

## إختبار درجة التكامل المالي بين دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا خلال الفترة من 2000- 2017

### Testing for financial integration degree between Middle East and North Africa countries during 2000-2017.

مجاهد كنزة<sup>1</sup>، غربي ناصر صلاح الدين<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المركز الجامعي مغنية،(الجزائر)، medjahedkenza@gmail.com

<sup>2</sup> جامعة تلمسان،(الجزائر)، sgherbi@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2021/05/07 تاريخ القبول: 2021/06/27 تاريخ النشر: 2021/12/12

**ملخص:** تهدف الدراسة إلى قياس التكامل المالي بين أسواق الأوراق المالية في مجموعة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، و البحث في تكاملها مع الأسواق الدولية من خلال محاولة تحديد الصدمات الهيكلية في أهم مؤشرات الأسواق المالية للمنطقة باستخدام بيانات أسبوعية خلال الفترة بين 2000 و 2017. توصلت الدراسة الى وجود تكامل ما بين الأسواق المالية في المنطقة، و أن الأزمة المالية العالمية هو الحدث الذي أدى إلى تغير في حركة أسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا نتيجة انتقال الأثر إليها.

**كلمات مفتاحية:** التطور المالي ، التكامل المالي ، دول MENA.  
تصنيفات JEL: O40 ، F36 ، F32.

**Abstract :** the study aims to measure financial integration between stock markets in a group of countries in the Middle East and North Africa, and to examine their integration with international markets by trying to identify structural shocks in the most important Stock market indices for the region using weekly data between 2000 and 2017.

The study concluded that there is a relationship between the financial markets in the region, also concluded that the global financial crisis is the most important event that leads to change in the financial markets movement in MENA region as the result of spillover effect .

**Keywords :** financial development , financial integration , MENA region.

**JEL classification codes :** F32 , F36 , O40..

المؤلف المرسل: مجاهد كنزة، الإيميل: medjahedkenza@gmail.com

1-مقدمة:

إن وجود نظام مالي متطور يعزز التنوع والاستقرار في الاقتصاد باعتباره من بين محددات النمو الاقتصادي عن طريق دور الوساطة المالية من خلال حشد وتخصيص الموارد ، تسهيل حركة رؤوس الأموال وتوفير السيولة للمستثمرين المحليين والدوليين، مما يؤدي إلى مستوى أكبر من الاستثمار و بكفاءة أعلى وبالتالي البلدان ذات النظم المالية التي تعمل بشكل جيد تشهد نموا اقتصاديا أسرع (Levine,2005)، و بهدف تطوير النظام المالي شرعت العديد من البلدان النامية بتطبيق سياسات التحرير و الانفتاح المالي، و التي تمثلت بشكل رئيسي من خلال إلغاء القيود المفروضة على الأسواق المالية ، و على حركة رأس المال ما بين الدول وتقليل العوائق الحكومية مثل القيود القانونية المفروضة على الملكية الأجنبية والضرائب على المعاملات. ونتيجة لذلك ، فإن النظم المالية في العالم أصبحت أكثر تكاملاً بسبب التدفق السريع للسلع والمنتجات المالية و رؤوس الأموال، والنتيجة أن فكرة تكامل الأسواق المالية لقيت قدر كبير من الاهتمام ، حيث أصبحت فكرة رئيسية في نظرية المحفظة، يمكن تعريف تكامل الأسواق المالية بأنه الموقف ( الحالة) الذي لا توجد فيه عوائق أمام حركة رأس المال واختيار المحافظ الاستثمارية ، مثل القوانين أيضا تكاليف المعاملات ( Demirguc-Kunt and Levine ,1996). هذا يعني أن رأس المال سوف يتدفق من الأسواق التي تتميز بوفرة رأس المال إلى الأسواق التي يكون فيها ذلك نادرا نسبيا ، مما يؤدي إلى تخصيص أكثر كفاءة للموارد المالية بأعلى عائد وأقل مخاطرة ، و بالتالي من أهم دوافع تكامل الأسواق المالية : تحرير الأسواق المالية وتحرير الركائز الأساسية للتكامل المالي لأنها تزيل حواجز الاستثمار الأجنبي ،زيادة تدفق رأس المال عبر الأسواق وتخفيض تكلفة رأس مال من خلال تحسين توزيع و تنويع المخاطر والقضاء على قيود التمويل الخارجي ، ويمكن تحفيز تكامل الأسواق المالية من خلال تنسيق السياسات المالية والاقتصادية التي تتبناها الدول.

شرعت بلدان منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا في تطبيق جملة من الإصلاحات الهيكلية بهدف تحقيق مستويات أعلى من التنمية. كانت هذه الإصلاحات موجهة بشكل أساسي نحو رفع القيود والتحرير المالي، بهدف تحقيق نمو اقتصادي أعلى ، والتغلب على اختلالات الاقتصاد الكلي ، وخلق فرص العمل وزيادة قدرتها التنافسية الدولية.وبالتالي شهدت هذه البلدان تحسن في مؤشراتهما الاقتصادية والمالية، زاد متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي الإقليمي زيادة كبيرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ، و أسواق مالية حديثة النشأة والتي اعتبرت كطريقة جديدة للاستثمار يمكن أن توفر للمستثمرين الدوليين فرصة كبيرة للتنويع، ومن هنا نحصر الهدف الرئيسي من هذا البحث هو قياس مدى تكامل الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا وذلك من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات التي يمكن ان تقيس مستويات

التكامل المالي في هذه المنطقة اي قياس مدى الترابط (Connectedness) بين الأسواق المالية، باستعمال طرق قياسية التي تسمح بتحديد درجات التكامل و الاندماج المالي خلال الفترة من 2000 إلى 2017.

بالإضافة الى ما تم طرحه في الأدبيات النظرية و الذي تم تدعيمه بدراسات تطبيقية باستعمال مجموعة من الاختبارات منها طريقة اختبار جذر الوحدة مع وجود التغير الهيكلي اي الصدمات بهدف تحديد ما مدى وصول تأثير حدوث صدمة هيكلية في دولة و مدى انتشار و انتقال أثرها الى دول أخرى مثل حدوث الازمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 و انتقال أثر (spillover effect) هذه الازمة الى أسواق الدول الناشئة هذا يدل على ان هناك ارتباط و تكامل ما بين الأسواق ، واستعمال ايضا اختبار التكامل المشترك بهدف تحديد هل يوجد تكامل مالي اي قياس درجة التكامل المالي ما بين الاسواق المالية سواء في اطار تكتلات او عبر الأسواق الدولية من خلال تحديد اتجاهات و حركات الأسواق و بالتالي اذا كانت حركات هذه الأسواق ( مثلا اتجاه تقلبات أسعار الأوراق المالية) في نفس الاتجاه هذا يدل على وجود علاقة فيما بينها و التي سجلت مجموعة مختلفة من النتائج و التي تجسدت معظمها بين وجود تكامل مالي ومن جهة أخرى عدم وجود أي علاقة بين الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا التي كانت تقريبا في الدراسات الأولى و كانت فيها فترة الدراسة تتراوح بين سنوات الثمانينات والتسعينات نتيجة لحدثة نشأة هذه الأسواق ، اما ابتداء من سنوات 2000 مجملها توصلت الى وجود تكامل نتيجة للتطور الذي شهدته الأسواق المالية في هذه الدول بعد عمليات المتتالية للتحريك المالي المطبقة من طرفها، أما على المستوى العالمي مازالت غير مندمجة كليا مع الأسواق المتقدمة، و ايضا أن أسواق الأسهم في مناطق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أكثر تكاملاً فيما بينها وأكثر تجزئة على مستوى العالم خلال الأزمة مقارنة بما قبل الأزمة، أهم الدراسات الحديثة التي تناولت موضوع التكامل المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا:

دراسة ( Bakry, W. Almohamad, S.,2018) :

ساهمت هذه الدراسة في عرض أهم الأدبيات النظرية و التطبيقية للتكامل المالي خاصة بالنسبة لدول الشرق الأوسط و شمال افريقيا ، قامت باختبار فيما اذا كانت الصدمات الداخلية والخارجية لها تأثير على الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط و شمال افريقيا بهدف تحديد درجات التكامل المالي على الصعدين الاقليمي ( الصدمات الداخلية internal shocks ) و الدولي ( الصدمات الخارجية external shocks ) ، و ايضا تتبع حركات الأسواق المالية من اجل تحديد تكامل الأسواق المالية في منطقة

الشرق الأوسط و شمال إفريقيا من جهة و من جهة أخرى تكاملها مع الأسواق المتقدمة مثل السوق الأمريكية .

استخدمت هذه الدراسة بيانات شهرية لمؤشرات أسعار الأسهم في تسعة دول من منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا : البحرين ، مصر ، الأردن ، الكويت ، المغرب ، قطر ، المملكة العربية السعودية ، تونس والإمارات العربية المتحدة، ودولة متقدمة (الولايات المتحدة) ، لفترة تتراوح 2000 و 2015. طبقت الدراسة اختبار ( Zivot and Andrews, 1992 ) لتحديد الصدمات الهيكلية في السلسلة الزمنية. وجدت النتائج أن الأزمة المالية العالمية هو الحدث الأكثر أهمية الذي يؤدي إلى تغيير هيكلية في جميع أسواق منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا تقريبا. وبشكل أكثر تحديدا ، الانهيار في مؤشرات البورصة في البحرين و مصر والكويت والمملكة العربية السعودية ، تونس والإمارات العربية المتحدة تنزامن مع الأزمة. تستخدم الورقة أيضا اختبار ( Bai and Perron, 2003 ) لإجراء تغييرات هيكلية متعددة ، تشير نتائجها إلى أن مؤشرات البورصة في الأردن والمغرب و السعودية و دولة الإمارات العربية المتحدة تتميز بحدوث صدمتين ، و ربطت الدراسة الى حدوث الصدمات بالأزمة المالية العالمية ، بالإضافة إلى التحرير المالي وعدم الاستقرار السياسي في المنطقة. توصلت الدراسة بشكل عام أن الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ليست معزولة عن الأحداث العالمية. علاوة على ذلك، فقد وجد أن الصدمات العالمية مثل الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون الأوروبية لها نفس تأثير الأحداث المحلية والإقليمية على الأقل على النظم المالية في بلدان الشرق الأوسط و شمال إفريقيا. قد يكون هذا مؤشرا على زيادة ملحوظة في الدمج المالي بين أسواق منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا والأسواق المتقدمة. علاوة على ذلك ، فإن الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا يتم دمجها على المستوى الدولي ، ولكنها ليست مرتبطة تماما بالأسواق المتقدمة.

دراسة ( Almohamad S, Anil V.Mishra, Xiao Yu .,2018 ) :

تبحث هذه الدراسة في العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين أسواق الأسهم في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، وبين أسواق الشرق الأوسط و شمال إفريقيا قبل و بعد الأزمة المالية ، و أيضا بينها وبين الأسواق الصينية و بينها و بين الأسواق المتقدمة (الولايات المتحدة و المملكة المتحدة).

استخدمت الدراسة بيانات أسبوعية لمؤشر أسعار الأسهم لعينة من 12 سوق مالي ، بما في ذلك تسعة أسواق للشرق الأوسط و شمال إفريقيا (مصر والأردن والكويت والمغرب وسلطنة عمان وقطر والمملكة العربية السعودية وتونس والإمارات العربية المتحدة) وسوق الأوراق المالية الصيني وسوقان متقدمتان (الولايات المتحدة والمملكة

المتحدة). و تم تقسيم فترة الدراسة الى ما قبل الأزمة (من يناير 2000 إلى ديسمبر 2007) وما بعد الأزمة (من يناير 2008 إلى أكتوبر 2015) ، تم استخدام أولاً ، اختبار فرضية جذر الوحدة للتأكد من ثباتها. ثانياً ، اختبار التكامل المشترك. ثالثاً ، Granger السببية (بواسطة VECM) لفحص اتجاه العلاقات السببية (إن وجدت) بين مؤشرات الأسهم. رابعاً ، تحليل دوال الاستجابة و التباين لتحديد تأثير أحد الأسواق على باقي الأسواق في عينة الدراسة.

استخدمت منهجية التكامل المشترك لدراسة التكامل المالي بين 10 أسواق مالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تضم دول مجلس التعاون الخليجي (الكويت ، عمان ، قطر ، المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة) ، غير دول مجلس التعاون الخليجي (مصر، الأردن ، المغرب وتونس) وبين منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا و أسواق الأسهم في الصين والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. تظهر نتائج أن هناك تكامل بين هذه الأسواق في كل من الفترتين قبل الأزمة وبعدها. هذا يعني أن أسواق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا متكاملة فيما بينها.

و توصلت هذه الورقة البحثية الى أن التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مع الصين قد زاد بشكل كبير بعد الأزمة، وقد يكون هذا انعكاساً للعلاقات الاقتصادية المعززة (مثل الأنشطة التجارية والاستثمارات وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر) بين هذه البلدان. اشارت الدراسة الى التأكيد الى أن المستثمرين وصانعي السياسات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يجب أن يعطوا أهمية المتزايدة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بالنسبة للصين كمورد رئيسي للطاقة وشريك تجاري.

#### دراسة (Garali and Othmani, 2015) :

هدفت الدراسة الى تحديد أهم محددات التكامل المالي لمنطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا من اجل تحديد مستويات التكامل المالي على المستوى الدولي لغرض ذلك استعملت الدين الخارجي كممثل للتكامل المالي، و المحددات تمثلت في كل من الانفتاح التجاري ، التطور المالي ، سعر الصرف ، معدل التضخم ، الازمة المالية العالمية 2008 و السياسة الضريبية.

توصلت الدراسة الى ان الانفتاح التجاري و أسعار الصرف يمكن ان يفسر درجات التكامل المالي في حين أن بقية المتغيرات وهي عدم الاستقرار المالي (الأزمة) والضرائب ومستويات التضخم لا تؤثر على التكامل المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ويعني هذا أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا تزال لديها فرصة دولية لتنويع محفظة الأوراق المالية ( أي العمل على تحقيق مستويات اعلى من التطور تسمح لها في الاندماج).

### دراسة (Soofi, 2008) :

قامت الدراسة بقياس درجة التكامل المالي ما بين الأسواق المالية لكل من مصر، الأردن، لبنان، تونس، وتركيا و من جهة أخرى مدى تكاملها مع الأسواق المتقدمة المتمثلة في كل من سوق الأمريكية و البريطانية باستخدام التكامل المشترك ، نموذج تصحيح الخطأ و اختبار السببية بهدف تقدير درجة التكامل بين أسواق المال والأسهم في العديد من البلدان في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا و الأسواق المعنية في الولايات المتحدة و المملكة المتحدة.

و توصلت الدراسة الى عدم وضوح علاقة التكامل المالي ما بين أسواق دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ، و التي ربطتها الدراسة بأن التطور غير المتجانس للقطاعات المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا أن بعض دول المنطقة تتطلب تبني أو مواصلة تنفيذ سياسات التحرير المالي. بالنظر إلى المخاطر الملازمة للتحرير المالي التي تعد شرطاً أساسياً للتكامل المالي العالمي ، يجب أن تكون دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا حذرة وأن تتخذ خطوات تدريجية في تحرير قطاعاتها المالية .

### دراسة (Jung-Suk Yu, M. Kabir Hassan., 2008) :

هدفت الدراسة الى البحث في الترابط فيما بين أسواق الأسهم في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا مع الأسواق المالية العالمية الرئيسية، بالاعتماد على بيانات يومية خلال الفترة من 1999 الى غاية 2005 ، من أجل تحقيق الغاية من هذه الدراسة ، تم تجميع مؤشرات أسعار اليومية لأسواق الأوراق المالية السبعة في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا وهي البحرين و عمان و السعودية و الأردن و مصر و المغرب و تركيا. توصلت هذه الورقة الى أن هناك علاقة توازن طويلة الأجل بين دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا باستثناء مجلس التعاون الخليجي (مصر و الأردن و المغرب و تركيا) و أسواق الأسهم الأمريكية ، نتيجة التقدم سريع في عملية التحرير المالي لمنطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا. من جهة أخرى ، من حيث العلاقة على المدى القصير تم الوصول الى أن أسواق الأسهم في مجموعة دول مجلس التعاون الخليجي تتصف بوجود علاقات مع أسواق الأوراق المالية المتقدمة ، مما يعني أن المستثمرين في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي يتمتعون بفرص جيدة للاستفادة من التنوع الدولي للمخاطر المالية مع زيادة الاستثمارات العالمية في دول مجلس التعاون الخليجي، و بالتالي تتمتع سوق الأسهم الأمريكية بعلاقة قوية و معظم دول مجلس التعاون الخليجي.

### دراسة (Neaime,S. , 2005) :

تهدف الدراسة الى اختبار تأثير التكامل المالي الإقليمي والدولي على تقلبات الاقتصاد الكلي في الاقتصادات النامية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة 1980-2002 ، باستخدام نماذج بيانات بانل شملت عينة الدراسة على ثمانية دول من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا : مصر ، الأردن ، المغرب، تركيا ، السعودية ، الكويت ، البحرين و الامارات.

توصلت الدراسة الى ان الأسواق المالية تكون أقل عرضة للصدمات المالية اذا كانت تتميز بسوق مالي متطور، يعد تطوير القطاع المالي المحلي أمرا بالغ الأهمية ، حيث إن وجود مستويات عالية من تنمية القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يعد أمرا بالغ الأهمية، يرتبط بشكل كبير مع انخفاض تقلب الاقتصاد الكلي. من خلال عرض ما سبق تهدف هذه الدراسة الى تحديد و قياس التكامل المالي ما بين دول الشرق الأوسط و شمال افريقيا على عينة تتكون من 8 دول والتي هي : مصر ، المغرب ، تونس ، قطر ، الكويت ، السعودية، عمان و الأردن خلال الفترة من 2000 الى غاية 2017 ببيانات أسبوعية ، و بالإضافة الى المساهمة في تحديد تكاملها مع الأسواق الدولية من خلال محاولة تحديد الصدمات الهيكلية في مؤشرات البورصة لدول المنطقة، و بالتالي تسعى الدراسة الى محاولة الإجابة عن التساؤلات التالية :

- ما مدى التكامل المالي المحقق في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا؟
- هل الأسواق المالية في المنطقة تأثرت بالأزمات المالية؟
- ما مدى التكامل بين الأسواق المالية للمنطقة و الأسواق المالية الدولية؟

من اجل محاولة الإجابة على أهم تساؤلات الدراسة قمنا بوضع فرضية مفادها ان هناك تكامل ما بين الأسواق المالية لمنطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا و مع الأسواق المالية الدولية.

سوف نعالج في هذه الدراسة الجانب الأول المتعلق بتقييم مستويات التطور في الأسواق المالية لمنطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا لان كلما اتسعت الأسواق بمستويات عالية من التطور هذا يشير على قدرتها على المزيد من الفرص الاستثمارية بعائد أعلى ومخاطر أقل، و الجانب الثاني الذي يتمثل في الدراسة التطبيقية من اختبار التكامل المشترك و اختبار جذر الوحدة بوجود الصدمات الهيكلية بهدف قياس التكامل المالي ما بين دول المنطقة بالإضافة الى تحديد مدى اندماجها في الأسواق الدولية.

## 2- الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا

تعتبر الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا حديثة النشأة ، حيث تعتبر مصر أول الدولة تنشأ سوق للأوراق المالية والتي تعممت في باقي المنطقة بتطوير و التي تميزت هذه الأسواق بضعف البيئة المؤسسية ، والافتقار إلى إطار

تنظيمي فعال ، و هذا ما أدى الى محاولة تطويرها من خلال إعادة تقييم دورها ، و بالتالي قاموا بإجراء إصلاحات قانونية ومالية وإنعاش بعض الأسواق ، بما في ذلك في مصر والكويت والمغرب والأردن وإنشاء أسواق جديدة في الإمارات العربية المتحدة ، سوق دبي المالي وبورصة أبوظبي وقطر.

شرعت معظم الدول منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا في بداية الثمانينات تطبيق مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية و التي تضمنت في تطبيق سياسات تحرير النظام المالي والمصرفي من إزالة القيود التي كانت مفروضة عليه بهدف تطوير و انفتاح الأسواق المالية المحلية و اندماجها في الأسواق الدولية جعلها قادرة على المنافسة من خلال توفير للمستثمرين فرص للتنوع محافظهم الاستثمارية وتخفيض المخاطر ، وبالتالي كنتيجة تحقيق التكامل ما بين الأسواق المالية ، بالإضافة الى ذلك تلعب أسواق دول الشرق الأوسط و شمال أفريقيا دورا مهما في الاقتصاد العالمي كونها أهم مزودي العالم بالنفط و الغاز في عام 2013 ، استحوذت بلدان الشرق الأوسط و شمال إفريقيا على 43 ٪ من إمدادات النفط في الصين ، علاوة على ذلك أصبحت قطر ثاني أكبر مورد للغاز إلى الصين (Almahamad et al 2018 , p:05). وبالتالي حققت تكامل على مستوى المنطقة و على مستوى الأسواق الدولية مثل السوق الأمريكية، الأوروبية والصينية.

نتيجة لجملة الإصلاحات المالية المتبعة لزيادة التطور المالي في أسواق منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا، حيث قامت معظم الأسواق بتنوع الخدمات والأدوات المالية التي تقدمها وإدخال المشتقات والمقايضات في بعض الأسواق و هذا ما ساهم في زيادة درجة التطور المالي في المنطقة بشكل ملحوظ ، باعتبارها أسواق ناشئة ما زالت تعاني من ضعف تكاملها مع الأسواق المالية العالمية ، على الرغم من ذلك لم يتم عزل منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا عن الأزمة المالية العالمية، و التي خلفت اثار في أسواق المالية لدول الشرق و شمال أفريقيا و التي أثرت على اقتصاديات منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا من خلال الانخفاض المباشر الحاد في أسواق الأسهم وانخفاض أسعار النفط وتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة و التأثير عبر قنوات غير المباشرة مثل انخفاض التحويلات وعائدات السياحة ، وبالتالي حدوث صدمات سواء محلية أو خارجية يعتبر عامل جد مهم من اجل تحديد مدى الترابط و التكامل ما بين الأسواق نتيجة استجابة و انتقال الأثر (spillover effect) الى أسواق الأخرى سواء تأثير إيجابي أو سلبي.

ان تطوير الأنظمة المالية لا ينعكس فقط في التحسنات الحاصلة في المتغيرات الكمية انما يتعدى ذلك ليشمل جوانب كيفية مثل مدى توفر الاستقرار في النظام المالي لان عدم استقراره يهشمه، و بالتالي قياس التطور في القطاع المالي يقاس بنوعية وكمية



الخدمات المقدمة و بالتالي مستوى التطور المالي يغطي جانب الحجم، و النشاط و كفاءة و فعالية النظام المالي و مدى اسقراره (Medjahed and Gherbi ,2016,p :78) ، و الجدول التالي يبين اهم التطورات الحاصلة في مؤشرات التطور المالي من 1980-2017، بحيث كل مؤشر يمثل مجموعة من المتغيرات تقيس جانب معين من التطور.

### الجدول 1: تطورات لمؤشرات تطور الأسواق المالية خلال 1980-2017

	كفاءة و الأسواق المالية	مؤشر نشاط الأسواق المالية	مؤشر عمق و حجم الأسواق المالية	
مصر	0.07	0.11	0.07	1980-1990
	0.19	0.20	0.19	1991-2000
	0.43	0.35	0.43	2001-2010
	0.33	0.37	0.33	2011-2017
الاردن	0.18	0.27	0.14	1980-1990
	0.15	0.46	0.25	1991-2000
	0.42	0.51	0.46	2001-2010
	0.13	0.52	0.31	2011-2017
الكويت	0.23	0.14	0.18	1980-1990
	0.45	0.19	0.31	1991-2000
	0.58	0.09	0.51	2001-2010
	0.30	0.09	0.31	2011-2017
المغرب	0.02	0.07	0.01	1980-1990
	0.09	0.20	0.07	1991-2000
	0.12	0.42	0.19	2001-2010
	0.07	0.50	0.19	2011-2017
عمان	0.14	0.24	0.05	1980-1990
	0.21	0.27	0.13	1991-2000
	0.22	0.39	0.34	2001-2010
	0.12	0.38	0.37	2011-2017
قطر	0.03	0.26	0.22	1980-1990
	0.05	0.46	0.30	1991-2000
	0.29	0.75	0.64	2001-2010
	0.18	0.73	0.58	2011-2017
السعودية	0.05	0.12	0.10	1980-1990
	0.17	0.17	0.15	1991-2000
	0.83	0.39	0.49	2001-2010
	0.87	0.46	0.54	2011-2017
تونس	0.05	0.02	0.04	1980-1990
	0.11	0.02	0.06	1991-2000

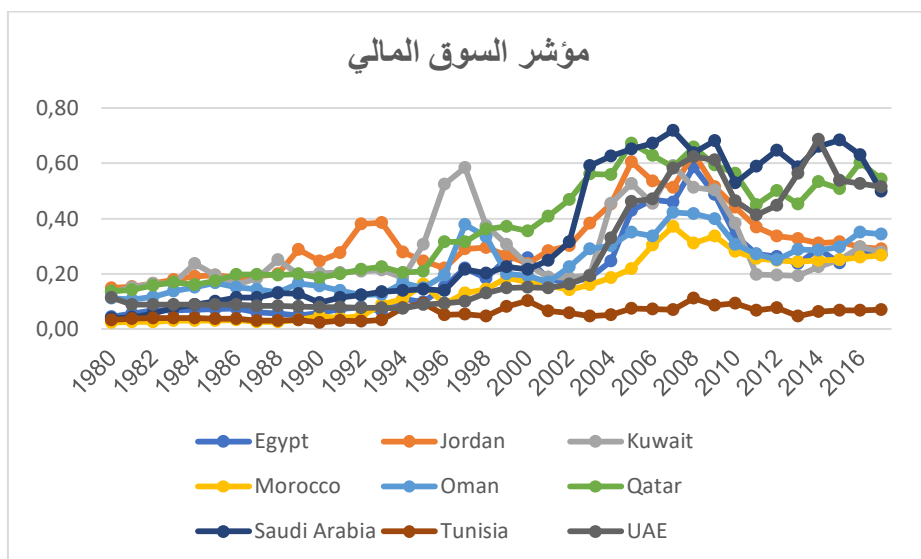
اختبار التكامل المالي بين دول الشرق الأوسط و شمال افريقيا خلال الفترة من 2000-2017  
درجة

0.06	0.02	0.15	2001-2010	الامارات
0.08	0.01	0.11	2011-2017	
0.04	0.22	0.01	1980-1990	
0.05	0.24	0.01	1991-2000	
0.36	0.59	0.25	2001-2010	
0.54	0.72	0.31	2011-2017	

المصدر : من بيانات صندوق النقد الدولي .

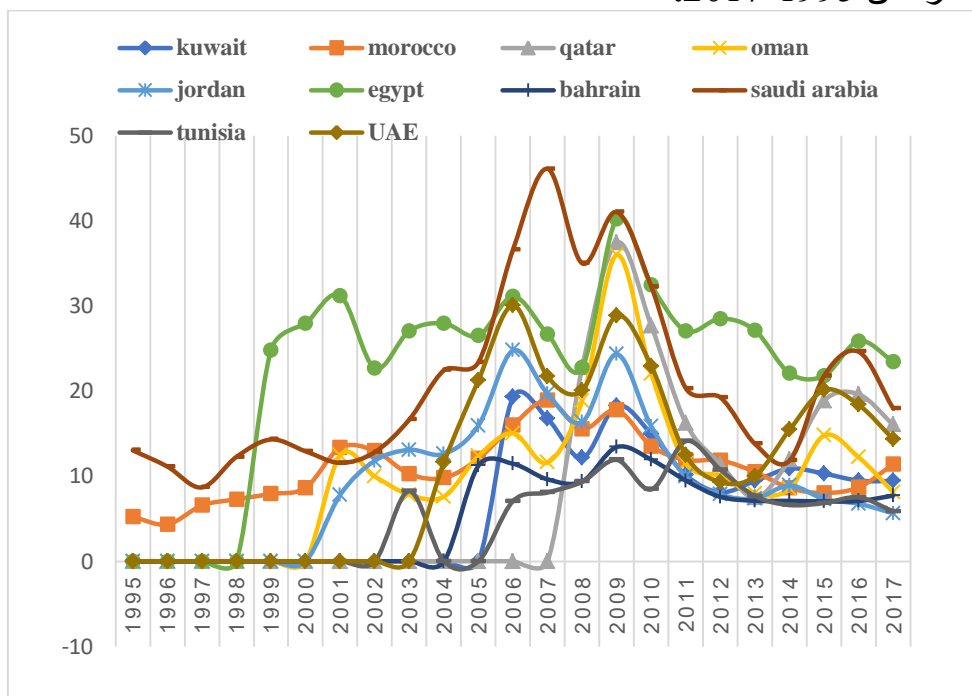
من خلال بيانات الجدول أعلاه يتبين ان هناك تطور في المؤشرات خلال فترة الدراسة ، بعض دول المنطقة لحقت مستويات متوسطة لكن الأكثر منها مازالت تعاني من مستويات منخفضة نتيجة غياب مجموعة من العوامل التي لم تواكب جملة الإصلاحات المالية المطبقة من طرف هذه الدول أي عدم توفر المناخ الملائم لنجاحها، لكن دول مجلس التعاون الخليجي حققت مستويات أعلى عن باقي دول المنطقة الامارات حققت معدل 72% ، قطر 73%، خلال الفترة من 2011-2017 من مؤشر النشاط و هذا ما يشير الى أسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تشهد تطورا على باقي دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا ، و تقريبا نفس المستويات في كل من مؤشر الحجم و مؤشر كفاءة و فعالية الأسواق المالية يعني تطور في من المؤشر من 1980 الى 2017، و المستويات الأعلى المحققة كانت من نصيب دول مجلس التعاون الخليجي و هذا ما يشير الى ان الأسواق المالية في هذه الدول تشهد مستويات أعلى من التطور عن باقي دول المنطقة و هذا ما يتوضح من الشكل الذي مؤشر تطور السوق المالي الذي يدمج اجمالي مؤشر واحد يعكس مدى التطور في الأواق المالية و الذي يوضح ان المستويات الأعلى المحققة كانت من نصيب كل السعودية ، الامارات و قطر .

الشكل 1:تطور مؤشر سوق الأوراق المالية من 1980-2017



Source : International Monetary Fund.

الشكل 2 : تقلبات أسعار الأسهم في اسوق منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا خلال الفترة من 1995-2017.



Source: World Bank ,World Bank Indicator.

يظهر الشكل أعلاه تقلبات أسعار الأسهم في الأسواق المالية لدول الشرق الأوسط و شمال افريقيا، والملاحظ هو تغيرات كبيرة في متوسط أسعار الأسهم، بالنسبة للسوق

اختبار التكامل المالي بين دول الشرق الأوسط و شمال افريقيا خلال الفترة من 2000-2017  
درجة

المالي لمصر حققت تغير في أسعار الأسهم نحو الارتفاع ب % 25 ، و بالتالي تشهد هذه الدول تقلبات كبيرة تقريبا سنة 2008 هي مرحلة فاصلة والتي تعبر عن الأزمة المالية العالمية التي شهدت تقلبات في أسعار الأسهم نحو الانخفاض في جميع أسواق المالية لمنطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا و ذلك نتيجة الأزمة المالية العالمية التي اثرت على أسواقها وهذا ما يدل على العلاقة و الترابط ما بين الأسواق ، أيضا يلاحظ من خلال الشكل على تقريبا كل التقلبات في الأسعار كانت في نفس الاتجاه ابتداء خاصة من 2005 ، 2006 و بالتالي الأسواق المالية لمنطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا تقريبا تتحرك في نفس المستوى و هذا مايدل على وجود ارتباط ما بين الأسواق والذي ينتهي بالتكامل المالي .

الجدول 2 : رسملة البورصة بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2003	2002	2001	2000	
مصر	12.6	18.61	20.99	20.59	19.18	27.83	40.48	47.48	76.23	88.73	29.72	26.64	26.15	30.84	
الأردن	64.12	67.63	71.91	78.44	87.24	100.3	118.3	140.8	184.1	230.8	88.39	70.04	62.89	63.38	
الكويت					56.73	72.95	92.80	92.09	106.17	136.9	96.89	70.79	59.77	51.60	
المغرب	50.06	45.44	48.33	50.52	55.31	65.34	69.53	74.06	82.54	85.19	23.08	22.24	25.41	31.87	
عمان	48.43	57.13	46.02	42.29	37.23	40.68	43.14	44.07	39.80	50.11	28.67	22.81	21.15	21.41	
قطر	98.12	99.94	82.65	75.70	66.17	73.63	84.28	81.91	77.76	112.6	113.4	48.57	32.52	29.01	
السعودية	68.37	69.11	62.89	56.24	48.26	52.15	63.74	72.61	75.33	99.81	37.31	39.70	40	35.65	
تونس	19.56	18.98	17.77	18.54	19.54	22.3	22.00	17.17	13.25	12.46	8.97	9.20	10.10	13.11	
الإمارات	59.37	58.78	50.75	37.82	26.00	31.99	46.39	48.19	39.09	48.93	24.42	18.55	5.59	5.49	

Source: World Bank, World Development Indicator.

رسملة البورصة بالنسبة الى الناتج المحلي الإجمالي و التي تشير الى أن ارتفاع هذا المؤشر الذي يعكس زيادة حجم السوق المالي من خلال زيادة الاستثمار في الأوراق المالية و تنويع المحافظ و بالتالي زيادة العائد وخفض المخاطر ( Garali and Othmani, 2015, p: 537).

يتضح من خلال الجدول أعلاه ان اغلب دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا شهدت تطورا في هذا المؤشر و هذا مايدل على اتساع و عمق الأسواق المالية نتيجة جملة الإصلاحات المالية التي طبقتها دول المنطقة ، بالنسبة الى مصر عرفت تطورا حيث بلغت سنة 2007 نسبة 88 % بعد ذلك تراجعت نتيجة الازمة المالية العالمية 2008 و التي استمرت في الانخفاض نتيجة عدم استقرار الأوضاع فيها .بالنسبة للأردن شهدت هي أخرى تطور في رسملة البورصة حيث بلغت اعلي نسبة ب230% و هي الأخرى شهدت انخفاضا بعد الازمة و التي تقدر نسبتها في الأونة الأخيرة بمعدل 69% .و بالنسبة لباقى الدول المنطقة هي الأخرى شهدت تطورا في المؤشر لكن بعد سنة 2008 حقق انخفاضا نتيجة لما سببته الازمة المالية من اثار سلبية على

أسواق المنطقة من خلال تراجع أسعار الأوراق المالية ، و هذا ما يشير الى ان الأسواق المالية متكاملة مع الأسواق الدولية .

### 3- قياس درجة التكامل المالي في منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا:

استنادا الى تحليل المؤشرات التي تعكس مدى التطور المالي في الأسواق المالية لمنطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا و علاقة التغيرات الحاصلة في البعض منها بعد الأزمة المالية العالمية 2008 و الذي يشير الى مدى تأثر أسواق المنطقة بالأسواق المالية هذا دليل على مدى اندماجها و تكاملها مع الأسواق الدولية.

بهدف تحقيق الغاية من البحث شملت عينة الدراسة على 8 دول من منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا والتي كانت نتيجة مدى توفر البيانات الاسبوعية خلال فترة الدراسة من 2000 الى غاية 2017 والتي الحصول عليها من قاعدة البيانات Reuters Datastream database لأهم مؤشرات الأسواق المالية لعينة الدراسة ، و مؤشر السوق المالي هو رقم قياسي مئوي يعتمد على قياس حركة التغير في أسعار أسهم عينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بانتظام. تستخدم عدد من البورصات المؤشر نسبة الى عشرة ألف نقطة ومنها ما يستخدمه كرقم قياسي مئوي، يتم تثبيت اوزان جلسة الأساس وقياسها على انها 100% يجري بعدها قياس المؤشر في كل جلسة استنادا الى مقارنة قيمته بتلك القيمة. ومن ثم مقارنة قيمته في جلسة اليوم بقيمته في الجلسة التي سبقتها لتحديد نسبة وقيمة التغير بالنقاط ( م. قحطان لفتة عطية وا. م. د. فارس كريم بريهي. 2020، ص 115).

وشملت عينة الدراسة كمن الدول : قطر، الكويت ، عمان ،السعودية ،تونس، المغرب، الأردن ومصر ، والجدول التالي يبين اهم المؤشرات المستخدمة الممثلة لكل سوق من سوق الأوراق المالية.

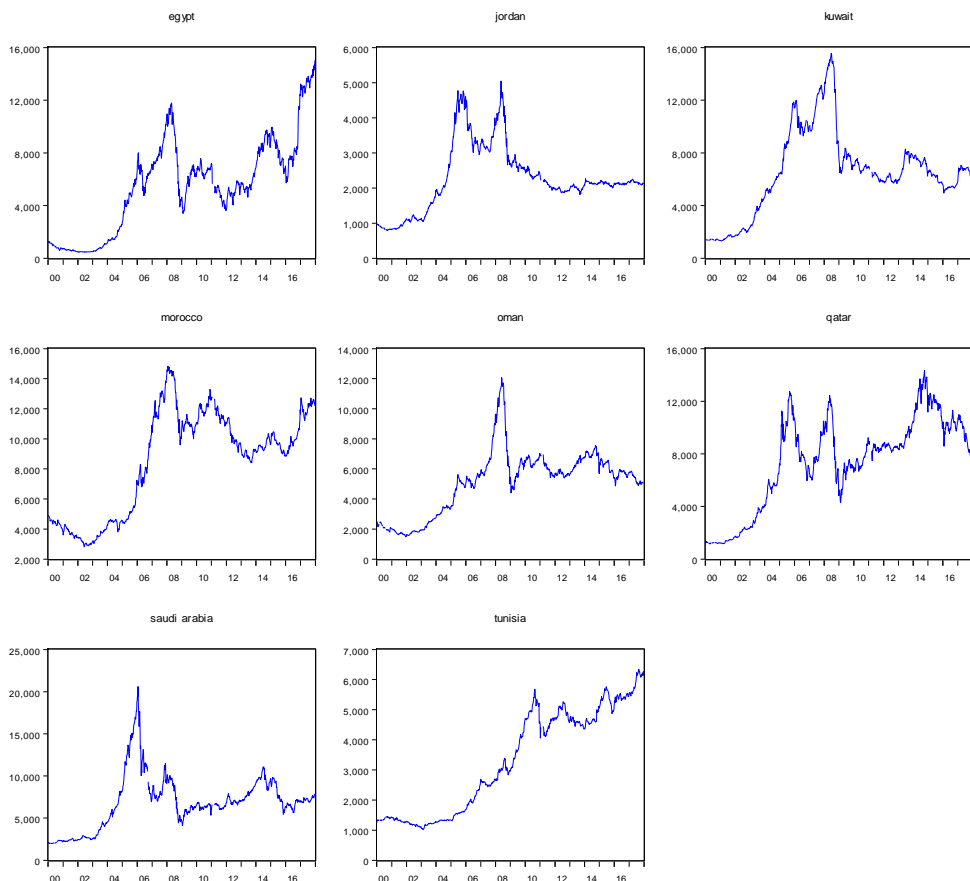
**الجدول 3:** اهم المؤشرات المستخدمة لتمثيل الأسواق المالية لكل دولة من منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا.

مؤشرات الأسواق المالية
Qatar stock market : DSM Index
Kuwait stock market : KWSEIDX Index
Oman stock market : MSM30 Index
Saudi Arabia stock market : SASEIDX Index
Tunisia stock market : TUSISE Index
Morocco stock market : MOSENEW Index
Jordan Amman stock exchange: JOSMGNFF Index
Egypt stock market : EGX30 Index

المصدر : من اعداد الباحثين.

# اختبار التكامل المالي بين دول الشرق الأوسط و شمال افريقيا خلال الفترة من 2017-2000 درجة

## الشكل 3 : عرض لمؤشرات الأسواق المالية للمنطقة من 2017-2000.



المصدر : من مخرجات Eviews10

بهدف تحقيق الغاية من الدراسة و التي تتمثل أساسا في قياس تكامل الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا استخدمنا اختبار التكامل المشترك و الذي يعتبر من بين الاختبارات المعتمدة في تحديد التكامل المالي بالإضافة الى اختبار جذر الوحدة المتضمن تحديد الصدمات الهيكلية ، و التي تعتبر معيار لتحديد مدى تأثير الأسواق عند حدوث ازمة في دولة معينة و الذي من خلاله يمكن تحديد مدى الترابط ما بين الأسواق .

### 3-1: اختبار ADF لجذر الوحدة

الجدول 4: اختبار ADF لجذر الوحدة (باتجاه و الثابت).

المتغيرات	عند المستوى	عند الفروق الأولى
مصر	0.1246	-26.27 ***

الأردن	-1.5172	***-21.26
الكويت	-2.3037	***-5.46
المغرب	-0.7276	***-28.13
عمان	-2.0416	***-8.28
قطر	-1.8022	***-29.08
-السعودية	-1.69	***-28.35
تونس	-0.2302	***-12.85

المصدر : من مخرجات Eviews10 ، ملاحظة : \*\*\* تشير الى المعنوية عند مستويات 1 % على الترتيب.

يتوضح من الجدول أعلاه على أن السلاسل الزمنية لكل الدول في عينة الدراسة مستقرة بعد أخذ الفروق الأولى و هذا ما يسمح بالمرور الى الاختبار الموالي المتمثل في اختبار التكامل المشترك.

### 2-3: اختبار التكامل المشترك

الجدول 5 : اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.084516	177.9960	159.5297	0.0033
At most 1	0.034213	99.67186	125.6154	0.6121
At most 2	0.032402	68.79339	95.75366	0.7614
At most 3	0.018972	39.57701	69.81889	0.9537
At most 4	0.011074	22.58714	47.85613	0.9673
At most 5	0.009690	12.70928	29.79707	0.9044
At most 6	0.004403	4.072629	15.49471	0.8976
At most 7	0.000179	0.158556	3.841466	0.6905

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

المصدر : من مخرجات Eviews10.

يظهر اختبار التكامل المشترك الموضح اعلاه على وجود تكامل مشترك من خلال وجود متجه ، وهذا ما يوضح على ان الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا بالنسبة لعينة الدراسة انها تتبع نفس سلوك أي تحرك في اتجاه واحد و هذا ما يدل تقريبا على وجود ارتباط وتكامل ما بين اسواق محل الدراسة .

### 3-3: اختبار جذر الوحدة و الصدمات الهيكلية

الجدول 7 : نتائج اختبار ( Zivot and Andrews ,1992 ) لتحديد الصدمات .

المتغير	فترات الابطاء	T الإحصائية	تاريخ حدوث الصدمة	محاولة الصدمات	تفسير الاستقرائية	نتيجة
مصر	1	- 3.21***	06/2008	الأزمة العالمية	المالية	مستقرة
الأردن	0	- 3.12***	07/2008	الأزمة العالمية	المالية	مستقرة
الكويت	3	- 3.22***	09/2008	الأزمة العالمية	المالية	مستقرة
المغرب	3	- 3.20***	10/2005			مستقرة
عمان	4	-2.71**	12/2004			مستقرة
قطر	2	-2.78	10/2004			غير مستقرة
السعودية	3	-2.87	2008/05			غير مستقرة
تونس	4	- 3.63***	11/2008	الأزمة العالمية	المالية	مستقرة

المصدر : من مخرجات Eviews10، ملاحظة : \*\*،\*\*\* تشير الى المعنوية عند مستويات

5% و 1% على الترتيب.

اختبار ( Zivot and Andrews ,1992 ) هو نموذج يختبر فرضية جذر الوحدة مع وجود تغير هيكلي واحد في السلاسل الزمنية ، و يحدد هذا الاختبار أيضا أهم تغيير في حركة و مسار مؤشرات أسواق الأسهم لفترة زمنية محددة ، وتكشف نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول رقم(7) على عدم رفض الفرضية العدمية لجذر الوحدة بالنسبة لقطر والسعودية يعني سلسلتين غير مستقرتين ويتم رفض فرضية العدمية لأسواق الأسهم في مصر ، الأردن ، الكويت ، المغرب ، و تونس (عند 1 %) و عمان (عند 5 %) وهذا يشير إلى أنا لأسواق مستقرة عند المستوي. وتشير النتائج أيضا إلى أن جميع المتغيرات قد شهدت تغيرا هيكليا داخليا، ووجدنا أن الأزمة المالية العالمية كان الحدث الأكثر صدمة لإحداث تغييرات هيكلية في أسواق الأسهم في منطقة الشرق الأوسط، و بالتالي يتضح اجمالا على ان أغلب دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا تأثرت بالأزمة المالية العالمية و هذا ما يشير الى اندماجها في الأسواق الدولية، نتيجة انتقال الأثر إليها.

#### 4-الخاتمة:

هدفت الدراسة إلى قياس التكامل المالي ما بين أسواق الأوراق المالية في مجموعة من دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا وهي: مصر،الأردن،الكويت ،المغرب ،قطر ، السعودية ،تونس و عمان ، خلال الفترة بين 2000 و 2017 ، و أيضا في تكاملها



مع الأسواق الدولية من خلال محاولة تحديد الصدمات الهيكلية في مؤشرات البورصة لدول المنطقة.

استخدمت الدراسة اختبار جوهانسن و الذي أشار الى وجود علاقة تكامل مشترك ما بين الأسواق المالية في المنطقة و الذي ياكّد على أن الأسواق المالية تتبع نفس المسار و هذا دليل وجود تكامل فيما بينها ، بالإضافة الى تطبيق اختبار ( Zivot and Andrews, 1992) لتحديد الصدمات الهيكلية في السلسلة الزمنية. وجدت النتائج أن الأزمة المالية العالمية هو الحدث الأكثر أهمية الذي يؤدي إلى تغيير هيكلية في جميع أسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تقريباً. وبشكل أكثر تحديداً، انهيار مؤشرات البورصة في مصر والكويت الأردن، السعودية، وتونس تتزامن مع الأزمة و هذا ما يتناسب مع النتائج المتوصل إليها من الدراسات السابقة.

بشكل عام ، وجدت النتائج في هذه الورقة أن الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ليست معزولة عن الأحداث العالمية. علاوة على ذلك ، فقد وجد أن الصدمات العالمية مثل الأزمة المالية العالمية 2008 لها نفس تأثير على النظم المالية في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. قد يكون هذا مؤشراً على زيادة ملحوظة في الدمج المالي بين أسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والأسواق المتقدمة، وبالتالي فإن الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يتم دمجها على المستوى الدولي ، ولكنها ليست مرتبطة تماماً بالأسواق المتقدمة. ومع ذلك ، ما يستدعي على هذه المنطقة اتخاذ المزيد من الإصلاحات المالية بهدف تطوير أنظمتها المالية و المصرفية، الأمر الذي يساهم في اندماجها بشكل فعال في الأسواق الدولية نتيجة لتوفرها على فرص استثمارية أكثر لتنويع المحافظ لتحقيق عوائد أكبر بمخاطر أقل.

### المراجع باللغة العربية :

م. قحطان لفتة عطية و ا. م. د. فارس كريم بريهي. (2020). تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل العولمة المالية للمدة (2006-2018). مجلة دراسات محاسبية ومالية، 15(53)، 106-122.

### References:

1. Almohamad, S., Elkanj, N., & Gangopadhyay, P. (2018). Time-varying integration of MENA stock markets. *International Journal of Development and Conflict*, 85-114.
2. Almohamad, S., Mishra, A. V., & Yu, X. (2018). MENA stock markets integration: Pre and post Global Financial Crisis. *Australian Economic Papers*, 57(2), 107-141.
3. Bakry, W., & Almohamad, S. (2018). Further evidence on Middle East and North Africa financial markets integration. *International Journal of Economics and Business Research*, 15(1), 1-22.
4. Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 223-239.
5. Garali, W., & Othmani, S. (2015). The determinants of international financial integration in the MENA area. *Procedia Economics and Finance*, 26, 535-541.
6. Kenza, M., & Eddine, G. N. S. (2016). The Effect of the Financial Sector development on Growth: The case of the MENA Countries. *Arab Economic and Business Journal*, 11(1), 72-85.
7. Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.
8. Neaime, S. (2005). Financial market integration and macroeconomic volatility in the MENA region: an empirical investigation. *Review of Middle East Economics and Finance*, 3(3), 231-255.
9. Soofi, A. S. (2008). Global financial integration and the MENA countries: Evidence from equity and money markets. *Review of Middle East Economics and Finance*, 4(2), 93-116.
10. Yu, J. S., & Hassan, M. K. (2008). Global and regional integration of the Middle East and North African (MENA) stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(3), 482-504.