

جامعة النجاح الوطنية

كلية الدراسات العليا

العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم (دول مختارة من الشرق الأوسط)

إعداد

منشد مازن الحمد

إشراف

د. إسلام عبدالجواد

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة السياسة الاقتصادية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين.

2017

العلاقة بين أسعار النفط و أسواق الأسهم (دول مختارة من الشرق الأوسط)

إعداد

منشد مازن شريف الحمد

نوقشت هذه الأطروحة بتاريخ 11 / 09 / 2017، وأجيزت.

أعضاء لجنة المناقشة

التوقيع

- د. اسلام عبدالجواد / مشرفاً ورئيساً
.....
- د. نورالدين أبوالرب / ممتحناً خارجياً
.....
- د. رابح مرار / ممتحناً داخلياً
.....
- د. سامح عطوط / ممتحناً داخلياً
.....

الإهداء

اللهم لك الحمد والشكر كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك لتوفيقني لإنهاء هذه الدرجة العلمية
و إن هذا العمل لم ينجز لولا دعم ذوو الفضل الذين يسروا لي كل سبل التعاون والتفاني لإنجازه
وأهدي هذا العمل:

لأمي الغالية

مهما تغربتني عني فإنك قريبة مني

وأشعر بهذا القرب كلما اقترب من انتهاء العمل

لأبي الغالي

إنك بذلت المال والوقت لإسعادي

لا يسعني إلا أن أكون لك شكورا

لزوجتي الغالية:

كم تعبتي وسهرتي وتحملت عناء البعد عنك

للأبنائي الأعزاء :

إنني افتخر أن أهديكم هذه الرسالة فقد كبرتم بسرعة وعسى أن يكتب الله لكم العمر المديد والسعادة
في حياتكم

لإخوتي و إخواني الأعزاء

مهما كنتم في غربة وبعد عني ولكنني لن أنساكم وسأكون عوناً وسنداً لكم

لأساتذتي الأعزاء

لن أستطيع أن أوفي بحقكم فلكم كل الفضل في إنجاز هذا العمل

الشكر والتقدير

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ

صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴾ سورة النمل الآية 19

اللهم لك الحمد الذي أنت أهله على نعمٍ ما كنت قط لها أهلاً، متى أزدت تقصيراً تزدني تفضلاً
كأنني بالتقصير أستوجب الفضل، اللهم صلِّ وسلِّم وبارك على النبي الأمي، سيِّدنا محمد المختار،
وعلى آله الأطهار، وأصحابه الأخيار، وبعد،،،

بعد إنهاء هذه الرسالة يشرفني ويسعدني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إخراج هذا
العمل إلى حيز الوجود، وأخص بالذكر مشرفي الدكتور إسلام عبدالجواد، لما بذله من جهد وتوجيهات
قيمة، ولما قدمه لي من نصائح وإرشادات في مراحل إعداد هذه الرسالة، فقد كان خير موجه ومعلم،
أمد الله في عمره وأعزه بأسباب الرقي والنجاح.

كما أنني لا أنسى فضل الدكتور رابح مرار الذي أكن له كل احترام وتقدير لما بذله من جهد في
إنجاح هذا العمل ودعمه اللامحدود في سبيل إنجازه فله جزيل الشكر والتقدير، كما أتوجه بشكري
للدكتور شاكر خليل الموجه والمحفز لي دائماً لانجاح هذا العمل فقد كان الأخ والصديق الصدوق
الذي منحني الإلهام والإرشاد اللازم لانجاح هذا العمل، كما أتقدم بشكري لجميع لجنة المناقشة ولكل
طاقم برنامج ماجستير إدارة السياسات الاقتصادية، والصديق الدكتور سامح العطعوط، والأستاذ
الدكتور نور أبوالبرب لما بذلوه من جهد وتعب لحصولنا على مراتب علمية مرموقة.

وأخيراً أسأل الله العليّ القدير أن يجزي الجميع عني خير الجزاء، وأن أكون قد وفقت في إعداد هذه
الرسالة على درجة من الإتيقان والإحسان تيمناً بقول المصطفى صل الله عليه وسلم: (إِنَّ اللَّهَ عَزَّ
وَجَلَّ كَتَبَ الْإِحْسَانَ عَلَى كُلِّ شَيْءٍ).

الإقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل عنوان

العلاقة بين أسعار النفط و أسواق الأسهم

(دول مختارة من الشرق الأوسط)

أقر بأن ما شملت عليه الرسالة هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وأن هذه الرسالة ككل أو جزء منها لم يقدم من قبل لنيل أي درجة أو لقب علمي أو بحثي لدى أي مؤسسة علمية أو بحثية.

Declaration

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degrees or qualifications.

Student's Name:

اسم الطالب: منشد مازن شريف الحمد

Signature:

التوقيع :

Date:

التاريخ: 2017/9/11

قائمة المحتويات

ج	الإهداء.....
و	الشكر والتقدير.....
ز	الإقرار.....
ح	قائمة المحتويات.....
ك	قائمة الجداول.....
س	قائمة الأشكال.....
ع	جدول الملاحق.....
ف	الملخص.....
1	الفصل الأول.....
2	مقدمة الدراسة.....
2	1.1. تمهيد:.....
3	1.2. مشكلة الدراسة.....
6	1.3. هدف الدراسة:.....
7	1.4. أهمية الدراسة:.....
7	1.5. هيكل الدراسة:.....
7	الفصل الثاني.....
8	الإطار النظري والدراسات السابقة.....
8	1-2 الأسواق المالية وأسواق النفط.....
8	سوق الأسهم (البورصة).....
9	2-2 مؤشر السوق:.....
9	3-2 سوق الأسهم السعودي:.....
10	4-2 بورصة الكويت:.....
12	5-2 بورصة قطر:.....
13	6-2 سوق الأسهم الإماراتية:.....
13	1-6-2 سوق أبوظبي للأوراق المالية:.....
13	2-6-2 سوق دبي المالي:.....
14	7-2 بورصة عمان:.....
15	8-2 بورصة فلسطين:.....
20	10-2 البيانات الخاصة بالدول المصدرة للنفط:.....
20	البيانات الخاصة بالدول المستوردة للنفط:.....
23	11-2 الدراسات السابقة:.....
23	1-11-2 أولاً: الدراسات الخاصة بأسواق المال.....
27	2-11-2 ثانياً: الدراسات الخاصة بأسواق النفط.....
35	12-2 فرضيات الدراسة:.....
36	13-2 نموذج الدراسة:.....
39	الفصل الثالث.....
40	منهجية الدراسة.....

40.....	1-3 مجتمع الدراسة وعينتها:
41.....	2-3 أساليب جمع البيانات:
42.....	3-3 المعالجة الإحصائية:
43.....	4-3 السلاسل الزمنية (Time Series):
43.....	1-5-3 استقرار السلاسل الزمنية Stationary in Time Series:
45.....	2-5-3 اختبارات جذر الوحدة Unit Roots tests:
48.....	6-3 اختبار التكامل المشترك Cointegration:
49.....	1-6-3 منهجية إنجل وجرانجر:
52.....	2-6-3 منهجية جوهانسون:
54.....	13-3 التكامل المشترك وميكانيكية تصحيح الخطأ:
55.....	7-3 نموذج تصحيح الخطأ ECM:
55.....	8-3 السببية (Causality):
56.....	1-8-3 اختبار السببية لجرانجر:
58.....	الفصل الرابع
59.....	نتائج الاختبارات
59.....	1-4 معامل الارتباط بين المتغيرات Correlation Coefficient:
62.....	2-4 اختبار استقرار السلاسل الزمنية:
64.....	2-4 اختبارات التكامل المشترك:
67.....	4-4 اختبار الفرضية الثانية:
68.....	5-4 اختبار الفرضية الثالثة:
68.....	6-4 اختبار الفرضية الرابعة:
69.....	7-4 اختبار الفرضية الخامسة:
70.....	8-4 مناقشة النتائج الفرضية الأولى والثانية والثالثة والرابعة والخامسة:
72.....	9-4 نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) Vector Error Correction Model:
74.....	وسنقوم باختبار الفرضيات التالية:
75.....	10-4 اختبار الفرضية السادسة:
84.....	11-4 اختبار الفرضية السابعة:
85.....	12-4 اختبار الفرضية الثامنة:
103.....	13-4 مناقشة نتائج الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة:
104.....	12-4 اختبارات السببية Granger Causality Test:
105.....	13-4 اختبار الفرضية التاسعة:
106.....	14-4 اختبار الفرضية العاشرة:
106.....	15-4 اختبار الفرضية الحادية عشر:
112.....	16-4 مناقشة نتائج الفرضيات التاسعة والعاشرة والحادية عشر:
117.....	الفصل الخامس
117.....	الاستنتاجات والتوصيات
117.....	1-5 الاستنتاجات:
118.....	2-5 التوصيات:
120.....	3-5 آفاق البحث المستقبلية:
120.....	4-5 الصعوبات:

121.....	المصادر والمراجع
128.....	الملاحق
B.....	Abstract

قائمة الجداول

- جدول رقم (1): ملخص الأثر المتوقع لتقلبات أسعار النفط على الأسواق المالية في الدول المصدرة والدول المستوردة للنفط.5
- الجدول رقم (2): بيانات أسواق الأسهم المشمولة في الدراسة لعام 2015.15
- الجدول رقم (3): بيانات أسواق الأسهم المشمولة في الدراسة لعام 2015.17
- الجدول رقم (4): البيانات النفطية الخاصة بالدول المصدرة للنفط.20
- الجدول رقم (5): بيانات النفط الخام والمشتقات النفطية المستوردة للدول المستوردة للنفط.21
- الجدول رقم (6): ملخص الهدف والسؤال البحثي والفرضيات.37
- جدول رقم (7): خطوات اختبار عدد جذر الوحدة.48
- الجدول رقم (8): القيم الحرجة لاختبار فرضية العدم أنه لا يوجد تكامل مشترك.51
- الجدول رقم (9): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2005-2007:60
- الجدول رقم (10): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2008-2011:60
- الجدول رقم (11): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2012-2015.61
- الجدول رقم (12): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2005-2015.61
- جدول رقم (13): نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.62
- جدول رقم (14): نتائج اختبارات ديكي-فولر الموسع لجذر الوحدة للمتغيرات عند الفرق الأول.63
- الجدول رقم (15): نتائج اختبار عدد المتباطئات الأنسب.64
- الجدول رقم (16): اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار النفط أوبك ومؤشرات أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط Johansen Cointegration Test.67
- الجدول رقم (17): نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار النفط أوبك ومؤشرات أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط Johansen Cointegration Test.67
- الجدول رقم (18): نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم بين الدول المصدرة للنفط أوبك Johansen Cointegration Test.68
- الجدول رقم (19): اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار مؤشرات أسواق الأسهم للدول المستوردة للنفط Johansen Cointegration Test.69
- الجدول رقم (20): اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار مؤشرات أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط Johansen Cointegration Test.69
- الجدول رقم (21): نتائج الفرضيات الأولى والثانية والثالثة والرابعة والخامسة.70

- الجدول رقم(22): العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية. 75.....
- الجدول رقم(23): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية. 75.....
- الجدول رقم(24): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية. 76.....
- الجدول رقم(25): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي ومؤشر أسعار النفط أوبك. 77.....
- الجدول رقم(26): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي ومؤشر أسعار النفط أوبك. 77.....
- الجدول رقم(27): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي. 78.....
- الجدول رقم(28): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار النفط أوبك. 78.....
- الجدول رقم(29): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار النفط أوبك. 79.....
- الجدول رقم(30): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار سوق الأسهم السعودي. 79.....
- الجدول رقم(31): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق بورصة الكويت ومؤشر أسعار النفط أوبك. 80.....
- الجدول رقم(32): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق بورصة الكويت ومؤشر أسعار النفط أوبك. 80.....
- الجدول رقم(33): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار بورصة الكويت. 81.....
- الجدول رقم(34): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر ومؤشر أسعار النفط أوبك. 82.....
- الجدول رقم(35): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر ومؤشر أسعار النفط أوبك. 82.....
- الجدول رقم(36): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار بورصة قطر. 83.....
- جدول رقم (37): نتائج الفرضية السادسة. 83.....
- الجدول رقم(38): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط. 86.....
- الجدول رقم(39): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط. 86.....

- الجدول رقم(40): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لسوق أبوظبي للأوراق المالية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.87
- الجدول رقم(41): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.88
- الجدول رقم(42): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.88
- الجدول رقم(43): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لسوق دبي المالي وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.89
- الجدول رقم(44): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.90
- الجدول رقم(45): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.90
- الجدول رقم(46): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لالسوق المالية السعودية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.91
- الجدول رقم(47): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة الكويت وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.92
- الجدول رقم(48): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة الكويت وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.92
- الجدول رقم(49): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لالسوق المالية السعودية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.93
- الجدول رقم(50): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.94
- الجدول رقم(51): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.94
- الجدول رقم(52): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لالسوق المالية السعودية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.95
- الجدول رقم(53): ملخص نتائج الجزء الأول من الفرضية الثامنة.96
- الجدول رقم(54): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان ومؤشر أسعار بورصة فلسطين.97
- الجدول رقم(55): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان ومؤشر أسعار بورصة فلسطين.97
- الجدول رقم(56): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار بورصة عمان و بين مؤشر أسعار سوق فلسطين المالي.98
- الجدول رقم(57): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.99

الجدول رقم(58): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.....	99
الجدول رقم(59): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة عمان وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.....	100
الجدول رقم(60): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار لبورصة فلسطين وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.....	101
الجدول رقم(61): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار لبورصة فلسطين وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.....	101
الجدول رقم(62): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة فلسطين وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.....	102
الجدول رقم(63): ملخص نتائج الجزء الثالث من الفرضية الثامنة.....	102
الجدول رقم (64): نتائج الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة.....	103
الجدول رقم(65): نتائج اختبار السببية بين أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار النفط اوبك.....	105
الجدول رقم(66): نتائج اختبار السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار النفط.....	108
الجدول رقم(67): نتائج اختبار السببية بين أسعار أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط.....	109
الجدول رقم(68): نتائج اختبار السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار النفط.....	111
الجدول رقم (69): نتائج الفرضيات التاسعة والعاشر والحادية عشر.....	112

قائمة الأشكال

- الشكل رقم (1): تدفقات التحويلات من بلدان مجلس التعاون الخليجي إلى بلدان منطقة الشرق الوسط وشمال افريقيا (%)..... 5
- الشكل رقم(2): مقارنة قيمة الأسهم المتداولة في عينة الدول المختارة في الدراسة..... 16
- الشكل رقم(3): مقارنة قيمة الأسهم المتداولة في عينة الدول المختارة في الدراسة..... 18
- الشكل رقم(4): الاحتياطات النفطية لمنظمة أوبك..... 19
- الشكل رقم (5): المقارنة بين أحجام التداول في أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط والصادرات النفطية للعام 2015..... 22
- شكل رقم (6): طبيعة العلاقة بين أسعار النفط والأسواق المالية للدول المصدرة والمستوردة للنفط..... 36
- الشكل رقم(7): اتجاه العلاقة السببية بين أسعار النفط وأوبك وبين أسعار مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط..... 106
- الشكل رقم(8): اتجاه العلاقة السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط..... 109
- الشكل رقم(9): اتجاه العلاقة السببية بين أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط..... 110
- الشكل رقم(10): اتجاه العلاقة السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط ومؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط..... 112
- شكل رقم (11): نتائج طبيعة العلاقة بين أسعار النفط والأسواق المالية للدول المصدرة والمستوردة للنفط..... 115

جدول الملاحق

- ملحق رقم (1): المواقع التي تم الرجوع إليها لجمع المعلومات و البيانات التاريخية الخاصة
بالدراسة: 129
- ملحق رقم (2): نتائج اختبارات السببية 130

العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم (دول مختارة من الشرق الأوسط)

إعداد

منشد مازن الحمد

إشراف

د. إسلام عبدالجواد

الملخص

هذه الدراسة تهدف إلى بحث العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم، بالاعتماد على مؤشرات أسواق النفط ومؤشرات الأسواق المالية محور الدراسة، حيث تم اختبار العلاقة بين أسعار النفط وأسعار أسواق الأوراق المالية، واختبار العلاقة البينية للأسواق المالية للدول المصدرة للنفط، واختبار العلاقة البينية للأسواق المالية للدول المستوردة للنفط، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط والأسواق المالية للدول المستوردة للنفط، وأجريت هذه الاختبارات باستخدام منهجية التكامل المشترك Co-integration، ومتجهات تصحيح الخطأ وبحث العلاقة على المدى القصير وال المدى الطويل بتطبيق نموذج تصحيح الخطأ VECM بالاعتماد على بيانات الإغلاق اليومية لمؤشرات الأسعار خلال فترة الدراسة من (2005/1/2 وحتى 2015/1/31) . من أهم نتائج الدراسة أن أسعار النفط تؤثر على أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط على المدى القصير والطويل، بينما لا توجد علاقة تكامل مشترك بين أسعار النفط وأسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط، بينما تتفاوت نتائج علاقة أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط.

وأوصت الدراسة بأن يتم تعزيز فرص التبادل بين الأسواق في كل من الدول المصدرة والمستوردة للنفط، والبحث عن عائدات أفضل بين أسواق الأسهم بناءً على أسعار النفط، وأما الدول المستوردة فعليها بذل جهد أكبر في توجيه تحويلات المغتربين نحو الاستثمار في أسواقها وعلى القائمين في بورصة فلسطين بذل الجهد الأكبر لجلب عدد من الاستثمارات الخارجية وبالتحديد من الدول المصدرة للنفط لسوق الأسهم الفلسطيني.

الفصل الأول

مقدمة الدراسة

الفصل الأول

مقدمة الدراسة

1.1. تمهيد:

تعتمد اقتصاديات دول الخليج العربي على عائدات النفط لدعم اقتصادها ودعم خططها التنموية، حيث أن النفط يعتبر شريان الحياة لتلك الاقتصاديات، فالدول الخليجية ازدهرت وتطورت تطوراً كبيراً مع اكتشاف النفط واستخدام عوائده لدعم اقتصادها، ولعل من أبرز معالم التقدم والتطور الذي شهدته المنطقة العربية هي إنشاء شركات مساهمة عامة كبرى للاستفادة من العوائد النفطية والفرص الاستثمارية الواعدة في منطقة الشرق الأوسط، وأيضاً تطور قوانين الاستثمار وتفعيل دور الأسواق المالية الذي بدوره عاد بالمنفعة على الكثير من القطاعات الاقتصادية وخصوصاً القطاع المالي والقطاع العقاري وقطاع النقل والمواصلات وقطاع الخدمات.

ومع تقدم تلك الدول وازدهار التجارة الداخلية والخارجية فيها وازدياد حجم الاستثمار بالقطاعات الاقتصادية كافة، بدأت تتبلور لديها فكرة إنشاء أسواق لتداول الأوراق المالية، نظراً لنشأة العديد من الشركات المساهمة العامة، وقد هدفت هذه الأسواق إلى استقطاب الأموال والسيولة الكبيرة المتوفرة لدى المستثمرين، وقد أصبحت دراسة العوامل الأساسية المؤثرة في هذه الأسواق مطلباً أساسياً لكل من الشركات والمستثمرين حتى يتمكنوا من بناء قراراتهم المالية والاستثمارية.

وتؤثر تقلبات أسعار النفط الدائمة عادة في الاقتصاد الكلي سواء للدول المصدرة أو الدول المستوردة، فمن المعتاد أن يصاحب ارتفاع أسعار النفط في الدول المصدرة زيادة تدفق النقد الأجنبي إلى هذه الدول مما يؤدي إلى ارتفاع الدخل فيها، وارتفاع أسعار صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية، مصحوبة بارتفاع معدلات التضخم نتيجة زيادة المعروض النقدي في الدول المصدرة (بوالشعور، 2012)، وتنعكس هذه النتائج إيجابياً على أسواق الأسهم لدى الدول المصدرة عادة، كما يتوقع أن يحدث العكس في حالة انخفاض أسعار النفط، كما أن أسعار النفط قد تؤثر على الأسواق المالية في الدول المستوردة حيث تعتبر الأسعار المرتفعة عبئاً عليها، حيث يمكن أن تذهب العديد من الاستثمارات من الدول المصدرة إلى الدول المستوردة بحثاً عن فرص استثمارية جديدة ولتنويع محافظ

المستثمرين، وهذا يشكل تحدي للدول المستوردة لتحسين جاذبية الاستثمارات فيها لاستقطاب تلك الفوائض النقدية من الدول المصدرة.

فأسواق الدول المستوردة للنفط مثل الأردن وفلسطين، قد تتأثر بتقلبات أسعار النفط بعدة طرق، فهي ستتأثر إيجاباً نتيجة لزيادة تحويلات الأموال من العملة الموجودة في الدول الخليجية المصدرة في حالة ارتفاع أسعار النفط، أما في حالة انخفاض أسعار النفط فيمكن أن يستفيد القطاع الصناعي وقطاع النقل والمواصلات في هذه الدول من انخفاض تكلفة مدخلات الإنتاج الناتج عن انخفاض أسعار النفط، والذي قد يؤثر إيجاباً أيضاً في حركة أسواق المال في هذه الدول (قندح، 2014).

لذلك يعتبر فهم العلاقة بين أسعار النفط وأداء أسواق المال أساساً تبنى عليه العديد من القرارات الاستثمارية والتمويلية، حيث أنه مع توجه معظم الدول الخليجية نحو تحرير الأسواق وتفعيل دور القطاع الخاص في التنمية، أصبح الاستثمار بالأسواق المالية مجالاً مهماً لتوظيف الأموال كما أصبحت هذه الأسواق محفزاً أساسياً للحصول على التمويل من خلال إصدار الأسهم لذا أصبح من المهم فهم هذه العلاقة بشكل قياسي.

تهدف هذه الدراسة لاختبار أثر تقلبات أسعار النفط على أسعار الأسهم في الدول المصدرة والدول المستوردة، حيث تم اختيار كل من المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة ودولة الكويت ودولة قطر كدول مصدرة، أما الدول المستوردة المختارة فشملت كل من المملكة الأردنية الهاشمية ودولة فلسطين المحتلة.

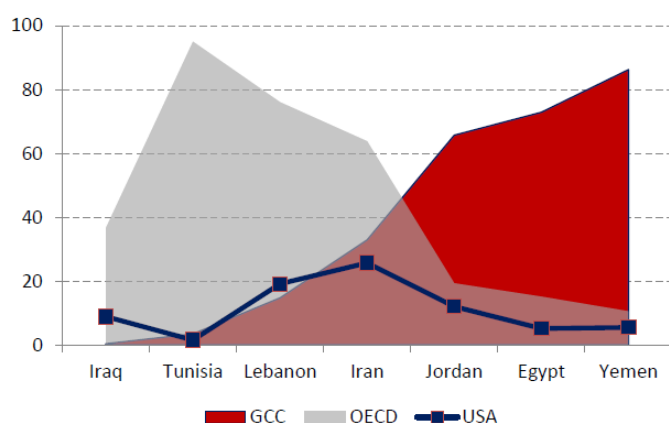
1.2. مشكلة الدراسة

ستختبر هذه الدراسة العلاقة بين أسعار النفط العالمية (خام برنت) وبين أسواق الأسهم في دول مختارة من الشرق الأوسط، وحيث أن هناك دول شرق أوسطية منتجة ومصدرة للنفط ودول غير منتجة ومستوردة للنفط فإن طبيعة العلاقة يمكن أن تكون مختلفة بين هذه الدول، فارتفاع النفط يفترض أن يكون تأثيره إيجابي على أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، أما الدول المستوردة فيمكن أن يكون تأثيره فيها سالباً بسبب ارتفاع التكلفة، ويمكن أن يكون تأثيره إيجابياً بسبب اعتماد هذه الدول على تحويلات العملة من الدول المصدرة للنفط إضافة لاستقبال أسواق هذه الدول للمستثمرين من الدول المصدرة والذين سترتفع استثماراتهم عند ارتفاع أسعار النفط، يضاف إلى ذلك

ضعف القطاعات الإنتاجية المعتمدة على استهلاك النفط في الدول المستوردة ما ستقلل من الأثر السالب لارتفاع التكلفة.

ففي حالة ارتفاع أسعار النفط استقادت دول الخليج من إنشاء صناديق سيادية تهدف لإستثمار الفوائض المالية الناتجة عن العائدات النفطية (الدوسري، 2016) وبطبيعة الحال فإن هذه الصناديق تستثمر أموالها في قطاعات اقتصادية عديدة من أبرزها القطاعات المالية حيث أن أسواق الأسهم هي جزء من القطاع المالي فتأثير ارتفاع أسعار النفط سيكون إيجابي على الأسواق المالية الخليجية (الإمارات اليوم، 2016)، أما في حالة انخفاض أسعار النفط فإن مؤشرات البورصات الخليجية تراجعت بشكل كبير نتيجة تأثر الإيرادات النفطية (البنك الدولي، 2015).

كما تتأثر الدول المستوردة بتقلبات أسعار النفط فعند ارتفاع أسعار النفط فإن هذا يؤدي إلى زيادة أسعار الواردات النفطية ولكن هناك سلبيات وإيجابيات بالنسبة للدول المستوردة في حال ارتفاع أو انخفاض سعر النفط، فعند ارتفاع أسعار النفط فإن الدول المستوردة تتحمل ارتفاع فاتورة النفط المستورد ولكن تدفقات الأموال من الدول المصدرة للدول المستوردة قد تزداد عن طريق زيادة التدفقات النقدية الواردة عبر تحويلات العمالة في الدول الخليجية بالإضافة لزيادة المعونات والمساعدات المقدمة من الدول المصدرة والشكل رقم(1)، يوضح تدفقات التحويلات من بلدان مجلس التعاون الخليجي إلى بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (البنك الدولي، 2015)، بالإضافة إلى أنه في حال انخفاض أسعار النفط فهذا يعني أن هناك زيادة في دخل الأفراد الناتجة عن قلة الإنفاق على النفط، بالإضافة إلى تقليل تكاليف الانتاج للسلع النهائية والتي تؤدي إلى زيادة الربحية والتوسع في الاستثمارات ولكن تأثر البلدان المستوردة للنفط بانخفاض أسعار النفط تتفاوت من دولة إلى أخرى (الصادق، 2015).



المصدر: البنك الدولي.

الشكل رقم (1): تدفقات التحويلات من بلدان مجلس التعاون الخليجي إلى بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا (%)

والجدول رقم (1) يستعرض ملخص الآثار المتوقعة لارتفاع وانخفاض أسعار النفط من خلال مجموعة من المقارنات.

جدول رقم (1): ملخص الأثر المتوقع لتقلبات أسعار النفط على الأسواق المالية في الدول المصدرة والدول المستوردة للنفط.

الدول المتأثرة بتغير أسعار النفط	الأثر المتوقع في حالة ارتفاع أسعار النفط	طبيعة التأثير	الأثر المتوقع في حالة انخفاض أسعار النفط	طبيعة التأثير
الدول المصدرة	إيراد أكبر	إيجابي	إيراد أقل	سلبي
الدول المستوردة	تكلفة الطاقة أكبر	سلبي	تكلفة الطاقة أقل	إيجابي
	تحويلات العمالة أكبر	إيجابي	تحويلات العمالة أقل	سلبي
	جذب استثمارات من الدول المصدرة أكبر	إيجابي	جذب استثمارات من الدول المصدرة أقل	سلبي

بناءً على الجدول السابق فإن علاقة أسعار النفط مع أسواق الدول المصدرة يتوقع أن تكون موجبة أما علاقة أسعار النفط مع أسواق الدول المستوردة فيمكن أن تكون سالبة إذا كان تأثير ارتفاع تكلفة الطاقة أكبر من تأثير ارتفاع التحويلات والاستثمارات، ويمكن ان تكون العلاقة موجبة إذا كان تأثير ارتفاع تكلفة الطاقة أقل من تأثير ارتفاع التحويلات والاستثمارات، وتهدف هذه الدراسة إلى اختبار

طبيعة هذه العلاقات، كما ستختبر هذه الدراسة العلاقات المتبادلة بين مؤشرات الأسواق المالية في الدول المختارة لمعرفة إن كان هناك علاقة بين تغيرات الأسعار في أحد هذه الأسواق والتغيرات في الأسواق الأخرى.

وقد تم اختيار مجموعة من الأسواق المالية لدول الشرق الأوسط للدراسة، وتتكون مجموعة الدول المنتجة والمصدرة للنفط من دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية ودولة قطر ودولة الكويت، بينما الدول المستوردة للنفط هي المملكة الأردنية الهاشمية ودولة فلسطين، نظراً لعدم استقرار الأوضاع السياسية في باقي الدول و بالتالي تأثر أسواقها بعوامل أخرى. بناءً على ما سبق يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية التي يمكن من خلال الإجابة عنها تحقيق هدف الدراسة:

- 1- هل هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط وأسعار الأسهم؟
- 2- ماهي طبيعة وسرعة التعديلات قصيرة الأجل باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل إن وجدت؟
- 3- ماهو اتجاه العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم إن وجدت؟
- 4- هل تختلف الإجابة عن الأسئلة السابقة ما بين أسعار الأسهم للدول المصدرة للنفط وأسعار الأسهم للدول المستوردة للنفط!

1.3. هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى البحث في العلاقة بين عوائد أسعار النفط وعوائد أسواق الأسهم في الأجلين الطويل والقصير، وأيضاً مدى ارتباط هذه الأسواق ببعضها وتتلخص الأهداف كما يلي:

- 1- اختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين عوائد النفط وعوائد أسواق الأوراق المالية لكل دولة من الدول المختارة.
- 2- اختبار طبيعة وسرعة التعديلات قصيرة الأجل باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل.
- 3- اختبار اتجاه العلاقة بين عوائد النفط وعوائد أسواق الأوراق المالية لكل دولة من الدول المختارة.
- 4- اختبار العلاقة البينية بين الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط والأسواق المالية للدول المستوردة للنفط.

1.4. أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من مساهمتها في ترشيد القرار الاستثماري للمستثمرين في الأسواق المالية من خلال فهم العلاقة بين عوائد أسعار النفط وتأثيرها على عوائد الأسواق المالية المختارة من دول الشرق الأوسط سواء المصدرة أو المستوردة للنفط، وقد يؤثر فهم هذه العلاقة على حجم الاستثمارات المالية في الدول المختارة، ويذكر أن أسعار النفط شهدت ارتفاعات كبيرة، تبعثها انخفاضات كبيرة أيضاً خلال السنوات السابقة، كما أن معظم الأسواق المختارة هي أسواق حديثة النشأة تعرضت أيضاً لارتفاعات وانخفاضات بالعوائد خلال نفس الفترة، وهذه الدراسة ستساهم في فهم أفضل لمحددات أسعار الأسهم مما يمكن المستثمرين والمحللين والمهتمين والباحثين من الاستفادة من النتائج لربطها مع واقع الأسواق ومن خلالها يمكن التنبؤ بعوائد الأسواق المالية بشكل أفضل.

1.5. هيكل الدراسة:

تتكون هذه الدراسة من خمسة فصول ففي الفصل الأول مقدمة الدراسة تم تحديد مشكلة الدراسة وأهميتها، وفي الفصل الثاني سيتم استعراض أسواق المال والنفط في عينة الدول المختارة في الدراسة، وبعدها يتم استعراض الدراسات السابقة في الأسواق المالية والنفط والعلاقة بينها، أما الفصل الثالث فيتمحور حول منهجية الدراسة، أما الفصل الرابع فيستعرض النتائج التي توصل إليها الباحث بالإعتماد على الفصول السابقة، أما الفصل الخامس فهو فصل الاستنتاجات والتوصيات.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

2-1 الأسواق المالية وأسواق النفط

تتأثر حركة الأسواق المالية عموماً بمجموعة من المؤثرات الداخلية والخارجية التي تؤثر بدورها على العرض والطلب بشكل إيجابي أو سلبي حسب طبيعة المعلومة، وحيث يعتبر النفط مورداً أساسياً لدول الخليج، يتحكم في اقتصادها ويشكل الجزء الأكبر من موازنة دولها، فإن التغيرات في سوق النفط لا بد أن يكون لها أثر على الأسعار في أسواق رأس المال، وهناك العديد من الدراسات التي أجريت لبحث تأثير تقلبات أسعار النفط على أسواق الأسهم منها دراسة Sadorsky (1999) الذي وجد بأن هناك علاقة بين صدمات أسعار النفط وبين عائدات الأسهم، كما وجد Papapetrou (2001) بأن هناك علاقة ديناميكية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم وأسعار الفائدة والنشاط الاقتصادي الحقيقي والعمالة، أما دراسة (Kilian and Park, 2009) فقد توصلت إلى وجود علاقة بين أسعار الطاقة وعائدات الأسهم الأمريكية (Asmar & Brahmana، 2012).

سوق الأسهم (البورصة)

سوق الأسهم هي المكان أو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائعون والمشترون للأوراق المالية لتبادل هذه الأوراق من خلال نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، حيث يتمكن المستثمرون من بيع وشراء الأسهم والسندات داخل السوق من خلال سمسرة أو وسطاء أو صانعي سوق، وهي سوق تنافسية يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب وتتمتع بسهولة الدخول والخروج من السوق (السعيد ومصباحي، 2015)، حيث يمكن للمتعاملين أن يستغلوا الفرص الممكنة للاستفادة من تقلبات الأسعار.

2-2 مؤشر السوق:

هو مقياس لمستوى الأسعار في السوق في لحظة معينة، ويتكون من متوسط مرجح لأسعار مجموعة من أسهم الشركات المتداولة في السوق، حيث يتم اختيار عينة من الشركات بحيث تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق التي يهدف المؤشر إلى قياسها، وتتعدد المؤشرات في الأسواق فهناك مؤشرات لقياس أسهم الشركات حسب القطاعات الاقتصادية داخل السوق وهناك مؤشرات تقيس حالة السوق بشكل عام، فعندما تكون قيمة الأسهم المرتفعة أكبر من قيمة الأسهم المنخفضة في داخل المؤشر فإن المؤشر يرتفع، وعندما تكون قيمة الأسهم المنخفضة أكبر من قيمة الأسهم المرتفعة داخل المؤشر ينخفض المؤشر، وتتم المقارنة مع مستوى مرجعي للمؤشر خلال فترة سابقة لتقدير مستوى الارتفاع والانخفاض للسوق (خضر، 2004).

2-3 سوق الأسهم السعودي:

في العام 1932 تأسست أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات ، وبعد هذا التاريخ ازداد عدد الشركات المساهمة ومع ازدياد عددها في مطلع الثمانينيات من القرن الماضي، أنشئ سوق غير رسمي لتداول أسهم تلك الشركات، ثم في عام 1984 صدر أمر سامي رقم 8/1230 لتنظيم التداول، وقامت مؤسسة النقد العربي السعودي بمهمة الاشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول، وفي عام 1990م بدأ التعامل بالنظام الآلي المعروف بنظام ESIE ، وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية والتقاص، واستمر العمل به حتى العام 2001م، حيث تم استبداله بنظام "تداول" (هيئة السوق المالية السعودية، 2017) ويعتبر مؤشر تداول (TASI) هو المؤشر العام السعودي وهو الوحيد المصرح له إدراج الأسهم في السعودية حيث يقيس المؤشر العام السعودي أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، وفي 15 يونيو 2015 تم فتح السوق المالية السعودية لأول مرة إلى مؤسسات الإستثمار الأجنبي وحتى الفردي حيث يمكن لأي مستثمر أجنبي يستوفي المتطلبات، التداول والاستثمار في 164 شركة من بين 170 شركة مدرجة في السوق المالية السعودية شرط أن لا تتجاوز حصته الخمسة بالمئة من أسهم الشركة (dailyfx، 2017)، وفي نهاية عام 2015 أغلق

المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى 6,911.76 نقطة، وتم تداول 65.99 مليار سهم في العام 2015، وبلغ إجمالي قيمة الأسهم المتداولة 1,660.62 مليار ريال تعادل (442.83 مليار دولار)، كما بلغ إجمالي القيمة السوقية في نهاية عام 2015 (1,579.06 مليار ريال سعودي) وتساوي 4214.10 مليار دولار أمريكي، وبلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام 2015 نحو 30.44 مليون صفقة (تداول، 2015).

2-4 بورصة الكويت:

تم تأسيس بنك الكويت الوطني في العام 1952م كأول شركة مساهمة كويتية، وفي العام 1954م تم انشاء شركة السينما الكويتية، وبعدها ازداد عدد الشركات المساهمة العامة، ثم صدر القانون التجاري رقم (15) في عام 1960م حيث لعب دوراً أساسياً في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها، خلال عام 1962م صدر قانون رقم (37) المهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج، وخلال عام 1970م صدر القانون رقم (32) وهو يعتبر أول خطوة هامة نحو تنظيم تجارة الأسهم الكويتية، وبموجبه تشكلت لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية للاحتفاظ بالفوائد الاقتصادية للبلاد، وإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها، وفي العام 1972م تم إنشاء شعبة مستقلة للأوراق المالية في مدينة الكويت. وفي العام 1976م صدر أول قرار وزاري رقم (61) لتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية حيث تم بموجبه تشكيل أول لجنة للأوراق المالية، وكان التداول يتم في تلك الأثناء عن طريق المفاوضات المباشرة على السعر بين كل من البائع والمشتري، وفي العام 1977م تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في الكويت حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية، وتم تأسيس العديد من الشركات الكويتية المساهمة العامة والمقفلة والخليجية خلال الأعوام 1977م حتى 1982م، ونتيجة لتحسن وضع السيولة في البلاد تميز عام 1981م بأداء عال للأسهم الكويتية، مما أوجد المناخ المناسب للاستثمار في الأوراق المالية، حيث شهد الربع الأخير من عام 1981م ارتفاعاً كبيراً في قيمة الأسهم وحجم التداول في كل من البورصة وسوق المناخ، واحتل سوق الأوراق

المالية في الكويت المركز الثامن في الترتيب العالمي، من حيث حجم التداول، كما تعدى التداول فيها في بعض الأسابيع حجم التداول في بورصة لندن للأوراق المالية.

وفي العام 1982م مرت الكويت في أصعب مشكلة اقتصادية واجهتها، وهي أزمة سوق الأسهم المعروفة بأزمة سوق المناخ خلال العام 1982م حيث هبطت بشكل حاد أحجام التداول وإنهارت أسعار الأسهم، كنتيجة لاستخدام شيكات البيع الآجل، كمصدر رئيسي للائتمان غير المصرفي، ونظاماً قائماً بذاته للتمويل داخل السوق والتداول غير الرسمي لأسهم الشركات الكويتية المقفلة والشركات الخليجية في سوق المناخ، وكان لهذه العوامل أثر سلبي على الاقتصاد الكويتي، ومستوى النشاط الاستثماري المحلي (عبد الرحيم وجمعة، 1989)، ونتيجة لذلك أصدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة في 14/8/1983م بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد، وفي 29 سبتمبر 1984م تم افتتاح المبنى الجديد لسوق الكويت للأوراق المالية، وتم الإعلان عن الإجراءات الجديدة لتنظيم وضبط التعامل في السوق.

ونتيجة للغزو العراقي للكويت في أغسطس 1990م توقف التعامل في السوق لفترة 28 شهراً مما أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة من 54 إلى 28 شركة، ثم وقعت سوق الكويت للأوراق المالية في ديسمبر 1996م اتفاقية إدراج متبادل مع كل من سوق البحرين وسلطنة عُمان، وتعتبر هذه الاتفاقية أولى الخطوات نحو إنشاء سوق اسهم موحدة في الخليج، كما تتمتع سوق الكويت للأوراق المالية في الوقت الراهن بشخصية قضائية مستقلة وذلك بهدف تسهيل وظائفها وأدائها (GulfBase، 2017)، بموجب قرار من قبل مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 بتاريخ 2013/20/11 وبقانون هيئة أسواق المال رقم 2010/7، تأسست شركة بورصة الكويت.

وفي شهر أبريل من العام 2014 تأسست شركة بورصة الكويت كشركة خاصة من أجل استلام وإدارة سوق المال الكويتي ونقل عملياته تدريجياً بشكل شفاف وفعال وسهل الوصول اليه، وحصلت شركة بورصة الكويت على الترخيص الرسمي في أكتوبر 2016، وتركز استراتيجية شركة بورصة الكويت على تطوير أدوات الاستثمار، وإعادة تنظيم السوق المالي لخلق سوق تنافسي بالإضافة إلى العمل على زيادة السيولة وتوسعة قاعدة المستثمرين، في نهاية العام 2015 أغلق مؤشر بورصة

الكويت عند (5,615.12) نقطة، فيما بلغ مجموع الأسهم المتداولة (43,193,179,400) سهماً بقيمة اجمالية (4,009,809,774) دينار كويتي، حيث شملت التعاملات 203 شركات وبلغت قيمتها السوقية مع نهاية العام 2015 بالدينار الكويتي (26,645,959,849.405) (بورصة الكويت، 2017).

2-5 بورصة قطر:

في العام 1995م تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية، وفي العام 1997م بدأت عملها بشكل رسمي، وفي العام 1998 تم ادخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق، وفي العام 1999 تم السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراه في اليوم التالي ليوم الشراء (T+1)، وتم تنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الإنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج سنة 2000، وفي سبتمبر 2005 صدر القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي يقضي بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية وتم دمج السوقين العادي وغير العادي سنة 2006، وانضمت في العام 2007 بورصة قطر إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات، وفي يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة والتي تعتبر الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة، وتقوم البورصة بتنفيذ وتطبيق الأنظمة والقوانين الخاصة بالأوراق المالية (بورصة قطر، 2017)، وفي نهاية العام 2015 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر 43 شركة بقيمة سوقية بلغت (533,176,101,208.49) ريال قطري، كما بلغ عدد الأسهم المتداولة (2,302,409,707) سهم من خلال (1,190,807) صفقة فيما بلغت قيمة التداولات (93,720,054,490.08) ريال قطري، وأغلق المؤشر العام لبورصة قطر عند 10,429.36 نقطة (هيئة قطر للأسواق المالية، 2015).

2-6 سوق الأسهم الإماراتية:

يتم تداول الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة من خلال سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي.

2-6-1 سوق أبوظبي للأوراق المالية:

بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية في نوفمبر 2000، وبموجب هذا القانون أصبح السوق كياناً يتمتع بالاستقلال المالي والإداري وهي الجهة المسؤولة عن تنفيذ كافة الأعمال المختصة بنشاط الأسواق المالية، ويمنح القانون الحق لسوق أبوظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارة أبوظبي، وتسهيلاً للمستثمرين والمتداولين للحصول على أرقى الخدمات تم فتح أفرع لسوق أبوظبي للأوراق المالية في خمس مواقع وهي العين والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة ومدينة زايد، وفي نهاية العام 2015 أغلق مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية عند مستوى 4528.93 نقطة، فيما بلغ عدد الشركات المتداولة في السوق 71 شركة حيث بلغ عدد الأسهم (90,467,636,411) سهم، وبلغ مجموع الصفقات 436,363 صفقة تم فيها تداول (25,263,241,806) سهم بقيمة اجمالية بلغت (56,622,174,624.54) درهم (سوق أبوظبي للأوراق المالية، 2017).

2-6-2 سوق دبي المالي:

بموجب القرار رقم (14) الصادر عن حكومة دبي لعام 2000 تم تأسيس سوق دبي المالي، وفي آذار من عام 2003 بدأ السوق نشاطه، وفي كانون أول من عام 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قيمته 8 مليار درهم مقسمة إلى 8 مليار سهم، وتم طرح 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام وهي تشكل 20% من قيمة رأس المال، وبهذا يصبح أول سوق أوراق مالية يتم طرحه للاكتتاب العام في منطقة الشرق الأوسط، كما يعتبر أول سوق مالي يتوافق مع الشريعة الإسلامية، وفي عام 2007 تم إدراج سهم سوق دبي المالي للتداول في سوق دبي تحت رمز تداول (DFM)، وبلغ مجموع الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

116 شركة وفي نهاية العام 2015 أغلق مؤشر سوق دبي المالي عند 3151 نقطة فيما بلغ مجموع الأسهم المتداولة 98.2 مليار سهم كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة 151.4 مليار درهم وبلغ عدد الصفقات 1.6 مليون صفقة (سوق دبي المالي، 2017).

2-7 بورصة عمان:

تم تأسيس ثلاث شركات مساهمة عامة كبرى في الأردن وهي شركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء والبنك العربي في بداية الثلاثينيات من القرن العشرين، ومع ازدياد شركات المساهمة العامة كان لابد من تأسيس سوق منظم لتداول الأوراق المالية وعليه فإنه في العام 1976 تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) وبدأ التداول الفعلي في سوق عمان المالي في الأول من يناير العام 1978 وبلغ عدد الشركات المساهمة العامة في نفس العام 66 شركة، وفي العام 1997 صدر قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 وبموجبه تم إعادة هيكلة وإصلاح سوق رأس المال الوطني وبموجبه أنشأت ثلاث مؤسسات بدلاً من سوق عمان المالي حيث تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الأردني (هيئة الأوراق المالية الأردنية، 2017).

وفي آذار 1999 تم تأسيس بورصة عمان كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، وفي شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان البديل القانوني لبورصة عمان، وتهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة كافة أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة الأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة، في العام 2015 تم التداول بأسهم 218 شركة بقيمة 905 مليون دينار (بورصة عمان، 2017)، وفي العام 2015 تقدر أحجام التداول بـ (4,822) مليون دولار أمريكي والتي تشكل نسبة 13% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي الأردني.

2-8 بورصة فلسطين:

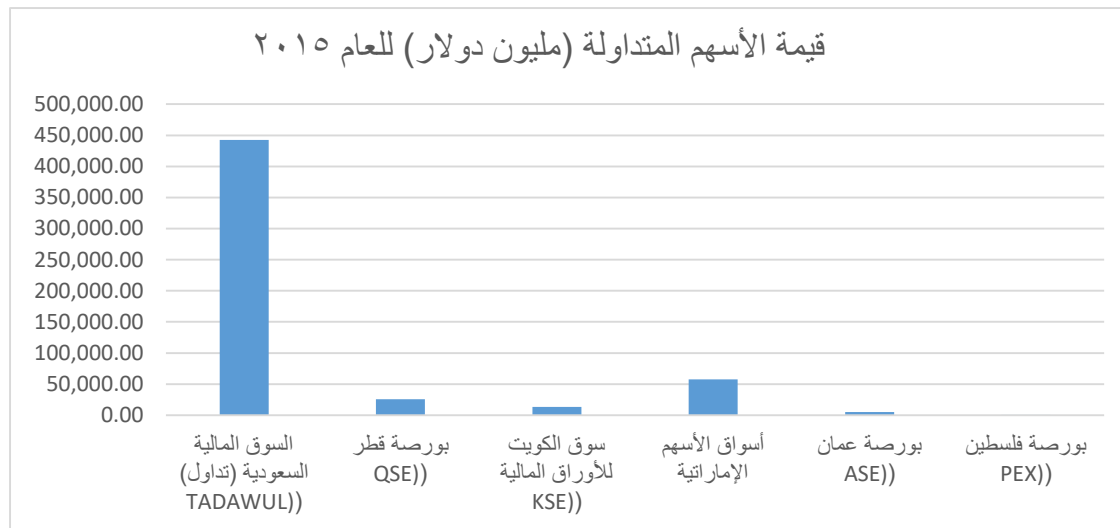
في العام 1995 تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في شباط 1997، وفي مطلع شباط من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية، وفي أيلول 2010 أطلقت السوق هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها، وبلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 49 شركة كما بتاريخ 28/02/2017 بقيمة سوقية تجاوزت 3,556 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات، في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات، وفي نهاية العام 2015 بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية 49 شركة بلغت قيمتها السوقية (3,339,196,379) دولار أمريكي، كما بلغ عدد الأسهم المتداولة (175,229,463) سهم وعدد الصفقات المنفذة خلال العام 2015 بلغ 31014 صفقة (بورصة فلسطين، 2017).

الجدول رقم (2): بيانات أسواق الأسهم المشمولة في الدراسة لعام 2015.

البورصة	الرسملة السوقية مليون دولار	قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	عدد الأسهم
السوق المالية السعودية (تداول) (TADAWUL)	421,082.52	442,832.55	30,444,203
بورصة قطر (QSE)	151,555.10	25,676.73	1,190,807
سوق الكويت للأوراق المالية (KSE)	87,795.58	13,211.89	958,073
سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX)	111,903.00	16,399.00	456,366
سوق دبي المالي (DFM)	83,953.59	41,251.37	1,570,369
بورصة عمان (ASE)	25,366.25	4,819.58	898,982
بورصة فلسطين (PEX)	3,339.20	320.39	31,014
المجموع	884,995.24	544,511.51	35,549,814
محتويات الجدول بالاعتماد على الإحصائيات المذكورة في موقع اتحاد البورصات العربية (www.arab-exchanges.org)			

يشير الجدول رقم (2) أعلاه، بأن قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية تعد الأكبر، تليها دولة الإمارات العربية المتحدة حيث تبلغ قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأسهم الإماراتية

والمشمولة في سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية (57,650.37) مليون دولار، ثم بورصة قطر ثم بورصة الكويت ثم بورصة عمان أما بورصة فلسطين فتعتبر أقلها، والشكل التالي رقم (2)، يوضح الفرق بين قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأسهم في عينة الدول المشمولة في الدراسة.



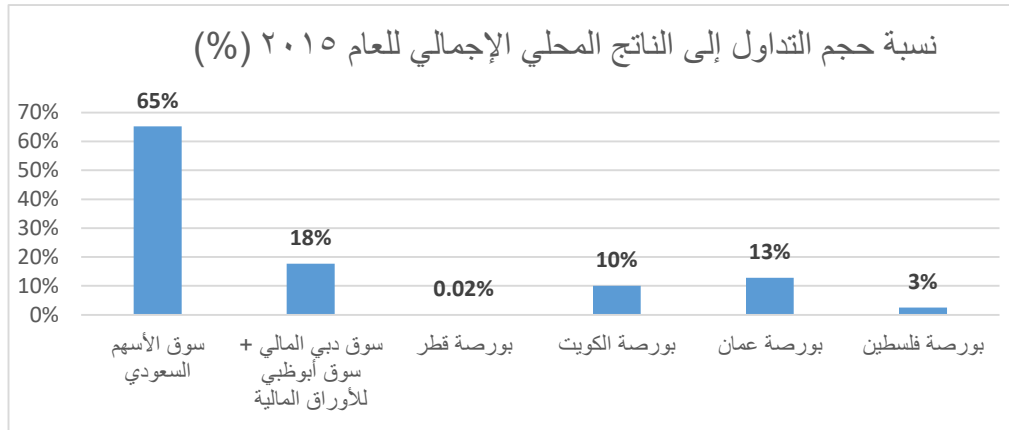
الشكل رقم (2): مقارنة قيمة الأسهم المتداولة في عينة الدول المختارة في الدراسة.

الجدول رقم (3): بيانات أسواق الأسهم المشمولة في الدراسة نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (TV/GDP) للعام 2015 بعملة الدولار الأمريكي لعام 2015.

الدولة	اسم السوق	حجم التداول لكل دولة بالدولار الأمريكي (2015)	الناتج المحلي الإجمالي بالعملة المحلية لكل دولة (2015)	نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
المملكة العربية السعودية	السوق المالية السعودية (تداول) (TADAWUL)	442,773,055,216	678,600,581,371	0.65
دولة الإمارات العربية المتحدة	سوق دبي المالي (DFM) + سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX)	57,008,302,654	322,502,556,468	0.18
دولة قطر	بورصة قطر (QSE)	25,491,427	162,829,144,594	0.0002
دولة الكويت	سوق الكويت للأوراق المالية (KSE)	13,297,368,735	132,826,722,254	0.10
المملكة الأردنية الهاشمية	بورصة عمان (ASE)	4,822,110,748	37,580,667,447	0.13
دولة فلسطين	بورصة فلسطين (PEX)	320,388,231	12,673,000,000	0.03

يعرض الجدول أعلاه رقم (3)، عينة الدول المشمولة بالدراسة والأسواق المالية التي تتبعها وأحجام التداول السنوية حيث أن الأرقام المذكورة في الجدول تعود للعام 2015، بالإضافة للناتج المحلي الإجمالي لكل دولة في العام 2015، وحيث أن دولة الإمارات العربية المتحدة لديها سوقين ماليين هما سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، وعليه تم الرجوع لموقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية لأخذ البيانات الإجمالية للتداول في السوقين وتم الرجوع أيضاً لموقع وزارة الاقتصاد الإماراتية للرجوع إلى بيانات الناتج المحلي الإجمالي لدولة الإمارات، وهذه البيانات تم استخدامها

للحصول على نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة، والتي بموجبها يمكننا الحكم على نشاط الأسواق في هذه الدول وكم تشكل نسبة التداولات من اقتصادها، والمقصود بحجم التداول (Trade Value) هو قيمة الأسهم المتداولة على اختلاف أسعارها خلال فترة زمنية محددة (العاني، 2002).



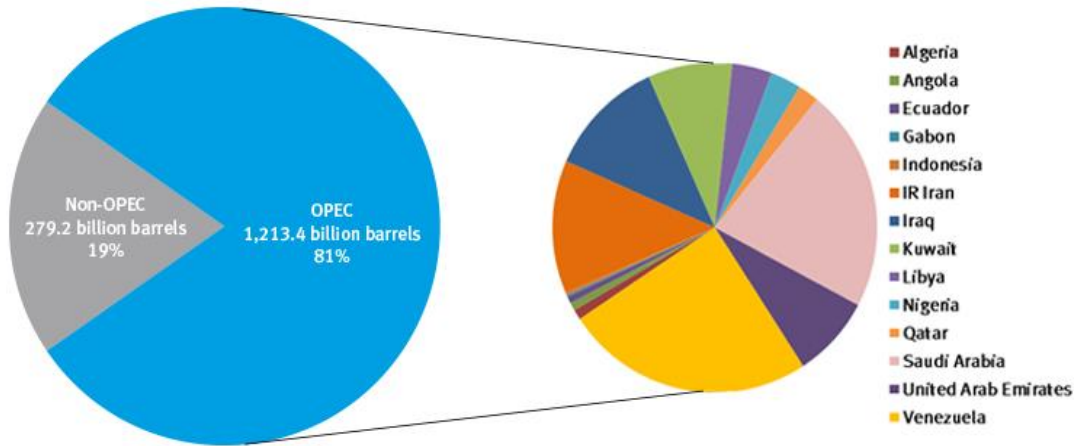
الشكل رقم (3): مقارنة قيمة الأسهم المتداولة في عينة الدول المختارة في الدراسة. من خلال الشكل أعلاه رقم (3)، يمكننا ملاحظة أن سوق الأسهم السعودي أكثر أسواق عينة الدراسة نشاطاً، حيث أن تداولات سوق الأسهم السعودي تشكل 65% من إجمالي الناتج المحلي للمملكة العربية السعودية، وهذا يدل على نشاط السوق السعودي وتأثيره على الاقتصاد السعودي، تليها أسواق الأسهم الإماراتية والتي تشكل تداولاتها 18% من إجمالي الناتج المحلي لدولة الإمارات، أما سوق الكويت للأوراق المالية فتداولتها تشكل 10% من إجمالي الناتج المحلي لدولة الكويت، ولكن بالنظر إلى بورصة قطر فإنها لا تمثل سوى 0.02% من إجمالي الناتج المحلي القطري وهذا المؤشر يدل على أن بورصة قطر ضعيفة جداً في التأثير على الاقتصاد القطري، أما في بورصة عمان فإن تداولتها تشكل 13% من إجمالي الناتج المحلي للمملكة الأردنية الهاشمية، وبورصة فلسطين لا تشكل سوى 3% من إجمالي الناتج المحلي لدولة فلسطين.

2-9 منظمة الدول المصدرة للنفط أوبك "OPEC":

اتفقت خمس دول منتجة للنفط وهي العراق والمملكة العربية السعودية والكويت وفنزويلا وإيران بتاريخ 14 سبتمبر 1960 م على إنشاء منظمة الدول المصدرة للنفط المعروفة باسم أوبك، وانضمت للمنظمة قطر عام 1961، وإندونيسيا وليبيا في عام 1963، والإمارات والجزائر في عام 1967،

ونيجيريا في عام 1971، و حاليا تضم اثنتا عشرة دولة وتنتج منظمة أوبك حوالي 40 بالمئة من ناتج النفط في العالم، وتمتلك أكثر من ثلاثة أرباع النفط الخام من إجمالي الاحتياطيات العالمية (Zycher، 2017)، ومن أهم أهداف المنظمة تنسيق الجهود بين أفرادها في تحديد السياسات البترولية وضمان حماية مصالح الأعضاء سواء بصورة منفردة أو جماعية، والتحكم في استقرار الأسعار ومستواها في أسواق النفط الدولية، وتم تعديل تسعير سلة أوبك في العام 2005 ليضم 11 نوعاً من الخامات النفطية وهي عربي خفيف السعودي وموربان الإماراتي وقطر البحري، والخام الكويتي ، ومزيج صحاري الجزائر وبنف البصرة الخفيف العراقي، والسدره الليبي وبوني خفيف النيجيري وميناس الإندونيسي، والخام الإيراني الثقيل وخام بي سي أف الفنزويلي، ويتم احتسابها على أساس المعدلات الموزونة لأنواع النفط الداخلة فيها حسب نسبتها في الانتاج والصادرات في الأسواق الأساسية للنفط (نعيمه، 2009).

OPEC share of world crude oil reserves, 2015



OPEC proven crude oil reserves , at end 2015 (billion barrels, OPEC share)

Venezuela	300.88	24.8%	Kuwait	101.50	8.4%	Qatar	25.24	2.1%	Indonesia	3.23	0.3%
Saudi Arabia	266.46	22.0%	United Arab Emirates	97.80	8.1%	Algeria	12.20	1.0%	Gabon	2.00	0.2%
IR Iran	158.40	13.1%	Libya	48.36	4.0%	Angola	9.52	0.8%			
Iraq	142.50	11.7%	Nigeria	37.06	3.1%	Ecuador	8.27	0.7%			

Source: OPEC Annual Statistical Bulletin 2016.

الشكل رقم (4): الاحتياطيات النفطية لمنظمة أوبك.

ويوضح الشكل رقم (4) الاحتياطيات النفطية الخاصة بأعضاء منظمة أوبك والتي تقدر بنحو 81% من مجمل الاحتياطي العالمي، ونلقي نظرة على حجم الاحتياطيات في الدول المشمولة بالدراسة فتقدر بـ 41% من احتياطي أوبك، وتشكل السعودية حوالي 22% من الاحتياطي النفطي في منظمة أوبك وتحتل المركز الثاني كأكبر احتياطي في منظمة الأوبك، وتحتل الكويت المرتبة الخامسة بنسبة

8.4% من احتياطي منظمة أوبك، تليها دولة الإمارات بالمركز السادس وبنسبة احتياطي 8.1% من منظمة أوبك، أما دولة قطر فتقع في المركز التاسع بنسبة احتياطي تقدر 2.1%.

2-10 البيانات الخاصة بالدول المصدرة للنفط:

تشير البيانات المذكورة في الجدول أدناه بأن هناك تفاوت في حجم الاحتياطيات النفطية بين عينة الدول المختارة حيث بلغت الاحتياطيات النفطية السعودية حتى نهاية عام 2015 (266,455 مليون برميل)، فيما بلغت الإحتياطيات النفطية لدول الإمارات من نفس العام (97,800 مليون برميل)، بينما دول الكويت فقد بلغت احتياطياتها النفطية (101,500 مليون برميل)، ودولة قطر (25,303 مليون برميل)، كما يعرض الجدول رقم (3)، قيمة الصادرات النفطية و الانتاج اليومي للنفط الخام بالإضافة لحجم صادرات النفط الخام اليومية.

الجدول رقم (4): البيانات النفطية الخاصة بالدول المصدرة للنفط

السعودية	الإمارات	الكويت	قطر	
266,455	97,800	101,500	25,244	احتياطيات النفط الخام المثبتة (مليون برميل)
157,962	52,369	48,782	28,303	قيمة الصادرات النفطية (مليون دولار)
10,192.6	2,988.9	2858.7	656.0	انتاج النفط الخام (1000 برميل يوميا)
7,163.3	2,441.5	1,963.8	490.7	صادرات النفط الخام (1000 برميل يوميا)
تم اعداد هذا الجدول من قبل الباحث و المعلومات المذكورة بالجدول صادرة عن النشرة الإحصائية السنوية التابعة لمنظمة أوبك (http://www.opec.org) وهذه البيانات لعام 2015.				

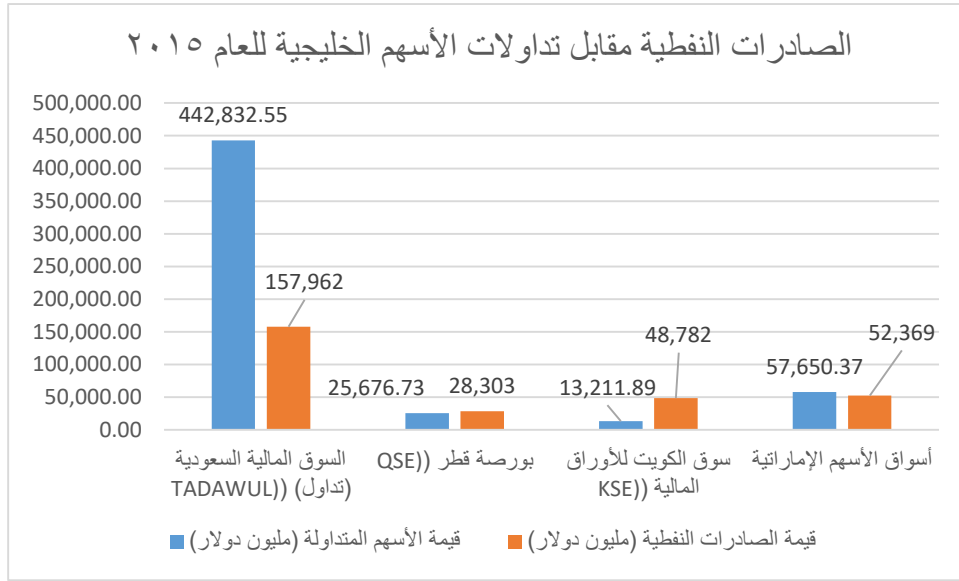
البيانات الخاصة بالدول المستوردة للنفط:

تشير البيانات المذكورة في الجدول رقم (4)، لحجم الواردات من المشتقات النفطية لدول المستوردة للنفط وتم اختيار الأردن وفلسطين كنموذج للدول المستوردة لهذه الدراسة وبنسبة لدولة فلسطين فهي دولة تحت الاحتلال الاسرائيلي ولا تستورد النفط بشكل مباشر وإنما تخضع لاتفاقية أوسلو للسلام

المرحلي في العام 1993 وأيضاً اتفاقية باريس الاقتصادية الموقعة في 29/4/1994 البند (12)، والتي بموجبها تعتبر إسرائيل المورد الرسمي الوحيد لمشتقات البترول إلى الأراضي الفلسطينية. كما تجدر الإشارة بأنه تم اكتشاف حقل بترول في منطقة رنتيس والتي تقع غرب رام الله ولكن تقوم إسرائيل بالإستيلاء على هذا الحقل وتضخ منه 800 برميل يومياً، ويعتبر هذا تعدياً واضحاً على الحقوق الفلسطينية في ذلك البترول وقد بدأت إسرائيل بيع النفط المستخرج من حقل رنتيس الذي أطلق عليه اسم مجد"5" ما بين عامي 2010 و2011، كما يبلغ حجم الاحتياطي النفطي المكتشف من بئر البترول 1.5 مليار برميل و182 مليار قدم مكعب من الغاز، وتبلغ القيمة الإجمالية المقدرة للحقل بأكثر من 155 مليار دولار، ويقع هذا الحقل البترولي معظمه تحت الأرض الفلسطينية المحتلة عام 1967، ولمنطقة رنتيس ومحيطها أهمية طبيعية كبرى، حيث أن مساحة حقل النفط المكتشف في المنطقة يتراوح بين 600 و700 كلم²، معظمها يقع في الأراضي المحتلة عام 1967 (وفا، 2017).

الجدول رقم (5): بيانات النفط الخام والمشتقات النفطية المستوردة للدول المستوردة للنفط

نفط خام	المشتقات النفطية	
الأردن	3221 (ألف طن)	4,176 (ألف طن)
فلسطين	0	975,455 (ألف لتر)
- البيانات الخاصة بالأردن بالاعتماد على وزارة الطاقة والثروة المعدنية الأردنية للعام 2014 - البيانات الخاصة بفلسطين من خلال الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني للعام 2015 - المشتقات النفطية هي (البنزين والديزل وزيت الوقود والكيروسين)		



الشكل رقم (5): المقارنة بين أحجام التداول في أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط والصادرات النفطية للعام 2015.

يوضح الشكل رقم (5) أعلاه: بأن قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي أكبر من قيمة الصادرات النفطية، أما في قطر فإن هناك تقارب بين قيمة الأسهم المتداولة في البورصة القطرية وقيمة الصادرات النفطية، أما في حالة دولة الكويت فإن قيمة الصادرات النفطية أكبر من قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الكويت، وفي دولة الإمارات تم تجميع قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية وإدراجها في الشكل أعلاه تحت اسم أسواق الأسهم الإماراتية فكانت النتيجة بأن قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأسهم الإماراتية أكبر من قيمة الصادرات النفطية.

2-11 الدراسات السابقة:

2-11-1 أولاً: الدراسات الخاصة بأسواق المال

يعرف سوق الأوراق المالية كما ذكر سابقاً هو المكان الذي يتم في التعامل بالأسهم والسندات بيعاً وشراءً، والذي يعتبر قناة رئيسية تجمع بين وحدات الادخار ووحدات الاستثمار، وفيه يتم ربط المشتريين بالبائعين من خلال وسيط أو شركات متخصصة في مجال الوساطة أو صناعة السوق، والأسواق المالية هي أحد الروافد المهمة في قطاع الاستثمار، وتتعدد الاستثمارات محلية أو أجنبية مباشرة أو غير مباشرة وبما يخص قطاع الاستثمار في سوق الأسهم هناك تنوع في سلوك الدول النامية لجذب الاستثمارات الأجنبية، ففي حالة السوق القطرية كسوق ناشئة وحديثة إلا أنها استطاعت ان تثبت تأثيرها في النشاط الاقتصادي القطري، كما أن أسواق الأسهم العربية عموماً استطاعت أن تجذب المستثمرين فازدادت الاستثمارات من 13 مليار دولار في عام 1990 إلى 20 مليار دولار في عام 1993، ولتصل إلى أكثر من 91 مليار دولار في عام 2011، على الرغم بأن الحصة الأكبر من الأموال المستثمرة في الأسواق الدولية أكبر من الأموال المستثمرة في الدول الصناعية بناءً على الدراسات التي قام بها المصرف الدولي والسبب هو أن الأسواق العربية ذات مردود عالي وتنوع أكبر (عمر، 2009).

أما في دراسة عن حال السوق القطري فإنه من أبرز المعوقات التي تحول دون تطورها وعدم قدرتها على جذب المدخرات والاستثمارات الأجنبية، وبالرغم من ارتفاع أسعار النفط والنتائج الإيجابية المحققة من الشركات المدرجة في بورصة قطر إلا أنها واجهت انخفاض في المؤشرات والأسعار وهذا يدل على أن هناك معوقات ومخاطر تواجه بورصة قطر والأسواق المالية العربية من أبرزها عدم قدرة البورصات على استقطاب بعض المدخرات لتحويلها إلى استثمارات مالية (أبوعمشة، 2013). وعند فحص العلاقة بين سوقي عمان والرياض بالاعتماد على تحليل التكامل المشترك وسببية جرانجر ونموذج تصحيح الخطأ لتحليل تكامل السوقين، فكانت النتيجة هي أن هناك ترابطاً بين الأسواق السعودية والأردنية في المدى القصير والطويل، واستنتج أيضاً بأن التحركات المالية المشتركة بين سوقي الرياض وعمان الماليين سببها صدمات ميزان المدفوعات نتيجة لتقاسم الشركاء التجاريين

المشترك وتداخل الاستثمار الأجنبي المباشر بين الدولتين، وتشير الدراسة بأن نظرية العدوى المالية لم تفسر روابط سوق الصرف الأجنبي بين الاقتصاديين، ولكنه لاحظ بأن هناك علاقة قوية بين عوائد الأصول السعودية والأردنية كمؤشر عام، كما يشير الباحث بأن هذه النتائج تطابقت مع دراسة أخرى والتي أشارت بأنه يمكن وصف الصدمات والمؤثرات التي تؤثر في جميع الشركات في كل من الأردن والسعودية في نفس الاتجاه، وفي هذا البحث كانت الصدمات العالمية هي من سبب صدمات لميزان المدفوعات ولروابط سوق الأسهم ولم تؤثر في أسواق الصرف الأجنبي (السواعي، 2009). وبما أن العلاقة بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة هي متغيرة مع الزمن حيث تم اختيار بورصة الكويت وسوق الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة كأسواق ناشئة بالمقارنة مع أسواق الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا كأسواق متقدمة، واستنتج الباحث بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مجموعة أسواق الأسهم في الدول الناشئة وأسواق الأسهم في الدول المتطورة، وبلغ معامل الارتباط في الدول المتطورة (الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا (0.35)، أما معامل الارتباط بين عوائد السوق في الولايات المتحدة والإمارات العربية المتحدة (0.27) أعلى من الارتباط بين الولايات المتحدة الأمريكية والكويت (0.12)، وأيضاً أن العلاقة بين عوائد السوق في المملكة المتحدة والإمارات العربية المتحدة (0.23) أعلى من العلاقة بين عوائد السوق في المملكة المتحدة والكويت (0.12) على التوالي، كما أن الأسواق الناشئة مرتبطة بشكل مرتفع حيث أن بورصة الكويت ترتبط ارتباطاً وثيقاً مع أسواق الأسهم لدولة الإمارات حيث أن معامل الارتباط بلغ (0.38)، وذلك لأن لديها علاقات إقليمية قوية، حيث تشير الدراسة بأن التقلبات في الأسواق الناشئة مثل الكويت والإمارات العربية المتحدة أكبر من الأسواق المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا خلال فترة الدراسة (2005-2009).

ومن النتائج المهمة أن التباينات المشتركة المشروطة تظهر تغيرات كبيرة على مر الزمن بالنسبة لجميع الأسواق، كما أن عائدات السوق اليومية لها دلالة تأثير أن التقلبات ازدادت بشكل أكبر عند الأزمة المالية العالمية في 2008 فالعلاقة بين الأسواق الإقليمية (الكويت والإمارات العربية المتحدة) والأسواق العالمية (الولايات المتحدة الأمريكية & المملكة المتحدة) كان قوياً والارتباط كان مرتفعاً بشكل كبير جداً، وعائدات سوق الأسهم في الإمارات العربية المتحدة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بعائد

الأسواق المتقدمة في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بعائدات بورصة الكويت التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً في الاتجاهين مع عوائد الأسواق الإقليمية في منطقة الخليج، وهذا يدل على أن دول مجلس التعاون الخليجي لها تأثير قوي ومتبادل بشكل أكبر من التأثيرات العالمية.

وحيث أن أسواق الأسهم الناشئة في دول مجلس التعاون الخليجي تخضع للعوامل المشتركة المحلية في منطقة الخليج العربي والتي تؤدي لزيادة العوائد المتوقعة من الاستثمارات الدولية حيث يمكن للمستثمرين الدوليين تنويع محافظهم المالية من خلال زيادة استثماراتهم في الأسواق الخليجية والاستفادة من الفرص الواعدة في منطقة الخليج لتحقيق عائدات أكبر، كما تعتبر أسواق ذات مخاطرة مرتفع ومعدلات عائدات مرتفعة أيضاً، فعلى المستثمر أن يدرك بأن الاستثمار في أسواق مالية مجزأة وذات سيولة منخفضة مثل دول مجلس التعاون الخليجي يمكن أن تشكل عقبات كبيرة أمام الاستثمار وهذه القيود في أي سوق ليس فقط في الأسواق الناشئة (Fayyad & Daly، 2010).

كما أن جميع أسواق الأسهم الخليجية تستقبل التقلبات الناتجة من أسواق النفط عدا سوق الأسهم السعودي، وأن هناك علاقة سلبية بين عائدات سوق النفط وبورصة الكويت بالرغم من أن الكويت هي إحدى الدول المهمة في إنتاج النفط كما أن علاقة عائدات سوق دبي المالي في عائدات الأسواق الخليجية علاقة سلبية ما عدا السوق السعودي فعلاقة عائدات سوق دبي المالي علاقة إيجابية مع عائدات السوق المالية السعودية وأيضاً علاقة عائدات سوق دبي المالي بعائدات سوق النفط إيجابية، وتتأثر سوق الأسهم في البحرين في أنباء السوق الكويتية بشكل مباشر ومضاعف عن الأنباء الواردة من سوق الأسهم السعودية، حيث أن هناك فرصة للمستثمرين البحرينيين بأن يقوموا بالتحوط لاستثماراتهم عن طريق القيام باستثمارات قصيرة الأجل في بورصة الكويت وطويلة الأجل في سوق البحرين المالي.

وبناءً على النموذج المقترح إذا كان المستثمرين في البحرين يقومون باستثمار طول الأجل بمقدار 1000 دولار عليهم التحوط والقيام باستثمار قصير الأجل في بورصة الكويت بمقدار 8 دولار، كما يعتبر سوق الأسهم القطري سوق هام للتحوط بالنسبة للمستثمرين السعوديين وعلى المستثمرين السعوديين القيام باستثمار قصير الأجل بمقدار 31 دولار في بورصة قطر بمقابل استثمار طويل الأجل بمقدار 1000 دولار سوق الأسهم السعودي، ويتأثر سوق دبي المالي بالأنباء السعودية بشكل

غير مباشر وذلك بسبب الأموال السعودية المستثمرة في دبي لأن دبي تعتبر المركز المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

بالإضافة لذلك فإن التقلبات في سوق الأسهم السعودية لها تأثير كبير على المستثمرين في سوق دبي المالي، وهناك فرصة للمستثمرين الكويتيين للتحوط باستثماراتهم عن طريق استثمار قصير الأجل في سوق دبي المالي بمقدار 37 دولار لكل 1000 دولار استثمار طويل الأجل في بورصة الكويت، حيث أن هناك فرصة للمستثمرين الكويتيين لتقليل مخاطر الاستثمار في البورصة من خلال استثمار أموالهم في سوق دبي المالي وسوق البحرين المالي حيث أن القاسم المشترك بين السوقين هو تطور القطاع المالي في السوقين وهذا قد يكون دافع للمستثمرين الكويتيين بنقل محافظهم مابين سوق دبي المالي وسوق البحرين المالي (Alabdulwahab، 2015).

وتم اختبار الترابط بين العائدات في أسواق المال وأسواق النفط وانتقال التقلبات بينها في دول مجلس التعاون الخليجي معتمداً نهج ($VAR-GARCH^1$) خلال الفترة (2005-2010)، وكما يشير الباحث بأن دول الخليج هي دول منتجة ومصدرة للنفط فهي السلعة الأساسية في دول الخليج فمن المهم دراسة ما إذا كان هناك أي تأثير متبادل بين الصدمات والتقلبات بين عوائد أسعار النفط في دول الخليج وبين أسواق الأسهم تلك الدول ومن الممكن الاستفادة من هذه النتائج عن طريق إدارة المحفظة الاستثمارية وتوزيع استثمارات المحفظة بين الأسهم والنفط للاستفادة من تلك التقلبات أو حماية المحفظة من الخسائر نتيجة توقعات عائدات الأسعار سواء كانت من النفط أو من سوق الأسهم في دول الخليج.

ومن أبرز النتائج التي توصل إليها البحث هي أن عائدات أسعار النفط تؤثر بشكل كبير على عائدات أسواق الأسهم في كل من البحرين وعمان وقطر حيث أن الباحث لاحظ بأن تأثير النفط على أسواق الأسهم إيجابياً يكون في سوق الأسهم العماني وبورصة قطر ولكنه يكون سلبياً في بورصة البحرين أي أن الارتباط يكون قوياً بين عوائد أسعار النفط وسوق الأسهم في البحرين ولكنه يتأثر بشكل عكسي، وعموماً فإن النتائج أظهرت بأن تداعيات التقلب الكبيرة تنتقل من سوق النفط إلى أسواق الأسهم، وبأن هناك تأثير لعوائد النفط على أسواق الأسهم في دول الخليج، واستنتج

عملية الانحدار الذاتي المتغاير - The generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH) ¹ -
المشروط

الباحث بأن تقلبات النفط حساسة لتقلبات سوق الأسهم في بلدين فقط هما الكويت والسعودية وذلك عند تحليل الارتباط بين التغيرات في عوائد سوق النفط حيث أن عوائد سوق النفط تتأثر بتقلبات سوق الأسهم في كل من المملكة العربية السعودية ودولة الكويت (Mohamed El Hedi ,Duc Khuong Nguyen & Arouria, Amine Lahiani 2011).

2-11-2 ثانياً: الدراسات الخاصة بأسواق النفط

قدمت العديد من الدراسات في مجال العلاقات بين الأسواق النفطية والأسواق المالية، عند دراسة العلاقة المشروطة والتذبذبات المتفرقة بشكل موسع بين صدمات أسعار النفط ومؤشرات أسواق الأسهم في منطقة الشرق الأوسط، بالاعتماد على البيانات الشهرية ما بين عام 2000 وحتى العام 2015، باستخدام نموذج BEKK-GARCH, DCC-GARCH models، وقسم الباحث دول الشرق الأوسط لمجموعتين هما دول مستوردة للنفط ودول مصدرة للنفط، ومجموعة الدول المستوردة هي (تركيا والأردن ولبنان ومصر) أما الدول المصدرة هي (السعودية والامارات وقطر والبحرين والكويت وعمان)، وباستخدام مؤشر أسعار النفط (خام غرب تكساس الوسيط WTI) مع المتغيرات الزمنية لاحظ بأن هناك دلالة احصائية مهمة بين الصدمات في أسعار النفط وفي أسعار الأسهم في كل من الدول المستوردة والمصدرة بنفس المقدار.

وكان التأثير قويا بين صدمة أسعار النفط وأسواق الأسهم خلال الأزمة المالية العالمية وظهر الارتباط بشكل قوي في فترة الأزمة المالية العالمية عام 2008، حيث أن هناك علاقة ديناميكية قوية وعلى درجة مرتفعة من النقلب المستمر بين أسواق النفط وأسواق الأسهم سواء بالدول المصدرة للنفط أو الدول المستوردة للنفط وبشكل متوازي أو ثنائي الإتجاه بين أسواق الأسهم وأسواق النفط، كما أكدت النتائج بأن هناك تأثير غير مباشر بين مؤشرات الأسهم من دول الشرق الأوسط إلى سوق النفط، وبناءً على نتائج النموذج المستخدم فإن الارتباطات الديناميكية المشروطة (dynamic conditional correlations) بين عائدات النفط الخام وعائدات المؤشر تختلف بشكل كبير مع مرور الوقت ما بين تأثير الصدمات النفطية والأزمة العالمية 2008، حيث كان لها أهمية أكبر من

باقي الصدمات وهذا ما يرجح نظرية عدوى الأسواق التي سادت خلال الأزمة العالمية 2008 بين جميع أسواق عينة الدول المختارة وأسعار النفط.

وهذا الارتباط القوي للعلاقة بين صدمات أسعار النفط وبين مؤشرات الأسواق المالية في بلدان الشرق الأوسط له تأثير سلبي على مكاسب المحافظ الدولية حيث أن تنوع أسهمها أوتوزيعها جغرافيا سيكون له نفس النتيجة وهذا ما يعزز توجه المستثمرين إلى أسواق السلع كأسواق الذهب والمعادن خلال فترة الأزمة وما بين العام 2008 و2009 (Amier, 2016)، و تتميز علاقة أسعار النفط بالأسواق المالية بعدم الاستقرار فلا تبقى ثابتة وإنما في تقلب وتغير مستمر عبر الزمن، حيث تم استخدام البيانات الشهرية من العام 2000 وحتى العام 2014 بالاعتماد على نموذج (GARCH).

ولوحظ بأن العلاقة بين أسواق النفط وأسواق الأسهم مرتبطة ومتغيرة عبر الزمن وتتأثر بمختلف الأحداث السياسية والاقتصادية والجغرافية، وبالنسبة للعلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية في الدول المستوردة للنفط فإن هناك علاقة ديناميكية إيجابية عدا بعض الفترات كانت الارتباط متوسط، أما مؤشرات الأسواق في الدول المصدرة للنفط فالعلاقة بين المؤشرات المالية سلبية كانت خلال الغزو الأمريكي للعراق والأعاصير الأطلسية وأحداث الربيع العربي وبعيداً عن هذه الأحداث فإن علاقة الارتباط بينها كانت إيجابية واستطاع الباحث من خلال النتائج التي توصل إليها بأن يصل للاستنتاج القائل بأنه ليس هناك فرق في العلاقات في المؤشرات المالية في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط، فإذا كانت الدولة مصدرة للنفط أو مستوردة للنفط فإن علاقة الأسواق المالية فيها تكون إيجابية، حيث أن السبب غير مرتبط بأسعار النفط فقط وإنما بعامل المضاربة في الأسواق، والمضاربة هي من أهم العوامل التي تؤدي إلى زيادة الترابط بين الأسواق، وخلال الأزمات تزداد علاقة الارتباط بين الأسواق عن باقي الفترات (Boldanova, Degiannakis & Filis, 2016).

وفي دراسة لعلاقة التقلبات الحادة لأسعار النفط في الأسواق الدولية باستقرار السياسة المالية الجزائرية في ظل أداء صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2000-2010، وكذلك التعرف على التفسيرات والدلائل الاقتصادية لأسباب تقلبات أسعار النفط سنة 2008 واستقرارها عند مستويات مرتفعة والتعرف على إذا ما يمكن التنبؤ بالتغيرات التي ستحدث على أسعار النفط في المدى الطويل،

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أبرزها أن المؤشرات تشير إلى بقاء ارتفاع الأسعار وتقلبات السوق سمة ثابتة في أسواق النفط في المستقبل المنظور، في حين تبقى بعض تقلبات أسعار النفط لا مفر منها بسبب خصائص وتعقيدات سوق النفط، وبالتالي يجب أن تكون للدول المنتجة والمستهلكة على حد سواء مصلحة قوية في تجنب التقلبات الحادة في الأسعار استناداً إلى التغييرات الهامة في تكييف برامج النفقات الاجتماعية والتنموية مع الواقع الجديد الذي يفرضه سوق النفط.

كما وجدت الدراسة أن أسعار النفط وصل عبؤها على الاقتصاد سنة 2007 إلى نفس المستويات التي كانت سائدة خلال الصدمات النفطية خلال السبعينات من حيث تكلفتها المباشرة وغير المباشرة على الاقتصاد الوطني، (سعد الله، 2012)، وعند دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسعار النفط الخام خلال عامي 2007 و2008، فكانت النتيجة بأن سوق النفط كغيره من الأسواق الأخرى ليس بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية العالمية طالما أنها انتقلت مؤخراً إلى القطاع الحقيقي، فالنفط الخام سلعة شأنها شأن السلع الأخرى التي تتأثر بالتطورات التي تحدث في سوقها.

وقد أكدت العديد من المنظمات الدولية وفي مقدمتها منظمة الدول المصدرة للنفط (OPEC) في تقاريرها الشهرية التي تهتم بمراقبة أداء السوق وأسعار وكميات إنتاج النفط والطاقة بصفة عامة، أن من أهم الآثار المباشرة للأزمة المالية العالمية على سوق النفط قد تمثلت في تذبذب الطلب العالمي على النفط الخام نتيجة لتطورات الاقتصاد العالمي، وتوصي الدراسة بأن تتبنى منظمة الأقطار المنتجة للنفط (OPEC) - باعتبارها مصدراً للعرض - وبالتنسّق مع الدول الصناعية الكبرى - باعتبارها مصدراً للطلب - سياسة تضمن التوازن في المدى الطويل، وهو ما يضمن أسعاراً محددة وشبه ثابتة لمستهلكي النفط، بما لا يؤثر على أدائهم الاقتصادي، و يضمن في ذات الوقت أسعاراً محددة وشبه مستقرة تضمن للدول المنتجة إيرادات مالية مستقرة لا تؤثر على تنفيذ برامجها التنموية. كما تبين الدراسة أهمية وضرة تبني نهجاً واضحاً ومحدداً يضمن التوازن بأسعار النفط على المدى الطويل للدول المستهلكة للنفط، ولا يؤثر على أدائها الاقتصادي، ويضمن في ذات الوقت أسعاراً محددة وشبه مستقرة تضمن للدول المنتجة إيرادات مالية مستقرة لا تؤثر على تنفيذ برامجها التنموية (فياض و الزاندي، 2009).

وعند الحديث عن العوامل التي تؤثر على تحديد أسعار النفط، وتداعيات ارتفاع أسعاره، الذي يؤدي إلى عدم الاستقرار في السوق النفطي، فإن هناك مجموعة من العوامل تؤثر في تحديد أسعار النفط فهناك عوامل الاقتصادية وجيوسياسية وبيئية ونفسية وفنية ونقدية بالإضافة إلى عامل الندرة، ولكن العوامل الاقتصادية والتي تعتمد مبدأ العرض والطلب والموازنة بينهما فهي تعتبر من أهم العوامل في تحديد أسعاره حيث أن النفط يعتبر سلعة استراتيجية هامة في النمو الاقتصادي.

وهذه العوامل مجتمعة أو منفردة تؤثر بشكل كبير في تحديد أسعار النفط، أما عن تداعيات أسعار النفط فيمكن الحديث عن أكبر دولة منتجة للنفط وهي المملكة العربية السعودية التي وصل إنتاجها في العام 2004 إلى 9.5 مليون برميل يومياً، مع إمكانية زيادة طاقتها الانتاجية لتصل إلى 11 مليون برميل يومياً لاستيعاب الطلب العالمي على النفط وهذا أثر على موازنة المملكة العربية السعودية لتسجل فائضاً في موازنتها بلغت قيمته 35 مليار دولار تقريباً، حيث بلغت حصتها من العوائد النفطية 115 مليار دولار أمريكي من أصل 247 مليار دولار حققتها الدول العربية الأعضاء في منظمة الأوبك عام 2004.

واستفادت دول الشرق الأوسط عموماً من العوائد المالية الناتجة عن الإيرادات النفطية وحقت جميع دول مجلس التعاون الخليجي فوائض في موازنتها، حيث استفادت هذه الدول من ارتفاع الأسعار من خلال زيادة الانفاق على المشاريع العمرانية والتطويرية والبنى التحتية والشؤون الاجتماعية، حيث أنها استفادت من الارتفاع في أسعار النفط لخدمة الاقتصاديات المحلية والذي ظهر جلياً من خلال الازدهار الذي شهدته الاسواق المالية، ففي ليبيا تم تخصيص نحو 20 مليون دولار لصندوق تقديم القروض الميسرة لليبيين من أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، والسعودية قامت برصد مبلغ 11 مليار ريال سعودي لدعم مشاريع العمل الاجتماعي على مدى خمس سنوات، وإيران عملت على إنشاء مشاريع مشتركة مع الهند من أهمها إنشاء مصاف نفطية في الهند، و بناءً على ماسبق أوصت الدراسة على ان يترك تحديد أسعار النفط لقانون الطلب والعرض، وآلية السوق الحر، والسعي نحو تحقيق نوع من الاستقرار لأسعار النفط عالمياً والتأثير على القيمة الحقيقية لصادراتها، ويتطلب من دول مجلس التعاون ومنظمة الأوبك أن تعمل على تسعير النفط مقابل سلة من العملات و ليس

بالدولار الأمريكي فقط، وهذا يؤهلها تقادي انخفاض قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى (المزيني، 2013).

وتعتبر منطقة الخليج منابع الهامة للنفط فهي تنتج قرابة (40%) من الانتاج العالمي للنفط والغاز كما أنها تحتفظ بنسبة (62%) من الاحتياطي العالمي، ونظرا لسيطرة الولايات المتحدة الأمريكية وهيمنتها الاقتصادية على العديد من الدول ومنها دول الخليج والشرق الأوسط فإن أسعار النفط تؤثر في حجم النشاط الاقتصادي الأمريكي، حيث تمتاز أسواق النفط بالتوازن الدقيق، فالأسعار مرتبطة بالاستهلاك وأي تراجع سريع في الأسعار يؤدي إلى انخفاض في الاستهلاك، وبالتالي فإن الانكماش أو التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي سيؤدي إلى انخفاض طلب الولايات المتحدة على النفط ويضغط على أسعاره العالمية نحو الانخفاض، حيث بلغ النفط المستورد في عام 1999 أكثر من نصف استهلاك النفط في الولايات المتحدة، وبينما يؤدي انخفاض أسعار النفط إلى تقليل الضغوط التضخمية في جميع أنحاء العالم، فإن انخفاض أسعار النفط سيؤثر بمعدلات النمو في البلدان المصدرة له، ويمثل هذا الأمر أهمية كبيرة خاصة لروسيا، إذ تساهم صادرات النفط بحوالي (15%) من إيرادات الحكومة، كما أن قطاع النفط والغاز الطبيعي يمثل من (20%) إلى (30%) من حجم النشاط الاقتصادي المحلي، وهنا يكمن دور الاقتصاد الأمريكي والذي له تأثير العدوى المالية التي تنتقل من سوق إلى آخر من أسواق الأسهم في العالم، حيث تتجه جميع البورصات العالمية إلى محاكاة ما تشهده بورصة نيويورك، باستثناء سوق الأسهم اليابانية.

وعليه فإن حدوث انهيار في بورصة نيويورك سيؤدي إلى موجة من التراجع الكبير في أسعار الأسهم في معظم بورصات العالم، وخاصة البورصات التي تتوافق حركتها مع حركة الأسهم الأمريكية منذ التسعينات، وسيكون التأثير عميقاً وطويل الأمد في أسواق الأسهم في كندا والمملكة المتحدة بشكل خاص، أما باقي بورصات العالم فالمضاعفات ستكون محدودة وقصيرة الأمد نسبياً، على سبيل المثال، كانت قيمة أسواق الأسهم في منطقة اليورو تمثل نسبة من الاقتصاد العالمي أصغر من مساهمة سوق الأسهم الأمريكية أو البريطانية، مع العلم بأن معظم الأسهم في منطقة اليورو تمتلكها شركات لا أفراد، فإنه حتى مع افتراض حدوث هبوط حاد في أسعار الأسهم الأوروبية لن تترتب على

ذلك إلا أثراً محدوداً على الأنفاق بالمقارنة بما سببته على تحرك بورصة نيويورك نحو التصحيح من آثار على المستهلكين في الولايات المتحدة.

وينطبق ذلك أيضاً على اليابان ، ولكن بالنسبة لمعظم بلدان الإقتصاديات الصاعدة، فإن أسواق الأسهم تشكل نصيباً من إجمالي الناتج المحلي أقل بكثير مما هو في الولايات المتحدة، ومن ثم فإنه حتى إذا حدث تصحيح للأسواق في البلدان بفعل تأثير عدوى ما يشهده الاقتصاد الأمريكي فلن يؤدي ذلك بالضرورة إلى أحداث تراجع حاد في الاقتصاد الكلي (البكري، 2011)، أما تقرير صندوق النقد الدولي الصادر في يناير 2015، فأشار بأن أسواق الأسهم شهدت في عدد من البلدان مثل الكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، انخفاضاً حاداً في أواخر عام 2014 نتيجة تزايد المخاوف من مدى تأثير اقتصاداتها بانخفاض أسعار النفط، وخاصة احتمال قيام حكوماتها بخفض نفقاتها استجابة لانخفاض أسعار النفط.

وقد يؤدي انخفاض أسعار الأسهم إلى زيادة الأعباء على الاستهلاك، رغم سهولة التعامل مع آثارها، وتعاني الشركات والبنوك المرتبطة بالطاقة ولديها انكشافات كبيرة على القطاع النفطي من صعوبة أوضاع إعادة التمويل نتيجة للتوقعات السائدة بأن انخفاض أسعار النفط سببته عليه انخفاض إيراداتها وجدارتها الائتمانية، وكذلك تباطأت التدفقات الرأسمالية إلى مجلس التعاون الخليجي رغم اتساقها إلى حد كبير مع الاتجاهات العامة في الأسواق الصاعدة الأخرى، كما العلاقة بين الموارد المالية للدول النفطية وارتفاع أسعار النفط هي علاقة طردية، فدول نفطية مثل الجزائر وليبيا تكون أكثر تأثراً بأسعار النفط، وينخفض تأثير النفط في دول عربية غير المنتجة للنفط مثل سوريا واليمن والسودان ومصر، ولا يوجد تأثير وقد يكون محدود للدول الغير نفطية، حيث تمت دراسة هذا التأثيرات على مجموعة من الدول العربية تقدر ب 17 دولة شملت دول نفطية منتجة للنفط ودول نفطية غير منتجة للنفط ودول غير نفطية استخدم فيها طريقة المربعات الصغرى أو ما يعرف بنموذج الانحدار البسيط OLS، بالاعتماد على البيانات التاريخية من العام 1986 وحتى العام 2008. (حمادي، 2009).

كما أن هناك دول مستفيدة من هبوط أسعار النفط ودول أخرى متضررة وتجدر الإشارة بأن هناك رغبة من السعودية لتخفيض أسعار النفط لإخراج منتجين هامشين قاموا بإغراق السوق النفطية

واستقادوا من ارتفاع أسعار النفط، حيث أن السعودية أصرت على الحفاظ على نفس مستوى حصتها من الانتاج لأنه ليس من العدل أن يطلب من أعضاء منظمة أوبك تخفيض الانتاج وهناك منتجين خارج المنظمة لا يرغبون بتخفيض انتاجهم، بالإضافة إلى الضغط على منتجي النفط الصخري لمنافستهم حيث أن تكلفة الانتاج للنفط الصخري في الولايات المتحدة ما بين 70 و85 دولار ولكن تكلفة انتاج النفط في دول الخليج والسعودية ما عدا العراق تصل لخمسين دولار.

بالإضافة إلى أن هناك عاملين لتأثر البورصات الخليجية بأسعار النفط بالارتفاع أو الانخفاض فالعامل الأول هو ارتباط القطاع الخاص في دول الخليج بالإنفاق الحكومي والعامل الثاني هو ثقل شركات قطاع النفط في المؤشر العام لهذه البورصات حيث أن تراجع أسعار النفط يؤثر بشكل مباشر وسريع في أداء مؤشر الأسهم، ولكن توضح الدراسة بأن دول الخليج لن تكون متضررة عندما يباع برميل النفط 40 دولار لأن تكلفة الانتاج لا تتجاوز 45 دولار (حسين والهاشمي، 2016)، وعلى المستثمرين في دول الخليج العربي أن يقوموا بتنويع محافظهم الاستثمارية عن طريق توجيه بعض استثماراتهم لقطاع النفط وذلك لأن النفط يؤثر على قطاع الأسهم فتنتقل التقلبات من النفط إلى قطاع الأسهم في دول الخليج، فمن اختبارات التكامل المشترك لوحظ بأن هناك علاقة مشتركة وثنائية الاتجاه بين عوائد السوق المالية السعودية وتغير أسعار النفط (Arouri, Lahiani &Nguen, 2011).

وعند القيام بدراسة العلاقة طويلة الأجل بين أسعار النفط وأسواق الأسهم وكانت ذات دلالة إحصائية قوية وتشير إلى الارتباط الشديد بين أسعار الأسهم وأسعار النفط مابين العام 1971 وحتى العام 1980 وأيضاً ما بين العام 1988 وحتى العام 1998، ولكن هذا الارتباط يكون بشكل عكسي، أي أنه في حال ارتفاع النفط تنخفض أسعار الأسهم وفي حال انخفاض أسعار النفط ترتفع أسعار الأسهم، وذلك لأن جميع اقتصاديات الدول تعتمد بشكل أساسي مع النفط في جميع الأنشطة الاقتصادية (Miller &Ratti, 2009)، في الدول المستوردة للنفط تؤثر أسعار النفط بشكل سلبي على أسواق الأسهم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فعند ارتفاع أسعاره تهتز ثقة المستثمرين في سوق الأسهم فتتخفض أسعار الأسهم وهذا تأثير سلبي مباشر لارتفاع أسعار النفط، أما التأثير السلبي الغير مباشر فيكون نتيجة انخفاض الانتاج والذي يؤدي لارتفاع مستويات التضخم، كما يؤثر في

التدفقات النقدية الحقيقية والنشاط الاقتصادي عموماً، وهذا ما يفسر انتقال الصدمات والتذبذبات من أسواق النفط لأسواق الأسهم (Filis, 2010).

وفي نموذج الحالة الجزائرية كدولة منتجة ومصدرة للنفط، فهناك أثر قوي لسعر النفط على الاقتصاد الكلي معبراً عنه بالنواتج المحلي الاجمالي وهذا الأثر على الأجلين القصير والطويل، حيث أنه في حالة مثل الجزائر فإن ارتفاع أسعار النفط تؤدي إلى زيادة الدخل الناتجة من صادرات النفط وبالتالي زيادة التجارة الخارجية نتيجة لتدفق العملة الأجنبية وبخاصة الدولار الأمريكي إلى اقتصاد الجزائر، وهذا يعني بأن معدلات التضخم ترتفع، والتي تؤدي إلى ارتفاع الطلب على الواردات وأيضاً سيؤدي إلى التوسع في الانفاق الحكومي، ومن هنا يتضح بأن الاقتصاد الكلي للجزائر يتأثر بشكل كبير في أسعار النفط.

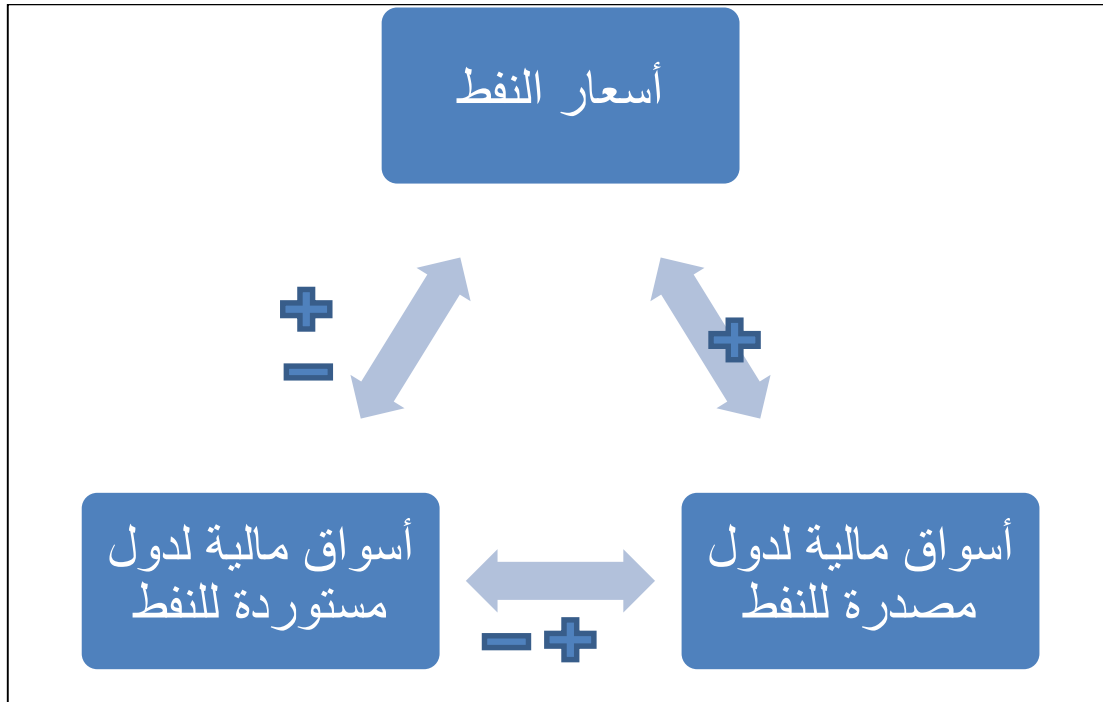
وتم التوصل لهذه النتيجة بعد دراسة أثر أسعار النفط على إجمالي الناتج المحلي الإجمالي باستخدام منهجية التكامل المشترك Co-integration، ونموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM)، وتم الاعتماد على بيانات سلسلة زمنية من العام 1999 وحتى العام 2013 لاختبار التوازن في المدى الطويل وتحديد التأثيرات في المدى القصير (شريف و زينة، 2015)، وعند بحث العلاقة طويل الأجل بين كل من أسعار النفط، وعرض النقود، والتضخم، وبين أسعار الأسهم في سوق دبي المالي، بالاعتماد على أسلوب التكامل المشترك ونموذج تصحيح الأخطاء (Cointegration and Error Correction Model) في تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، فكانت النتيجة بأن هناك تكامل مشترك بين المتغيرات، ولتقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة تم استخدام نموذج (Vector Error Correction)، ومن خلاله تبين بأن هناك علاقة عكسية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، وعند استخدام اختبار جرانجر السببية تبين بأن هناك علاقة سببية متجهة من أسعار النفط إلى أسعار الأسهم عند مستوى معنوية 1% وهذا يعني أن إضافة أسعار النفط لدالة أسعار الأسهم في سوق دبي المالي تؤدي إلى تحسن نتائج علاقة (عديلة، 2014).

2-12 فرضيات الدراسة:

- ومن خلال الدراسات السابقة يتضح بأن الأسواق تتأثر فيما بينها وتختلف درجة الاستجابة في التأثير وهناك اختلاف بين طبيعة الدول المتأثرة وقد انبثق عن ذلك مجموعة من الفرضيات العدمية التالية:
- ◀ الفرضية الأولى H1: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في كل دولة من الدول المصدرة للنفط.
 - ◀ الفرضية الثانية H2: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في كل دولة من الدول المستوردة للنفط.
 - ◀ الفرضية الثالثة H3: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط.
 - ◀ الفرضية الرابعة H4: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المستوردة للنفط.
 - ◀ الفرضية الخامسة H5: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط و الدول المستوردة للنفط.
 - ◀ الفرضية السادسة H6: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط.
 - ◀ الفرضية السابعة H7: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط.
 - ◀ الفرضية الثامنة H8: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين مؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط.
 - ◀ الفرضية التاسعة H9: مؤشر أسعار النفط يؤثر سلباً وإيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية لكل دولة من الدول المصدرة للنفط.
 - ◀ الفرضية السابعة H10: مؤشر أسعار النفط يؤثر سلباً وإيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية لكل دولة من الدول المستوردة للنفط.

الفرضية الحادية عشر H11: مؤشرات الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط تؤثر سلبياً وإيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية للدول المستوردة للنفط.

2-13 نموذج الدراسة:



شكل رقم (6): طبيعة العلاقة بين أسعار النفط والأسواق المالية للدول المصدرة والمستوردة للنفط.

الجدول رقم (6): ملخص الهدف والسؤال البحثي والفرضيات

الهدف	السؤال البحثي	الفرضيات
1	هل هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط وأسعار الأسهم؟	- الفرضية الأولى H1: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في كل دولة من الدول المصدرة للنفط. - الفرضية الثانية H2: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في كل دولة من الدول المستوردة للنفط.
2	ماهي طبيعة وسرعة التعديلات قصيرة الأجل باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل إن وجدت؟	- الفرضية السادسة H6: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط. - الفرضية السابعة H7: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط. - الفرضية الثامنة H8: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين مؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط.
3	ماهو اتجاه العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم إن وجدت؟	- الفرضية التاسعة H9: مؤشر أسعار النفط يؤثر سلباً وإيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية لكل دولة من الدول المصدرة للنفط. - الفرضية العاشرة H10: مؤشر أسعار النفط يؤثر سلباً وإيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية لكل دولة من الدول المستوردة للنفط.

● الفرضية الثالثة H3: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط. ● الفرضية الرابعة H4: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المستوردة للنفط. ● الفرضية الخامسة H5: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط و الدول المستوردة للنفط. ● الفرضية الحادية عشر H11: مؤشرات الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط تؤثر سلباً وإيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية للدول المستوردة للنفط.	هل تختلف الإجابة عن الأسئلة السابقة ما بين أسعار الأسهم للدول المصدرة وأسعار الأسهم للدول المستوردة؟	اختبار العلاقة البينية بين الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط والأسواق المالية للدول المستوردة للنفط	4
--	---	--	----------

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

3-1 مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من مؤشرات الأسواق المالية المختارة وهي مؤشر السوق المالية السعودية ومؤشر سوق دبي المالي ومؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية ومؤشر بورصة الكويت ومؤشر بورصة قطر ومؤشر بورصة فلسطين ومؤشر بورصة عمان بالإضافة لمؤشر خام برنت، حيث أنه تم تجميع إغلاق المؤشرات اليومية لجميع المؤشرات المذكورة خلال الفترة من 1-1-2005 و حتى إغلاق يوم 31-12-2015، وتمتاز هذه الفترة بحصول العديد من الأحداث الاقتصادية الهامة خلالها، حيث كانت هناك فترة انتعاش كبيرة لبعض الأسواق ومن ثم حصل انخفاض حاد نظراً لتزامن الانخفاض مع الأزمة المالية العالمية في العام 2008 وما تلاها من تقلبات لأسعار النفط بالارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة والأحداث الاقتصادية والسياسية المتعاقبة ومن ضمنها الأحداث الإقليمية في الوطن العربي وما تم تسميته لاحقاً بالربيع العربي ما بعد العام 2010 والتي أثرت على أسعار النفط والأسهم في عينة الدراسة.

غالبية الدول المصدرة للنفط المشمولة بالدراسة هي دول أعضاء في منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك)، ولذلك تم التعامل مع مؤشر أسعار النفط أوبك كمؤشر عام لأسعار النفط في دول عينة الدراسة، وهذه الدول هي دولة الإمارات العربية المتحدة ودولة قطر والمملكة العربية السعودية ودولة الكويت، وجميعها أعضاء في منظمة الأوبك، فتكون الأسعار موحدة في ما بين هذه الدول، والذي يمكن اعتباره مرجع لجميع دول العينة، حيث أن هناك سلالات نفطية أخرى تختلف عن سلة أوبك، ولكن عموماً أسعار النفط تكون مرتبطة بشكل كبير كونها نفس السلعة، ولكن تختلف أسعار النفط تبعاً لمعايير ومواصفات محددة معروفة بالأسواق النفطية، أما عينة الدول المستوددة، فهي سوق المملكة الأردنية الهاشمية المتمثل في بورصة عمان وسوق دولة فلسطين المتمثل في بورصة فلسطين.

3-2 أساليب جمع البيانات:

تم الرجوع إلى المصادر والمراجع المختلفة التي بحثت في موضوع الأسواق المالية والنفط، هذا بالإضافة إلى دوريات ومنشورات تتعلق بموضوع البحث والحصول على المعلومات المطلوبة لتطوير منهجية الدراسة، أما البيانات المطلوبة للتحليل فقد تم الحصول عليها مباشرة من خلال المواقع الرسمية لكل سوق والتي تتوفر فيه بيانات اغلاق المؤشرات اليومية لفترة الدراسة وهي من 1-1-2005 وحتى 31-12-2015، من خلال المواقع الرئيسية للأسواق المالية المشمولة في الدراسة حسب القائمة المذكورة في الملحق رقم (1).

بالإضافة لذلك تم التأكد من معظم المؤشرات والبيانات التاريخية للأسواق المالية المشمولة في الدراسة من خلال الموقع الإلكتروني (investing.com)، حيث أن هذا الموقع يتيح الرجوع للبيانات التاريخية بسهولة أكثر وإمكانية الحصول عليها مجمعة، كما يوفر هذا الموقع الحصول على البيانات التاريخية بشكل أكثر سهولة، حيث يمكن تحديد الفترات المطلوبة بينما هناك بعض المواقع الرسمية لا تحتفظ بالمعلومات لأكثر من ثلاث سنوات، ومن أبرز النقاط التي لوحظت أثناء عملية جمع البيانات، عدم وجود خدمات أو مواقع توفر هذه البيانات بسهولة للباحثين لتتمة وتسريع عمليات البحث كما هو موجود في الأسواق المالية العالمية، ومن هنا تأتي دعوة الأسواق المالية العربية لإطلاق موقع عربي شامل لجميع الأسواق العربية وبتيح للباحثين والمستثمرين خدمات التحليل المالي والفني، مع العلم بأن هناك مواقع لشركات وساطة مالية تتيح هذا النوع من الخدمات ولكنها لا تشمل جميع الأسواق العربية.

وعند جمع المعلومات كانت هناك فروق في توقيت الإغلاق والافتتاح الأسبوعي للأسواق مع فارق العطلات الرسمية والتي كانت طويلة في بعض الأسواق العربية، كما أن هناك تغيير في أيام التداول الأسبوعية فهناك أسواق بدأت بستة أيام تداول ثم تحولت لتصبح خمسة أيام تداول خلال الأسبوع، وهذا قد يكون لتغيير نمط الإجازة الأسبوعية لبعض الدول مثل دول الخليج التي اعتمدت عطلة يوم الجمعة وثم اعتمدت يومي الخميس والجمعة وبعضها يومي الجمعة والسبت وهذا كله ناتج عن سياسة العطلات والإجازات الرسمية لكل دولة، كما تجدر الإشارة بأن دولة الإمارات العربية المتحدة يوجد بها سوقين ماليين أحدهما هو سوق دبي المالي والآخر هو سوق أبوظبي للأوراق المالية وكلاهما

يتعامل مع الأسهم والسندات وفي نفس الدولة، ولكن سوق دبي هو شركة استثمارية مساهمة عامة بينما سوق أبوظبي يتبع لحكومة أبوظبي. وقد تم التعامل مع هذه الاختلافات كما يلي:

- 1- جمع البيانات من جميع الأسواق ووضعها في ملف إكسل.
- 2- عمل صفحة داخل برنامج الإكسل لكل سوق.
- 3- إدراج أيام العطل ضمن أيام التداول.
- 4- تثبيت سعر إغلاق اليوم السابق وتثبيته في أيام العطل والإجازات.
- 5- مطابقة البيانات مع الأسواق لتثبت من صحتها.
- 6- تجميع كافة بيانات الأسواق في صفحة واحدة وربطها مع برنامج (EViews 8).

3-3 المعالجة الإحصائية:

بهدف الإجابة عن فرضيات الدراسة تم استخدام التحليل القياسي للسلاسل الزمنية للبيانات اليومية، والأساليب المستخدمة هي:

- 1- اختبار جذر الوحدة Unit root test لكل متغير، لفحص استقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبار جذر الوحدة لديكي فولر Augmented Dickey-Fuller (ADF)، واختبار فيليب بيرون (PP test) Philips Perro.
- 2- اختبار التكامل المشترك Co-integration بين المتغيرات، في حال تحققت شروطه حيث يستخدم لإختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.
- 3- اختبار السببية لجرانجر Granger Causality بين المتغيرات، ويستخدم لإختبار اتجاه العلاقة السببية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.
- 4- نمذجة العلاقة بين المتغيرات باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error correction models أو نموذج متجهات تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM)، ويستخدم لتقدير العلاقة الديناميكية بين متغيرات الدراسة في المدى القصير لتقدير سرعة الوصول إلى التوازن في المدى الطويل، كما يستخدم إذا ثبت وجود علاقة

تكاملاً مشتركاً بين المتغيرات، إضافة إلى أن هذا الاختبار نفسه يحمل دليلاً على وجود التكامل المشترك وعلى وجود العلاقة السببية في المدى الطويل وليس فقط في المدى القصير.

3-4 السلاسل الزمنية (Time Series):

يعد تحليل السلاسل الزمنية إحدى الطرق الإحصائية الهامة التي تتناول سلوك الظواهر وتفسيرها عبر فترات زمنية ممتدة، ومن أهداف تحليل السلاسل الزمنية الحصول على وصف للملامح الخاصة للعملية التي تتولد منها السلسلة الزمنية وبناء نموذج لتفسير سلوكها واستخدام تلك النتائج للتنبؤ بسلوكها في المستقبل، كما يمكن التحكم في العملية التي تتولد منها السلسلة الزمنية بفحص ما يمكن حدوثه عند تغير بعض معلمات النموذج، والسلاسل الزمنية هي عبارة عن مجموعة من المشاهدات المسجلة لمتغير واحد أو أكثر مرتبة حسب زمن وقوعها (الجماسي، 2017)، وبشكل إحصائي نقول بأن متغير الزمن (t) والقيم المناظرة له المتغير التابع (y) وإن كل قيمة في الزمن t يقابلها قيم للمتغير التابع y فإن y دالة في الزمن t .

$$Y=F(t)$$

3-5-1 استقرار السلاسل الزمنية Stationary in Time Series:

حتى منتصف السبعينيات من القرن الماضي اعتمدت الدراسات القياسية لقياس العلاقة بين المتغيرات على معنوية المقدرات والقبول بنتائج اختبارات معامل التحديد R^2 واختبار T و F على وجود العلاقة بين المتغيرات المدروسة، وكان الباحثون يقومون بإجراء الدراسات التطبيقية ولكن دون مراعاة خصائص السلاسل الزمنية المستخدمة قبل إجراء التقدير، بافتراض أن السلاسل الزمنية ساكنة أو مستقرة، وبناءً عليه يتم قبول نتائج هذه الاختبارات والقبول بمعنوية المقدرات بناءً على تطابق نظرية الاستدلال الإحصائي على هذه المقدرات، وفي سنة 1974 اكتشف العالمان السويديان جرانجر ونيوبولد Granger and Newbold (حسن وزكي، 2012)، أن الاستدلال للمتغيرات غير المستقرة يعطي نتائج مضللة، فتكون العلاقة بين المتغيرات غير المستقرة ليست حقيقية وإنما مضللة وهذا ما يسمى بالإنحدار المضلل أو الزائف (Spurious Regression) (حسن وشومان،

(2013)، وبالرغم من عدم وجود علاقة بين المتغيرات في هذه الحالة إلا أن قيمة معامل التحديد R^2 تكون مرتفعة وعليه يكون الارتباط زائف، ومعنوية القيم t المحسوبة مرتفعة، وذلك كونها ناتجة من اتجاه زمني trend أي تأخذ الاتجاه الزمني نفسه وليس من وجود علاقة بين المتغيرات (X تسبب تغير Y)، وتعتبر هذه النتيجة نقطة تحول في مجال البحوث القياسية، وتعتبر نتائج كل الاختبارات القياسية السابقة التي استخدمت السلاسل الزمنية ولم تأخذ خصائص السلاسل الزمنية في الاعتبار قبل التقدير مشكوك فيها، وفي سنة 1987 توصل إنجل وكرانج Engel and Granger بأن حالة الاستثناء الوحيدة التي تكون فيها نتائج التقدير غير زائفة لمقدرات انحدار سلسلتين غير مستقرتين ويمكن تطبيق قواعد الاستدلال الإحصائي، هي أن بواقي تقدير معادلة الانحدار تكون مستقرة، أي أن السلسلتين متساوية التكامل Integration ومن الرتبة صفر والتي يشار إليها بالرمز (I0). والاستقرارية (Stationary) تعني (السلسلة الزمنية مستقرة) هي تلك التي لا تتغير خصائصها عبر الزمن، وتكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كان المتوسط X ثابت عبر الزمن أي أن $E(X)=U$ ، والتباين ثابت عبر الزمن $var(x) = \sigma u^2$ ، والتباين المشترك يعتمد على فترات الإبطاء $cov(x_t, x_{t-1})$ ، أي أن القيمتين (x_t, x_{t-1}) متباطئ تكون دالة بدلالة طول الفترة، بينما تكون مستقلة عن الزمن، أي إن الزمن لا يلعب دور في تحديد العلاقة بينهما (حسن وزكي، 2012). إن أغلب السلاسل الزمنية في الواقع العملي والتطبيقي تكون غير مستقرة وقد نفشل في إثبات ذلك من خلال الرسم البياني أو الاختبارات الإحصائية، فعلى سبيل المثال نجد أن المتغيرات الاقتصادية غالباً ما تعد سلاسل زمنية غير مستقرة كونها تسير بصفة عامة في اتجاه عام، لذلك لا بد من تحويلها إلى سلاسل زمنية مستقرة يمكن نمذجتها، وإن استخدام التحويلات مهم جداً في تحليل بيانات السلاسل الزمنية إذ أن استخدام التحويلات يجعل البيانات جاهزة للتحليل وتعطي دالة للتقدير، حيث أن هناك فرق بين السلسلة الزمنية المستقرة وغير المستقرة، فالصدمة تكون مؤقتة وتأثيرها سوف يتلاشى مع الزمن في السلاسل المستقرة، وفي المدى الطويل تعود لقيم المتوسط (الطائي، 2010)، بينما السلاسل غير المستقرة تحتوي على خاصيتين هما:

1- التباين يعتمد على الزمن ويصل الى ما لا نهاية كما يصل الزمن ما لا نهاية.

2- ليس لها متوسط طويل الأجل بحيث تعود إليه السلسلة الزمنية.

3-5-2 اختبارات جذر الوحدة Unit Roots tests:

توجد مجموعة من الاختبارات الخاصة باستقرارية السلاسل الزمنية فمنها اختبار دالة الارتباط الذاتي والرسم واختبار ديكي فولر واختبار ديكي فولر الموسع واختبار فيليبس بيرون ومن أهم أهداف هذه الاختبارات هي:

✦ فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للملاحظات.

✦ التأكد من مدى استقراريته.

✦ تحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة.

1. اختبار دالة الارتباط الذاتي (ACF) Autocorrelation function التي تعتمد على

طول المتباطئات، وتكون السلسلة مستقرة كلما زاد طول المتباطئات حيث أنها تميل إلى

الصفر، ومعدل الارتباط البسيط بين x_t و x_{t-1} ويسمى بدالة الارتباط الذاتي التي

تعتمد على طول المتباطئات.

$$ACF(k) = \frac{\sum x_t x_{t-1}}{\sum (x_t)^2}$$

2. طريقة الرسم: يمكن اكتشاف استقرارية السلاسل الزمنية من خلال رسم المتغير (y_t) على

المحور العمودي ضد الزمن (t) ، فإذا كانت نتيجة رسم المشاهدات الزمنية متغيرة وتتنوع

حول متوسطها ولها حد أعلى وحد أدنى فتكون السلسلة مستقرة، إما إذا كانت مشاهدات

المتغير متزايدة أو متناقصة مع الزمن، فإن السلسلة تكون غير مستقرة.

3. اختبار ديكي فولر Dickey-Fuller: لتجنب الانحدار الزائف لا بد من التأكد من استقرارية

السلاسل الزمنية لكل متغير من المتغيرات على حدة، لذا يتم استخدام اختبار ديكي فولر

الذي يعتبر من أكثر الاختبارات شيوعاً في الدراسات الاقتصادية لاختبار جذر الوحدة (unit

root)، ولإجراء هذا الاختبار نقوم بالخطوات بإجراء العمليات التالية:

المرحلة الأولى: يقوم الاختبار على المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 T + \delta Y_{t-1} + U_t \dots \dots \dots (1)$$

حيث تشير (Δ) إلى الفرق الأول للسلسلة الزمنية (Y_t) ، معلمة المتغير المتباطئ، وتحتوي هذه المعادلة مقطع صادي (b_0) ، والاتجاه الزمني (T) ، وذلك لأن أغلب الدراسات الاقتصادية تأخذ المقطع الصادي والاتجاه الزمني، ويمكن أن يحسب الاتجاه الزمني كالتالي:

$$T = t - 1 - \frac{1}{2}n$$

n : حجم العينة المستخدمة. $(t=2,3,\dots,n)$

المرحلة الثانية: لتجنب وجود الارتباط الذاتي (Autocorrelation) في حد الخطأ (U_t) ، فيصح بإضافة عدد مناسب من حدود الفروق المبطنة لتصبح معادلة اختبار جذور الوحدة:

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 T + \delta Y_{t-1} + a_i \sum^m Y_{t-1} + \xi_t \dots \dots \dots (2)$$

ويوصف هذا النموذج باختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller) بحيث تصبح (ξ_t) غير مرتبطة ذاتياً، وتتميز بالخواص المطلوبة وهي ثبات التباين والوسط صفر والمتغيرات العشوائية مستقلة، وفي مثل هذه المتغيرات يسمى حد الخطأ بالتشويش الأبيض (white noise error term)، ويتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لتقدير المعلمات بعد ترتيب المعادلة السابقة.

المرحلة الثالثة: تحديد عدد فترات الإبطاء (ΔY_{t-j}) ، ولمعرفة عدد فترات الإبطاء المثلى هناك عدة طرق، منها طريقة شوارز (Schwarz) وطريقة أكاي (Akaike).

أ- معيار أكاي (AIC) Akaike Information Criterion:

يوضح هذا المعيار بأن القيم الصغرى هي المفضلة عند اختبار النموذج الذي يقيس النماذج المتنافسة للبدائل غير المستقرة، وتكون صيغته كما يلي:

$$A/C(q) = NL_0 q (SSE/N) + 2q$$

حيث إن:

N : عدد المشاهدات و SSE : مجموع مربعات البواقي و q : عدد المعلمات.

ب- معيار شوارز (SC) Schwarz Criterion:

ويستخدم هذا المعيار في تحديد فترات التباطؤ m عند إجراء الانحدار، وبعد ذلك اختبار فترة التباطؤ التي تحقق أقل قيمة لـ SC بالإضافة لتحديد طول فترة التباطؤ المناسبة في النموذج ويفترض شوارز الدالة التالية:

$$SC = Ln(\delta)^2 + mLn(n)$$

حث إن:

$$\sigma^2 = \left(\frac{RSS}{n}\right) \text{ المقدر من (Lkielihood)}$$

m : طول الفترة و n : عدد المشاهدات

المرحلة الرابعة: المهم في المعادلة السابقة رقم (2) هي معلمة (δ) المتغير المتباطئ لذا يتم اختبار فرضية العدم (null hypothesis) بأن:

$$H_0\delta: = 0$$

أي وجود جذر وحدة في السلسلة بمعنى أن المتغيرات غير مستقرة بالمقابل الفرضية البديلة:

$$H_1\delta: \neq 0$$

إذا كانت (δ) لا تساوي الصفر نرفض فرضية العدم بعدم استقرار الدالة ونستنتج عدو وجود جذور الوحدة بمعنى أن المتغيرات مستقرة.

المرحلة الخامسة: لا يستخدم اختبار إحصاء (t) بل نستخدم إحصاء τ (تاو)، والذي يعرف باختبار ديكي فولر (DF) ويتم الاختبار من خلال مقارنة τ لمعلمة المقدرة (δ) مع قيم إحصائية (τ) الجدولية لـ Dickey-Fuller والمطور بواسطة ماكنون (Mackinnon 1991)، فإذا كانت القيمة المطلقة لإحصائية (τ) المقدرة أكبر من القيمة المطلقة لجدول (DF) فإنها تكون معنوية وذات دلالة إحصائية وعليه نرفض العدم أي السلسلة الزمنية مستقرة، وإذا كانت أقل من القيمة الجدولية فإننا نقبل الفرضية البديلة أي السلسلة غير مستقرة (حسن وزكي، 2012).

ولإجراء اختبار رتبة (مستوى) الاستقرار يمكن اتباع الخطوات المذكورة في الجدول التالي:

جدول رقم(7): خطوات اختبار عدد جذر الوحدة.

الخطوة	استقرارية السلسلة	في حال كانت السلسلة مستقرة	في حال كانت السلسلة غير مستقرة
الأولى	y_t مستقرة	$y_t \sim I(0)$	$y_t \sim I(d) \quad d > 0$
الثانية	واختبار Δy_t ماذا كانت مستقرة	$y_t \sim I(1)$	$y_t \sim I(d) \quad d > 1$
الثالثة	واختبار $\Delta^2 y_t$ ماذا كانت مستقرة	$y_t \sim I(2)$	$y_t \sim I(d) \quad d > 2$
وهكذا حتى نصل الى درجة الفروق التي تستقر عندها السلسلة			

3-6 اختبار التكامل المشترك Cointegration:

وجود التوازن بين العلاقات الاقتصادية المختلفة يعتبر من أهم خصائص النظام الاقتصادي، والتكامل المشترك يتعامل مع الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية ويفترض النموذج بأن المتغيرات الاقتصادية المبنية على النظرية الاقتصادية والتي تفترض وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وهذه العلاقات التوازنية لا تتباعد عن بعضها البعض بشكل كبير ويصحح هذا التباعد عن التوازن عن طريق تأثير القوى الاقتصادية التي تعمل على إعادة هذه المتغيرات الاقتصادية للتحرك باتجاه التوازن طويل الأجل (علاوي وراهي، 2015)، ويتعامل اختبار التكامل المشترك مع مجموعة من المتغيرات وكل متغير من المتغيرات يعاني من عدم الاستقرار، والتكامل Cointegration هو أسلوب لمعالجة عدم الاستقرار في بيانات السلاسل الزمنية المبنية على وجود علاقة طويلة الأجل غير مستقرة بين سلسلتين زمنيتين، ولكن يمكن أن تستقر في نفس الدرجة، فتكون السلسلتان مستقرتان أخذ الفرق الأول $I(1)$ لكل متغير، فتكون البواقي (حد الخطأ)

لعلاقة الانحدار مستقرة، حيث U_t له رتبة $I(0)$ ، فيكون انحدار المتغيرين له دلالة إحصائية وليس انحدار زائف، وهذه الطريقة تساعد في تقدير العلاقات طويلة الأجل باستخدام السلاسل غير المستقرة (حسن وزكي، 2012)، ومن أهم المناهج القياسية المستخدمة لاختبار التكامل المشترك للسلاسل الزمنية هي:

➤ منهجية إنجل وجرانجر Engle and Granger

➤ منهجية جوهانسن Johansen

3-6-1 منهجية إنجل وجرانجر:

أدت مساهمة جرانجر (1981) Granger إلى توضيح مفهوم التكامل المشترك بين متغيرين أو أكثر من الناحية الإحصائية وهو وجود توازن طويل المدى بين هذين المتغيرين وأصبح يستعمل وبشكل خاص في الحالات التي تؤثر فيها علاقات المدى الطويل في القيمة الحالية للمتغير المدروس فضلا عن أهمية التكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية (رشاد، 2011)، وحسب طريقة اختبار وجود تكامل مشترك التي قدمها إنجل وجرانجر (1987) Engle and Granger للمتغيرات قيد الدراسة بأنها تمتلك درجة التكامل المشترك بين المتغيرين x_t , y_t إذا كان بواقي في معادلة الانحدار مستقرة من الدرجة صفر، حيث يتم تقدير قيمة β بطريقة المربعات الصغرى من معادلة الانحدار التالية:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + u_t$$

إذ أن:

y_t : المتغير التابع.

x_t : المتغير المستقل.

u_t : الخطأ العشوائي.

وتفحص البواقي لمعادلة الانحدار فيما إذا كانت مستقرة أم لا، فإذا كانت سلسلة البواقي مستقرة دل هذا على وجود تكامل مشترك بين المتغيرين x_t و y_t أما إذا كانت سلسلة البواقي غير مستقرة فهذا يعني عدم وجود تكامل مشترك بين هذين المتغيرين.

ويقوم مفهوم هذا النموذج على فرضية أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، حيث يمثل الفرق بين القيمتين عند كل فترة زمنية خطأ التوازن (Equilibrium error) ويتم تعديل أو تصحيح هذا الخطأ أو جزء منه على الأقل في الأجل الطويل لذلك جاءت تسمية هذا النموذج بنموذج تصحيح الخطأ (Model Error Correction) (يوسف، 2016)، ويكون تحليل الانحدار قائماً على أساس اختبار علاقة اعتماد أحد المتغيرات (المتغير التابع) على عدد من المتغيرات المستقلة، وإن مفهوم جرانجر للسببية يتضمن الكشف الإحصائي عن اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات (علاقة السبب والتأثير) عندما تكون هناك علاقة قيادة تختلف بين المتغيرين، فالمشكلة هي كيفية تقدير المعاملات للعلاقة التوازنية في الأجل الطويل ونتحقق ما إذا كان لدينا تكامل مشترك وعليه اقترح أنجل وجرانجر طريقة مميزة مكونة من أربع خطوات:

الخطوة 1: اختبار درجة التكامل للمتغيرات.

من المتطلبات الرئيسية للتكامل المشترك هو أن يكون المتغيرين متكاملان من نفس الدرجة، وبالتالي فإن الخطوة الأولى هي اختبار كل متغير لتحديد درجة التكامل، ويمكن تطبيق اختبار ADF و DF لتحديد عدد جذور الوحدة (إن وجدت) لكل متغير، ويمكننا تمييز بين ثلاث حالات الأمر الذي سيؤدي إما أن نتوجه إلى الخطوة التالية أو التوقف (مرار، 2016).

1. كلا المتغيرين مستقرين عند الفرق الأول $I(0)$ ، وبالتالي نتوجه نحو تطبيق طرق تقدير السلاسل الزمنية التقليدية.

2. إذا كانت المتغيرات متكاملة من درجة مختلفة، من الممكن استنتاج أنهما غير متكاملتين.

3. إذا كان المتغيرين متكاملين من الدرجة نفسها، نتوجه للخطوة الثانية.

الخطوة 2: تقدير العلاقة طويلة الأجل.

إذا كانت نتائج الخطوة الأولى تشير بأن كلا المتغيرين متكاملين من نفس الدرجة - عادة في الاقتصاد - $I(1)$ فالمرحلة الثانية هي:

تقدير العلاقة التوازنية طويل الأجل وبالشكل التالي:

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + u_t$$

للحصول على البواقي للمعادلة.

إذا لم يكن هناك تكامل مشترك فالنتائج المتحصل عليها ستكون زائفة، ولكن إذا كانت المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً، فإن المقدرات متسقة لمعاملات التكامل المشترك β_2 .

الخطوة 3: تحقق من وجود التكامل المشترك (درجة تكامل البواقي).

لتحديد ما إذا كان في الواقع المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً، يرمز للبواقي المقدرة من المعادلة بـ $\hat{e}_t$ وبذلك تكون $\hat{e}_t$ هي السلسلة للبواقي المقدرة للعلاقة طويلة الأجل، إذا كان هذا الانحراف عن التوازن مستقر نستنتج بأن X_t و Y_t متكاملتان تكاملاً مشتركاً.

الخطوة 4: نقوم باجراء اختبار ديكي فولر (DF) على سلسلة البواقي لتحديد درجة التكامل، وشكل اختبار ديكي فولر هو:

$$\Delta \hat{e}_t = a_1 \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1}^n \delta \Delta \hat{e}_{t-1} + u_t$$

حيث إن $\hat{e}_t$ هي بواقي لا تتضمن قاطع أو متجه زمني، والقيم الحرجة تكون سالبة وعادة ما تكون حول القيمة (3.5) والقيم الحرجة موجودة في الجدول رقم (4).

الجدول رقم (8): القيم الحرجة لاختبار فرضية العدم أنه لا يوجد تكامل مشترك.¹

	10%	5%	1%
لا يوجد متباطئات	-3.3	-3.37	-4.07
يوجد متباطئات	-2.91	-3.17	-3.73

واقعيًا للحصول على نتيجة ذات دلالة أكبر فيما يتعلق باختبار التكامل المشترك، فإن القيم الحرجة تكون سالبة أكثر من القيم التقليدية لاختبار ديكي فولر، وفي بحثهما قام *Engel and Granger* (1987) بتطبيق محاكاة مونت كارلو لبناء القيم الحرجة لاختبار التكامل المشترك، وهذه القيم موضحة في الجدول رقم (7) فهناك مجموعتين من القيم الحرجة الأولى بدون متباطئات لحد الخطأ،

¹ - ملاحظة مهمة: أنه من الأهمية ملاحظة أن القيم الحرجة لاختبار التكامل المشترك (ديكي فولر للبواقي) مختلفة عن القيم الحرجة التي تستخدم لديكي فولر لاختبار استقرار السلسلة الزمنية.

والثانية تتضمن متباينات، وتعتبر مجموعة ماكنون (Mackinnon, 1991) مجموعته أكثر شمولاً للقيم الحرجة وهي تعتبر من المصادر الرئيسية للقيم الحرجة.

3-6-2 منهجية جوهانسون:

تقوم منهجية جوهانسون على مجموعة من الخطوات العملية وفيما يلي استعراض لخطوات منهجية جوهانسون:

الخطوة 1: اختبار درجة التكامل للمتغيرات

اختبار درجة التكامل للمتغيرات المتضمنة في الدراسة هي أول خطوة باختبار جوهانسون، كما ذكر سابقاً تكون معظم السلاسل الزمنية الاقتصادية متكاملة وبالتالي فإنها تكون غير مستقرة، ويتبين هنا بأن هناك متغيرات غير مستقرة، من أجل الكشف إذا كان بينهم علاقة (أو علاقات) تكامل مشترك وتجنب الإنحراف الزائف، فإن النتيجة المطلوبة هي أن لا تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة لإكمال اختبار التكامل المشترك، مع التأكيد بأن هذه الحالة غير موجودة بشكل دائم وإن كانت الحالة خليط من المتغيرات $I(0)$ ، $I(1)$ و $I(2)$ ، فإن علاقات التكامل المشترك قد تكون موجودة، وهذه المتغيرات ستؤثر على نتائج الباحثين (مرار، 2016).

الخطوة 2: تحديد عدد المتباينات المناسبة في النموذج.

للحصول على حد خطأ خالي من الارتباط الذاتي واختلاف التباين وذو وسط صفري فمن المهم إيجاد طول المتباينة الأمثل، وحذف المتغيرات يؤثر في تحديد طول المتباينة التي قد تؤثر على سلوك النموذج في الأجل القصير لأن المتغيرات المحذوفة قد تكون جزءاً من حد الخطأ، وعليه فإنه يجب أن يكون هناك فحص دقيق للبيانات والعلاقة التي تربط بينها قبل بداية عملية التقدير حتى يتم تقرير ما إذا كان هناك مجال لتضمين متغيرات إضافية، ومن الشائع أن يتم إضافة متغير صوري للنموذج ليأخذ في الاعتبار أي صدمة في النظام، ومن أكثر الطرق استخداماً في اختيار طول المتباينة الأمثل هو تقدير نموذج VAR بتضمين جميع المتغيرات (بدون فروق)، ويقدر نموذج VAR عدد كبير من المتباينات، ثم يتم تخفيض المتغيرات بواسطة القيام بأعادة تقدير النموذج

لمتباطئة واحدة أو أقل ويبدأ تقدير النموذج بـ 12 متباطئة ومن ثم 11 ومن ثم 10 حتى صفر، وفي كل من هذه النماذج يتم فحص النموذج باستخدام معيار أكايكي AIC ومعيار شوارز SC، بالإضافة إلى اختبارات اختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للبواقي والارتباط الذاتي، وبشكل عام النموذج الذي يحقق أقل قيمة في معيار أكايكي AIC وشوارز SC يتم اختياره كنموذج يمثل طول المتباطئات الأفضل لأنه يجب أن يجتاز النموذج بنجاح كل اختبارات فحص النموذج (مرار، 2016).

الخطوة 4: تحديد رتبة المصفوفة Π أو عدد متجهات التكامل المشترك.

وفقاً لـ Johansen (1988) و Johansen and Juselius (1990)، هناك طريقتان لتحديد عدد علاقات التكامل المشترك، وكلاهما تتضمن تقدير المصفوفة Π ، وهذه مصفوفة $k \times k$ برتبة r ، هناك طريقتين هما:

1- الطريقة الأولى: تستند على مقترحات حول الجذور المميزة Eigenvalues.

2- الطريقة الثانية: اختبار نسبة الاحتمال Likelihood ratio test.

الاختبار مبني على جذور مميزة Eigenvalues يحصل عليها من إجراءات التقدير، والاختبار يتكون من ترتيب الجذور المميزة Eigenvalues ترتيب تنازلي واختبار ماذا كانت معنوياً مختلفة عن الصفر، لفهم طريقة الاختبار، يفترض أننا حصلنا n جذور مميزة يرمز لها $\lambda_1 > \lambda_2 > \dots > \lambda_n$ ، فإذا كانت المتغيرات غير متكاملة تكاملاً مشتركاً، ورتبة المصفوفة (II) تساوي صفر وكل الجذور المميزة تساوي صفر، وبناء على ذلك فإن $(1 - \hat{\lambda}_i)$ سوف تساوي 1 وحيث أن $\ln(1) = 0$ كل من الجذور يساوي صفر ولا يوجد تكامل مشترك، ويتم اختبار عدد الجذور المميزة التي تختلف عن الصفر فإنه يتم استخدام المعادلة التالية:

$$\lambda_{\max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

ونلاحظ بأن الاختبار مبني على الحد الأعلى للجذور المميزة Maximum Eigenvalue ويرمز له $\lambda_{\max}$ ، الطريقة الأخرى مبنية على اختبار نسبة الاحتمال likelihood ratio test للأثر للمصفوفة وبسبب ذلك يسمى إحصاء الأثر trace statistic، واختبار الأثر يختبر زيادة الأثر بإضافة جذور مميزة أكثر من r وفرضية العدم في هذه الحالة هي عدد متجهات التكامل المشترك أقل من أو تساوي r ، من التحليل السابق يكون واضحاً أنه عندما تكون كل $\hat{\lambda}_i = 0$ سيكون إحصاء الأثر مساوي

للصفر، وكلما كانت الجذور المميزة قريبة من الواحد، كلما كانت $\ln(1 - \hat{\lambda}_i)$ سالبة، وبناءً على ذلك تزداد قيمة إحصاء الأثر، وطريقة حساب إحصاء الأثر هي كالتالي:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

والطريقة المعتادة هي أخذ القيم بشكل تنازلي والتوقف عند القيمة r ، والتي ترتبط بإحصاء الاختبار الذي يزيد عن القيم الحرجة، والقيم الحرجة لكلا الاختبارين تظهر بشكل آلي في برنامج Eviews.

3-13 التكامل المشترك وميكانيكية تصحيح الخطأ:

عندما يكون هناك متغيرات غير مستقرة في نموذج الانحدار قد نحصل على نتائج زائفة، فإذا كانت X و Y كلاهما متكاملتان من الدرجة واحد $I(1)$ ومعادلة الانحدار كالشكل التالي:

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + u_t \quad (1)$$

فأنها لن نحصل على نتائج واقعية لـ β_1 و β_2 فهناك طريقة وحيدة باستخدام الفروقات لضمان الاستقرار للمتغيرات، وهي عن طريق الافتراض بأن $\Delta Y_t \sim I(0)$ و $\Delta X_t \sim I(0)$ فيكون نموذج الانحدار كالتالي:

$$(2) \quad \Delta Y_t = a_1 + a_2 \Delta X_t + \Delta u_t$$

في هذه الحالة ستحل مشكلة الانحدار الزاف ونموذج الانحدار سيعطينا مقدرات صحيحة لكل من المعاملات a_1 و a_2 للعلاقة في الأجل القصير بين المتغيرات، بينما العلاقة طويلة الأجل هي:

$$(3) Y_t^* = \beta_1 + \beta_2 X_t$$

وإن ΔY_t غير ملزمة بأن تعطينا معلومات عن سلوك النموذج في الأجل الطويل، ويستخدم مفهوم التكامل المشترك وميكانيكية تصحيح الخطأ لحل هذه المشكلة، لأن الاقتصاديين مهتمين في العلاقات طويلة الأجل.

كما ذكر سابقاً فإن كل من X و Y كلاهما متكاملتان من الدرجة واحد $I(1)$ ، وفي حالة خاصة يكون هناك مجموع خطي لـ X و Y هو $I(0)$ إذا تكون X و Y متكاملين تكاملاً مشتركاً وفي هذه الحالة فإن انحدار المعادلة (1) غير زائف ويعطينا مجموع خطي هو:

$$\hat{u}_t = Y_t - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_t \quad (4)$$

والتي تربط Y و X في الأجل الطويل. (السقا، 2016).

3-7 نموذج تصحيح الخطأ ECM

إذا كانت Y_t, X_t متكاملة تكاملاً مشتركاً، من حيث التعريف $u_t \sim I(0)$ إذا يمكن التعبير عن العلاقة بين Y_t, X_t بنموذج تصحيح الخطأ كما هو موضح:

$$(1) \Delta Y_t = a_0 + b_1 \Delta X_t - \pi \hat{u}_{t-1} + e_t$$

مما سيكون له ميزة أن يتضمن كل من معلومات العلاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل، وفي هذا النموذج b_1 تأثير قصير الأجل مضاعف، وتقاس التأثير الفوري للتغير في X_t على التغير في Y_t ، من ناحية أخرى π هي أثر ردود الفعل أو تأثير التكيف، ويوضح عدد اختلالات التوازن التي يجري تصحيحها (السقا، 2016)، وهذا هو الذي يؤثر على مدى التكيف لـ Y_t في أي اختلاف في التوازن في الفترة السابقة.

$$\hat{u}_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_{t-1} \quad (2)$$

وبناء على ذلك فإن $\hat{\beta}_2$ تمثل استجابة المدى الطويل.

3-8 السببية (Causality):

هناك العديد من المفاهيم المرتبطة بالسببية وهي من المفاهيم التي ترتبط عادة بالأحداث والتوقعات ولكن يمكن الإشارة للمفهوم القائل بأن السببية هي عبارة عن حدوث واقعة أو حادثة تتبعها حادثة أو واقعة أخرى مرتبطة بها خلال فترة زمنية متعاقبة فتعتبر الحادثة الأولى السبب والحادثة الأخرى المسبب، وهذا لا يتعارض مع مبدأ نيوتن القائل بأن لكل فعل رد فعل يساويه في المقدار ويعاكسه في الاتجاه، وجميع المفاهيم عموماً تتجه باتجاه طبيعة العلاقة بين الوقائع سواء كانت العلاقة مباشرة أو غير مباشرة وإيجابية أو سلبية وما إذا كانت العلاقة سبب أو نتيجة، ولتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، فإنه تستخدم العديد من الاختبارات السببية حيث أن هذه المتغيرات قد لا تتحرك بالاتجاه نفسه لتحقيق حالة التوازن لاختلاف العوامل المؤثرة والتي تشير إلى وجود مدة للإرتداد الزمني تعبر عن الفارق الزمني في استجابة المتغير التابع لأثر التغير في المتغيرات المستقلة

وبالعكس، وتكمن الفكرة بأن يتم ترتيب الأحداث بحسب التتابع الزمني الذي تتطلبه السببية والتي تتطلب تحقيق مبدئين، الأول الوقوع ويعني أن كل قيمة سبب يتوقف وقوعها عليه، والثاني التتابع الزمني يعني أن المتغيرات تحدث وفق قانون الارتباط بين السبب والتأثير، ولكن معاملات الارتباط لا تدل دائماً على تحديد اتجاه التأثير وبالتالي لا تعطي التفسير الاقتصادي المناسب، فالارتفاعات الكبيرة لهذه المعاملات لاتعني وجود ارتباط سببي، لذا تستخدم السببية لتحديد نوع واتجاه العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، لذا فهي من أهم المحاور في تحديد صيغ النماذج الاقتصادية، وهدفها البحث عن أسباب الظواهر العلمية للتمييز بين الظاهرة التابعة والظاهرة المستقلة المفسرة لها (علاوي وراهي، 2015).

3-8-1 اختبار السببية لجرانجر:

غالبا ما يستخدم نموذج Granger في دراسات السلاسل الزمنية، فيطلق على العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية على إن التغير في القيم الحالية والماضية لمتغير ما يسبب التغير في متغير آخر (علاوي وراهي، 2015)، وقدم جرانجر (Granger, 1969) تعريفاً عملياً للسببية إذا كان المتغير X_t يسبب في المتغير Y_t وإذا كان من الممكن التنبؤ بالقيم الحالية لـ Y_t بدقة أكبر باستخدام القيم السابقة لـ X_t أكثر من عدم استخدامها، وعلى هذا فإن التغيرات في X_t يجب أن تسبق زمنياً التغيرات في Y_t ففي هذه الحالة نستطيع أن نقول بأن X_t تسبب بـ Y_t ، وهذا يعني أن إضافة X_t الحالية والسابقة كمتغير توضيحي إلى نموذج انحدار يحوي القيم السابقة لـ Y_t يزيد من القوة التفسيرية للنموذج (رشاد، 2011)، وهناك أربع احتمالات لاتجاهات السببية:

1- اتجاه أحادي السببية من X إلى Y : $X \rightarrow Y$

2- اتجاه أحادي السببية من Y إلى X : $Y \leftarrow X$

3- سببية ثنائية الاتجاه: $X \leftrightarrow Y$

4- الاستقلالية: $X - Y$

ويمكن تحديد اتجاه السببية بين متغيرين اقتصاديين من خلال تقدير المعادلتين التاليتين:

$$Y_t = \beta_0 + \alpha_0 X_t + \sum_{i=1}^m \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j Y_{t-j} + U_t \dots \dots \dots (1)$$

$$X_t = Y_0 + \delta_0 Y_t + \sum_{i=1}^m Y_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n \delta_j Y_{t-j} + V_t \dots \dots \dots (2)$$

ولإجراء اختبار جرانجر للعلاقة السببية (Granger Casulty) باستخدام احصائية اختبار F للقيود

الخطية

$$F = \frac{(SSR r - SSR u) / m}{SSR u / (n - Ku)}$$

وفقاً لفرضيتي العدم والبديلة فإن:

$$H_0: \sum_{i=1}^n \alpha = 0$$

$$H_1: \sum_{i=1}^n \alpha \neq 0$$

تتبع إحصائية F للتوزيع F (m, n - Ku)

حيث أن:

$SSR r$: مجموع مربعات البواقي في النموذج المقيد (وهو الذي يشترط أن تكون فيه قيود خطية و

تتحول إلى نموذج برمجة خطية)

$SSR u$: مجموع مربعات البواقي في النموذج غير المقيد (لا يوجد فيه قيود)

Ku : عدد المعالم في النموذج.

m : عدد القيود.

n : عدد المشاهدات.

ويتم تحديد طبيعة العلاقة واتجاه السببية بين المتغيرين X_t و Y_t طبقاً لنتائج اختبار فرضية العدم في

معادلة F (علاوي وراهي، 2015)، فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية عند

مستوى معين من المعنوية فإننا نرفض فرضية العدم وهذا يعني ان هناك علاقة سببية باتجاهين

أي أن المتغير X_t يتأثر بالمتغير Y_t وبالعكس المتغير Y_t يتأثر بالمتغير X_t (Gujaratee, 1995).

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

الفصل الرابع

نتائج الاختبارات

في هذا الفصل سنقوم باختبار الفرضيات التي تدعم أهداف البحث للإجابة عن التساؤلات التي تم عرضها في الفصل الثاني، حيث أنه تم افتراض أحد عشر فرضية للإجابة عن أربع أسئلة بحثية لتحقيق أهداف البحث، وللإجابة على هذه الفرضيات سنقوم بإجراء مجموعة من الاختبارات الخاصة بالسلاسل الزمنية، وتشير النظرية الاقتصادية بأنه غالباً ما توجد علاقة في المدى الطويل بين متغيرين أو أكثر وهناك قوى تعيد هذه المتغيرات إلى التوازن حتى في حالة انحرافها حتى تتحقق العلاقة أو الارتباط في المدى الطويل (مرار، 2016)، ومن خلال تلك الاختبارات يمكن قبول أو رفض الفرضيات وسنقوم بداية باختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

4-1 معامل الارتباط بين المتغيرات :Correlation Coefficient

هو مؤشر لقياس درجة العلاقة بين المتغيرين Y , X ويرمز له بالرمز r ، وقيمة معامل الارتباط محصورة بين -1 و +1 وتدل قيمته على درجة العلاقة بين المتغيرين أو المتغيرات موضع الدراسة من حيث أنها قوية، متوسطة، أو ضعيفة، ولكن الإشارة السالبة تدل على أن العلاقة عكسية (سلبية) بين المتغيرات، والإشارة الموجبة تدل على أن العلاقة طردية (إيجابية) بين المتغيرات (صافي، 2008).

ولاختبار علاقة الارتباط بين المتغيرات تم تقسيم فترة الدراسة الممتدة من العام 2005 - 2015 إلى ثلاث فترات كالتالي:

1- 2005-2007

2- 2008-2011

3- 2012-2015

ثم تم اختبار علاقة الارتباط لكامل المدة من العام 2005-2015 وكانت النتيجة كما هي في الجداول التالية:

الجدول رقم (9): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2005-2007:

	ABUDHABI	ALQUDS	AMMAN	أوبك	DUBAI	KUWAIT	QATAR	SAUDI
ABUDHABI	1.00							
ALQUDS	0.62	1.00						
AMMAN	0.81	0.84	1.00					
أوبك	-0.18	-0.21	-0.11	1.00				
DUBAI	0.72	0.88	0.90	0.05	1.00			
KUWAIT	-0.02	0.23	0.13	0.71	0.39	1.00		
QATAR	0.88	0.64	0.80	-0.07	0.78	0.05	1.00	
SAUDI	0.68	0.83	0.83	-0.19	0.82	0.06	0.71	1.00

نلاحظ من الجدول أعلاه رقم (9)، بأن معامل الارتباط قوي وإيجابي بين بورصة الكويت وأسعار النفط أوبك وبالنسبة لبقية الأسواق في عينة الدراسة كانت نتائج معامل الارتباط ضعيفة، بينما معامل الارتباط بين سوق دبي المالي وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة فإنها كانت إيجابية وقوية عدا بورصة الكويت فإن النتيجة تشير بأن العلاقة بينهما ضعيفة، وأيضاً معامل الارتباط بين بورصة عمان وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة كانت قوية وإيجابية عدا علاقة بورصة الكويت مع بورصة عمان فإنها ضعيفة.

الجدول رقم (10): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2008-2011:

	ABUDHABI	ALQUDS	AMMAN	أوبك	DUBAI	KUWAIT	QATAR	SAUDI
ABUDHABI	1.00							
ALQUDS	0.88	1.00						
AMMAN	0.87	0.93	1.00					
أوبك	0.48	0.43	0.23	1.00				
DUBAI	0.96	0.90	0.94	0.39	1.00			
KUWAIT	0.92	0.93	0.98	0.32	0.97	1.00		
QATAR	0.78	0.72	0.63	0.84	0.75	0.71	1.00	
SAUDI	0.90	0.79	0.75	0.63	0.89	0.82	0.88	1.00

نلاحظ من الجدول أعلاه رقم (10)، بأن معامل الارتباط قوي وإيجابي بين بورصة قطر وأسعار النفط أوبك، وتشير النتائج أيضاً بوجود علاقة ارتباط متوسطة القوة بين سوق الأسهم السعودي وأسعار النفط أوبك، وبالنسبة لبقية الأسواق في عينة الدراسة كانت نتائج معامل الارتباط ضعيفة، بينما معامل الارتباط بين سوق دبي المالي وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة فإنها كانت قوية وإيجابية، وأيضاً معامل الارتباط بين بورصة عمان وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة كانت قوية وإيجابية، ويلاحظ أيضاً في هذه الفترة بأن جميع الأسواق كانت علاقة الارتباط فيما بينها قوية وإيجابية.

الجدول رقم (11): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2012-2015.

	ABUDHABI	ALQUDS	AMMAN	BRENT	DUBAI	KUWAIT	QATAR	SAUDI
ABUDHABI	1.00							
ALQUDS	0.16	1.00						
AMMAN	0.35	0.81	1.00					
أوبك	-0.31	0.06	-0.02	1.00				
DUBAI	0.36	0.77	0.76	-0.11	1.00			
KUWAIT	0.56	0.51	0.46	-0.26	0.66	1.00		
QATAR	0.26	0.77	0.74	-0.04	0.99	0.60	1.00	
SAUDI	0.27	0.77	0.73	0.01	0.97	0.65	0.97	1.00

نلاحظ من الجدول أعلاه رقم (11)، بأن معامل الارتباط بين أسعار النفط وأسواق الأسهم في عينة الدراسة كانت ضعيفة، بينما معامل الارتباط بين سوق دبي المالي وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة فإنها كانت إيجابية عدا العلاقة بين سوق أبوظبي وسوق دبي المالي فإنها ضعيفة، وأيضا معامل الارتباط بين بورصة عمان وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة كانت متوسطه القوة، ولكن ما يميز هذه الفترة قوة العلاقة بين سوق دبي المالي وبورصة قطر حيث أن معامل الارتباط وصل خلال هذه الفترة إلى 99%.

الجدول رقم (12): العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار النفط من العام 2005-2015.

	ABUDHABI	ALQUDS	AMMAN	أوبك	DUBAI	KUWAIT	QATAR	SAUDI
ABUDHABI	1.00							
ALQUDS	0.46	1.00						
AMMAN	0.36	0.74	1.00					
أوبك	0.18	-0.28	-0.42	1.00				
DUBAI	0.63	0.79	0.84	-0.26	1.00			
KUWAIT	0.37	0.54	0.84	-0.14	0.78	1.00		
QATAR	0.75	0.45	0.29	0.44	0.58	0.31	1.00	
SAUDI	0.64	0.82	0.67	-0.24	0.87	0.48	0.57	1.00

نلاحظ من الجدول أعلاه رقم (12)، بأن معامل الارتباط بين أسعار النفط وأسواق الأسهم في عينة الدراسة كان ضعيفاً عدا بورصة قطر وبورصة عمان حيث أن العلاقة بين أسعار النفط وأوبك وبورصة قطر كانت متوسطة القوة وإيجابية، وكانت أيضاً العلاقة بين بورصة عمان وأسعار النفط وأوبك متوسطة القوة ولكن سلبية، بينما معامل الارتباط بين سوق دبي المالي وبقية أسواق الأسهم في عينة الدراسة فإنها كانت متوسطة القوة، وأيضاً تشير النتائج الظاهرة في الجدول أعلاه بأن العلاقة بين الأسواق المالية خلال كامل فترة الدراسة الممتدة من العام 2005-2015 كانت متوسطة القوة.

4-2 اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

قبل اختبار وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين أسعار النفط وأسعار أسواق الأسهم المشمولة في الدراسة، فلا بد أولاً من تحليل السلاسل الزمنية للتأكد من استقرارها عبر الزمن وتحديد درجة التكامل، حيث تم إجراء اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية (Unit Root Test) بهدف التأكد أن العلاقة بين المتغيرات، حيث تم تطبيق اختبار ديكي-فولر الموسع ADF ، والذي يقوم على اختبار الفرضية العدمية بتوفر خاصية السكون أو الاستقرار للسلاسل الزمنية.

جدول رقم(13): نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.

المتغير	عند المستوى مع وجود الحد الثابت والمقطع		عند المستوى مع وجود الحد الثابت والمقطع		عند المستوى مع وجود الحد الثابت والمقطع	
	القيمة	الاحتمالية	القيمة	الاحتمالية	القيمة	الاحتمالية
OPEC	-1.41	0.58	-0.70	0.97	-0.49	0.50
ABU_DHABI	-1.49	0.54	-1.49	0.83	-0.06	0.66
DUBAI	-1.21	0.67	-1.51	0.83	-0.44	0.52
SAUDI	-1.63	0.47	-1.93	0.64	-0.61	0.45
KUWAIT	-0.79	0.82	-2.33	0.42	-0.40	0.54
QATAR	-2.08	0.25	-2.16	0.51	0.00	0.68
AMMAN	-1.18	0.68	-2.72	0.23	-0.62	0.45
AL_QUDS	*-2.61	0.09	** -3.53	0.04	-0.19	0.62

• تم استخدام اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)

• تشير ** ، * ، إلى درجة المعنوية الإحصائية عند 1% و 5% و 10% على التوالي.

يعرض الجدول رقم(13)، نتائج اختبارات جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) لكل من سعر النفط، وأسعار إغلاق مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وسوق الأسهم السعودي، وبورصة الكويت وبورصة قطر وبورصة عمان، وبورصة فلسطين، حيث أن فرضية العدم أو الفرضية الصفرية تفترض وجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة، وتشير النتائج إلى قبول الفرضية الصفرية، أي أن السلاسل الزمنية في متغيرات الدراسة غير مستقرة عند المستوى، وذلك لوجود جذر الوحدة لمستويات السلاسل الزمنية سواء بوجود الحد الثابت أو مع وجود قاطع وحد ثابت أو عدم وجود الحد الثابت والمقطع، ولكن مؤشر القدس الخاص بسوق فلسطين المالي خالف جميع المتغيرات وهو المتغير الوحيد بين المتغيرات الذي أظهر بأنه لا يحتوي على جذر الوحدة وأن السلاسل مستقرة عند مستوى معنوية (10%) في حال وجود

الحد الثابت وأيضا السلسلة مستقرة في مؤشر القدس عند مستوى (5%) في حالة وجود قاطع وحد ثابت أما في حالة عدم وجود حد ثابت وقاطع فإن السلسلة الزمنية في مؤشر القدس تكون غير مستقرة، وعند إجراء اختبار ديكي فولر الموسع على متغيرات الدراسة عند الفرق الأول فظهرت النتائج كما وردت في الجدول التالي رقم (14):

جدول رقم(14): نتائج اختبارات ديكي-فولر الموسع لجذر الوحدة للمتغيرات عند الفرق الأول.

المتغير	عند الفرق الأول مع وجود الحد الثابت		عند الفرق الأول مع وجود الحد الثابت والمقطع		عند الفرق الأول مع عدم وجود الحد الثابت والمقطع	
	القيمة	الاحتمالية	القيمة	الاحتمالية	القيمة	الاحتمالية
d(OPEC)	4***-32.4	0.00	2***-32.5	0.00	***-32.44	0.00
d(ABU_DHABI)	***-54.35	0.00	5***-54.3	0.00	6***-54.3	0.00
d(DUBAI)	***-30.24	0.00	***-30.24	0.00	5***-30.2	0.00
d(SAUDI)	9***-22.4	0.00	9***-22.4	0.00	9***-22.4	0.00
d(KUWAIT)	***-31.38	0.00	4***-31.4	0.00	9***-31.3	0.00
d(QATAR)	2***-42.7	0.00	2***-42.7	0.00	***-42.72	0.00
d(AMMAN)	2***-33.4	0.00	2***-33.4	0.00	***-33.42	0.00
d(AL_QUDS)	***-53.00	0.00	1***-53.0	0.00	***-53.00	0.00
- تم استخدام اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) - تشير ***, **, * إلى درجة المعنوية الإحصائية عند 1% و 5% و 10% على التوالي.						

والنتائج الظاهرة في الجدول رقم (14) جاءت متوافقة، حيث أن المتغيرات مستقرة عند الفروق الأولى وهذا ما يؤدي إلى رفض فرضية العدم، والتي تشير إلى عدم وجود جذر وحدة للسلاسل الزمنية في متغيرات الدراسة عند فرقها الأول، لذلك فإن كل من سعر النفط، وأسعار إغلاق مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وسوق الأسهم السعودي، وبورصة الكويت وبورصة قطر وبورصة عمان، هي متكاملة من نفس الدرجة وهي من الدرجة الأولى (1)، بينما مؤشر أسعار بورصة فلسطين فهي متكاملة من الدرجة صفر (0) عند مستوى معنوية 10% فقط، وهذه النتائج تتطابق مع النظرية القياسية والتي تفترض بأن غالبية المتغيرات الاقتصادية الكلية تكون غير ساكنة في المستوى ولكن تصبح ساكنة عند الفرق الأول، ومن خلال هذه النتيجة فإنه يوجد العديد من الاختبارات الحديثة والغير تقليدية لفحص فرضيات الدراسة، وهذه الاختبارات التي لها دور مهم في تحليل العلاقات الاقتصادية والمبنية على السلاسل الزمنية في جعلها قابلة للقياس والتحليل الكمي (مرار، 2016)، وعليه فإننا سنقوم باتباع الأساليب والاختبارات الحديثة والغير تقليدية لفحص

فرضيات الدراسة، وستعتمد هذه الاختبارات على اختبار جوهانسون للتكامل المشترك (Johansen co-integration test) ونموذج تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model).

4-2 اختبارات التكامل المشترك:

لإجراء اختبارات التكامل المشترك نقوم بتحديد عدد الفجوات الزمنية (المتباطات) المناسب للنموذج، ونقوم بهذه العملية باستخدام برنامج (E-Views8) الذي يقوم بها اعتماداً على مجموعة من الاختبارات التي يقيس من خلالها القيمة الأنسب للفجوات الزمنية وهناك مجموعة شائعة من المعايير المستخدمة لهذا الغرض ومن أكثرها شيوعاً هي معيار أكايكي Akaike ومعيار شوارز Schwarz حيث أنهما من المعايير شائعة الاستخدام في تحليل السلاسل الزمنية، ويتم اختيار القيمة الأدنى لهذه المعايير ومنها يتم تحديد عدد الفجوات أو المتباطات الأنسب للنموذج.

الجدول رقم (15): نتائج اختبار عدد المتباطات الأنسب.

Lag	AIC	SC
0	118.4601	118.4727
1	75.41397	75.52705
2	75.11157	75.32516*
3	75.07433	75.38844
4	75.06249	75.47711
5	75.05725	75.57238
6	75.04506	75.66071
7	75.03315	75.74932
8	75.02598*	75.84266
* indicates lag order selected by the criterion AIC: Akaike information criterion SC: Schwarz information criterion		

يوضح الجدول رقم (15)، نتائج اختبار عدد المتباطات الأنسب باستخدام معياري أكايكي (AIC) وشوارتز (SC)، وبناءً على النتائج الظاهرة في الجدول فإن عدد المتباطات الأنسب هو (lag=2) حسب معيار شوارتز أما معيار أكايكي فقد كانت النتيجة مختلفة وأظهر بأن عدد المتباطات الأنسب هو (lag=8)، وفي هذه الدراسة سنقوم باعتماد معيار شوارتز وهو (lag=2) لدراسة فرضيات الدراسة

واختبار النماذج المناسبة لكل فرضية، وقام الباحث باختبار عدد المتباطئات الأنسب حسب معيار شوارتز (Sc)، وبناءً على النتائج التي أظهرت استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة وأنها متكاملة من نفس الدرجة وهي الدرجة الأولى (1) إدا مؤشر أسعار بورصة فلسطين فهي متكاملة من الدرجة صفر (0) I.

وكما أشرنا سابقاً في حالة كانت المتغيرات غير مستقرة عند المستوى وساكنة عند الفرق الأول، فإن قد تكون هناك علاقة تكاملية فيما بينها كما أشار (Engle and Granger 1987)، فيستخدم تحليل التكامل المشترك للتوصل إلى العلاقة الحقيقية بين متغيرين أو أكثر، ويتفوق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen 1988) عن الاختبارات الأخرى مثل انجل وجرانجر واختبار داربن واتسون في قدرته على الكشف إذا ماكان هناك تكامل فريد، أي أن التكامل المشترك هو نتيجة انحدار المتغيرات التابعة على المتغير المستقل (مرار، 2016)، وسيتم اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين السلاسل الزمنية في متغيرات الدراسة عن طريق اختبار التكامل المشترك (Johansen 1988) حيث يعتبر اختبار لرتبة المصفوفة (r)، ومن أجل تحديد إمكانية وجود تكامل مشترك وعدد متجهات التكامل المشترك فإنه يوجد اختباران احصائيان هما:

1- اختبار الأثر (Trace-test).

2- اختبار المتجهات الكامنة العظمى (Maximal eigenvectors).

ففي اختبار الأثر (Trace-test) فإن الفرضية الصفرية تفحص إذا كان عدد متجهات التكامل المشترك أقل من أو يساوي عدداً معيناً ($r \leq ?$) ويتم قبول الفرضية الصفرية بوجود علاقة واحدة على الأقل للتكامل المشترك إذا كانت قيمة λ_{trace} أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني القبول بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات على المدى الطويل، أما الاختبار الثاني وهو اختبار المتجهات الكامنة العظمى (Maximal eigenvectors) فإن الفرضية الصفرية تشير بأن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي أو أقل من عدد معين من (r) (مرار، 2016)، وعندها يمكن الحصول على الحالات التالية:

- إذا كانت رتبة المصفوفة مساوية للصفر ($r=0$) تكون هذه المصفوفة صفرية وتكون جميع

المتغيرات لديها جذور وحدة، وأن المتغيرات غير متكاملة تكاملاً مشتركاً فيما بينها.

- إذا كانت رتبة المصفوفة مساوية للواحد ($r=1$) فإنه يوجد متجه تكامل مشترك واحد.
 - إذا كانت رتبة المصفوفة ($1 < r < n$) ما يدل على وجود عدة متجهات متكاملة تكاملاً مشتركاً.
 - إذا كانت جميع المتغيرات ليس لها جذور وحدة، أي أنها متغيرات مستقرة فتكون رتبة المصفوفة رتبة تامة ($r = n$).
- ومما سبق سنقوم بإجراء اختبار جوهانسون للتكامل المشترك على مجموعة من فرضيات الدراسة والفرضيات هي كما يلي:
- ↖ الفرضية الأولى H1: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في كل دولة من الدول المصدرة للنفط.
- ↖ الفرضية الثانية H2: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في كل دولة من الدول المستوردة للنفط.
- ↖ الفرضية الثالثة H3: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط.
- ↖ الفرضية الرابعة H4: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المستوردة للنفط.
- ↖ الفرضية الخامسة H5: هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط و الدول المستوردة للنفط.

3-4 اختبار الفرضية الأولى:

الجدول رقم (16): اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار النفط وأوبك ومؤشرات أسواق

Johansen Cointegration Test المصدرة للنفط

الفرضية	القيمة الحرجة لاختبار الأثر %5	القيمة الحرجة لاختبار القيمة العظمى %5	الأثر $\lambda trace$	القيمة العظمى λMax	قيمة المتجه Eigen Value	الإحتمالية Prob.
$r \leq 0^*$	95.75366	40.07757	112.5035	59.5547	0.014735	0.0022
$r \leq 1$	69.81889	33.87687	52.94883	24.28917	0.006036	0.5075

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

- denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
- **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values
- المتغيرات هي أسعار أوبك و أسعار مؤشر سوق أبوظبي و أسعار مؤشر سوق دبي المالي و أسعار مؤشر سوق السعودية و أسعار بورصة الكويت و أسعار مؤشر سوق قطر.

نلاحظ من الجدول رقم (16)، بأن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية القصوى Max-eigenvalue وإحصائية الأثر Trace Statistic، أكبر من القيم الحرجة Critical Value عند مستوى معنوية 5% وذلك لفرضية وجود متجه واحد على الأقل، مما يعني وجود علاقة للتكامل المشترك، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 التي تقول بوجود علاقة واحدة على الأقل، حيث أن عدد متجهات التكامل المشترك هو $r=1$ عند مستوى معنوية 5%.

4-4 اختبار الفرضية الثانية:

الجدول رقم (17): نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار النفط وأوبك ومؤشرات

Johansen Cointegration Test الدول المستوردة للنفط

الفرضية	القيمة الحرجة لاختبار الأثر %5	القيمة الحرجة لاختبار القيمة العظمى %5	الأثر $\lambda trace$	القيمة العظمى λMax	قيمة المتجه Eigen Value	الإحتمالية Prob.
$r \leq 0$	29.80	21.13	21.38	18.21	0.00	0.33
$r \leq 1$	15.49	14.26	3.17	1.72	0.00	0.96

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

- denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
- **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values
- المتغيرات هي أسعار أوبك و أسعار مؤشر سوق عمان و أسعار مؤشر القدس.

تشير النتائج في الجدول رقم (17)، بأنه لا توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، وبالتالي عدم قبول الفرضية الصفرية H_0 ، وبالتالي عدم وجود متجهات للتكامل المشترك عند مستوى معنوية 5%، مما يدل على عدم إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، حيث أن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية القصوى Max-eigenvalue وإحصائية الأثر Trace Statistic، أقل من القيم الحرجة Critical Value عند مستوى معنوية 5%.

4-5 اختبار الفرضية الثالثة:

الجدول رقم (18): نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم بين

الدول المصدرة للنفط أوبك Johansen Cointegration Test

الفرضية	القيمة الحرجة لاختبار الأثر 5%	القيمة الحرجة لاختبار القيمة العظمى 5%	الأثر A_{trace}	القيمة العظمى λ_{Max}	قيمة المتجه Eigen Value	الإحتمالية Prob.
$r \leq 0^*$	69.818	33.87	70.506	27.659	0.0068	0.044
$r \leq 1$	47.856	27.58	42.846	23.565	0.0058	0.136
- Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level - denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values - المتغيرات هي أسعار مؤشر سوق أبوظبي و أسعار مؤشر سوق دبي المالي و أسعار مؤشر سوق السعودية و أسعار بورصة الكويت و أسعار مؤشر سوق قطر.						

نلاحظ من الجدول رقم (18)، بأنه توجد علاقة تكامل مشترك، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 ، حيث أن عدد متجهات التكامل المشترك هو $r=1$ عند مستوى معنوية 5%.

4-6 اختبار الفرضية الرابعة:

لبحث العلاقات بين المتغيرات تجري اختبار اختبار جوهانسون للتكامل المشترك للتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين أسعار مؤشرات أسواق الأسهم للدول المستوردة **Johansen Cointegration Test**.

الجدول رقم (19): اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار مؤشرات أسواق الأسهم للدول

المستوردة للنفط Johansen Cointegration Test

الفرضية	القيمة الدرجة لاختبار الأثر %5	القيمة الدرجة لاختبار القيمة العظمى %5	الأثر $\lambda trace$	القيمة العظمى λMax	قيمة المتجه Eigen Value	الإحتمالية Prob.
$r \leq 0^*$	15.49471	14.2646	18.17591	16.63351	0.004137	0.0193
- Trace test indicates <u>1</u> cointegrating eqn(s) at the 0.05 level - denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon–Haug–Michelis (1999) p-values - المتغيرات هي أسعار مؤشرات الأسهم في بورصة فلسطين وأسعار مؤشر الأسهم في بورصة عمان						

نلاحظ من الجدول رقم (19)، بأن توجد علاقة للتكامل المشترك، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 ، حيث أن عدد متجهات التكامل المشترك هو $r=1$ عند مستوى معنوية 5%.

4-7 اختبار الفرضية الخامسة:

الجدول رقم (20): اختبار جوهانسون للتكامل المشترك بين أسعار مؤشرات أسواق الأسهم للدول

المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط Johansen Cointegration Test

الفرضية	القيمة الدرجة لاختبار الأثر %5	القيمة الدرجة لاختبار القيمة العظمى %5	الأثر $\lambda trace$	القيمة العظمى λMax	قيمة المتجه Eigen Value	الإحتمالية Prob.
$r \leq 0^*$	125.62	46.23	42.57	154.62	0.01	0.00
$r \leq 1^*$	95.75	40.08	40.89	112.05	0.01	0.00
$r \leq 2^*$	69.82	33.88	27.40	71.17	0.01	0.04
$r \leq 3$	47.86	27.58	23.37	43.77	0.01	0.11
- Trace test indicates <u>3</u> cointegrating eqn(s) at the 0.05 level - denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon–Haug–Michelis (1999) p-values - المتغيرات هي أسعار مؤشرات أسعار مؤشر سوق أبوظبي و أسعار مؤشر سوق دبي المالي و أسعار مؤشر سوق السعودية و أسعار بورصة الكويت و أسعار مؤشر سوق قطر وأسعار مؤشرات الأسهم في بورصة فلسطين وأسعار مؤشر الأسهم في بورصة عمان						

تشير النتائج في الجدول رقم (20)، بوجود عدة متجهات متكاملة تكاملاً مشتركاً، وبالتالي نقبل الفرضية الصفريية H_0 ، حيث أن عدد متجهات التكامل المشترك هو $r=3$ عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن هناك مجموعة من العلاقات التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

4-8 مناقشة النتائج الفرضية الأولى والثانية والثالثة والرابعة والخامسة.

الجدول رقم (21): نتائج الفرضيات الأولى والثانية والثالثة والرابعة والخامسة.

رقم الفرضية	قبول الفرضية	رفض الفرضية	عدد متجهات التكامل المشترك
الفرضية الأولى	✓		$r=1$
الفرضية الثانية		✓	$r=0$
الفرضية الثالثة	✓		$r=1$
الفرضية الرابعة	✓		$r=1$
الفرضية الخامسة	✓		$r=3$

وبناءً على النتيجة النهائية فإن الهدف الأول من هذا البحث وهو اختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين عوائد النفط وعوائد أسواق الأوراق المالية لكل دولة من الدول المختارة قد تحقق، وأظهرت النتائج الخاصة باختبار التكامل المشترك الخاص بالفرضيات الخمس الأولى بأن هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشر أسعار النفط ومؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، كما أن هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط، وعلاقة تكامل مشترك بين الدول المستوردة للنفط، بالإضافة مجموعة من علاقات التكامل المشترك بين أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط والدول المصدرة للنفط، ولكن لا توجد علاقة تكامل مشترك بين مؤشر أسعار النفط (أوبك) ومؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط، وهذا الاختبار يجيب عن التساؤل المطروح في بداية الدراسة وهو:

- هل هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط وأسعار الأسهم؟

فتكون إجابة هذا السؤال مختلفة فهناك علاقة بين أسعار النفط ومؤشر أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط ولا توجد على بين أسعار النفط ومؤشر أسعار النفط للدول المستوردة للنفط، وهذا

طبيعي فكل الدول المصدرة للنفط المشمولة في الدراسة هي دول رئيسية في انتاج وتصدير النفط وتعتمد اعتماد كبير في موازناتها وبرامجها الاقتصادية على الدخل الناتج من بيع النفط، ولا يخفى على أي أحد دور القطاع النفطي في تنمية منطقة الخليج وتطويرها والتي استفادت من العائدات النفطية بشكل كبير وحدثت تحولات كبيرة في كافة المجالات، شملت النواحي الاقتصادية والاجتماعية، والأسواق المالية في دول الخليج هي جزء من القطاعات الاقتصادية التي تطورت في دول الخليج وأصبح لها دور مهم في اقتصاديات الدول الخليجية، وهو ما انعكس في النتائج الظاهرة من اختبارات التكامل المشترك وهذا ينسجم أيضاً مع الدراسات السابقة المذكورة في الفصل الثاني ومن أبرزها دراسة (Duc Khuong Nguyen & Mohamed El Hedi Arouria, Amine Lahiani, 2011) ودراسة (Alabdulwahab, 2015) ودراسة (Fayyad & Daly, 2010) ودراسة (Arouri, Lahiani & Nguen, 2011) ودراسة (أبوعمشة، 2013) ودراسة (Amier, 2016)، أما ما يخص النتيجة التي توصلت إليها الدراسة بأنه لا توجد علاقة بين أسعار النفط (أوبك) ومؤشر أسعار النفط للدول المستوردة للنفط فهذه النتيجة منطقية فهذه الدول تتأثر في أسعار النفط ولكن ليس لها تأثير على قطاع النفط كونها مستهلكة وليست منتجة أو مصدرة له، ومما لا شك فيه بأن الدول المستوردة تستفيد من انخفاض أسعار النفط وتحقق أداء اقتصادي أفضل وكلما أنخفضت أسعار النفط بالنسبة للدول المستوردة كلما أنخفضت تكاليف المنتجات المعتمدة على النفط، ولكن هذه النتيجة اتفقت مع مع دراسة (حمادي، 2009) ودراسة (Boldanova, Degiannakis & Filis, 2016)، ولم تتفق مع النتيجة التي توصل إليها الباحث (Amier, 2016) في دراسته حيث أنه أشار هناك دلالة احصائية مهمة بين الصدمات في أسعار النفط وفي أسعار الأسهم في كل من الدول المستوردة والمصدرة بنفس المقدار ولكن النتيجة كانت مختلفة في هذه الدراسة حيث أن العلاقة كانت فقط بين أسعار النفط و مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط .

أما ما يخص العلاقة البينية بين مؤشرات أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة والدول المستوردة للنفط، فإن النتائج كانت منطقية فهناك علاقة بينية بين أسعار مؤشرات أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأيضاً منطقية في العلاقة البينية بين أسعار مؤشرات الأسواق في الدول المستوردة للنفط، ولكن ما يميز هذه الدراسة بأن العلاقة البينية بين أسعار مؤشرات أسعار الأسهم في الدول

المستوردة للنفط ومؤشرات أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط كانت لها عدة متجهات متكاملة تكاملاً مشتركاً وهذا يدل على قوة العلاقة بين أسواق الأسهم ولكن تختلف قوتها من سوق لآخر وتختلف في حجم تأثيرها المتبادل، وقد يكون هناك سبب رئيسي آخر وهو قرب هذه الأسواق المشمولة في الدراسة والتي تتبع نفس المناخ والمقومات ولكن طبيعة هذه الأسواق تختلف فمنها من يسمح للأجانب في التداول بأسواقها، ومنها أسواق لها محددات على تداول الأجانب، وأيضاً منها ما تسمح للأجانب بالتداول حسب شروط ومعايير خاصة بكل سوق، وهذه النتيجة أجابت بشكل جزئي عن الهدف الرابع من الدراسة وأيضاً بشكل جزئي عن السؤال القائل:

- هل تختلف الإجابة عن الأسئلة السابقة ما بين أسعار الأسهم للدول المصدرة وأسعار الأسهم للدول المستوردة؟

فكانت الإجابة نعم تختلف ولكن النتيجة العامة للفرضيات الثالثة والرابعة والخامسة انسجمت مع غالبية الدراسات ومن أبرزها دراسة (Alabdulwahab, 2015)، ودراسة (السواعي، 2009) ودراسة (Fayyad & Daly, 2010)، ومن المهم الإشارة إلى أن أسواق الأسهم الإماراتية تعتبر جاذبة أكثر للاستثمارات الأجنبية لجميع الجنسيات فتعتبر من أوائل الأسواق الخليجية التي سمحت بتداول الأجانب فيها كما أن نسبة تداول الخليجيين في أسواق الأسهم الإماراتية تشكل جزء مهم من التداولات.

4-9 نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) Vector Error Correction Model:

وبناءً على النتائج السابقة والتي أشارت بوجود علاقة تكامل مشترك بين الفرضيات التي تم دراستها سابقاً فهذا يعني إمكانية تصميم نموذج متجه انحدار ذاتي (Vector Error Correction Model "VECM") بحث يقوم مفهوم تصحيح الخطأ في هذه الدراسة على أن هناك علاقة توازن بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ومن أهم ما يميز طريقة تصحيح الخطأ عن الطرق الأخرى مثل طريقة إنجل وجرانجر وطريقة جوهانسون بأن لها القدرة على فصل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة إلى علاقة طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل، بالإضافة إلى فصل معامل حد تصحيح الخطأ (مرار، 2016)، كما يتم استخدام نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) Vector Error Correction Model، للتعرف على اتجاه العلاقة بين المتغيرين وتحليل سلوك

تلك العلاقة في الأجل القصير، حيث أشارت طريقة إنجل وجرانجر (Engle-Granger) إلى كيفية دمج طريقة جرانجر (Granger) الاعتيادية لاختبار السببية في نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model، فإذا كانت المتغيرات في نموذج (VAR) Vector Autoregression متكاملة تكاملاً مشتركاً من الدرجة الأولى، فإنه يمكن استخدام نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) Vector Error Correction Model المشتق من نموذج VAR من أجل تحديد اتجاه السببية بالإضافة إلى إمكانية تقدير سرعة تكيف أي اختلال في الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة (بوالشعور، 2012)، وكما يشير Engle and Granger (1987) بأنه في حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات فهذا يعني وجود علاقة سببية باتجاه واحد على الأقل، وهذا يؤكد أنه من الضروري استخدام فحص جرانجر السببية متضمنةً متجه تصحيح الخطأ المتباطئ لفترة زمنية واحدة (Lagged Error Correction Term) "ECT_{t-1}" عوضاً عن استخدام فحص جرانجر السببية والذي قد يكون مضللاً في هذه الحالة، ومن خلال معنوية معامل الخطأ التصحيحي ("ECT" Error Correction Term) يتم الكشف عن العلاقة السببية في المدى الطويل، أما في المدى القصير فيتم الكشف عن العلاقة السببية من خلال فحص المعنوية المشتركة (joint significance) لمعاملات المتغيرات عند الارتباطات الزمنية التي تم تحديدها سابقاً والذي يسمى اختبار F لمتغيرات الفروق المتباطئة (Lagged differences)، وتعني الإشارة السالبة لمعامل تصحيح الخطأ بأن هناك اختلالاً في التوازن الموجب، وهذا يتطلب وجود آلية لحدوث تعديلات قصيرة، بمعنى أن ينخفض الخطأ للعودة للتوازن في المدى الطويل، وبشكل عملي تكون قيمة المتغير في الفترة السابقة أعلى من مستوى التوازن، ولذلك فإن قيمة هذا المتغير تبدأ في الانخفاض في الفترة التالية، وذلك لتصحيح الخطأ والعودة إلى التوازن في المدى الطويل، كما أن سرعة التعديلات (speed of adjustment) تقاس بقيمة معامل تصحيح الخطأ وهي عبارة عن مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة (مرار، 2016)، وغالباً ما تقاس سرعة التعديلات (speed of adjustment) من خلال فترة نصف العمر (half-life)، والذي

يعتبر الوقت اللازم من أجل التخلص من 50٪ من الانحراف (Advance time-series analysis, 2012)، ويمكن حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$t_{halftime} = \frac{\ln 2}{\gamma}$$

ولاستخدام نموذج تصحيح الخطأ هناك متطلبات رئيسية وهي أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة وأن يكون هناك تكامل مشترك بين المتغيرات، حيث تم التوصل لهذه النتيجة في الاختبارات التي قمنا بإجرائها سابقاً، حيث أن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى والدرجة صفر في مؤشر أسعار سوق فلسطين المالي، وكذلك وجود علاقة للتكامل المشترك بين المتغيرات. وتتكون هذه الدراسة من مجموعة من نماذج تصحيح الخطأ تتبع لمجموعة من الفرضيات، ولاختبار وجود علاقة تصحيح في الأجل الطويل سيتم أولاً اختيار أسعار مؤشرات الأسهم للدول المصدرة متغيراً تابعاً ومؤشر أسعار النفط أوبك متغيراً مستقلاً، حتى نتمكن من تقدير العلاقة طويلة الأمد بين المتغيرين كما في المعادلة التالية:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + u_t$$

إذ أن:

y_t : المتغير التابع (مؤشرات الأسهم للدولة المصدرة).

x_t : المتغير المستقل (مؤشر أسعار النفط أوبك).

u_t : الخطأ العشوائي

وسنقوم باختبار الفرضيات التالية:

◀ الفرضية السادسة H6: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل

بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط.

◀ الفرضية السابعة H7: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل

بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط.

◀ الفرضية الثامنة H8: تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل

بين مؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط.

4-10 اختبار الفرضية السادسة:

ولاختبار الفرضية السادسة سنقوم بالاختبارات التالية :

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية.

$$ABU_DHABI = C + OPEC + RESIDABOP$$

حيث تمثل: RESIDABOP: هي بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك) ECM.

الجدول رقم(22): العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEC	-6.9057	0.622445	-11.0945	0.00
C	4194.909	52.31819	80.1807	0.00
R-squared	0.029745			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	9123.0			
Dependent Variable: ABU DHABI				

من النتائج الظاهرة في الجدول أعلاه رقم(22)، فإن قيمة معامل التحديد (R-squared) تشير بأن العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية ذات دلالة احصائية، ولكن يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، ونتيجة لذلك نلجأ إلى اختبار المدى الطويل:

الجدول رقم(23): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDABOP(-1)	-0.00114	0.000677	-1.68663	0.0918
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESIDABOP) Null Hypothesis: RESIDABOP has a unit root Method: Least Squares				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(23)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين مؤشر أسعار النفط أوبك ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(24): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEC)	4.229706	0.683431	6.188929	0
C	0.273062	0.66146	0.412818	0.6798
RESID_ABUDHABI(-1)	-0.000676	0.000665	-1.015935	0.3097
R-squared	0.029745			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	123.0875			
Durbin-Watson stat	1.705968			

Dependent Variable: D(ABU_DHABI) •

Included observations: 4016 after adjustments •

EMC(-1)=RESID-ABUDHABI(-1) •

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (24)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشر سوق النفط أوبك وبين أسعار مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية طويل المدى، بالنظر إلى المعامل المقدّر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.0007) ، بمعنى أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.07%) ، بمعنى أن أداء مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية يصحح 50% من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو (0.07%) ، وسرعة التعديل نحو التوازن تستغرق 1025 يوم بمعنى آخر مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية يستقر بعد 1025 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار النفط أوبك.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي ومؤشر أسعار النفط أوبك.

$$DUBAI = C + OPEC + RESID_DUBAI$$

حيث تمثل: RESID_DUBAI: بواقي العلاقة طويلة الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك). ECM.

الجدول رقم(25): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEC	-18.7733	1.062078	-17.676	0.00
C	4885.707	89.27057	54.7292	0.00
R-squared	0.0722			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	312.4412			
Dependent Variable: DUBAI				
Method: Least Squares				
Number of observations: 4017				

يشير الجدول أعلاه رقم(25)، بأن معامل التحديد (R-squared) ذو دلالة احصائية، ولكن يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف نقوم بإجراء الخطوة التالية للتأكد بأن هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، فنقوم باختبار التكامل المشترك:

الجدول رقم(26): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID_DUBAI(-1)	-0.00088	0.000641	-1.37224	0.1701
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESID_DUBAI) • Null Hypothesis: RESIDABOP has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(26)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويل الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(27): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEC)	4.846591	1.059991	4.572295	0.00
C	0.140686	1.026253	0.137087	0.891
RESID_DUBAI(-1)	-0.000679	0.000605	-1.123165	0.2614
R-squared	0.005532	Dependent Variable: D(DUBAI) • Included observations: 4016 after adjustments • ECM(-1)=resid-Dubai(-1) •		
Prob(F-statistic)	0.000015			
F-statistic	11.16244			
Durbin-Watson stat	2.051561			

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (27)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية وطويلة الأجل بين أسعار مؤشر سوق النفط أوبك وبين أسعار مؤشر سوق دبي المالي، بالنظر إلى المعامل المقدّر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.0007) ، بمعنى أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.07%) ، وتكون سرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر سوق دبي المالي 1020 يوم، بمعنى آخر مؤشر أسعار سوق دبي المالي يستقر بعد 1020 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار النفط أوبك.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار النفط أوبك.

$$SAUDI=C+OPEC+ RESID_SAUDI$$

حيث تمثل: RESID_SAUDI: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك) .ECM

الجدول رقم(28): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEC	-24.5353	1.704095	-14.3979	0.00
C	10426.04	143.2339	72.7903	0.00
R-squared	0.049096	Dependent Variable: SAUDI Method: Least Squares Number of observations: 4017		
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	207.2985			

من الملاحظ في الجدول رقم(28) بأن معامل التحديد (R^2) ذو دلالة احصائية، وللتأكد من استقرارية البوابة وتكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين نقوم باختبار التكامل المشترك:

الجدول رقم(29): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID_SAUDI(-1)	-0.0014	0.000809	-1.73327	0.0831
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID_SAUDI) Null Hypothesis: RESID_SAUDI has a unit root Method: Least Squares				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(29)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(30): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار سوق الأسهم السعودي.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEC)	10.44718	2.23475	4.674878	0
C	-0.299943	2.163815	-0.138618	0.8898
RESID_SAUDI(-1)	-0.001169	0.000794	-1.472062	0.1411
R-squared	0.005972			
Prob(F-statistic)	0.000006			
F-statistic	12.05579			
Durbin-Watson stat	1.845464			
Dependent Variable: D(SAUDI) Included observations: 4016 after adjustments EMC(-1)=RESID-SAUDI(-1)				

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (30)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشر سوق النفط أوبك وبين أسعار مؤشر السوق المالية السعودية طويل الأجل، بالنظر إلى المعامل المقدّر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.001) ، بمعنى أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.1%) ، بمعنى أن أداء مؤشر السوق المالية السعودية يصحح من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو (0.1%) ، أي أن

مؤشر أسعار السوق المالية السعودية يستقر بعد 592 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار النفط أوبك.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار سوق بورصة الكويت ومؤشر أسعار النفط أوبك.

$$KUWAIT=C+OPEC+ RESID_KUWAIT$$

حيث تمثل: RESID_KUWAIT: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك) ECM.

الجدول رقم(31): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق بورصة الكويت ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEC	-2.82219	1.561796	-1.80701	0.07
C	8544.231	131.2733	65.08737	0.00
R-squared	0.000813			
Prob(F-statistic)	0.070835			
F-statistic	3.265297			
Dependent Variable: KUWAIT •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(31) معامل التحديد (R-squared) له دلالة احصائية، ونقوم بالخطوة التالية وهي اختبار التكامل المشترك للتأكد من استقرارية البواقي ويكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.

الجدول رقم(32): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق بورصة الكويت ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID_KUWAIT(-1)	-0.00029	0.000362	-0.78871	0.4303
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESID_KUWAIT) • Null Hypothesis: RESID_KUWAIT has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(32)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازن طويلة الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(33): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار بورصة الكويت.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEC)	5.166924	0.943227	5.477923	0
C	-0.191998	0.913301	-0.210224	0.8335
RESID_KUWAIT(-1)	-0.000205	0.000366	-0.560624	0.5751
R-squared	0.005532			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	11.16244			
Durbin-Watson stat	1.670262			
Dependent Variable: D(KUWAIT) •				
Included observations: 4016 after adjustments •				
ECM(-1)=resid-Kuwait(-1) •				

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (33)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشر سوق النفط أوبك وبين أسعار مؤشر بورصة الكويت طويل الأجل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.0002) ، بمعنى أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.02%) ، بمعنى أن أداء مؤشر بورصة الكويت يصحح من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو (0.02%) ، وسرعة التعديل نحو التوازن في مؤشر أسعار بورصة الكويت يستقر بعد 3381 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار النفط أوبك.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار بورصة قطر ومؤشر أسعار النفط أوبك.

$$QATAR=C+OPEC+ RESID_QATAR$$

حيث تمثل: RESID_QATAR: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك)
ECM.

الجدول رقم(34): علاقة الانحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEC	14.89946	1.290096	11.54912	0
C	7924.703	108.436	73.08181	0
R-squared	0.032153			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	133.3821			
Dependent Variable: QATAR •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(34) معامل التحديد (R-squared) له دلالة احصائية، ولكن يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، فنقوم باختبار التكامل المشترك التالي:

الجدول رقم(35): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر ومؤشر أسعار النفط أوبك.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID_QATAR(-1)	-0.00146	0.00081	-1.80367	0.0714
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESID_QATAR) • Null Hypothesis: RESID_QATAR has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(35)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(36): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار سوق النفط أوبك و بين مؤشر أسعار بورصة قطر.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEC)	11.92467	1.748375	6.820433	0
C	0.99237	1.691566	0.586657	0.5575
RESID_QATAR(-1)	-0.001399	0.000821	-1.704005	0.0885
R-squared	0.012411	- Dependent Variable: D(QATAR) - Included observations: 4016 after adjustments - EMC(-1)=RESID-QATAR(-1)		
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	25.21479			
Durbin-Watson stat	1.675331			

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (36)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشر سوق النفط أوبك وبين أسعار مؤشر بورصة قطر طويل الأجل، بالنظر إلى المعامل المقدّر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.001) ، بمعنى أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.01%) ، بمعنى أن أداء مؤشر بورصة قطر يصحح من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو (0.01) ، ومؤشر أسعار بورصة قطر يستقر بعد 495 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار النفط أوبك. والجدول التالي يلخص نتائج الفرضية القائلة بأن عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط.

جدول رقم (37): نتائج الفرضية السادسة.

المتغير المستقل	المتغير التابع	سرعة التعديل نحو التوازن (Speed of Adjustment)
أوبك	سوق أبوظبي للأوراق المالية	1025 يوم
أوبك	سوق دبي المالي	1020 يوم
أوبك	سوق الأسهم السعودي	592 يوم
أوبك	بورصة الكويت	3381 يوم
أوبك	بورصة قطر	495 يوم

تشير النتائج الظاهرة في الجدول أعلاه رقم (37)، بأن هناك تباين في نتائج سرعة التعديل نحو التوازن وهذا يؤثر إلى مدى تأثر كل سوق بمؤشر أسعار النفط حيث أن أسرع الأسواق تأثراً هي بورصة قطر يليها سوق الأسهم السعودي ثم سوق دبي المالي ثم سوق أبوظبي للأوراق المالية ثم بورصة الكويت، ومن الملاحظ بأن سوق الكويت يعتبر بطيء جداً بالمقارنة مع الأسواق الخليجية الأخرى وذلك لأن قد يكون ناتج عن مكونات مؤشر بورصة الكويت حيث أن لكل سوق طريقة خاصة في احتساب المؤشر وعليه فإن شركات قطاع النفط قد تكون أقل نشاطاً من الشركات في القطاعات الأخرى ولا يتم احتسابها في المؤشر العام مما يخفف أثر صدمات أسعار النفط، أما بورصة قطر والسعودية فتأثرهما بشكل كبير في صدمات أسعار النفط حيث تعتبر السعودية من أكبر المنتجين للنفط بالإضافة لقطر فإنها تعتبر من أكبر المنتجين للنفط والغاز الطبيعي وعليه فإن هناك شركات ناشطة جداً في السوق السعودي مثل شركة سابك والتي تعتبر من أكبر الشركات في السوق السعودي فهي كشركة بتروكيماويات تعتمد في المادة الخام على النفط كما أن لها ثقل كبير في السوق السعودي سواء في المؤشر أو في التأثير النفسي على المستثمرين، أما في السوق القطري فإن هناك شركات لها معدل تداول مرتفع في بورصة مثل شركة ناقلات والتي تختص بنقل الغاز المسال حول العالم قد يكون لها تأثير إيجابي في معدل سرعة التعديل، أما أسواق الأسهم في دولة الإمارات فكانت النتيجة متقاربة جداً في معدل سرعة التعديل وهذا كون كلا السوقين في نفس الدولة وفي نفس المناخ الاستثماري عموماً وأيضاً سرعة التعديل نحو التوازن تعتبر متوسطة بالمقارنة ما بين الأسواق الخليجية المشمولة في الدراسة، وهذا قد يفسر بأن القطاع العقاري في أسواق الإمارات هو في الغالب من أنشط القطاعات.

11-4 اختبار الفرضية السابعة:

حيث الفرضية السابعة تقترض بأنه تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط، ولكن عند فحص العلاقة في اختبارات التكامل المشترك تبين بأنه لا توجد علاقة تكامل مشترك وعليه لا يمكن صياغة نموذج

لتصحيح الخطأ بين أسعار مؤشر أسعار النفط ومؤشرات أسعار الأسهم في الدول المستوردة للنفط، حيث أن الفرضية الثانية تؤكد رفض هذه الفرضية.

4-12 اختبار الفرضية الثامنة:

لفحص الفرضية الثامنة بأنه تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين مؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط، ولدراسة هذه الفرضية نقوم بتقسيمها لثلاث أجزاء.

❖ الجزء الأول: خاص بدراسة العلاقة بين كل مؤشر أسعار لكل سوق من أسواق الدول

المصدرة للنفط وباقي مؤشرات الأسعار لأسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

❖ الجزء الثاني: خاص بدراسة العلاقة بين كل مؤشر من مؤشرات الأسعار لكل سوق من

أسواق الدول المستوردة للنفط وباقي مؤشرات الأسعار لأسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط.

❖ الجزء الثالث: خاص بدراسة العلاقة بين كل مؤشر أسعار سوق الأسهم في الدول المستوردة

للنفط وباقي مؤشرات الأسعار لأسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

نقوم بإجراء الاختبارات الخاصة باختبارات نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) الخاصة

بالجزء الأول من الفرضية وهي كالتالي:

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

$$ABU_DHABI=C+DUBAI+SAUDI+KUWAIT+QATAR+RESIDAB$$

حيث تمثل: RESIDAB: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك) ECM.

الجدول رقم(38): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DUBAI	0.440744	0.009707	45.40292	0.00
SAUDI	-0.04343	0.004144	-10.4789	0.00
KUWAIT	-0.03397	0.003786	-8.97439	0.00
QATAR	0.216107	0.003512	61.52665	0.00
C	830.4933	47.16814	17.60708	0.00
R-squared	0.895978	Dependent Variable: ABU_DHABI Method: Least Squares Number of observations: 4017		
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	8639.207			

من الملاحظ في الجدول رقم(38) بأن معامل التحديد (R-squared) ذات دلالة احصائية، فنقوم باختبار التكامل المشترك التالي:

الجدول رقم(39): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDAB(-1)	-0.00648	0.001782	-3.63513	0.0003
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESIDAB) Null Hypothesis: RESIDAB has a unit root Method: Least Squares				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(39)، بأن علاقة البواقي غير مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(40): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لسوق أبوظبي للأوراق المالية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.168438	0.503819	0.334322	0.7382
D(DUBAI)	0.337341	0.008437	39.98158	0.00
D(SAUDI)	0.016204	0.003795	4.270363	0.00
D(KUWAIT)	0.061887	0.009239	6.698569	0.00
D(QATAR)	0.072851	0.005051	14.42368	0.00
RESIDAB(-1)	-0.004302	0.00155	-2.775714	0.0055
R-squared	0.426039	Dependent Variable: D(ABU_DHABI) • Included observations: 4016 after adjustments • ECM(-1)=residAB(-1) •		
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	595.3067			
Durbin-Watson stat	1.956581			

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (40)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط وأوبك وبين أسعار مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية في الأجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.004) ، وسرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية 161 يوم بمعنى آخر مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية يستقر بعد 161 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار الدول المصدرة للنفط.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

$$DUBAI = C + ABU_DHABI + SAUDI + KUWAIT + QATAR + RESIDduabi$$

حيث تمثل: RESIDdubai: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك).

الجدول رقم(41): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABU_DHABI	0.7701	0.016961	45.40292	0.00
SAUDI	0.261611	0.003711	70.48747	0.00
KUWAIT	0.228421	0.003541	64.51001	0.00
QATAR	-0.03312	0.006452	-5.13333	0.00
C	-3234.52	39.75001	-81.3715	0.00
R-squared	0.940304	- Dependent Variable: DUBAI - Method: Least Squares - Number of observations: 4017		
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	15798.92			

من الملاحظ في الجدول رقم(41) معامل التحديد (R-squared) له دلالة احصائية، والخطوة التالية اختبار التكامل المشترك للبواقي للتأكد من استقراريتها.

الجدول رقم(42): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDDUBAI(-1)	-0.00751	0.002158	-3.48037	0.0005
- Augmented Dickey-Fuller Test Equation - Dependent Variable: D(RESIDDUBAI) - Null Hypothesis: RESIDDUBAI has a unit root - Method: Least Squares				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(42)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم (43): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم

لسوق دبي المالي وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.10658	0.797503	-0.13365	0.8937
D(ABU_DHABI)	0.841986	0.021141	39.8279	0
D(SAUDI)	0.047252	0.005975	7.907791	0
D(KUWAIT)	0.074858	0.014669	5.103063	0
D(QATAR)	0.045609	0.008164	5.586416	0
RESIDDUBAI(-1)	-0.00704	0.001854	-3.79451	0.0002
R-squared	0.4	Dependent Variable: D(DUBAI) Included observations: 4016 after adjustments ECM(-1)= RESIDDUBAI (-1)		
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	534.65			
Durbin-Watson stat	2.35			

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (43)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط وأوبك وبين أسعار مؤشر سوق دبي المالي في الاجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (0.007)، بمعنى أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.7%)، بمعنى أن أداء مؤشر أسعار سوق دبي المالي يصحح من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو (0.7%)، ومن ناحية اخرى فإن سرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر أسعار سوق دبي المالي 98 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار الدول المصدرة للنفط.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

$$SAUDI = C + DUBAI + ABU_DHABI + KUWAIT + QATAR + RESISAUDI$$

حيث تمثل: RESIDSAUDI: بواقي العلاقة طويلة الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك).

الجدول رقم(44): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABU_DHABI	-0.61342	0.058539	-10.4789	0.00
DUBAI	2.114795	0.030002	70.48747	0.00
KUWAIT	-0.43266	0.012642	-34.2238	0.00
QATAR	-0.0241	0.018399	-1.30971	0.19
C	7361.979	142.6312	51.61548	0.00
R-squared	0.81			
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	4217.824			
Dependent Variable: SAUDI •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(44) بأن معامل التحديد (R-squared) ذو دلالة احصائية، ولكن يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، ونتيجة لذلك نلجأ إلى اختبار التكامل المشترك:

الجدول رقم(45): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESISAUDI(-1)	-0.00717	0.002111	-3.39413	0.0007
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESISAUDI) • Null Hypothesis: RESISAUDI has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(45)، بأن علاقة البواقي غير مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويل الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(46): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم
للسوق المالية السعودية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.41402	2.08935	-0.19816	0.84
D(DUBAI)	0.325933	0.041018	7.946116	0
D(ABU_DHABI)	0.272704	0.065288	4.176936	0
D(KUWAIT)	0.215773	0.038375	5.622757	0
D(QATAR)	0.03041	0.021466	1.416637	0.16
RESISAUDI(-1)	-0.00576	0.001708	-3.37354	0.0007
R-squared	0.07			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	64.13			
Durbin-Watson stat	1.97			
Dependent Variable: D(SAUDI) •				
Included observations: 4016 after adjustments •				
ECM(-1)= RESISAUDI (-1) •				

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (46)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط وأوبك وبين أسعار مؤشر السوق المالية السعودية في الاجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.005) ، وسرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر أسعار السوق المالي السعودي 120 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار الدول المصدرة للنفط.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة الكويت وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

$$KUWAIT = C + DUBAI + ABU_DHABI + SAUDI + QATAR + RESIDKUWAIT$$

حيث تمثل: RESIDKUWAIT: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك).

الجدول رقم(47): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة الكويت وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SAUDI	-0.52228	0.015261	-34.2238	0.00
ABU_DHABI	-0.57926	0.064546	-8.97439	0.00
DUBAI	2.228988	0.034553	64.51001	0.00
QATAR	-0.36284	0.019391	-18.7116	0.00
C	10618.81	112.959	94.00587	0.00
R-squared	0.71			
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	2454.25			
Dependent Variable: KUWAIT •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(47) بأن قيم معامل التحديد (R^2) له دلالة احصائية، ولكن يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، ونتيجة لذلك نلجأ إلى اختبار التكامل المشترك:

الجدول رقم(48): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم لبورصة الكويت وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID_KUWAIT(-1)	-0.006	0.0012	-3.8	0.00
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESIDKUWAIT) • Null Hypothesis: RESIDKUWAIT has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(48)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويل الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم (49): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لاسواق المالية السعودية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.3461	0.855299	-0.40465	0.6858
D(DUBAI)	0.084534	0.016856	5.015072	0
D(ABU_DHABI)	0.179922	0.026633	6.755552	0
D(SAUDI)	0.035429	0.006435	5.505539	0
D(QATAR)	0.102769	0.008639	11.89617	0
RESIDKUWAIT(-1)	-0.00205	0.000637	-3.22286	0.0013
R-squared	0.13	Dependent Variable: D(KUWAIT) • Included observations: 4016 after adjustments • ECM(-1)= RESIDKUWAIT (-1) •		
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	120.16			
Durbin-Watson stat	1.76			

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (49)، هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط وأوبك وبين أسعار مؤشر بورصة الكويت في الاجل الطويل، و أن الانحراف الفعلي عن التوازن بين المتغيرين يصحح بمقدار (0.2%)، بمعنى أن سرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر بورصة الكويت 338 يوم بمعنى آخر مؤشر أسعار بورصة الكويت يستقر بعد 338 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار الدول المصدرة للنفط.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار بورصة قطر وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

$$QATAR=C+DUBAI+ ABU_DHABI+KUWAIT+SAUDI+RESIDQATAR$$

حيث تمثل: RESIDQATAR: بواقي العلاقة طويلة الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك).

الجدول رقم(50): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABU_DHABI	2.246469	0.036512	61.52665	0.00
DUBAI	-0.19703	0.038383	-5.13333	0.00
SAUDI	-0.01774	0.013541	-1.30971	0.19
KUWAIT	-0.22121	0.011822	-18.7116	0.00
C	3595.543	147.2829	24.41248	0
R-squared	50.7			
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	2991.5			
Dependent Variable: QATAR •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(50) ومعامل التحديد (R-squared) ذات دلالة احصائية، ونقوم بالخطوة التالية وهي إجراء اختبار للتكامل المشترك للبواقي للتأكد من أنها مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، ونتيجة لذلك نلجأ إلى اختبار التكامل المشترك:

الجدول رقم(51): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة قطر وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDQATAR(-1)	-0.0064	0.001682	-3.80251	0.0001
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESIDQATAR) • Null Hypothesis: RESIDQATAR has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(51)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويل الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم (52): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم لالسوق المالية السعودية وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.846365	1.535126	0.551333	0.58
D(DUBAI)	0.16727	0.030246	5.530346	0
D(ABU_DHABI)	0.678215	0.046914	14.45666	0
D(SAUDI)	0.015757	0.011587	1.359913	0.17
D(KUWAIT)	0.329935	0.027832	11.85461	0
RESIDQATAR(-1)	-0.00408	0.001464	-2.78595	0.005
R-squared	90.1			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	184.84			
Durbin-Watson stat	41.7			
Dependent Variable: D(QATAR) •				
Included observations: 4016 after adjustments •				
ECM(-1)= RESIDQATAR (-1) •				

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (52)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط وأوبك وبين أسعار مؤشر بورصة قطر في الاجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (0.004)، وسرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر بورصة قطر 169 يوم إثر أي صدمة في مؤشر أسعار النفط أوبك.

والجدول التالي ملخص نتائج الجزء الأول للفرضية الثامنة:

الجدول رقم(53): ملخص نتائج الجزء الأول من الفرضية الثامنة.

المتغير المستقل	المتغير التابع	سرعة التعديل نحو التوازن (speed of adjustment)
سوق أبوظبي للأوراق المالية	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	161 يوم
سوق دبي المالي	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	98 يوم
سوق الأسهم السعودي	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	120 يوم
بورصة الكويت	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	338 يوم
بورصة قطر	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	169 يوم

ومن خلال الجدول أعلاه رقم:(53)، فإن أسرع الأسواق تأثراً بالصدمات في أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط هو سوق دبي المالي يليه سوق الأسهم السعودي ثم سوق أبوظبي المالي ثم بورصة قطر ثم بورصة الكويت، ولعل من أبرز الملاحظات بأن سوق دبي المالي وسوق الأسهم السعودي هما من أسرع الأسواق تأثراً وهذا ما يفسر على أن لهذين السوقين ميزة خاصة كون هذه السوقين مركزيين في منطقة الخليج فسوق الأسهم السعودي من أكبرها والمستثمرين السعوديين لهم استثمارات رئيسية في معظم أسواق الأسهم الخليجية وهذا يظهر جلياً في النتائج من الجدول أعلاه وهذا ما قد يفسر نظرية انتقال الاستثمارات بين الأسواق حيث إن سوق دبي المالية يسمح بتداول الخليجيين والأجانب أما السوق السعودي فيسمح لتداول الخليجيين فقط وبشروط خاصة بالإضافة لتقييد التداول في السوق للأجانب.

لاختبار الجزء الثاني والثالث معاً من الفرضية الثامنة نقوم بإجراء الاختبارات الخاصة باختبارات نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM).

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار بورصة عمان ومؤشر أسعار بورصة فلسطين.

$$AMMAN=C+AL_QUDS+RESIDAMM$$

حيث تمثل: RESIDAMM: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك).

الجدول رقم(54): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان ومؤشر أسعار بورصة فلسطين.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AL_QUDS	44.	30.06	69.99	0.00
C	4315.0	35.44	98.8	0.00
R-squared	50.5			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	4899.04			
Dependent Variable: AMMAN •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(54) أن معامل التحديد (R-squared) ذو دلالة احصائية، فننتوجه لإجراء اختبار التكامل المشترك للبواقي لتكون مستقرة والانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(55): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان ومؤشر أسعار بورصة فلسطين.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDAMM(-1)	-0.00332	0.001135	-2.92719	0.0034
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESIDAMM) • Null Hypothesis: RESIDAMM has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(55)، بأنه توجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف لأن البواقي مستقرة.

الجدول رقم(56): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار بورصة عمان و بين مؤشر أسعار سوق فلسطين المالي.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.18168	0.421734	-0.43079	0.66
D(AL_QUDS)	0.723282	0.055848	12.95085	0
RESIDAMM(-1)	-0.00033	0.000792	-0.4144	80.6
R-squared	0.04			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	83.9			
Durbin-Watson stat	731.			
Dependent Variable: D(AMMAN) •				
Included observations: 4016 after adjustments •				
EMC(-1)= RESIDAMM (-1) •				

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (56)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار بورصة عمان ومؤشر أسعار بورصة فلسطين في الأجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.0003) ، سرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر بورصة عمان يستغرق 2100 يوم وبمعنى آخر مؤشر أسعار بورصة عمان تستقر بعد 2100 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار بورصة فلسطين. اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار بورصة عمان وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

$$AMMAN = C + ABU_DHABI + DUBAI + SAUDI + KUWAIT + QATAR + RESIDAMA$$

حيث تمثل: RESIDAMA: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك) ECM.

الجدول رقم(57): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABU_DHABI	0.216521	0.01509	14.34858	0.00
DUBAI	0.067555	0.011416	5.917623	0.00
SAUDI	0.074098	0.004015	18.45456	0.00
KUWAIT	0.173431	0.003654	47.45697	0.00
QATAR	-0.16685	0.00468	-35.6502	0.00
C	1160.474	46.79328	24.80002	0.00
R-squared	850.			
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	34418.4			
Dependent Variable: AMMAN •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(57) بأن قيمة معامل التحديد (R-squared) ذات دلالة احصائية، ولكن يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرين، ونتيجة لذلك نلجأ إلى اختبار التكامل المشترك:

الجدول رقم(58): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار بورصة عمان وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDAMA(-1)	-0.00622	0.001767	-3.51862	0.0004
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESIDAMA) • Null Hypothesis: RESIDAMA has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(58)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويل الأمد بين السوقيين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(59): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم
لبورصة عمان وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.17	10.4	-0.42	0.67
D(ABU_DHABI)	5-0.01	30.01	7-1.1	0.24
D(DUBAI)	0.05	0.008	36.5	0
D(SAUDI)	2-0.00	0.003	-0.61	40.5
D(KUWAIT)	20.07	50.007	9.6	0
D(QATAR)	0.048	20.004	511.5	0
RESIDAMA(-1)	2-0.00	0.001	-1.27	0.2
R-squared	90.1			
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	184.84			
Durbin-Watson stat	41.7			
Dependent Variable: D(AMMAN) •				
Included observations: 4016 after adjustments •				
ECM(-1)= RESIDAMA (-1) •				

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (59)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.002) ، وسرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر أسعار بورصة عمان 346 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار الأسهم للدول المصدرة للنفط.

اختبار العلاقة طويلة الأمد بين مؤشر أسعار لبورصة فلسطين وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط:

$$AI-Quds = C + ABU_DHABI + SAUDI + KUWAIT + QATAR + RESIDALQ(-1)$$

حيث تمثل: $RESIDALQ(-1)$: بواقي العلاقة طويل الأمد (علاقة انحدار التكامل المشترك).

الجدول رقم(60): علاقة انحدار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار لبورصة فلسطين وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABU_DHABI	2-0.0	40.00	7-5.2	0.00
DUBAI	30.02	10.00	78.32	0.00
SAUDI	0.033	10.00	831.6	0.00
KUWAIT	0.007	10.00	28.0	0.00
QATAR	1-0.0	0.001	-7.09	0.00
C	2296.0	11.24	26.33	0.00
R-squared	690.			
Prob(F-statistic)	00.0			
F-statistic	11767.			
Dependent Variable: AL_QUDS •				
Method: Least Squares •				
Number of observations: 4017 •				

من الملاحظ في الجدول رقم(60) بأن قيمة معامل التحديد (R-squared) ذات دلالة احصائية، ونقوم بإجراء الاختبار التالي للتكامل المشترك للبواقي للتأكد من استقرارية البواقي.

الجدول رقم(61): اختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار لبورصة فلسطين وباقي مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDALQ(-1)	-0.008	20.00	7-4.7	0
Augmented Dickey-Fuller Test Equation • Dependent Variable: D(RESIDALQ) • Null Hypothesis: RESIDALQ has a unit root • Method: Least Squares •				

نلاحظ من الجدول السابق رقم(61)، بأن علاقة البواقي مستقرة وعليه فإنه يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

الجدول رقم(62): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين المتغيرين مؤشر أسعار الأسهم

لبورصة فلسطين وأسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	60.0	20.1	0.5	0.6
D(ABU_DHABI)	0.01	40.00	53.	10.00
D(DUBAI)	0.005	0.002	32.	40.02
D(SAUDI)	0.003	10.00	73.	0.0002
D(KUWAIT)	10.0	0.002	13.	0.002
D(QATAR)	0.002	0.001	1.9	0.05
RESIDALQ(-1)	-0.004	20.00	7-2.	10.0
R-squared	030.	Dependent Variable: D(AL_QUDS) • Included observations: 4016 after adjustments • ECM(-1)= RESIDALQ (-1) •		
Prob(F-statistic)	0.00			
F-statistic	22			
Durbin-Watson stat	1.67			

وتشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق رقم (62)، بأن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين أسعار مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط و أسعار مؤشر بورصة فلسطين في الأجل الطويل، بالنظر إلى المعامل المقدر لحد تصحيح الخطأ $ECM(-1)$ الذي يساوي (-0.004) ، بمعنى أن سرعة التعديل نحو التوازن لمؤشر بورصة فلسطين يستغرق 173 يوم بمعنى آخر مؤشر أسعار بورصة فلسطين يستقر 173 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر أسعار الأسهم للدول المصدرة للنفط.

والجدول التالي ملخص نتائج الجزء الثاني والثالث للفرضية الثامنة:

الجدول رقم(63): ملخص نتائج الجزء الثالث من الفرضية الثامنة.

المتغير المستقل	المتغير التابع	سرعة التعديل (speed of adjustment)
بورصة عمان	بورصة فلسطين	2100 يوم
بورصة عمان	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	346 يوم
بورصة فلسطين	جميع أسواق الأسهم للدول المصدرة للنفط	173 يوم

بعد إجراء الاختبارات لاختبار الفرضية الثامنة، فإن النتيجة تكون بقبول الفرضية وهي بأنه تتم عملية تعديل في المدى القصير باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين مؤشرات الأسهم للدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسهم للدول المستوردة للنفط ولكن تختلف سرعة التعديلات بين سوق وآخر.

4-13 مناقشة نتائج الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة:

الجدول رقم (64): نتائج الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة.

رقم الفرضية	قبول الفرضية	رفض الفرضية
الفرضية السادسة	✓	
الفرضية السابعة		✓
الفرضية الثامنة	الجزء الأول ✓ الجزء الثاني ✓ الجزء الثالث ✓	

وبناءً على النتيجة النهائية لاختبار الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة والتي تحقق الهدف الثاني من هذا البحث وهو اختبار طبيعة العلاقة وسرعة التعديلات قصير الأجل باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل قد تحقق، من خلال الإجابة عن سؤال البحث الخاص بالهدف الثاني في الدراسة وهو:

- ما هي طبيعة وسرعة التعديلات قصير الأجل باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل إن وجدت؟

وتمت الإجابة عن هذا السؤال في الأجزاء السابقة من اختبار الفرضية السادسة والسابعة والثامنة، واتفقت مع دراسة (السواعي، 2009) والتي اختصت بدراسة العلاقة بين السوق المالية السعودية وبورصة عمان وأشار الباحث بأن هناك علاقة قوية بين عوائد الأصول السعودية والأردنية وتداخل

الاستثمار الأجنبي المباشر بين البلدين بالإضافة لتقاسم الشركاء التجاريين، كما اتفقت النتائج مع دراسة (Boldanova, Degiannakis & Filis, 2016) حيث توصلت الدراسة للاستنتاج القائل بأنه ليس هناك فرق في العلاقات في المؤشرات المالية في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط، فإذا كانت الدولة مصدرة للنفط أو مستوردة للنفط فإن علاقة الأسواق المالية فيها تكون إيجابية، حيث أن السبب غير مرتبط بأسعار النفط فقط وإنما بعامل المضاربة في الأسواق، والمضاربة هي من أهم العوامل التي تؤدي إلى زيادة الترابط بين الأسواق، وخلال الأزمات تزداد علاقة الارتباط بين الأسواق عن باقي الفترات، كما اتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة (حمادي، 2009)، واختلفت هذه الدراسة مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (Filis, 2010) والتي أشارت بوجود علاقة مباشرة أو غير مباشرة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم في الدول المستوردة ولكن عند دراسة الفرضية السابعة تبين بأنه لا توجد علاقة بين مؤشر أسعار النفط ومؤشر الأسعار في الدول المستوردة للنفط وقد يعزى هذا لاختلاف عينة الدول المستوردة للنفط المختارة في هذه الدراسة ودراسة (Filis, 2010).

4-12 اختبارات السببية Granger Causality Test:

بناءً على النتائج السابقة وكما أثبتت بأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وكما ذكرنا بأنه حسب نظرية جرانجر السببية في حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات فهذا يعني وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل، ولكن باستخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك لا يمكننا تحديد اتجاه العلاقة ولهذا السبب سنقوم بإجراء اختبار السببية (Granger Causality) لتحديد اتجاه العلاقة السببية، وهذا الاختبار سيقودنا للإجابة عن سؤال البحث المطروح وهو: ما هو اتجاه العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم؟

ويمكننا الإجابة عن هذا السؤال من خلال الإجابة على الفرضيات المطروحة التالية:

« الفرضية التاسعة H9: مؤشر أسعار النفط يؤثر سلباً وإيجاباً في مؤشرات الأسواق المالية لكل دولة من الدول المصدرة للنفط.

◀ الفرضية العاشرة H10: مؤشر أسعار النفط يؤثر سلباً وإيجاباً في مؤشرات الأسواق المالية لكل دولة من الدول المستوردة للنفط.

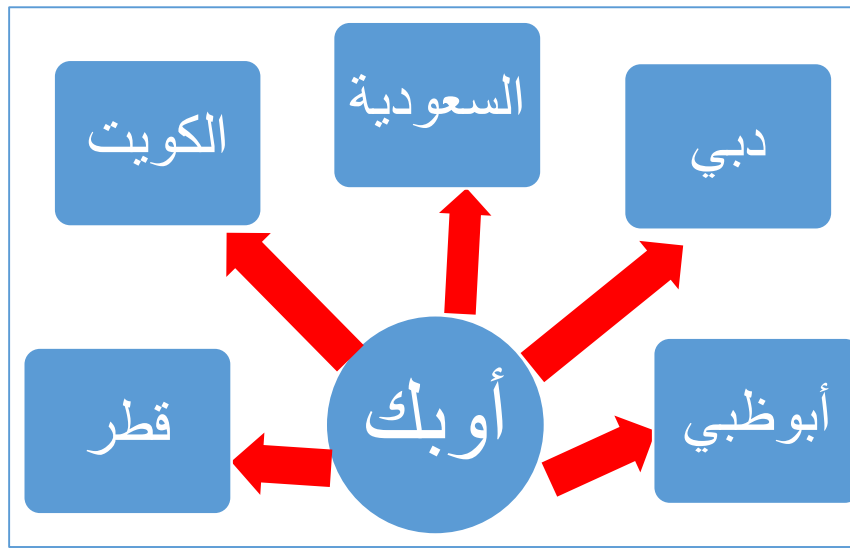
◀ الفرضية الحادية عشر H11: مؤشرات الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط تؤثر سلباً وإيجاباً في مؤشرات الأسواق المالية للدول المستوردة للنفط.

4-13 اختبار الفرضية التاسعة:

الجدول رقم (65): نتائج اختبار السببية بين أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار النفط أوبك.

النتيجة	الاحتمالية	الإحصائية F	اتجاه السببية	
يسبب	0.01200	4.42734	أوبك يسبب أبوظبي	1
لا يسبب	0.57900	0.54651	أبوظبي يسبب أوبك	
يسبب	0.01240	4.39469	أوبك يسبب دبي	2
لا يسبب	0.98770	0.01235	دبي يسبب أوبك	
يسبب	0.00710	4.94919	أوبك يسبب السعودية	3
لا يسبب	0.87730	0.13088	السعودية يسبب أوبك	
يسبب	0.01270	4.37150	أوبك يسبب الكويت	4
لا يسبب	0.82180	0.19622	الكويت يسبب أوبك	
يسبب	0.00004	10.05810	أوبك يسبب قطر	5
لا يسبب	0.33170	1.10395	قطر يسبب أوبك	

نستنتج من الجدول السابق رقم(65)، بأن العلاقة السببية أحادية الاتجاه من مؤشر أسعار النفط أوبك إلى المؤشر العام لأسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، وهذا يدل على أن الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط تتفاعل مع أي صدمة (Shock) في سوق النفط أوبك سواء كانت الصدمة إيجابية أو سلبية، وظهر جلياً تأثير الدول المصدرة للنفط بانخفاض أسعاره وهذا يدل على ارتباط أسواق الأسهم بأسواق النفط، والشكل رقم(7) يلخص النتائج الظاهرة في اختبار السببية Granger أعلاه، بينما يحتوي الملحق رقم (2) النتائج التفصيلية لهذه الاختبارات.



الشكل رقم(7): اتجاه العلاقة السببية بين أسعار النفط أوبك وبين أسعار مؤشرات الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

4-14 اختبار الفرضية العاشرة:

بناءً على النتائج السابقة والتي أثبتت بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات فذا يعني عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر أسعار النفط ومؤشرات أسواق المالية في الدول المستوردة للنفط وهذا يؤدي إلى رفض الفرضية.

4-15 اختبار الفرضية الحادية عشر:

لاختبار هذه الفرضية يتم تقسيمها إلى ثلاثة أجزاء:

❖ الجزء الأول: يتم فيه تحديد اتجاه العلاقة السببية البينية في مؤشرات الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط.

❖ الجزء الثاني: يتم فيه تحديد اتجاه العلاقة السببية البينية في مؤشرات الأسواق المالية للدول المستوردة للنفط.

❖ الجزء الثالث: يتم فيه تحديد اتجاه العلاقة بين المؤشرات المالية في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط.

اختبار الجزء الأول من الفرضية الحادية عشر:

بناءً على النتائج السابقة وكما أثبتت بأن هناك تكامل مشترك فإننا نقوم بإجراء اختبار جرانجر السببية لتحديد اتجاه العلاقة البينية للأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط، والخطوة التالية هي القيام بافتراض الفرضية التالية لإجراء الاختبار:

H0: مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية لا يسبب المؤشر العام لأسعار سوق دبي المالي.

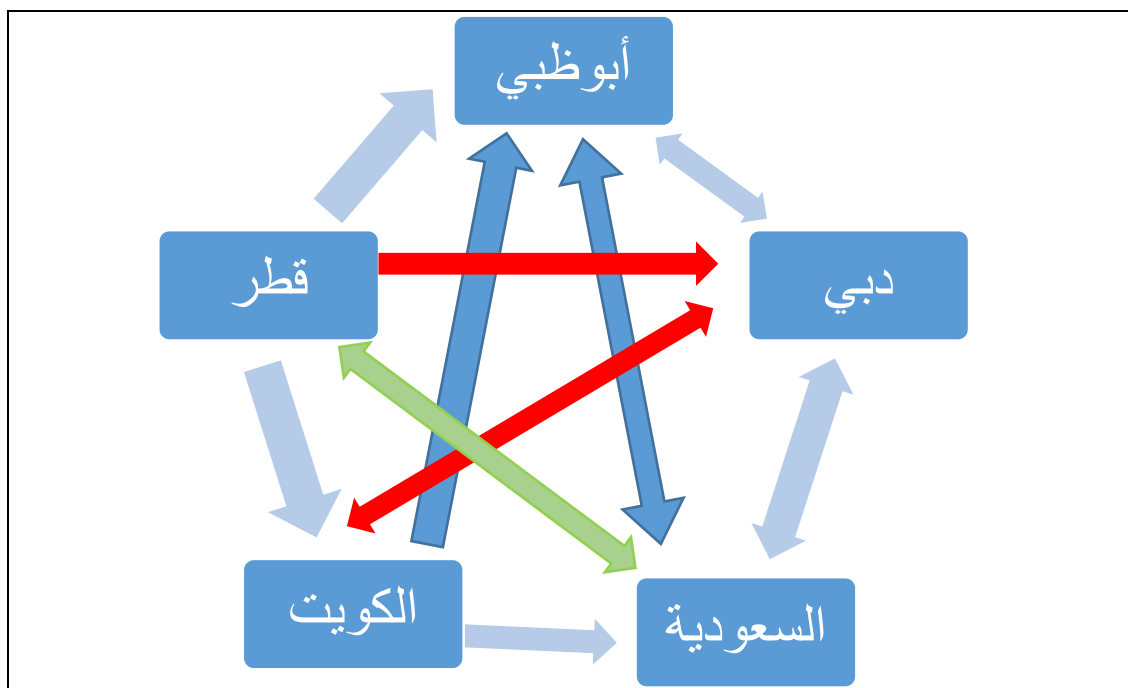
H1: المؤشر العام لأسعار سوق دبي المالي لا يسبب مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية.

وبقية المجموعة تتبع نفس الترتيب كما هو موضح في الجدول التالي رقم(28):

الجدول رقم(66): نتائج اختبار السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار النفط.

النتيجة	الاحتمالية	الإحصائية F	اتجاه السببية	
يسبب	0.00000	53.09730	أبوظبي يسبب دبي	1
يسبب	0.00430	5.46527	دبي يسبب أبوظبي	
يسبب	0.00000	42.85200	أبوظبي يسبب السعودية	2
يسبب	0.00060	7.40204	السعودية يسبب أبوظبي	
لا يسبب	0.10840	2.22297	أبوظبي يسبب الكويت	3
يسبب	0.00020	8.79790	الكويت يسبب أبوظبي	
لا يسبب	0.41160	0.88781	أبوظبي يسبب قطر	4
يسبب	0.00000	15.99440	قطر يسبب الكويت	
يسبب	0.00000	51.30990	دبي يسبب السعودية	5
يسبب	0.00150	6.50019	السعودية يسبب دبي	
يسبب	0.00180	6.32262	دبي يسبب الكويت	6
يسبب	0.00000	19.42200	الكويت يسبب دبي	
لا يسبب	0.27990	1.27389	دبي يسبب قطر	7
يسبب	0.00000	24.60510	قطر يسبب دبي	
لا يسبب	0.37560	0.97948	السعودية يسبب الكويت	8
يسبب	0.00000	75.03870	الكويت يسبب السعودية	
يسبب	0.04060	3.20619	السعودية يسبب قطر	9
يسبب	0.00000	81.79460	قطر يسبب السعودية	
لا يسبب	0.27440	1.29347	الكويت يسبب قطر	10
يسبب	0.00010	8.96099	قطر يسبب الكويت	

نستنتج من الجدول السابق رقم(66)، بأن العلاقة السببية أحادية الاتجاه من مؤشر أسعار بورصة قطر إلى مؤشر أسعار بورصة الكويت ومن مؤشر أسعار بورصة قطر إلى مؤشر أسعار سوق دبي المالي، ومن مؤشر أسعار بورصة قطر إلى مؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية، ومن مؤشر أسعار بورصة الكويت إلى مؤشر أسعار السوق المالية السعودية، ومن مؤشر أسعار بورصة الكويت إلى مؤشر أسعار سوق أبوظبي المالي، وتكون العلاقة السببية متبادلة بين مؤشر أسعار السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية و بين مؤشر أسعار سوق دبي المالي ومؤشر أسعار سوق أبوظبي للأوراق المالية وبين مؤشر أسعار بورصة قطر و مؤشر أسعار السوق المالية السعودية وبين مؤشر أسعار بورصة الكويت ومؤشر أسعار سوق دبي المالي، والشكل رقم(8) يلخص النتائج الظاهرة في اختبار السببية Granger، حيث تم اعتماد القيمة الاحتمالية للحكم على نتائج اختبارات السببية.



الشكل رقم(8): اتجاه العلاقة السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

اختبار الجزء الثاني من الفرضية الحادية عشر:

بناءً على النتائج السابقة والتي أثبتت بأن هناك تكامل مشترك فإننا نقوم بإجراء اختبار جرانجر السببية، والذي يتم من خلاله تحديد اتجاه العلاقة السببية البينية في مؤشرات الأسواق المالية للدول المستوردة للنفط والخطوة التالية هي القيام بافتراض الفرضية التالية لإجراء الاختبار:

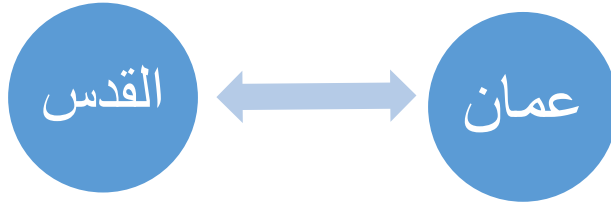
H0: المؤشر العام لأسعار بورصة عمان لا يسبب المؤشر العام لأسعار لبورصة فلسطين.

H1: المؤشر العام لأسعار بورصة فلسطين لا يسبب المؤشر العام لأسعار بورصة عمان.

الجدول رقم(67): نتائج اختبار السببية بين أسعار أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط.

النتيجة	الاحتمالية	الإحصائية F	اتجاه السببية	
يسبب	0.01190	4.43933	القدس يسبب عمان	1
يسبب	0.00005	9.85448	عمان يسبب القدس	

يتضح من الجدول السابق رقم (67)، بأن العلاقة السببية ثنائية (مزدوجة) الاتجاه بين أسعار مؤشرات الأسهم في الدول المستوردة للنفط، وهذا يدل على أن الأسواق المالية في الدول المستوردة للنفط، يكون التأثير متبادل فيما بينها في حال حدوث أزمة في أي من السوقين، والشكل رقم(9) يلخص النتائج الظاهرة في اختبار السببية Granger.



الشكل رقم(9): اتجاه العلاقة السببية بين أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط.

اختبار الجزء الثالث من الفرضية الحادية عشر:

أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بأن هناك مجموعة من علاقات التكامل المشترك بين مؤشرات الأسعار في الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسعار للأسواق المالية في الدول المستوردة للنفط، وبناءً على تلك النتائج سنقوم بإجراء اختبار جرانجر السببية لتحديد اتجاه العلاقة بين مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسعار في الدول المستوردة للنفط، والخطوة التالية هي القيام بافتراض الفرضية التالية لإجراء الاختبار:

وفي هذا الاختبار سيكون هناك مجموعة من الفرضيات الصفرية:

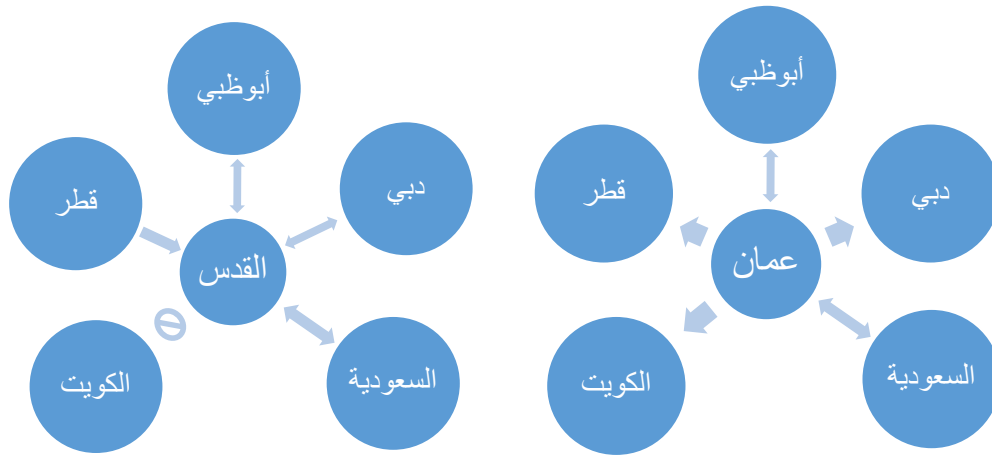
H0: مؤشر أسعار سوق أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط لا يسبب المؤشر العام لأسعار أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط.

H1: مؤشر أسعار سوق أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط لا يسبب المؤشر العام لأسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط.

الجدول رقم(68): نتائج اختبار السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط وأسعار النفط.

النتيجة	الاحتمالية	الإحصائية F	اتجاه السببية	
يسبب	0.00020	8.35104	أبوظبي يسبب عمان	1
يسبب	0.00150	6.52815	عمان يسبب أبوظبي	
يسبب	0.00360	5.63098	أبوظبي يسبب القدس	2
يسبب	0.00230	6.10056	القدس يسبب أبوظبي	
لا يسبب	0.32980	1.10945	دبي يسبب عمان	3
يسبب	0.00110	6.79316	عمان يسبب دبي	
يسبب	0.04890	3.02112	دبي يسبب القدس	4
يسبب	0.00310	5.77229	القدس يسبب دبي	
يسبب	0.05280	2.94306	السعودية يسبب عمان	5
يسبب	0.00000	43.61350	عمان يسبب السعودية	
يسبب	0.06120	2.79566	السعودية يسبب القدس	6
يسبب	0.00005	9.95578	القدس يسبب السعودية	
لا يسبب	0.11330	2.17901	الكويت يسبب عمان	7
يسبب	0.00000	27.91210	عمان يسبب الكويت	
لا يسبب	0.19280	1.64680	الكويت يسبب القدس	8
لا يسبب	0.38130	0.96434	القدس يسبب الكويت	
لا يسبب	0.24130	1.42239	قطر يسبب عمان	9
يسبب	0.00000	13.16830	عمان يسبب قطر	
يسبب	0.00000	12.80840	قطر يسبب القدس	10
لا يسبب	0.16470	1.80416	القدس يسبب قطر	

وبناءً على النتائج الظاهرة في الجدول رقم(68) يمكننا أن نستنتج بأن هناك مجموعة من العلاقات الثنائية المتبادلة بين أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط، وتكون العلاقة السببية أحادية الاتجاه من مؤشر أسعار الأسهم لبورصة عمان إلى مؤشر الأسعار الأسهم لسوق دبي المالي، ومن مؤشر أسعار الأسهم لبورصة عمان إلى مؤشر الأسعار لأسهم لبورصة الكويت، ومن مؤشر أسعار الأسهم لبورصة عمان إلى مؤشر الأسعار لبورصة قطر، ومن مؤشر أسعار الأسهم لبورصة قطر إلى مؤشر الأسعار لأسهم لبورصة فلسطين، ولا توجد علاقة بين مؤشر بورصة الكويت وبورصة فلسطين. والشكل رقم(10) يلخص النتائج الظاهرة في اختبار السببية Granger.



الشكل رقم (10): اتجاه العلاقة السببية بين مؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط ومؤشر أسعار أسواق الأسهم في الدول المستوردة للنفط.

4-16 مناقشة نتائج الفرضيات التاسعة والعاشر والحادية عشر:

الجدول رقم (69): نتائج الفرضيات التاسعة والعاشر والحادية عشر.

رقم الفرضية	قبول الفرضية	رفض الفرضية
الفرضية التاسعة	✓	
الفرضية العاشر		✓
الفرضية الحادية عشر	الجزء الأول ✓ الجزء الثاني ✓ الجزء الثالث ✓	

وبناءً على النتيجة النهائية فإن الهدف الثالث من هذا البحث وهو اختبار اتجاه العلاقة بين عوائد النفط وعوائد أسواق الأوراق المالية لكل دولة من الدول المختارة قد تحقق، من الإجابة عن سؤال البحث الخاص بالهدف الثالث من الدراسة وهو:

- ما هو اتجاه العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم إن وجدت؟

وتمت الإجابة عن هذا السؤال في الأجزاء السابقة من اختبار الفرضية التاسعة والتي أشارت بأن العلاقة السببية أحادية الاتجاه من مؤشر أسعار النفط أوبك إلى المؤشر العام لأسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، وهذا يعني بأن أسعار مؤشرات الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط تتأثر

بارتفاع أو انخفاض أسعار النفط، وهذه النتيجة مغايرة لعلاقة مؤشر أسعار النفط مع الدول المستوردة حيث أنه لا توجد علاقة بينهما وبالتالي تكون الفرضية العاشرة مرفوضة، أما في حالة العلاقة البينية بين مؤشرات الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط أو العلاقة البينية بين مؤشرات الدول المستوردة للنفط فإنها تكون علاقة إيجابية فيما بينها وذات أشكال مختلفة فهناك أسواق متبادلة التأثير وأسواق تتأثر باتجاه واحد، فالسوق السعودي يؤثر ويتأثر في كل الأسواق الخليجية والعلاقة مزدوجة بين السوق السعودي وبقية الأسواق الخليجية الأخرى في عينة الدراسة، وهذا قد يكون ناتج عن كبر حجم السوق السعودي بالإضافة للاستثمارات المتبادلة في دول الخليج حيث أن هناك حرية بين أبناء دول الخليج في التنقل والحركة فيما بينهم بالإضافة إلى أن كل البورصات الخليجية تسمح للتداول بدون قيود لأبناء دول مجلس التعاون الخليجي، كما أن مؤشرات الأسعار في بورصة قطر ذات اتجاه أحادي مع مؤشرات الأسعار لأسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط عدا السوق المالي السعودي فتكون العلاقة مزدوجة الاتجاه، مما يعني تأثير البورصة القطرية يتجه باتجاه واحد من البورصة القطرية لبقية الأسواق المالية في دول الخليج، أما سوق أبوظبي المالي وسوق دبي فالتأثير بينهما مزدوج وذلك لوجودهما في نفس المنطقة الجغرافية بالإضافة لذلك فإن السوقيين تحكمها نفس القوانين والسياسات الاقتصادية ولكن ما يميز سوق دبي عن أبوظبي في هذه الدراسة بأن سوق دبي المالي يتأثر بشكل متبادل مع بورصة الكويت بينما العلاقة بين سوق سوق أبوظبي المالي مع بورصة الكويت ذات اتجاه واحد وتتجه من بورصة الكويت إلى بورصة أبوظبي وهذا يعني بأن مؤشرات الأسعار في بورصة الكويت تؤثر في سوق أبوظبي المالي وليس العكس، وهذا قد يفسر بأن هناك شركات كويتية مدرجة في كلا السوقيين في بورصة الكويت وسوق دبي المالي مثل أسهم شركة المدينة للتمويل والاستثمار وشركة الخليج للاستثمار البترولي وشركة المجموعة العالمية للاستثمار، وعند الحديث عن العلاقة بين الأسواق المالية في الدول المستوردة للنفط فإن العلاقة تكون مزدوجة الاتجاه حيث أن التأثير متبادل في كل من بورصة عمان وبورصة فلسطين وهذا قد يكون بسبب قرب السوقيين بالإضافة لاشتراك المستثمرين فهناك العديد من حاملي الجنسية الأردنية لهم أصول فلسطينية ويسكنون في دولة فلسطين والمملكة الأردنية الهاشمية وهذا له جانب إيجابي في سوق فلسطين للأوراق المالية حيث أن هذه الاستثمارات تزيد من نشاط بورصة فلسطين، ولكن عند الحديث عن

العلاقة بين مؤشرات الأسعار في الدول المصدرة للنفط ومؤشرات الأسعار في الدول المستوردة للنفط، فأنا نتحدث علاقة مزدوجة في التأثير بين كل من سوق أبوظبي المالي وسوق الأسهم السعودي كدول مصدرة للنفط وبين بورصة عمان وبورصة فلسطين كدول مستوردة للنفط، ولكن تختلف بورصة فلسطين بأن لها تأثير مزدوج مع سوق دبي المالي وتأثير باتجاه واحد من بورصة قطر ولا توجد أي علاقة بين بورصة فلسطين وبورصة الكويت، وهذا له عدة تفسيرات من أبرزها كون سوق دبي المالي تنشط فيه عملية المضاربة أكثر من بورصة فلسطين فإن هناك المستثمرين الفلسطينيين ينشطون في كلا السوقين، أما في قطر فإن هناك محددات لتداول الأجانب فالتأثير يكون أحادي الاتجاه من بورصة قطر لبورصة فلسطين والذي قد يكون بسبب الاستثمارات القطرية في بورصة فلسطين، ولكن عند الحديث عن العلاقة بين بورصة عمان فإن ما يميزها هو تأثيرها أحادي الاتجاه من بورصة عمان إلى كل من بورصة قطر وبورصة الكويت وسوق دبي المالي. وهذه النتائج تتطابق مع ما توصلت إليه دراسة (السواحي، 2009) فيما يخص سوق الأسهم السعودي وبورصة عمان، كما اتفقت النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الفرضيات مع دراسة (Fayyad & Daly، 2010) كما اتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Duc Khuong & (Mohamed El Hedi Arouria, Amine Lahiani Nguyen، 2011)، كما اتفقت مع دراسة (عديلة، 2014)، أما في دراسة (Alabdulwahab، 2015) فإن هذه الدراسة اختلفت عنها في النتائج التي تم التوصل إليها بخصوص سوق الأسهم السعودي وبورصة الكويت.

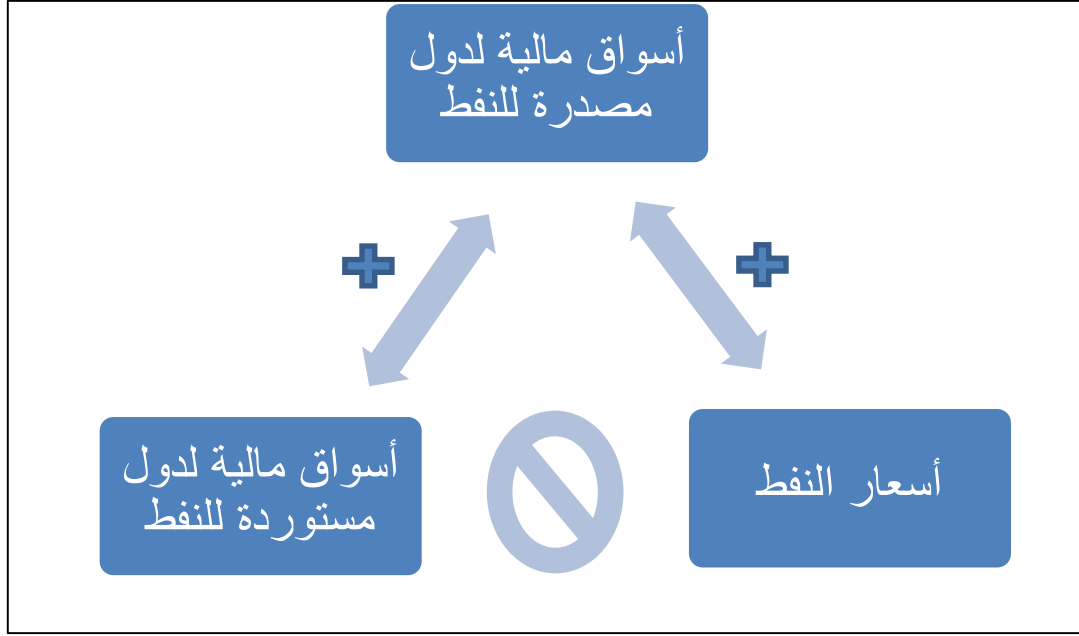
ومن خلال النتائج التي تم التوصل إليها بشكل ضمني لتحقيق الهدف الرابع من هذه الدراسة وهو اختبار العلاقة البينية بين الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط وذلك من خلال الإجابة على التساؤل الخاص بهذا الهدف.

- هل تختلف الإجابة عن الأسئلة السابقة ما بين أسعار الأسهم للدول المصدرة للنفط وأسعار الأسهم في الدول المستوردة للنفط!.

وللإجابة عن هذا السؤال تم اختبار الفرضيات التي تم فحصها سابقاً وهي الفرضية الثالثة والفرضية الرابعة والفرضية الخامسة والفرضية الحادية عشر والتي أكدت قبول الفرضيات وبالتالي فإن النتيجة

لهذا السؤال تكون بأن العلاقة البينية بين الأسواق المالية في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط لا تختلف عن الأسئلة السابقة.

وبناءً على النتائج التي توصلت إليها الدراسة يتم تعديل الشكل رقم 5 في الفصل الثاني ليصبح كما هو في الشكل رقم (11).



شكل رقم (11): نتائج طبيعة العلاقة بين أسعار النفط والأسواق المالية للدول المصدرة والمستوردة للنفط.

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

1-5 الاستنتاجات:

تشير النتائج التي توصل إليها الباحث بأن الأسواق المالية في دول الخليج والتي صنفت في هذه الدراسة كدول مصدرة للنفط تتأثر على المديين القصير والطويل بأسعار النفط أوبك، وهذا التأثير يتفاوت من دولة لأخرى لعدة عوامل حيث تختلف هذه الدول من حيث المساحة وعدد السكان وحجم الاحتياطيات النفطية، ولكن لم يظهر تأثير أسعار النفط أوبك على أسعار الأسهم في الدول المستوردة للنفط في العينة وهما دولة فلسطين والمملكة الأردنية الهاشمية.

وكانت النتائج الخاصة بالفرضية الثالثة (بأن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المصدرة للنفط) ضمن التوقعات حيث أن الحدود المشتركة وطبيعة المنتج الرئيسي وهو النفط لدول الخليج وهي دول منتجة ومصدرة للنفط، كان له أثر بالغ في تبادل التأثيرات في الأسواق الخليجية عدا بورصة الكويت وبورصة قطر حيث كان التأثير أحادي الإتجاه على المدى القصير، بينما أسواق الأسهم لكل من أبوظبي ودبي والسعودية أظهرت بأنها تتأثر بشكل مزدوج الإتجاه وتتفاعل على المدى القصير بشكل أكبر فيما بينها عن بقية أسواق الأسهم، كما أن هناك تأثير متبادل بين بورصة قطر وسوق الأسهم السعودي.

أما عن علاقة بورصة فلسطين وبورصة عمان فكانت إيجابية حيث أن وجود علاقات اجتماعية واقتصادية وجغرافية مشتركة فهناك مستثمرين مشتركين في كلا البلدين، كما أن العديد من الفلسطينيين يحملون الجنسية الأردنية، فالعلاقة على المدى القصير قوية ومتبادلة بين السوقيين وأيضاً على المدى الطويل تبقى مستمرة وقوية.

أما تأثير الأسواق الأسهم للدول المستوردة والمصدرة للنفط فهناك تباين في إتجاه التأثيرات وطبيعتها فبورصة عمان تتأثر بجميع الدول المصدرة للنفط بينما بورصة فلسطين لا يوجد تأثير بينها وبين بورصة الكويت وهذا من الناحية الفعلية له أسباب عديدة قد يكون أحدها أزمة حرب الخليج سنة

1990 والتي أثرت على العلاقة بين دولة الكويت ومنظمة التحرير الفلسطينية، وهذا ما يرجح عدم وجود علاقة بين بورصة الكويت وبورصة فلسطين، وعموماً بورصة الكويت وسوق الأسهم السعودي لا تسمح بتداول الأجانب فيها ولكن بدأ السوق السعودي السماح بتداول الأجانب مطلع العام 2015 ولكن بشكل غير مباشر أما بورصة الكويت فسمحت للأجانب بالتداول في مطلع العام 2017.

5-2 التوصيات:

هذه الداسة أوضحت اتجاه العلاقات وتأثيرها ببيت مؤشر أسعار النفط وبين مؤشرات الأسعار في أسواق الأسهم للدول المصدرة والدول المستوردة للنفط، بالإضافة لدراسة العلاقة البينية بين مؤشرات الأسعار لأسواق الأسهم في الدول المصدرة والدول المستوردة للنفط، ومن خلال نتائج الدراسة التي اعتمدت على التحليل القياسي لنموذج الدراسة، يود الباحث طرح عدة توصيات يمكن إيجازها كما يلي:

❖ تعزيز الفرص البديلة بين الأسواق في كل من الدول المصدرة والمستوردة للنفط، والبحث عن عائدات أفضل بين أسواق الأسهم بناء على أسعار النفط، ولا يتم الاعتماد فقط على الأخبار المحلية لكل سوق، فعلى المستثمرين الاطلاع بشكل أوسع على الأخبار الاقتصادية في الدول المحيطة.

❖ على القائمين في بورصة فلسطين بذل الجهد الأكبر لجلب عدد من الاستثمارات الخارجية وبالتحديد من الدول المصدرة للنفط لسوق الأسهم الفلسطيني، فعدم تفاعل الاستثمارات الكويتية يوجهنا نحو تشجيع الاستثمارات الكويتية في بورصة فلسطين وبناء علاقات بناءة بين الطرفين، بالإضافة لتعزيز دور الهيئات والمؤسسات المحلية لتبني مشاريع وطنية رائدة وطرحها في بورصة فلسطين مما يوفر عمق وتنوع أكبر لبورصة فلسطين.

❖ إنشاء مكاتب مشتركة للوسطاء الماليين في كافة الدول العربية وتسهيل منح التراخيص المشتركة للمساهمة البناءة في قطاع الأسواق المالية.

❖ عدم التوجه نحو بيع المعلومات والبيانات الخاصة بالأسواق المالية مثل سوق دبي المالي الذي يوفر معلومات عامة ومحدودة، أما المعلومات والبيانات التفصيلية فهي قامت بمنح

تراخيص لبعض الشركات المالية والإعلامية بمقابل مادي ولا يمكن الحصول على هذه المعلومات أو البيانات إلا من خلال هذه الشركات المرخصة بتزويدها وبمقابل مادي، وأعتقد بأن هذا سيؤدي إلى ضعف في الأبحاث المختصة بهذه الأسواق وقد يكون له سبب في ضعف جاذبية الاستثمار الأجنبي والذي يعتمد على الدراسات والمعلومات.

❖ بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها بما يخص العلاقة الإيجابية بين أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط، أن يتم إدراج وتداول أسهم الشركات النفطية ضمن أسواق الأسهم المحلية عوضاً عن إدراجها في البورصات العالمية مثل شركة أرامكو، والتي تنوي المملكة العربية السعودية ضمن برنامج "رؤية السعودية 2030" والتي اقترحت أن يتم طرح ما نسبته 5% للاكتتاب العام لشركة أرامكو السعودية، وهي من أكبر الشركات النفطية العالمية (الجزيرة نت، 2017) في بورصة لندن أو بورصة نيويورك، فإذا ما تم تداولها في السوق السعودي فهذا سيزيد عمق أكبر للسوق السعودي وقد يكون هذا محفز أيضاً لإدراج معظم الشركات النفطية الكبرى في الدول الخليجية السابقة في بورصاتها المحلية والتي قد تؤدي إلى مزيد من جذب السيولة العالمية وخاصة بأن هذه الشركات تتربع على عرش الإنتاج العالمي للنفط وهي شركات ذات أصول ضخمة وفي حال إدراجها في البورصات الخليجية سيعزز من مركز هذه الأسواق عالمياً.

❖ عمل خطط واستراتيجيات واضحة ومشاركة بين أسواق المال الخليجية لدعم أسواقها من خلال التركيز على تحقيق مبدأ الكفاءة، والذي يعني تطبيق مبادئ الإفصاح وتوفير جميع البيانات التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على اختيار الاستثمارات الأفضل لأموالهم، كما أن الدول المستوردة عليها تطبيق نفس المبادئ للاستفادة من المدخرات للمغتربين وتحويلها باتجاه الأسواق المالية فيها والاستفادة منها.

❖ الإسراع في مشروع العملة الخليجية الموحدة، والذي يمكن أن تكون له العديد من الآثار الإيجابية على اقتصاديات دول الخليج أبرزها بيع النفط بالعملة الموحدة، وهذا سينعكس على اقتصاديات الدول الخليجية عموماً وعلى أسواقها المالية خاصة.

5-3 آفاق البحث المستقبلية:

تعتبر هذه الدراسة مقدمة لدراسة أوسع وأشمل وهي بالإضافة لدراسة تأثير أسعار النفط على اسواق الأسهم، ويمكن توسيع الدراسة لتشمل قطاعات اقتصادية أخرى ومنها القطاع العقاري وتقسيم فترات الدراسة لتكون على شكل فترات متقطعة وكل فترة تشمل قيمة تداولات المؤشر لخمس سنوات فقط، بحيث تكون المقارنة بين كل فترة وأخرى، بالإضافة لعمل محاكاة مستقبلية للتصور العام لمستقبل الاقتصاديات في الدول المصدرة والمستوردة للنفط في حال انخفاض المخزونات النفطية بشكل كبير أو انخفاض أسعار النفط بشكل كبير ومستمر وماهي التدابير المقترحة.

الانتقال من خلال هذا البحث من ربط العلاقة بين أسعار النفط والمؤشر العام في كل سوق من أسواق الأسهم في عينة الدول المشمولة في الدراسة، إلى العلاقة بين أسعار النفط والمؤشرات القطاعية للمؤشر العام مثل العلاقة بين أسعار النفط ومؤشر قطاع العقارات، أو مؤشر أسعار النفط ومؤشر قطاع النقل والمواصلات.

5-4 الصعوبات:

- ❖ على الباحثين في هذا المجال وخاصة اذا كانت فترة الدراسة تمتد لأكثر من سنتين عند تجميع البيانات فإنها لا تتوفر بشكل مباشر وموزعة في أكثر من موقع، بالإضافة إلى أن معظم الأسواق في دول الخليج بدأت ببيع المعلومات والبيانات الخاصة بالأسواق، وهذا مكلف مادياً حيث أن هناك معلومات هامة ولكن غير متوفرة بشكل مجاني مثل البيانات التاريخية حتى 5 سنوات أو نسب المستثمرين أو نسب التملك حسب الجنسية.
- ❖ معالجة مشكلة أوقات الافتتاح والإغلاق بين الأسواق، بالإضافة لفترات الأعياد والمناسبات الوطنية الخاصة بكل سوق.
- ❖ التأكد من المعلومات ومصادرها حيث أن هناك تغييرات هيكلية حدثت على معظم أسواق دول عينة الدراسة من حيث مسمياتها ومسؤولياتها وتاريخ نشأتها.

المصادر والمراجع

المصادر باللغة العربية:

- المجالي والدروبي، إياد خالد شلاش ورانيا. 2011. أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994 - 2009). مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. 27(4)، 333 - 361.
- بوالشعور شريفة و قمري زينة. (2015). تقدير الأثر القصير والطويل المدى لتقلبات أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري: دراسة قياسية باستخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM. المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، الورشة الأساسية الثانية. جامعة سطيف 1/كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
- بوشول ومصباحي، السعيد و محمد الأمين. (2015). انعكاسات الصدمة النفطية 2014 على أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية. مجلة رؤى الاقتصادية. (9)، 108-123.
- الجمايسي، محمد شكري، http://www.jmasi.com/ehsa/time/time_series
- البكري، جواد كاظم. (2011). دور الاقتصاد الأمريكي في الاقتصاد العالمي. جامعة بابل، كلية الإدارة والاقتصاد، بابل - العراق.
- عديلة، حاتم احمد. (أكتوبر، 2010). تقدير المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي. مجلة رؤى استراتيجية. 8-31.
- خضر، حسان. (2004). تحليل الأسواق المالية. جسر التنمية. المعهد العربي للتخطيط، الكويت. (3) 27.

- نعيمة، حمادي. (2009). تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على تمويل التنمية في الدول العربية خلال الفترة 1986-2008. (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة حسية بن بوعلي الشلف، الجزائر.
- دريبي، حيدر عباس. (2016). أثر العمق المالي و معدل سعر الصرف على التضخم في العراق للمدة (1970-2014). مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية. 6(2)، 1-16.
- سعدالله، داود. (2012). أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر 2000-2010. (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.
- عمر، دينا أحمد. (2009). أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي. مجلة تنمية الرافدين، 31، 55-67.
- مرار، رابح. (2016). تحليل الارتباطات بين المؤشرات المصرفية الكلية ومؤشر النمو الاقتصادي على المستويين الكلي والقطاعي. معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس).
- صافي، سمير خالد. (2008). دورة في البرنامج الإحصائي SPSS. غزة: الجامعة الإسلامية- غزة.
- السواعي، خالد محمد. (2009). تحركات الأسواق المالية: حالة سوق عمان والرياض"، المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الروح القدس- الكسليك، لبنان، العدد 4، 2009، (17-25).
- بوالشعور، شريفة. (2012). تقلبات أسعار النفط وأثرها على الاقتصاد الكلي الجزائري: نموذج متجهات تصحيح الخطأ VECM. (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة آل البيت، كلية إدارة المال والأعمال قسم اقتصاديات المال والأعمال.

- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، أكتوبر 2015.
- عطية، عبدالقادر محمد. (2004). الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- عربش ونقار واسماعيل، شفيق وعثمان ورولى شفيق. (2011). اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 33(5)، 75-97.
- قندح، عدلي: (14 12، 2014). أثر انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الأردني. تم الاسترداد من صحيفة الرأي الأردنية: <http://alrai.com/article/683193>
- الصادق، علي توفي. (23 يناير، 2015). الراجحون والخاسرون من هبوط أسعار النفط. جريدة الحياة، <http://www.alhayat.com/Opinion/Writers/6974915>.
- عبد الرحيم وجمعة، علي وحيدر. (1989). السياسات المحاسبية وأزمة سوق المناخ. دراسات الخليج والجزيرة العربية، 15.
- حسن وشومان، علي عبد الزهرة وعبد اللطيف حسن. (2013). تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL). مجلة العلوم الاقتصادية، 34(9)، 174-210.
- العاني، عماد محمد علي عبداللطيف. (2002). اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي). بغداد: بيت الحكمة.
- المزيني، عماد الدين محمد. (2013). العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية. مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، 15(1)، 319-346.

- الطائي، فاضل عباس. (2010). *التنبؤ والتمهيد للسلاسل الزمنية باستخدام التحويلات مع التطبيق. المجلة العراقية للعلوم الاحصائية*، 17، 293-308.
- علاوي وراهي، كامل كاظم ومحمد غالي. (2015). *تحليل وقياس العلاقة بين التوسع المالي والمتغيرات الاقتصادية في العراق للمدة 1974-2010*. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، 10(32)، 21-32.
- السقا، محمد ابراهيم طه. (2016). *الاقتصاد الخفي في مصر*. جامعة الكويت، <http://www.cba.edu.kw/elsakka/Research.htm>.
- الدوسري، محمد. (2016). *التقلبات في أسعار النفط وآثارها على ميزانيات دول الخليج: مقارنة بين أزمة الثمانينات وأزمة ألفية الثالثة*. مركز الخليج لسياسات التنمية، 130-153.
- فياض والزنادي، محمد خليل وخالد علي. (2009). *الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسعار النفط الخام*. مركز بحوث العلوم الاقتصادية بنغازي. طرابلس، ليبيا: بحث مقدم للندوة العلمية الثالثة حول: الأزمة المالية العالمية وسوق الطاقة المنعقدة بطرابلس يوم الثلاثاء الموافق 2009/1/20.
- أبوعمشة، محمد كمال. (2013). *الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية "دراسة حالة بورصة قطر"*. مجلة بحوث اقتصادية عربية، 70-115.
- مركز المعلومات الفلسطيني - وفا: <http://www.wafainfo.ps/atemplate.aspx?id=4890>
- منشورات هيئة السوق المالية السعودية، (الاستثمار في سوق الأسهم). https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf
- يوسف، نورة عبدالرحمن علي. *الاقتصاد القياسي 541*، جامعة الملك سعود، <http://fac.ksu.edu.sa/nayousef/course/42419>

- هيئة السوق المالية السعودية – التقرير السنوي 2015 . <https://cma.org.sa>
- هيئة قطر للأسواق المالية. (2015). التقرير السنوي 2015 . www.qfma.org.qa
- حسن وزكي، يحيى حمود وحسام الدين. (2012). تحليل العلاقة بين أسواق النفط والسياسة النفطية العراقية بالاعتماد على السلاسل الزمنية. الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، 8(25).

- Abdallah, F. (2011). *(Returns transmission and Volatility Spillovers between the GCC Stock Markets, UK, USA & Oil)*. Retrieved March 3, 2016, from https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=SERC2011&paper_id=65.
- Asmar, M., & Brahmana, R. (2013). *(The Role of Energy Commodities in Middle East Stock Market Integration)*. *Energy Studies Review*, 19(2).
- Filis, G. (2010). *(Macro economy, stock market and oil prices: Do meaningful relationships exist among their cyclical fluctuations?)*. *Energy Economics*, 32(4), 877-886.
- Miller, J. I., & Ratti, R. A. (2009). *(Crude oil and stock markets: Stability, instability, and bubbles)*. *Energy Economics*, 31(4), 559-568.
- Arouri, M. E., Lahiani, A., & Nguyen, D. K. (2011). *(Return and volatility transmission between world oil prices and stock markets of the GCC countries. Economic Modelling)*, *Economic Modelling*. 28(4), 1815-1825.
- Aimer, N.M.M. (2016). *(Conditional Correlations and Volatility Spillovers between Crude Oil and Stock Index Returns of Middle East Countries)*. *Open Access Library Journal*, 3: e3218. <http://dx.doi.org/10.4236/oalib.1103218>
- Boldanov, R., Degiannakis, S., & Filis, G. (2015, October 01). *(Time-varying correlation between oil and stock market volatilities: Evidence from oil-importing and oil-exporting countries)*. Retrieved October 03, 2016, from <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/72082>

- Alabdulwahab, Sami. (2015), *(Transmission of Stock Returns and Volatility among GCC Stock Markets: A Case Study (2001-2006))*, **Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEB)**, (2)4, 1631-1647.
- Johansen, S., (1988). *(Statistical Analysis of Cointegration Vectors)*, **Journal of Economic Dynamics and Control** 12(2-3):213-254.
- Jonansen, S., and Juselius, K., (1990). *(Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to Demand for Money)*, **Oxford Bulletin Of Economics and Statistics**, 52(2): 169-210.
- Mackinon, R.I., (1973). **(Money and Capital in Economic Development)**, Brookings Institution Press, P.200.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). *(Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root)*. **Journal of the American statistical association**, 74(366a), 427-431.
- Granger, C. W. J., & Newbold, P. (2014). **(Forecasting economic time series)**. Academic Press.
- Granger, C., (1969). *(Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods)*, **Econometrica**, 37:424-438.
- Engle, R. F. and Granger, C. W. J., (1987). *(Co-integration and error-correction: Representation, estimation and testing)*, **Econometrica** 55, 251-276.
- Fayyad, A., & Daly, K. (2010). *(The volatility of market returns: a comparative study of emerging versus mature markets)*. **International Journal of Business and Management**, 5(7), 24.

الملاحق

ملحق رقم (1): المواقع التي تم الرجوع إليها لجمع المعلومات و البيانات التاريخية الخاصة بالدراسة:

- 1- منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) - <http://www.opec.org>
- 2- بورصة فلسطين - <http://www.pex.ps>
- 3- بورصة عمان - <http://www.ase.com.jo>
- 4- سوق الأسهم السعودي - <https://www.tadawul.com.sa>
- 5- بورصة الكويت - <http://www.kse.com.kw>
- 6- سوق دبي المالي - <http://www.dfm.ae>
- 7- بورصة قطر - <http://www.qe.com.qa>
- 8- سوق أبوظبي للأوراق المالية - www.adx.ae
- 9- بورصة البحرين - <http://www.bahrainbourse.com>

ملحق رقم (2): نتائج اختبارات السببية

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 01/02/17 Time: 14:53			
Sample: 1/01/2005 12/31/2015			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
ABU_DHABI does not Granger Cause OPEC	4015	4.4273	0.0120
OPEC does not Granger Cause ABU_DHABI		0.5465	0.5790
DUBAI does not Granger Cause OPEC	4015	4.3947	0.0124
OPEC does not Granger Cause DUBAI		0.0124	0.9877
SAUDI does not Granger Cause OPEC	4015	0.1309	0.8773
OPEC does not Granger Cause SAUDI		4.9492	0.0071
KUWAIT does not Granger Cause OPEC	4015	4.3715	0.0127
OPEC does not Granger Cause KUWAIT		0.1962	0.8218
QATAR does not Granger Cause OPEC	4015	10.0581	0.0000
OPEC does not Granger Cause QATAR		1.1040	0.3317
AMMAN does not Granger Cause OPEC	4015	0.0472	0.9539
OPEC does not Granger Cause AMMAN		4.0804	0.0170
AL_QUDS does not Granger Cause OPEC	4015	0.2028	0.8165
OPEC does not Granger Cause AL_QUDS		1.0653	0.3447
DUBAI does not Granger Cause ABU_DHABI	4015	53.0973	0.0000
ABU_DHABI does not Granger Cause DUBAI		5.4653	0.0043
SAUDI does not Granger Cause ABU_DHABI	4015	42.8520	0.0000

ABU_DHABI does not Granger Cause SAUDI		7.4020	0.0006
KUWAIT does not Granger Cause ABU_DHABI	4015	2.2230	0.1084
ABU_DHABI does not Granger Cause KUWAIT		8.7979	0.0002
QATAR does not Granger Cause ABU_DHABI	4015	0.8878	0.4116
ABU_DHABI does not Granger Cause QATAR		15.9944	0.0000
AMMAN does not Granger Cause ABU_DHABI	4015	8.3510	0.0002
ABU_DHABI does not Granger Cause AMMAN		6.5282	0.0015
AL_QUDS does not Granger Cause ABU_DHABI	4015	5.6310	0.0036
ABU_DHABI does not Granger Cause AL_QUDS		6.1006	0.0023
SAUDI does not Granger Cause DUBAI	4015	51.3099	0.0000
DUBAI does not Granger Cause SAUDI		6.5002	0.0015
KUWAIT does not Granger Cause DUBAI	4015	6.3226	0.0018
DUBAI does not Granger Cause KUWAIT		19.4220	0.0000
QATAR does not Granger Cause DUBAI	4015	1.2739	0.2799
DUBAI does not Granger Cause QATAR		24.6051	0.0000
AMMAN does not Granger Cause DUBAI	4015	1.1095	0.3298
DUBAI does not Granger Cause AMMAN		6.7932	0.0011
AL_QUDS does not Granger Cause DUBAI	4015	3.0211	0.0489
DUBAI does not Granger Cause AL_QUDS		5.7723	0.0031
KUWAIT does not Granger Cause SAUDI	4015	0.9795	0.3756
SAUDI does not Granger Cause KUWAIT		75.0387	0.0000
QATAR does not Granger Cause SAUDI	4015	3.2062	0.0406

SAUDI does not Granger Cause QATAR		81.7946	0.0000
AMMAN does not Granger Cause SAUDI	4015	2.9431	0.0528
SAUDI does not Granger Cause AMMAN		43.6135	0.0000
AL_QUDS does not Granger Cause SAUDI	4015	2.7957	0.0612
SAUDI does not Granger Cause AL_QUDS		9.9558	0.0001
QATAR does not Granger Cause KUWAIT	4015	1.2935	0.2744
KUWAIT does not Granger Cause QATAR		8.9610	0.0001
AMMAN does not Granger Cause KUWAIT	4015	2.1790	0.1133
KUWAIT does not Granger Cause AMMAN		27.9121	0.0000
AL_QUDS does not Granger Cause KUWAIT	4015	1.6468	0.1928
KUWAIT does not Granger Cause AL_QUDS		0.9643	0.3813
AMMAN does not Granger Cause QATAR	4015	1.4224	0.2413
QATAR does not Granger Cause AMMAN		13.1683	0.0000
AL_QUDS does not Granger Cause QATAR	4015	12.8084	0.0000
QATAR does not Granger Cause AL_QUDS		1.8042	0.1647
AL_QUDS does not Granger Cause AMMAN	4015	4.4393	0.0119
AMMAN does not Granger Cause AL_QUDS		9.8545	0.0001

An-Najah National University

Faculty of Graduate Studies

**Relationship between Oil Prices and
Stock Markets
(Selected Middle East Countries)**

By

Monshed Mazen Al Hamad

Supervisor

Dr. Islam Abdeljawwad

**This Thesis is Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for
the Degree of Master of Economic Policy Management, Faculty of
Graduate Studies, An-Najah National University, Nablus, Palestine.**

2017

Relationship between Oil Prices and Stock Markets (Selected Middle East Countries)

By

Monshed Mazen Al Hamad

Supervisor

Dr. Islam Abdeljawwad

Abstract

This study aims at examining the relationship between oil prices and stock markets, based on the oil market indicators and the financial market indicators. Particularly the study examined the relationship between oil prices and stock market prices, the interrelationship between the oil markets of oil exporting countries indecies, the relationship between the oil markets of and the financial markets of Oil exporting countries, and finally the relationship between financial market indecies of oil importing countries. These tests were carried out using time-series econometrics, specially co-integration tests and Vector Error Correction Model (VECM) and granger cousality to determine the impact in short and long term relationship based on the daily closing data of the price indices during the study period (2/1/2005 to 31/1/2015).

One of the main findings of the study is that oil prices affect the stock markets of oil exporting countries in the short and long term, while there is no correlation between the oil prices and stock markets in the oil importing countries. The results indicate there is relationship of stock markets in the oil exporting countries and oil importing countries.

Finally, the study recommended that the opportunities for exchange between markets in both oil exporting and importing countries should be enhanced, and that better returns can be sought in the stock markets based on oil prices. Also, the importing countries should exert more effort in trying to direct expatriate remittances towards investing in their markets.