اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

خلال الفترة (2010–2016)

عز الدين بوحبل[1] * علي دبي[2]

1. جامعة جيجل، الجزائر
2. جامعة المسيلة، الجزائر

Testing the Integration of GCC Stock Markets

During the Period (2010 - 2016)

AZZEDDINE BOUHABEL & ALI DEBBI

University of M'sila & University of Jijel –Algeria

تاريخ الاستلام: 2017/10/20 **تاريخ القبول:** 2018/01/17 **تاريخ النشر:** 2019/12/31

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن تكامل وارتباط أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، من أجل ذلك اعتمدنا على بيانات فصلية تمتد من الربع الأول لعام 2010 حتى الربع الرابع لعام 2016، مستخدمين مجموعة من الاختبارات الإحصائية متمثلة في: اختبار ديكي فولر الموسع، اختبار التكامل المشترك لجوهانسن، واختبار السببية لغرانجر. توصلت الدراسة إلى أن أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي متكاملة، وهذا ما أدى إلى تحقيق معامل ارتباط مرتفع نوعا ما، كما بين اختبار السببية أن اغلب العلاقات بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي أحادية الاتجاه مما يدل على أنها في بداية مشوارها للتكامل.

الكلمات المفتاحية: تكامل مشترك، تكامل أسواق الأوراق المالية، تكامل مالي، دول مجلس التعاون الخليجي.

الترميز الاقتصادي (JEL): F33 ؛ F360 ؛ D74

Abstract:

This study aims at revealing the integration and correlation of GCC stock markets. Therefore, we have relied on quarterly data from the first quarter of 2010 to the fourth quarter of 2016 using a set of statistical tests consist of the following: Expanded Dicky Fuller test, JOHNSON'S JOINT INTEGRATION TEST and GARANGER'S CAUSING TEST. The study concluded that the stock markets of the GCC countries are integrated, which led to achieving a relatively high coefficient of correlation. The causal test showed that most relations between the GCC stock markets are one-way, indicating that they are at the beginning of their path of integration.

Keywords: Joint Integration; Stock Market Integration; Financial Integration; GCC Countries.

Jel Classification Codes: F33 ؛ F360 ؛ D74

* المؤلف المرسل: الإيميل: azzeddine18038@gmail.com

I. تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية من أهم الأسواق التي تركز التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها، ورغم تأخر دول مجلس التعاون الخليجي في السعي إلى تحقيق التكامل، فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لإنشاء سوق مالية خليجية موحدة، ومواجهة ما يقف في سبيل ذلك من تحديات، وبخاصة وأن هناك خطوات إيجابية في هذا الشأن. إن تحقيق بورصة خليجية موحدة يتطلب اتخاذ عدد من الأدوات التكاملية على أرض الواقع، ويأتي في مقدمة ذلك، تجانس التشريعات فيما يتعلق بتنظيم أعمال البورصات، وإنشاء بنوك استثمار، وتنويع الأوراق المالية، وتحقيق نظام موحد لربط البورصات الخليجية مع بعضها البعض من خلال إصدار عملة خليجية موحدة للبورصات، والتداول داخل السوق الموحدة لعدة أسواق، ووجود بيوت خبرة مالية وشركات سمسرة لها تواجد فعال في جميع الأسواق المالية الخليجية، والتوسع في توفير شركات التسوية والمقاصة والإيداع المركزي وغيرها من شركات التعامل في الأوراق المالية، بالإضافة إلى ضبط حركة الأسعار من خلال إنشاء مؤسسات صناعة السوق.

إن جميع البورصات العالمية تعمل على تحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، إذ يتجلى ذلك عن طريق الربط بين الأسواق المالية، إذ ينعكس في مدى اتصال الأسواق المالية فيما بينها، مؤدية إلى ظهور سوق مالية عالمية موحدة. وبما أن للتكامل المالي أهمية كبيرة في تعزيز النمو الاقتصادي للبلدان، كما أنه يساهم بشكل كبير في الحد من تعرضهم للصدمات المالية الخارجية. إذن سنحاول من خلال هذه الدراسة اختبار مدى تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي (معتمدين على بيانات فصلية تمتد من الربع الأول لعام 2010 حتى الربع الرابع لعام 2016)، في إطار سعيها للاستفادة من مزايا التكامل المالي.

1. مشكلة الدراسة: يبين واقع الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، حداثة عهد معظم هذه الدول في إنشاء أسواق للأوراق المالية. إلا أنها ورغم ذلك قطعت شوطا كبيرا في تطوير أسواق أوراقها المالية. وفي ظل ما يشهده العالم من متغيرات مالية، فإن هذه المتغيرات الدولية تضع العديد من التحديات أمام دول مجلس التعاون الخليجي للتوجه نحو تحقيق وتعزيز تكامل أسواق الأوراق المالية. وعليه: **ما مدى تكامل واتصال أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؟**

2- فرضية الدراسة: تنطلق هذه الدراسة من فرضية أساسية وهي أن:

هناك تكامل وارتباط بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال فترة الدراسة.

3- هدف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- اختبار الفرضية التي تفسر طبيعة العلاقة الموجود بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال فترة الدراسة.

◆ إبراز أهم أساليب وأدوات القياس الاقتصادي، والنماذج القياسية والطرق الإحصائية الحديثة المستخدمة في اختبار تكامل الأسواق المالية.

◆ محاولة توظيف منهجية أنجل ـ جرانجر ذات الأربع مراحل، لاختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال فترة الدراسة.

4- أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة كونها تسعى إلى تبيان ضرورة التكامل بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، لإنشاء سوق مالية موحدة، تعمل على تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين دول مجلس التعاون الخليجي، والمساهمة في استعادة الأموال الخليجية المستثمرة في الخارج، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وتوفير مصادر التمويل اللازمة للمشروعات الإنتاجية، وتدعيم التجارة البينية والاستثمارات البينية والمشاريع المشتركة، وفتح المجال لتحقيق تكامل إقليمي شامل، خاصة وأن لدول مجلس التعاون الخليجي مقومات التكامل والتوحد والتكتل.

5. الإطار النظري والدراسات السابقة:

1.5. الإطار النظري:

حسب غرانجر السببية هي طريقة أساسية يستند إليها في الدراسات الاقتصادية لتحديد أي التغيرات هو السبب و أيها هو المستجيب، فمثلا إذا كانت X_t تسبب Y_t فان X_t تساعد على التنبؤ بقيمة Y_t إذا كانت قيم معاملات Y_t المتباطئة معنوية إحصائيا، و هذا يعني أن التغيرات التي تحدث في X_t يجب أن تحدث قبل التغيرات التي تحدث في Y_t والعكس إذا كانت Y_t تسبب X_t. وتحدث السببية في اتجاهين إذا كانت قيمة كل متغير تتحدد وفق قيمة المتباطئة والقيم المتباطئة للمتغير الأخر، وتجد الإشارة أنه إذا كان X_t سببا في Y_t فانه ليس بالضرورة أن تكون Y_t نتيجة لحدوث X_t حتى ولو وقعت ورائها مباشرة، لأن التغير الذي يحدث قد يكون سببه متغير ثالث.

إن تحديد السببية في السلاسل الزمنية يتطلب معرفة استقراريتها، وتحديد تكامل السلاسل الزمنية لمعرفة التوازن طويل الأجل.

1.1.5 استقرارية السلاسل الزمنية:

تعرف السلسلة الزمنية بأنها مستقرة إذا كانت تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مستقل عن الزمن، أما إذا كانت البيانات في حالة نمو أو هبوط وتعتمد على اتجاه زمني تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة، وهذا يؤدي إلى وجود ارتباط زائف بين المتغيرات. ويعد اختبار **فيليب – بيرون** من الاختبارات المهمة لمعرفة استقرارية السلسلة الزمنية، والذي يعتمد على الفرق الأول في السلسلة باستخدام التصحيح اللامعلمي، ويسمح بوجود وسط لا يساوي الصفر واتجاه خطي للزمن كالتالي:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \rho Y_{t-1} + \mu_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots 1$$
$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \rho Y_{t-1} + \mu_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots 2$$

ويقوم اختبار **فيليب - بيرون** على اختبار **t** للمعلمة (ρ) إذ يتم اختبار الفرضيتين التاليتين كما يلي:

ـ فرضية العدم وتدل على عدم استقرار ية السلسلة الزمنية: $H_0: \rho = 0$

ـ القرض البديل والذي يدل عل استقرار ية السلسلة الزمنية: $H_1 : \rho \neq 0$

فإذا كانت (ρ) سالبة ومعنوية نقبل الفرض البديل و العكس إذا كانت غير معنوية، إلا أن الاختبار الأكثر شيوعا في اختبار استقرار ية السلسلة الزمنية هو اختبار **ديكي – فولر** البسيط الموسع، والذي يأخذ الصيغة التالية (إذا كانت المعادلة 1 تعاني من مشكلة الارتباط الخطي):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=0}^{m} \Delta Y_{t-1} + \mu_t \dots\dots.3$$

μ_t : يمثل المتغير العشوائي غير المرتبط ذاتيا.

وتنص فرضية العدم: $\delta = 0$، بعدم استقرار السلسلة الزمنية. و الفرض البديل $\delta \neq 0$، و التي تعني استقرارية السلسلة الزمنية.

2.1.5 اختبار التكامل المشترك:

يستخدم التكامل المشترك إذا كانت بيانات السلسلة الزمنية غير مستقرة ودرجة تكاملها واحدة لاختبار وجود التوازن طويل الأجل بين بيانات السلاسل الزمنية غير المستقرة في مستوياتها و لكنها مستقرة في الفرق الأول، و إذا أمكن توليد مزيج خطي بين المتغيرات الساكنة في فروقها عن الدرجة الصفرية، و عندها تصبح المتغيرات متكاملة آنيا من نفس الرتبة، وبذلك لا يكون هناك انحدار زائف بين المتغيرات، و يستخدم مدخل كرانجر- أنجل ذا الخطوتين لاختبار التوازن طويل الأجل:

ـ الخطوة الأولى من خلالها يتم تقدير العلاقة بين (Y , X) وباتجاهين كالأتي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \varepsilon_{1t} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 4$$
$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \varepsilon_{2t} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 5$$

حيث (ε_{2t} , ε_{1t}): الأخطاء العشوائية.

- الخطوة الثانية تطبيق اختبار **فليب – بيرون** أو اختبار **ديكي – فولر** لمعرفة استقرارية الأخطاء العشوائية، فإذا كانت البواقي غير مستقرة من الدرجة صفر (المستوى LEVEL) فهذا يعني وجود تكامل مشترك بين (Y , X) وتدل على وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرين.

3.1.5 نموذج تصحيح الخطأ:

يشير اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة مستقرة معروفة مسبقا بين المتغيرات للظاهرة المدروسة وأن التغيرات التي فيها تتعلق بالأجل الطويل، و إذا كان التكامل المشترك موجودا بين متغيرين في الأجل الطويل، يتم اللجوء إلى نموذج تصحيح الخطأ، الذي هو مشتق أساسا من التكامل المشترك في الأجل الطويل.

إذا كان حد الخطأ في النموذج معنوي إحصائيا، كذلك يحدد لنا اتجاه العلاقة، ويمكن ذلك من خلال تقدير النموذجين الآتيين:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=0}^{m} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{n} \beta_j \Delta X_{t-j} + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \mu_t \dots\dots\dots\dots 6$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^{m} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{n} \beta_j \Delta X_{t-j} + \rho_2 \varepsilon_{t-1} + \mu_t \dots\dots\dots\dots 7$$

إن اختبار السببية تتطلب تحديد مدة الإبطاء المثلى، كون اختبار فترة الإبطاء غير الصحيحة تؤدي إلى تحيز في النتائج في حالة اختيار فترة إبطاء أقل من الإبطاء المثلى، أما إذا كانت فترة الإبطاء المختارة أكبر من فترة الإبطاء المثلى، فإن هذا يؤدي إلى أن تكون المعلمات المقدرة غير كفؤة، لذا يتم اللجوء إلى استخدام اختبار (AIC).

4.1.5 السببية:

يعتبر نموذج **كرنجر** من أكثر النماذج شيوعا في تحديد اتجاه السببية بين المتغيرات الاقتصادية، ووفقا له تكون (X) سببا في حدوث التغير في (Y) إذا كانت القيم المتنبئ بها للمتغير (Y) تتحدد وفق القيم المبطئ للمتغيرين (Y , X) و التي تكون أفضل حال من الاعتماد على القيم المبطئ على متغير واحد، و يستند هذا الاختبار على تقدير المعادلتين التاليتين :

$$Y_t = \sum_{i=0}^{m} \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=0}^{n} \beta_j Y_{t-j} + \varepsilon_{1t} \dots\dots\dots\dots 8$$

$$X_t = \sum_{i=0}^{m} \gamma_i X_{t-i} + \sum_{j=0}^{n} \delta_j Y_{t-j} + \varepsilon_{2t} \dots\dots\dots 9$$

حيث Y_{t-j} ، X_{t-i} إبطاء المتغير التابع و المتغير المستقل على الترتيب.

β_j, α_i: المعاملات التي توضح الآثار لطول الفجوة الزمنية.

i,j: عدد الإبطاءات.

وعلى ضوء تقدير المعادلتين 8، 9، هناك أربعة احتمالات لاتجاه السببية:

- الاتجاه الاعتيادي $X \rightarrow Y$
- الاتجاه المعاكس $X \leftarrow Y$
- التغذية العكسية (السببية الثنائية) $X \rightleftarrows Y$
- انعدام السببية $X - Y$

وصياغة الفرضيات تكون بالشكل الآتي: (حسين، 2011)

- فرضية العدم التي تنص على انعدام العلاقة السببية:

المعادلة 8: $H_0 : \alpha_i = 0$

المعادلة 9 : $H_0 : \delta_j = 0$

الفرض البديل الذي ينص على وجود العلاقة السببية:

المعادلة 8 : $H_1 : \alpha_i \neq 0$

المعادلة 9 : $H_1 : \delta_j \neq 0$.

2.5. الدراسات السابقة:

نتعرض في هذا الجزء لأهم الدراسات التي عالجت تكامل أسواق الأوراق المالية في العالم، ولها مواطن تداخل مع دراستنا الموسومة بـ: اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2010 – 2016)، وأهم هذه الدراسات:

1.2.5. دراسة (Barli Suryanta, 2011): حيث تناولت الدراسة اختبار مدى إمكانية الاندماج السوق الاندونيسي للأوراق المالية مع الأسواق الأربع الكبرى بالاعتماد على التحليل الشعاعي VAR، استخدمت هذه الدراسة بيانات لعوائد أسواق رؤوس الأموال لخمسة دول آسيوية بتردد يومي تمثلت هذه الدول في كل من اندونيسيا؛ ماليزيا؛ الفلبين؛ وتايلاندا؛ وسنغافورا؛ خلال الفترة ما بين 1 جانفي 2004 إلى غاية 30 ديسمبر 2009، توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد تحرك مشترك بين كل من سوق سنغافورة للأوراق المالية وسوق اندونيسيا وسوق ماليزيا والفلبين وتايلاندا وهذا شيء لا يليق لاستهدافها تكامل رؤوس الأموال.

2.2.5. دراسة (Hande Ferdine, Joniada Milla, 2009): حيث تطرقت الدراسة إلى اختبار مدى وجود تكامل مشترك بين أسواق الأسهم للدول الكبرى للاتحاد الأوروبي: فرنسا؛ ألمانيا؛ المملكة المتحدة، إضافة إلى ذلك تقوم هذه الدراسة كذلك باختبار التكامل المشترك بين هذه الأسواق والسوق العالمي، اعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية خلال المدة من جانفي 1991 إلى غاية جويلية 2006، باستخدام نموذج اختبار الجذر الوحدوي واختبار التكامل المشترك. بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة طويلة الأجل عند مطابقة الدول الأوروبية مع الدول الأخرى، وبالنسبة للنتائج المتعلقة بدرجة التكامل المشترك فقد أثبتت أن معامل الارتباط مؤشر أولي لتكامل الأسواق، مشيرا بذلك إلى إن ارتباط الأسواق هي خطوة ضرورية للتكامل غير أنها ليست كافية، كما أثبتت هذه الدراسة عدم كفاءة السوق لأن المعلومات التاريخية لأحد الأسواق لا تسمح بالتنبؤ بالأسعار في سوق آخر.

3.2.5. دراسة (Ilhan Meric, 2009) : حيث تطرقت الدراسة إلى اختبار التحركات المشتركة لكل من عوائد أسواق الأسهم الأمريكي والكندي والمكسيكي عن طريق تحليل الارتباط وتقنيات السببية لـ: Granger خلال الفترة جوان 1995 إلى غاية ماي 2005.

أظهرت نتائج التحليل أن ارتباط عوائد السوق الأمريكي مع عوائد سوق الأسهم الكندي والمكسيكي كانت مرتفعة، و أن أرباح محافظ المستثمرين الأمريكيين بين دول NAFTA قد انخفضت، أما نتائج السببية لغرانجر فقد بينت أن العوائد الماضية في السوق الكندي للأوراق المالية يمكن استخدامها للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للسوق المكسيكي للأوراق المالية.

4.2.5. دراسة (Francisco Zopez Herrera, 2012)، حيث تطرقت الدراسة إلى تحليل الجيل الأول للتكامل بين أسواق الأوراق المالية لكل من المكسيك؛ كندا؛ والولايات المتحدة الأمريكية وبين تكامل هذه الأسواق مع السوق العالمي، أجريت اختبارات التكامل المشترك جوهانسن متعدد المتغيرات من سنة 1984 إلى 2002 حيث قسمت هذه الفترة إلى مرحلتين لدراسة التكامل المشترك قبل و بعد تنفيذ NAFTA كما اجري اختبار التكامل المشترك ذي المتغيرين، بينت النتائج التجريبية أن أسواق الأسهم المكسيكية والكندية والولايات المتحدة الأمريكية منفصلة جزئيا.

5.2.5. دراسة (Arouri Mohamed El Hedi, 2006): حيث تناولت هذه الدراسة العوامل المحددة للتكامل الدولي لأسواق الأوراق المالية، حيث تم وضع عدد كبير من المتغيرات التي يرى الباحث أنها تؤثر على التكامل المالي، ثم قام بتطوير نموذج لتسعير الأصول المالية، اعتمدت هذه الدراسة على نموذج تسعير الأصول المالية لعينة مكونة من 30بلد كما قد تم استخدام نماذج بانل، بينت نتائج هذه الدراسة أن الانفتاح التجاري له تأثير ايجابي على التكامل المالي في كل الأسواق، كما أن العوامل الإجمالية تؤثر على مستوى التكامل في الأسواق المتطورة، أما تلك العوامل المتعلقة بالاستقرار الاقتصادي و السياسي فهي تؤثر على تكامل الأسواق الناشئة.

6.2.5. دراسة (ZENASI Soumia, 2014): حيث تناولت هذه الدراسة أثر التكامل المالي على النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي وذلك في زمن العولمة والأزمات المالية، اعتمدت هذه الدراسة على نموذج MVTAR المقترح من طرف Tsay (1998) وذلك من خلال الفترة (1990 ـ 2012). بينت النتائج إلى أنه في ظل بعض الظروف الاقتصادية والمالية الخاصة، تلعب عملية التكامل المالي دورا ايجابيا في تعزيز النمو الاقتصادي للبلدان العربية، كما أظهرت النتائج أن تحقيق هدا التكامل من شأنه أن يتيح لهذه الدول إمكانية تحركها وتأثرها بالصدمات المالية الخارجية.

7.2.5. دراسة (دادن و كروش، 2015): حول دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا، وكذا البحث عن العوامل المحددة لتكامل هذه الأسواق، من أجل ذلك اعتمدت الدراسة على بيانات شهرية لعوائد أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 2008 إلى غاية 2014 لعينة مكونة من أربع أسواق متمثلة في كل من مصر، تونس، الجزائر، المغرب. و من أجل دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية لكل من (مصر، تونس، الجزائر، المغرب) فقد اعتمدت الدراسة على اختبار

التكامل المشترك لجوهانسن والذي أثبت أن أسواق الأوراق المالية لكل من (مصر، تونس، الجزائر، المغرب) منفصلة فيما بينها.

8.2.5. دراسة (دادن، كروش و شربي، 2016): حول دراسة اختبار تكامل الأسواق المالية الناشئة و أثره على عوائد الاستثمار في المحفظة المالية الدولية، من أجل ذلك اعتمدت الدراسة على عينة لأربع أسواق ناشئة خلال الفترة الممتدة من 31 أكتوبر 1989 إلى 31 ديسمبر 2014، مستخدمين مجموعة من الاختبارات الإحصائية كاختبار التكامل المشترك لجوهانسن، و اختبار السببية لجرانجر، توصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية الناشئة محل الدراسة (اندونيسيا، ماليزيا، البرازيل، المكسيك) لا تتكامل فيما بينها، إذ أن معامل ارتباطها منخفض، و أن هذه الأسواق أحادية الاتجاه.

II - الطريقة والأدوات:

1. التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة: يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه. وهنالك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة. وفيما يلي المؤشرات المالية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي التي اعتمدنا عليها في دراستنا:

BLI: مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية.

DLI: مؤشر سوق دبي للأوراق المالية.

KLI: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية.

MLI: مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية.

QLI: مؤشر بورصة قطر.

TLI: مؤشر السوق المالي السعودي.

2. حدود الدراسة: اقتصرت هذه الدراسة على مؤشرات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لعام 2010 إلى الربع الرابع لعام 2016.

3. منهجية الدراسة وإجراءاتها:

1.3 مصادر البيانات: تم جمع البيانات البحثية حول مؤشرات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لعام 2010 إلى الربع الرابع لعام 2016، من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، حول أداء الأسواق المالية العربية.

2.3 معالجة البيانات: لقد تم الاعتماد على الحاسوب باستخدام برنامج (EVIEWS7) لمعالجة البيانات المنشورة من أجل اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

III- النتائج ومناقشتها:

1. دراسة ارتباط أسواق الأوراق لدول مجلس التعاون الخليجي:

من خلال الجدول رقم (01) نلاحظ أن معاملات الارتباط تتسم بنوع من الارتفاع و التي في مجملها تتراوح ما بين 40% إلى 80%، ويرجع ذلك إلى الترابط الكبير بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، و إلى العلاقة الكبيرة بين المؤشرات المالية رغم وجود معاملات ارتباط متدنية بين الأسواق المالية لبعض الدول على غرار العلاقة الضعيفة بين سوق الكويت للأوراق المالية وكل من سوق دبي للأوراق المالية وبورصة قطر. والعلاقة الضعيفة بين بورصة قطر وسوق البحرين للأوراق المالية.

2. اختبار جذر الوحدة (سكون السلسلة الزمنية): **يتم** استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا. وسوف تعتمد هذه الدراسة على اختبار فرضية العدم (ADF) ديكي فولر الموسع القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية. نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات محل الدراسة، والتي تشمل قيم المؤشرات المالية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، يتضح من خلال الجدول رقم (02) أن السلاسل الزمنية لجميع قيم المؤشرات المالية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي غير ساكنة في المستوي (قيمة t الجدولية عند معنوية 5% أكبر من قيمة t المحسوبة)، لكن عندما أخذنا بالفرق الأول أصبحت ساكنة (قيمة t الجدولية عند معنوية 5% أقل من قيمة t المحسوبة)، مما يعني أن جميع السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى.

3. تحديد فترة الإبطاء: من الجدول رقم (03) يتضح أن معيارين اختارا فترة إبطاء واحدة وهما: LR, SC، وثلاث معايير اختاروا فترتين للإبطاء وهم: FPE, AIC, HQ، لذا سنختار فترتين للإبطاء.

4. اختبار التكامل المشترك:

بتطبيق اختبار التكامل المشترك لجوهانسون بين السلاسل الزمنية لقيم المؤشرات المالية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، كما هو موضح في الجدول رقم (04)، حيث تشير النتائج إلى رفض فرض العدم والذي يعني بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك، وقبول الفرض البديل بوجود متجه تكامل مشترك واحد، حيث نجد أن القيم المحسوبة للأثر والقيم المحسوبة للقيمة العظمى أكبر من القيم الحرجة عند مستوى 5%، و هذا ما يدل على وجود تكامل بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

5. اختبار العلاقة السببية:

الهدف من اختبار السببية هو معرفة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بعضها عل بعض، إذ يوضح الجدول رقم (05) نتائج اختبار السببية لغرانجر بين متغيرات الدراسة (السلاسل الزمنية لقيم المؤشرات المالية لدول مجلس التعاون الخليجي).

حيث بينت النتائج أن مجمل الاحتمالات الثنائية المحققة في جميع الأسطر أقل من 5% و 10%، و بهذه النتائج نرفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم تأثير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي مجملها على بعضها البعض، و نقبل الفرضية البديلة القائلة بتأثير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في مجملها على بعضها البعض.

في هذا الصدد تشير نتائج التقدير للعلاقة السببية بين قيم المؤشرات المالية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، بأن:

- سوق دبي للأوراق المالية يؤثر على سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0003.
- سوق دبي للأوراق المالية يؤثر على بورصة قطر، حيث تحقق احتمال قدره 0,0022.
- سوق دبي للأوراق المالية يؤثر على سوق البحرين للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0905.
- سوق دبي للأوراق المالية يؤثر على السوق المالية السعودية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0911.
- سوق مسقط للأوراق المالية يؤثر على سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0224.
- سوق الكويت للأوراق المالية يؤثر على سوق مسقط للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0693.
- سوق الكويت للأوراق المالية يؤثر على بورصة قطر، حيث تحقق احتمال قدره 0,0066.
- سوق البحرين للأوراق المالية يؤثر على سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0708.
- السوق المالي السعودي يؤثر على سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0092.
- سوق مسقط للأوراق المالية يؤثر على بورصة قطر، حيث تحقق احتمال قدره 0,0053.
- سوق البحرين للأوراق المالية يؤثر على سوق مسقط للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0020.
- سوق الكويت للأوراق المالية يؤثر على سوق البحرين للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال قدره 0,0633.
- سوق البحرين للأوراق المالية يؤثر على بورصة قطر، حيث تحقق احتمال قدره 0,0020.

رغم هذا فهناك بعض الاستثناءات مثل: أن السوق المالي السعودي لا يؤثر ولا يتأثر بكل من بورصة قطر، سوق البحرين للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية، حيث تحققت احتمالات أكثر من 5% و 10%.

كذلك سوق دبي للأوراق المالية لا يؤثر ولا يتأثر بسوق مسقط للأوراق المالية، حيث تحقق احتمال أكثر من 5% و 10%.

6. التفسير الاقتصادي للنتائج:

- تميزت معاملات الارتباط لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، بنوع من الارتفاع و التي في مجملها تتراوح ما بين 40% إلى 80%، ويرجع ذلك إلى الترابط الموجود بين أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال فترة الدراسة.
- بينت نتائج اختبارات الاستقرارية باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع، أن أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي غير مستقرة في المستوى، إلا أنها أصبحت مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها، مما فتح المجال لاستخدام اختبار التكامل المشترك لجوهانسون.
- اختبار جوهانسون لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي أظهر وجود معادلتين للتكامل المشترك حسب اختبار الأثر والقيمة العظمى، مما يدل على تكامل واتصال أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.
- أظهرت نتائج اختبار السببية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أن اغلب العلاقات أحادية أي أنها ذات اتجاه واحد، وعليه يمكن الحكم على أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بأنها في بداية مشوارها للتكامل المالي.

IV- الخلاصة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث بينت نتائج اختبار التكامل المشترك أن أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي متكاملة خلال فترة الدراسة، و هذا ما أدى إلى تحقيق معامل ارتباط مرتفع نوعا ما، كما قد بينت نتائج اختبار السببية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أن اغلب العلاقات أحادية أي أنها ذات اتجاه واحد، و أن سوق الكويت للأوراق المالية، الأكثر تأثير و تأثر بالأسواق المالية الأخرى الخليجية، ثم يليه سوق البحرين للأوراق المالية، فسوق دبي للأوراق المالية و سوق مسقط، ثم بعد ذلك يأتي السوق المالي السعودي، بينما بورصة قطر فليس لها أي تأثير على أسواق الأوراق المالية الخليجية الأخرى. وعليه فإن المستثمرين يمكنهم التنبؤ بالعوائد المستقبلية في مختلف الأسواق الخليجية انطلاقا من البيانات التاريخية لسوق الكويت للأوراق المالية، عكس بورصة قطر التي تستجيب لكل الأسواق المالية الخليجية عدا السوق المالي السعودي، لذا يتم التنبؤ بالعوائد المستقبلية لهذا السوق انطلاقا من البيانات التاريخية في الأسواق المالية الأخرى.

ـ الإحالات والمراجع:

1. حسن كريم حمزة. (2011). لعولمة المالية والنمو الاقتصادي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن
2. عبد الغني دادن، راضية كروش. (2015). دراسة محددات تكام لأسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا (مصر، الجزائر، تونس، المغرب)، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 6، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
3. عبد الغني دادن، راضية كروش، محمد الأمين شربي. (2016). اختبار تكامل الأسواق المالية الناشئة وأثره على عوائد الاستثمار في المحفظة المالية الدولية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 9، العدد 2، جامعة غرداية، الجزائر.
4. Arouri, M., El Hedi. (2006). A la recherche des facteurs Déterminants de l'intégration internationale des marchés ,Workingpaper Université Paris X Nanterre.
5. Barli, S. (2011). Capital market integration in asean countries : special investigation of indonesian towards the Big Four, The Asian Journal of Technology Management Vol. 4 No. 2, p. p 109-114.
6. Francisco, Z., Herrera. (2012). cointegration trends among the NAFTA equity markets, Economíateoría y práctica.- México, DF, ISSN 0188-8250, ZDB-ID 25173030. - Vol. 36, p 179-196.
7. Hande, F., Joniada, M.. (2009). Ananlysis of cointegration in capital markets of France ; Germany and United Kingdom, Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, Vol.2 No.1, p. p 109-123.
8. Ilhan, M. (2009). co-movements of NAFTA stock markets, Co-Movements of NAFTA Stock Markets. Troy University Business andEconomicReview, 2009.
9. ZENASI, S. (2014). les effets de l'integration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et de crises, thèse de doctorat, non publié, université Abou Baker Belkaid Tlemcen, Algeria, 2014.

ـ الملاحق:

الجدول رقم (01): مصفوفة ارتباط مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية

	DLI	KLI	MLI	QLI	BLI	TLI
DLI	1.000000	-0.075671	0.461562	0.805514	0.252023	0.708987
KLI	-0.075671	1.000000	0.544423	-0.167414	0.294845	0.228262
MLI	0.461562	0.544423	1.000000	0.192054	0.708403	0.714521
QLI	0.805514	-0.167414	0.192054	1.000000	0.049173	0.638238
BLI	0.252023	0.294845	0.708403	0.049173	1.000000	0.406303
TLI	0.708987	0.228262	0.714521	0.638238	0.406303	1.000000

المصدر: من إعداد الباحث بناء على برنامج EVIEWS 7

الجدول رقم (02): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي – فولر (ADF)

prob	Trend and intercept		مستوى المعنوية و الاختبارات	الخصائص / المتغيرات
0.6818	1.786978-	قيمة t	المستوى	BLI
0.0755	3.609564-	قيمة t	الفرق الأول	
0.6731	-1.807211	قيمة t	المستوى	DLI
0.0002	6.171517-	قيمة t	الفرق الأول	
0.1413	-3.036137	قيمة t	المستوى	KLI
0.0000	-7.354593	قيمة t	الفرق الأول	
0.2038	-1.772185	قيمة t	المستوى	MLI
0.0010	-4.353068	قيمة t	الفرق الأول	
0.5016	-2.014444	قيمة t	المستوى	QLI
0.0000	-4.854525	قيمة t	الفرق الأول	
0.6206	-1.912187	قيمة t	المستوى	TLI
0.0000	-6.666152	قيمة t	الفرق الأول	

المصدر: من إعداد الباحث بناء على برنامج EVIEWS 7

الجدول رقم (03): نتائج اختيار عدد فترات التباطؤ في نموذج الـ (VAR)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1205.636	NA	1.21e+33	93.20274	93.49307	93.28634
1	-1117.142	129.3370*	2.31e+31	89.16476	91.19707*	89.74999
2	-1073.063	44.07844	2.07e+31*	88.54334*	92.31763	89.63020*

المصدر: من إعداد الباحث بناء على برنامج EVIEWS 7

الجدول رقم (04): نتائج اختبار التكامل المشترك حسب طريقة جوهانسن

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.
None *	0.931241	197.9472	125.6154	0.0000
Atmost 1 *	0.818668	128.3412	95.75366	0.0001
Atmost 2 *	0.728272	83.94819	69.81889	0.0025
Atmost 3 *	0.637610	50.07138	47.85613	0.0305
Atmost 4	0.508712	23.68049	29.79707	0.2143
Atmost 5	0.180243	5.201673	15.49471	0.7870
Atmost 6	0.001316	0.034250	3.841466	0.8531
Hypothesized		**Max-Eigen**	**0.05**	
No. of CE(s)	**Eigenvalue**	**Statistic**	**Critical Value**	**Prob.**
None *	0.931241	69.60601	46.23142	0.0000
Atmost 1 *	0.818668	44.39301	40.07757	0.0153
Atmost 2	0.728272	33.87681	33.87687	0.0500
Atmost 3	0.637610	26.39089	27.58434	0.0704
Atmost 4	0.508712	18.47882	21.13162	0.1130
Atmost 5	0.180243	5.167423	14.26460	0.7205
Atmost 6	0.001316	0.034250	3.841466	0.8531

المصدر: من إعداد الباحث بناء على برنامج EVIEWS 7

الجدول رقم (05): نتائج اختبار غرانجر للعلاقة السببية

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KLI does not Granger Cause DLI	26	1.33870	0.3012
DLI does not Granger Cause KLI		10.4462	0.0003
MLI does not Granger Cause DLI	26	1.09403	0.3950
DLI does not Granger Cause MLI		0.73454	0.5826
QLI does not Granger Cause DLI	26	0.32793	0.8549
DLI does not Granger Cause QLI		7.00029	0.0022
BLI does not Granger Cause DLI	26	1.35572	0.2956
DLI does not Granger Cause BLI		2.45872	0.0905
TLI does not Granger Cause DLI	26	1.85100	0.1717
DLI does not Granger Cause TLI		2.45153	0.0911
MLI does not Granger Cause KLI	26	3.93007	0.0224
KLI does not Granger Cause MLI		2.72287	0.0693
QLI does not Granger Cause KLI	26	0.49236	0.7415
KLI does not Granger Cause QLI		5.43154	0.0066
BLI does not Granger Cause KLI	26	2.70160	0.0708
KLI does not Granger Cause BLI		0.41355	0.7962
TLI does not Granger Cause KLI	26	5.00528	0.0092
KLI does not Granger Cause TLI		1.49827	0.2525
QLI does not Granger Cause MLI	26	0.14678	0.9616
MLI does not Granger Cause QLI		5.72488	0.0053
BLI does not Granger Cause MLI	26	7.11477	0.0020
MLI does not Granger Cause BLI		2.81348	0.0633
TLI does not Granger Cause MLI	26	0.90929	0.4835
MLI does not Granger Cause TLI		1.09343	0.3952
BLI does not Granger Cause QLI	26	7.11315	0.0020
QLI does not Granger Cause BLI		1.41069	0.2781
TLI does not Granger Cause QLI	26	1.82845	0.1759
QLI does not Granger Cause TLI		0.21524	0.9259
TLI does not Granger Cause BLI	26	0.68648	0.6124
BLI does not Granger Cause TLI		1.98819	0.1481

المصدر: من إعداد الباحث بناء على برنامج EVIEWS 7

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

عز الدين بوحبل ، علي دبي. (2019). اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2010–2016)، مجلة رؤى اقتصادية، 09(02)، جامعة الوادي، الجزائر، ص.ص 145-158.

يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين بموجب رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري 4.0 رخصة عمومية دولية (CC BY-NC 4.0).

Roa Iktissadia Review is licensed under a Creative Commons Attribution-Non Commercial license 4.0 International License. Libraries Resource Directory. We are listed under Research Associations category