين أسواق الأسهم وقطاع المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي، وكان لأسواق الأسهم ارتباط سلبى متوسط مع نمو الأنشطة العقارية بنسبة -23%، وارتباط سلبى ضعيف مع نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة -12.7%، العلاقة السلبية لأسواق الأسهم مع القطاع العقاري والناتج المحلي الإجمالي وذلك من خلال تأثير بيانات أسواق الكويت وعمان، ولأسواق الأسهم ارتباط إيجابي ضعيف بنمو معدل التضخم بنسبة 7.7%، وأيضاً علاقة إيجابية متوسطة بنمو نسب الفائدة بنسبة 34%. وكان لقطاع المصارف الخليجية ارتباط إيجابي قوي مع نمو الأنشطة

البحرين المركزي باستثناء بيانات عام 2020 والتي تم استخراجها من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وتم نشر بيانات الأنشطة العقارية العمانية في المركز الوطني للإحصاء والمعلومات العماني. ويكون نمو الأنشطة العقارية بالإضافة إلى عوامل الاقتصاد الكلي المتمثلة في (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، ومعدلات الفائدة) في دول الخليج متغيرات مستقلة؛ حيث جُمعت البيانات للمدة من ديسمبر 2010 إلى ديسمبر 2020 على أساس سنوي من البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، وبلومبيرغ الشرق، و"تداول"، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وبورصة قطر، وبورصة الكويت، وبورصة مسقط، وسوق البحرين للأوراق المالية، وموقع (Trading Economics)، واستخراج بيانات مؤشرات الأسواق الخليجية ومؤشرات قطاع المصارف الخليجي من مواقع متخصصة بنشر البيانات المالية وهما Investing and Almbubasher ويشمل قطاع المصارف الخليجي كل بنك مُدرج في أسواق الأسهم الخليجية.

تم احتساب العوائد على مؤشرات أسواق أسهم دول الخليج العربي عن طريق المعادلة رقم (1) العوائد على مؤشرات قطاعات المصارف في الخليج العربي عن طريق المعادلة رقم (2) كما هو متبع في الدراسات السابقة (Alsubaiei et al.,2020):

$$Index\ Return = \frac{Index\ Closing - Index\ Opening}{Index\ Opening} \quad (1)$$

Index Return = العائد على المؤشر خلال الفترة.

Index Closing = إغلاق المؤشر نهاية الفترة.

Index Opening = افتتاح المؤشر في بداية الفترة.

$$Banking\ Index\ Return = \frac{Index\ Closing - Index\ Opening}{Index\ Opening} \quad (2)$$

Banking Index Return = العائد على مؤشر قطاع المصارف خلال الفترة.

Index Closing = إغلاق مؤشر قطاع المصارف في نهاية الفترة.

Index Opening = افتتاح مؤشر قطاع المصارف في بداية الفترة.

وجرى جمع بيانات U.S. Annualized three months T-Bills (أذونات الخريزة الأمريكية لمدة ثلاثة أشهر على أساس سنوي) من موقع Ycharts، حيث جرى استبدال معدل الفائدة للدولة بمعدل الفائدة السنوي لـ U.S. Three Months T-Bills في حال الدول التي لم تنشر بيانات معدل الفائدة في مواقعها الرسمية أو في موقع البنك الدولي، وكانت الدول كالتالي: المملكة العربية السعودية والامارات العربية المتحدة ومملكة البحرين. تتميز دولة الإمارات العربية المتحدة؛ لكونها الدولة الخليجية الوحيدة التي يوجد بها سوقان لتداول الأسهم، ويتفاوت عدد الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية من سوق إلى آخر كما هو موضح في الجدول رقم (1).

جدول رقم (1): الأسواق الخليجية وحجمها

حجم السوق بالمليار دولار	عدد الشركات المدرجة في عام 2020	رمز المؤشر	السوق	دول مجلس التعاون الخليجي
24.20	203	TASI	تداول	المملكة العربية السعودية
294.8	81	ADI	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	الإمارات العربية المتحدة
165.3	71	DFMGI	سوق دبي المالي	قطر
105.9	48	QSI	بورصة قطر	الكويت
16.4	165	BKP	بورصة الكويت	سلطنة عمان
24.6	120	MSX30	بورصة مسقط	مملكة البحرين
	43	BAX	سوق البحرين للأوراق المالية	

4. نتائج البحث التحليلية

تم استخدام أسلوب التحليل الإحصائي لتوافقه مع مجريات البحث بالإضافة إلى نوع البيانات المستخدمة من عام 2010 إلى نهاية عام 2020.

4.1. التحليل الوصفي (Descriptive Analysis):

نستعرض نتائج التحليل الوصفي في الجدول رقم (2) الذي يشمل المتغيرات المعتمدة في نموذج اختبار العلاقة بين متغيرات البحث.

المستأجرة والعقارات الصناعية والزراعية والعقارات السياحية مثل الفنادق والمنتجعات، ويرتبط نمو الأنشطة العقارية بالاقتصاد ككل مما يؤدي بدوره إلى نمو أسواق الأسهم، ويحدث ذلك بعدة طرق، منها أن التوسع في بناء المدن يضيف مساحات أوسع لشركات التجزئة التي تستهدف فتح منافذ بيع جديدة، وتستفيد المنطقة اقتصادياً عند بناء منازل جديدة؛ حيث سيبدأ السكان الجدد بارتياح المتاجر والخدمات المحلية، وتمثل أعمال القطاع العقاري مصدر دخل أساسي للكثير من الموظفين والمستثمرين؛ إذ يتطلب التوسع في البناء العقاري استخدام أعداد كثيرة من العمالة المهرة؛ مما يجعل من القطاع العقاري محركاً رئيسياً في توليد فرص العمل.

يُشغَل قطاع العقارات أيضاً سلسلة توريد خاصة به، وتشمل شركات الصيانة وشركات مقاولات البناء وشركات توريد مواد البناء التي تتحرك توافقاً مع نمو الأنشطة العقارية من خلال الاستجابة للطلب المتزايد على السلع والخدمات المطلوبة لتطوير وتشغيل وإدارة الممتلكات، وبعضها بشكل إنفاقاً إضافياً عند الانتهاء من تطوير العقارات، مثل شراء التجهيزات اللازمة لتشغيل العقار من أثاث وأجهزة كهربائية في حال العقارات السكنية والتجهيزات المكتبية بالعقارات التجارية، ويجري تفعيل قطاع النقل والمواصلات في أغلب عمليات التطوير العقاري بدأ من استخدام المعدات الثقيلة في عمليات الحفر، مروراً بشركات نقل معدات ومواد البناء، وانتهاءً بشركات نقل الأثاث، وتسهم هذه الدورة المستمرة في التأثير العام بالقطاع العقاري، ويكون لإنشاء البنية التحتية في الأحياء الجديدة دوراً في تنمية الاقتصاد الذي يتطلب إسهام شركات الاتصالات وشركات الكهرباء، وسوف يؤدي توفر البيانات عن الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي إلى إضافة معلومات للمهتمين بالأسواق المالية من محللين وباحثين ومستثمرين تسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية والبحثية بشكل أفضل من الاعتماد على أسعار العقارات كعامل وحيد يمثل القطاع العقاري، والسبب يعود لأهمية تأثير الأنشطة العقارية على الفترات اللاحقة. وبعد معرفة أن نمو الأنشطة العقارية أثر على أسواق الأسهم من المحتمل أن يكون لنمو أنشطة القطاعات الاقتصادية الأخرى تأثير في أسواق الأسهم مثل الأنشطة الصناعية، والنقل، والسياحة، والصحة، وهذا يجذب الاهتمام إلى دراسة أثر التبادلات التجارية بين دول الخليج العربي في أسواق الأسهم الخليجية، فضلاً عن دراسة أثر الأنشطة الاقتصادية في مجموعات الدول مثل الاتحاد الأوروبي وتطبيقها على دول الخليج العربي.

وجود علاقة موجبة بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو الناتج المحلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، وهذا يشير إلى أن نمو الناتج المحلي يسهم في التفسير والتنبؤ لأسواق الأسهم في دول الخليج.

وجود علاقة إيجابية بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو معدل التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، وهذا يشير إلى أن نمو معدل التضخم في يسهم في التفسير والتنبؤ لأسواق الأسهم في دول الخليج، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة أبو النصر (2016).

وجود علاقة سلبية بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو نسبة الفائدة في دول مجلس التعاون الخليجي، ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية.

جدول رقم (5): نتائج الانحدار الخطي المتعدد (عوائد مؤشر قطاع المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي)

VARIABLES	(1) Banks Index	(2) Banks Index	(3) Banks Index
Real Estates Activities	0.151** (0.057)	0.113* (0.057)	0.107** (0.042)
GCC Indices	-1.010*** (0.051)	-0.995*** (0.052)	-0.867*** (0.096)
GDP	0.007** (0.002)	0.007** (0.002)	0.012*** (0.002)
Inflation	115.037** (50.046)	115.037** (50.046)	96.033 (50.456)
Interest Rate	-17.640 (350.008)	-17.640 (350.008)	-540.165 (388.571)
Banks Index			0.161* (0.067)
Constant	4,351.792*** (687.128)	2,934.025** (938.991)	1,625.647 (863.188)
Observations	77	77	70
R-squared	0.890	0.903	0.905
Country Fixed Effect	yes	yes	yes

Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

ملاحظة: يوضح هذا الجدول نتائج معاملات الانحدار لمؤشرات دول مجلس التعاون الخليجي، خلال المدة من 2010 إلى 2020 وبين معاملات الانحدار لنمو الأنشطة العقارية في دول الخليج، بالإضافة إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي في دول الخليج، ونمو التضخم في دول الخليج، والأخطاء المعيارية القوية بين قوسين (**، ***) تشير إلى دلالة إحصائية عند مستويات 10% و5% و1% على التوالي.

يظهر في الجدول رقم (5) نتائج التحليل لمعامل التحديد (R-Squared) وقيمته تساوي 0.890، وتعتبر عن نسبة التغيرات التي تحدث في المتغير التابع وهو عوائد مؤشرات قطاع المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي التي جرى

العقارية الخليجية بنسبة 51%، وارتباط إيجابي قوي أيضاً مع نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 59%، وارتباط إيجابي متوسط مع نمو معدل التضخم بنسبة 23.8%، وارتباط سلمي متوسط مع نمو نسب الفائدة بنسبة -19.7%. وكان لنمو الأنشطة العقارية ارتباط إيجابي قوي مع نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 96.5%، وارتباط إيجابي ضعيف أيضاً مع نمو معدل التضخم بنسبة 3.7%، وارتباط سلمي ضعيف مع نمو نسبة الفائدة بـ 6%. ولنمو الناتج المحلي الإجمالي علاقة إيجابية ضعيفة بنمو معدلات التضخم بنسبة 6%، وعلاقة سلبية قوية بنمو نسبة الفائدة بـ 54.6%، وللتضخم علاقة إيجابية ضعيفة بنمو نسبة الفائدة بـ 2.6%.

4.3 تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):

جرى استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر نمو الأنشطة العقارية في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي. ويشير الجدول رقم (4) إلى نتائج الانحدار المتعدد لنموذج أسواق الأسهم بدول الخليج، ويشير الجدول رقم (5) إلى نتائج الانحدار المتعدد لنموذج قطاع المصارف بدول الخليج.

جدول رقم (4): نتائج الانحدار الخطي المتعدد (عوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي)

VARIABLES	(1) Index	(2) Index	(3) Index
Real Estates Activiities	0.147** (0.045)	0.115** (0.039)	0.052** (0.020)
GDP	0.007** (0.002)	0.007** (0.002)	0.010*** (0.002)
Inflation	114.201** (46.143)	114.201** (46.143)	48.720 (34.992)
Interest Rate	-19.890 (342.292)	-19.890 (342.292)	-41.195 (305.685)
Index			0.435*** (0.108)
Constant	4,401.142*** (566.366)	2,919.783** (954.187)	226.310 (751.195)
Observations	77	77	70
R-squared	0.157	0.255	0.393
Country Fixed Effect	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

ملاحظة: يوضح هذا الجدول نتائج معاملات الانحدار لعوائد مؤشرات دول مجلس التعاون الخليجي خلال المدة من 2010 إلى 2020 وبين معاملات الانحدار لنمو الأنشطة العقارية في دول الخليج، بالإضافة إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي في دول الخليج، ونمو التضخم في دول الخليج، ونمو معدلات الفائدة في هذه الدول، والأخطاء المعيارية القوية بين قوسين (**، ***) تشير إلى دلالة إحصائية عند مستويات 10% و5% و1% على التوالي.

يظهر في الجدول رقم (4) نتائج التحليل لمعامل التحديد (R-Squared) في النموذج الأول وقيمته تساوي 0.157، وتعتبر عن نسبة التغيرات التي تحدث في المتغير التابع وهو عوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي التي جرى تفسيرها من المتغير المستقل وهو نمو الأنشطة العقارية الخليجية، وتساوي قيمة معامل التحديد في النموذج الثاني 0.255 بعد إضافة المتغيرات المستقلة التالية: نمو الناتج المحلي الإجمالي في دول الخليج، ونمو معدل التضخم في دول الخليج، ونمو نسبة الفائدة في دول الخليج، وتساوي قيمة معامل التحديد 0.393 في النموذج الثالث بعد إضافة أثر الفترة السابقة عوائد مؤشرات أسواق الأسهم كمتغير مستقل. وتبين النتائج وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي، ووجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو الناتج المحلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي، ووجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو معدل التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي، ووجود علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو نسبة الفائدة في دول مجلس التعاون الخليجي، وتفسيرها كالتالي:

وجود علاقة موجبة بين عوائد مؤشرات أسواق الأسهم ونمو الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، وتشير إلى أن نمو الأنشطة العقارية يسهم في التفسير والتنبؤ لأسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي. وهذا يتفق مع دراسة (Nguyen 2019) ودراسة (Bui and Gokmenoglu and Hesami 2019)، حيث يسهم نمو الأنشطة العقارية في زيادة تحقيق الشركات المدرجة في سوق الأسهم للأرباح نتيجة ارتباط القطاع العقاري بأنشطة الكثير من الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية، ويكون هذا الارتباط في أنشطة الكثير من الشركات التي تستخدم العقارات في تسهيل تجارتها مثل المكاتب

- يجب إضافة بيانات الأنشطة العقارية كعامل رئيس عند دراسة المؤثرات على قطاع المصارف؛ وذلك بسبب وجود علاقة موجبة قوية حسب نتائج الدراسة مما يساعد في تحسين مستوى معرفة المجتمع البحثي بالعوامل التي تقود القطاع المصرفي.
- يوصى بإدراج عوائد مؤشر القطاعات العقارية كدليل لتقدير عوائد أسواق الأسهم الخليجية المستقبلية.

5.2. اتجاهات البحث المستقبلية:

سوف يؤدي توفر البيانات عن الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي إلى إضافة معلومات للمهتمين بالأسواق المالية من محللين وباحثين ومستثمرين تسهم في تحسين القرارات الاستثمارية بشكل أفضل. وبعد معرفة أن نمو الأنشطة العقارية أثر على أسواق الأسهم، من المحتمل أن يكون لها أثر على نمو أنشطة القطاعات الاقتصادية الأخرى وخصوصاً تأثرها على القطاعات الأساسية مثل المواد الأولية وقطاع البناء والتشييد، فضلاً عن وجود دراسة مرجعية تُبين الفروقات الأساسية بين بعض الدول المتقدمة التي تعتمد على دول الخليج كمصدر لاستيراد النفط ودول الخليج العربي، بالإضافة إلى معرفة وجود أثر لنمو الأنشطة العقارية على قطاع المصارف في دول الخليج العربي يثير الاهتمام حول كونه وجود أثر للأنشطة العقارية على المؤسسات المالية الأخرى من شركات الاستثمار وشركات التأمين كونها قطاعات لها ارتباط مباشر بالتمويل العقاري في دول الخليج العربي.

نبذة عن المؤلفين

أحمد مطلق العزي

قسم المالية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، المملكة العربية السعودية، amanzi01@outlook.com، 00966555807252

أحمد العزي، حاصل على درجة الماجستير في المالية من جامعة الملك فيصل مع مرتبة الشرف، له خبرة سابقة بالعمل كمصرفي سابق في مصرف الإنماء، عمل كمسؤول عن التواصل مع قطاع الشركات والأفراد والبنوك. وعمل كممثل علاقات مصرفية في مجموعة التركي - شركة سماري للنقل البري ومسؤول الشركة في التواصل مع القطاع البنكي في المملكة العربية السعودية. مهتم بدراسة الأسواق المالية والاستثمار. بالإضافة إلى الاهتمام بدراسة المؤثرات على السياسات المالية المتعلقة بآليات توزيع الأرباح والتطورات الدورية في الاقتصاد المحلي والإقليمي والعالمي.

بدر جويعد السبيعي

قسم المالية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، المملكة العربية السعودية، balsubaie@kfu.edu.sa، 00966544949552

الدكتور بدر السبيعي هو أستاذ مساعد بقسم المالية بجامعة الملك فيصل والمدير التنفيذي لصندوق الاستثمار بجامعة الملك فيصل والمشراف على إدارة الاستثمار وتنمية الموارد بالجامعة ذاتها. وعمل أستاذاً في قسم المالية والمحاسبة بكلية الإدارة والاقتصاد بجامعة لافيريه. حصل على درجة الدكتوراه من جامعة لافيريه من المملكة المتحدة في تخصص المالية، ولديه العديد من الأبحاث العلمية المنشورة في المجالات العالمية والمحلية. مهتم بالمجال البحثي في الأسواق المالية والاستثمار ولديه العديد من الأبحاث العلمية عن أسواق الأسهم وصناديق الاستثمار السعودية والعالمية.

المراجع

أبو النصر، صلاح. (2016). العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم في سوق المال السعودي: دراسة قياسية. *المجلة العلمية لكلية الاقتصاد والعلوم السياسية*، 17(3)، 2-28.

الراجحي، فيّ والمناسي، وليد. (2017). دراسة بعض العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المساهمة السعودية. *رواح للبحوث والدراسات*، 17(23)، 103-28. العراقي، بشار أحمد. (2017). أثر تقلبات عرض النقود على أسعار الأسهم: تطوير نموذج لأسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي. *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، 24(3)، 445-74.

عفانة، محمد كمال. (2019). اندماج البنوك السعودية ودوره في تطور القطاع البنكي (دراسة حالة اندماج البنك الأول وساب). *المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال*، 3(7)، 243-57.

تفسيرها من المتغير المستقل وهو نمو الأنشطة العقارية في دول الخليج، وتساوي قيمة معامل التحديد في النموذج الثاني 0.903، بعد إضافة المتغيرات المستقلة التالية: نمو الناتج المحلي الإجمالي في دول الخليج، نمو معدل التضخم في دول الخليج، نمو نسبة الفائدة في دول الخليج. وتساوي قيمة معامل التحديد 0.905 في النموذج الثالث بعد إضافة أثر المدة السابقة عوائد مؤشر قطاع المصارف كمتغير مستقل. وتبين النتائج وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي، ووجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو الناتج المحلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي، ووجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو معدل التضخم، ووجود علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو نسبة الفائدة في دول مجلس التعاون الخليجي. وتفصيلها كالتالي:

- وجود علاقة موجبة بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، وتشير إلى أن نمو الأنشطة العقارية تسهم في التفسير والتنبؤ لقطاع المصارف في دول الخليج، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Killins 2020) ودراسة (Koetter and Poghosyan 2010). وبحكم إسهام الأنشطة العقارية في الاقتصاد، فإن ازدهار الاقتصاد بدوره ينتج عنه أداء أفضل لقطاع المصارف، ولكن هنالك ارتباط مباشر بين الأنشطة العقارية وقطاع المصارف؛ حيث يسهم نمو الأنشطة العقارية في زيادة ثروات عملاء المصارف من أفراد وشركات نتيجة ارتفاع أسعار العقارات التي يمتلكونها، وينتج عن هذا زيادة في استخدام العقارات كضمانات، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة اقتراض العملاء من المصارف وزيادة طلبات تمويل شراء العقارات، كما يؤدي ارتفاع أسعار العقارات المرهونة للمصارف إلى انخفاض في درجة مخاطر القروض؛ أي إن المصارف تحقق نسبة الأرباح نفسها المتفق عليها مع العملاء، ولكن بدرجة مخاطرة أقل، وهذا يعكس إيجاباً على أداء المصارف. ومعرفة وجود أثر لنمو الأنشطة العقارية على قطاع المصارف في دول الخليج العربي يثير الاهتمام حول كون وجود أثر للأنشطة العقارية على المؤسسات المالية الأخرى من شركات الاستثمار وشركات التأمين، وقد يكون هنالك أثر للأنشطة الاقتصادية الأخرى التي لها ارتباط مباشر بقطاع المصارف.
- وجود علاقة سلبية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف وعوائد مؤشرات أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، تشير إلى أن عوائد أسواق الأسهم تسهم في التفسير والتنبؤ بعوائد مؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Samarasinghe and Uylangco 2021)
- وجود علاقة موجبة بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو الناتج المحلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، تشير إلى أن نمو الناتج المحلي الإجمالي يسهم في التفسير والتنبؤ بمؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة أبو النصر (2016) ودراسة (Majeed and others 2021).
- وجود علاقة إيجابية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو معدل التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي، والعلاقة ذات دلالة معنوية، وتشير إلى أن نمو معدل التضخم في يسهم في التفسير والتنبؤ بمؤشرات قطاع المصارف في دول الخليج، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة أبو النصر (2016) ودراسة (Majeed and others 2021).
- وجود علاقة سلبية بين عوائد مؤشرات قطاع المصارف ونمو نسبة الفائدة في دول مجلس التعاون الخليجي، ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية.

5. التوصيات واتجاهات البحث المستقبلية

5.1. التوصيات:

- يجب متابعة الأنشطة العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي بشكل دوري من قبل المحللين الماليين والاقتصاديين والمستثمرين والباحثين وغيرهم من المهتمين بأسواق الأسهم الخليجية واعتمادها كعامل اقتصادي رئيس مؤثر في أسواق الأسهم.
- تجنب الاكتفاء بأسعار العقارات وتداولها كمؤشر اقتصادي للقطاع العقاري.

- Nguyen, M.T. and Bui, T.N. (2019). Stock market, real estate market, and economic growth: An ARDL approach. *Investment Management and Financial Innovation*, 16(4), 290–302.
- Samarasinghe, A. and Katherine, U. (2021). An examination of the effect of stock market liquidity on bank market power. *International Review of Financial Analysis*. 77(n/a), n/a.
- Wang, R. and Lue, R.H. (2021). Real estate prices and bank risk-taking in Japan. *Journal of Asia Pacific Economy*. 26(1), 158–81.
- Yepez, C.A. (2018). Financial intermediation and real estate prices impact on business cycle: A Bayesian analysis. *North American Journal of Economics and Finance*, 45(n/a), 138–60.
- عنانزه، عز الدين نايف. (2017). تقدير التذبذب في عوائد مؤشرات أسواق المال في دول الشرق الأوسط والخليج العربي باستخدام منهجية عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل. *المجلة العربية للإدارة*, 37(4), 46–60.
- مهران، سحر والشهري، رواني حسن. (2017). التنقيب بمراحل تأثير الأزمة المالية في أداء المصارف باستخدام الانحدار اللوجستي: دراسة تحليلية بالتطبيق على قطاع المصارف في مجلس التعاون الخليجي. *المجلة العربية للإدارة*, 37(3), 98–159.
- Abualnasr, S. (2016). Aleawamil almuathirat fi 'asear al'ashum fi suq almal alsaoudii: dirasat qiasiatun 'Factors affecting stock prices in the Saudi stock market: an empirical study'. *Scientific Journal of the Faculty of Economics and Political Science*, 17(3), 2–28. [in Arabic]
- Afana, M.K. (2019). Andimaj albunuk alsaoudiat wadawrih fi tatawur alqitae albankii (dirasat halat andimaj albank al'awal wasabi) 'The merger of Saudi banks and its role in the development of the banking sector (a case study of the merger of Alawwal Bank and SABB)'. *The Global Journal of Economics and Business*, 7(3), 243–57. [in Arabic]
- Al-Iraqi, B.A. (2017). Athar taqalubat eard alnuqud ealaa 'asear al'ashumu: tatwir namudhaj li'aswaq almal bidual majlis altaeawun alkhaliiji 'The impact of money supply fluctuations on stock prices: Developing a model for the Gulf Cooperation Council (GCC) capital markets'. *The Arab Journal of Administrative Sciences*, 24(3), 445–74. [in Arabic]
- Al-Rajhi, F. and Al-Manasi, W. (2017). Dirasat baed aleawamil almuathirat ealaa 'asear al'ashum lilsharikat almusahamat alsaediata 'A study of some factors affecting the stock prices of Saudi joint stock companies'. *Ramah for Research and Studies*, 2017(23), 103–28. [in Arabic]
- Ananzah, E.N. (2017). Taqdir altadhabdhub fi eawayid muashirat 'aswaq almal fi dual alsharq al'awsat walkhalij alearabii biaistikhdam manhajiat eadam thabat altabayun almashrut bialairtibat almutasalsilu' Estimating the fluctuation in the returns of the stock market indices in the countries of the Middle East and the Arabian Gulf using the method of instability of variance conditional by serial correlation'. *Arab Journal of Management*, 37(4), 46–60. [in Arabic]
- Areiqat, A.Y., Al-Trawneh, H.A. and Abdelhadi, T.S. (2012). The impact of the existing relationship between real estate market and stock exchange market on the strategic planning in the Jordanian banks. *Dirasat: Administrative Sciences*, 39(2), 291–306.
- Alsubaiei, B.J., Calice, G. and Vivian, A. (2020). How does mutual fund flow respond to oil market volatility?. *The European Journal of Finance*, N/A(N/A), 1–25.
- Bahadur, S. and Neupane, S. (2006). Stock Market and Economic Development: a Causality Test. *Journal of Nepalese Business Studies*, 3(1), 36–44.
- Gerlach, S. and Peng, W. (2005). Bank lending and property prices in Hong Kong. *Journal of Banking and Finance*, 29(2), 461–81.
- Gokmenoglu K. and Hesami, S. (2019). Real estate prices and stock market in Germany: analysis based on Hedonic price index. *International Journal of Housing Market and Analysis*, 12(4), 687–707.
- Handroyiannis, G. and Papapetrou, E. (2001). Macroeconomic influences on the stock market. *Journal of Economic and Finance*, 25(1), 33–49.
- Hashim, S.L., Komarsamy, L. and Singaveloo, J. (2020). Interest, exchange, and inflation rate and stock price in Asia countries. In: *9th International Economics and Business Management Conference*, Melaka, Malaysia, 2-3/11/2019.
- Hu, L., Han, J. and Zhang, Q. (2018). The impact of monetary and fiscal policy shocks on stock market: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(8), 1856–71.
- Killins, R.N. (2020). Real estate prices and banking performance: evidence from Canada. *Journal of Economics and Finance*. 44(n/a), 78–98.
- Koetter, M. and Poghosyan, T. (2010). Real estate prices and bank stability. *Journal of Banking and Finance*. *Journal of Banking and Finance*, 34(6), 1129–38.
- Mahran, S. and Al-Shehri, R.H. (2017). Altanabuw bimarahl tathir al'azmat almaliat fi 'ada' almasarif biaistikhdam alainhidar alluwjisti: dirasatan tahliliatan bialtatbiq ealaa qitae almasarif fi majlis altaeawun alkhaliiji 'Predicting the stages of the impact of the financial crisis on the performance of banks using logistic regression: an analytical study by applying to the banking sector in the Gulf Cooperation Council'. *The Arab Journal of Management*, 37(3), 159–98. [in Arabic].
- Majeed, M.K., Jun, J.C., Baig, S.A., Mohsin, M., Shafagat, S. and Zia-ur-Rehman M. (2021). The implication of CEO education, macroeconomic factors and banking performance in the context of Pakistan and China. *Elementary Education Online*. 20(5), 1230–45.
- Masoud, N.M. The impact of stock market performance upon economic growth. (2013). *International Journal of Economics and Financial Issues*. 3(4), 788–98.
- Miralles-Quiros, M., Miralles-Quiros, J. and Daza-Izquierdo, J. (2021). The assurance of sustainability report and their impact on stock market prices. *Management Letters*. 21(1), 47–60.