

قياس العلاقة الاقتصادية بين مجموعة من المتغيرات في الأسواق المالية الخليجية خلال 1993-2012

د/ هشير تيجاني
جامعة الأغواط

د/ مختارحميدة
جامعة الجلفة

Abstract :

We wanted through this study to measure the economic relationship between Cap market capitalization of listed companies , Glob foreign direct investment , Ex official exchange rate and Num Total domestic listed companies in the market: KSA - Amman -alkwyt during the period 1993-2012 , the results showed a correlation analysis long-term between the variables , and the lack of causality between the variables of the study for all markets under study.

Keywords : Financial market , time series , preprocessing , the joint integration , causal

المخلص :

أردنا من خلال هذه الدراسة قياس العلاقة الاقتصادية بين Cap الرسملة السوقية للشركات المدرجة، Glob الاستثمار الأجنبي المباشر، Ex سعر صرف الرسمي و Num إجمالي الشركات المحلية المدرجة في السوق: -السعودية -عمان -الكويت خلال الفترة 1993-2012 ، بينت نتائج التحليل وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وعدم وجود سببية بين متغيرات الدراسة لجميع الأسواق محل الدراسة.

الكلمات المفتاح : السوق المالي ،السلسلة الزمنية، الاستقرارية، التكامل، المشترك ، السببية.

تصنيف B23 : JEL ، C41 ، C87

1- تمهيد: شهدت سنة 1977 افتتاح بورصة للأوراق المالية في الكويت والأردن، وبعدها بسنة افتتحت سوق عمان المالية، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989، وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995 الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقا لأسس قانونية حديثة . وتتسم هذه الأسواق المالية بمحددات تبين مستواها الاقتصادي من خلال هذه المعطيات ارتأينا إلى قياس العلاقة الاقتصادية بين هذه المتغيرات من خلال الإجابة عن التساؤل التالي:

ما مدى ارتباط Cap الرسملة السوقية للشركات المدرجة، Glob الاستثمار الأجنبي المباشر، Ex سعر صرف الرسمي و Num إجمالي الشركات المحلية المدرجة في السوق المالية: -السعودية -عمان -الكويت خلال الفترة 1993-2012؟
وعليه، جَرَأْنَا العمل إلى العناصر التالية: 1- الإطار النظري للأسواق؛ 2- متغيرات ومنهج الدراسة؛ 3- دراسة استقرارية سلاسل المتغيرات؛ 4- استقرار السلاسل الزمنية؛ 5- اختيار نموذج تصحيح الخطأ.

وقد استعنا لهذا التحليل مجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية، تمثلت في الأشكال البيانية، كمؤشرات النزعة المركزية والتشتت، وكذا طريقة تحليل السلاسل الزمنية وتطبيق أسلوب التكامل المشترك.

II - الطريقة :

1- الإطار النظري للأسواق: تتميز كل سوق مالية للدول محل الدراسة عن غيرها بمستوى النشاط الاقتصادي للدولة ، سنتعرف على خصوصية كل سوق مالية موضع الدراسة:
1-1- سوق الكويت للأوراق المالية:

1-1-1- الانطلاقة: تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول

الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أفريل من عام 1977 تم الافتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت. 1983.

1-1-2- الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية: يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاط وفقاً لأحكام المرسوم المؤرخ في 14/04/1983 إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي. ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية وغير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق. وتبين اللائحة الداخلية للسوق والقواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، وإلى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

1-1-3- إدارة السوق: يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من: - مدير السوق ويكون نائباً للرئيس ومتفرغاً للعمل؛ - عضو عن وزارة المالية والاقتصاد؛ - عضو يمثل بنك الكويت المركزي؛ - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛ - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء. وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي:

□وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها

□والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.

□اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.

□النظر في طلبات قيد الوطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.

□لوقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد
□لحسن سير العمل وانتظامه.

□الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات. كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقريراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

1-1-4- عضوية السوق: تشمل عضوية السوق:- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛ -الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها؛ -وسطاء الوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوطاء ومعاونتهم وتنظيم؛ -أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم؛ -يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

1-2- سوق الأسهم السعودي

1-2-1- الانطلاقة: بداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954 تم تأسيس شركة الأسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ. قامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بالسعودية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام. وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك

المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

1-2-2- هيئة السوق المالية: تأسست هيئة السوق المالية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، و إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية.

1-2-3- صلاحيات الهيئة : تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية: - تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛ - حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع، أو غش، أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية؛ - العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛ - تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية؛ - تنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية. - تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية. - تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها؛ - تنظيم التفويض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة.

1-3- سوق عمان للأوراق المالية-

1-3-1- التطور التاريخي لسوق المال في الأردن: مرت سوق المال في الأردن بمراحل امتدت منذ أوائل ثلاثينات القرن العشرين، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظمة بواسطة بعض شركات المساهمة العامة لحين صدور القانون رقم 31 لسنة 1976 الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالية كسوق منظمة وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد وظل سوق عمان المالية يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية أثمرت بإنشاء بورصة عمان في 11 مارس 1999 .

1-3-2- بورصة عمان للأوراق المالية : تتمتع بورصة عمان للأوراق المالية بشخصية اعتبارية واستقلالية مالية وإدارية وهي مؤسسة لا تهدف إلى تحقيق الربح وتمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامية بتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية وقد باشرت أعمالها بشكلها الجديد اعتباراً من 11/03/1999 حيث تم تشكي ل مجلس إدارة البورصة من خمسة أعضاء منتدبين وعضوين آخرين يتم تعيينهما من قبل هيئة الأوراق المالية ، ومن مهامها توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول وتوفير وسائل الربط والاتصال اللازمة للتداول ومراقبة عملية التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات بما يضمن حماية المستثمرين وعدم التلاعب في التداول وكذلك إعداد التقارير ونشر المعلومات عن نشاط البورصة.

1-3-3- الجانب الفني والتنظيمي: يعد إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية من الخطوات الهامة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن وذلك بهدف استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال توفير سوق ملائمة لتداول الأوراق المالية فقد تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظمة لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية وفي هذا المطلب سيتم أخذ نظرة عامة حول بورصة عمان من خلال تحديد أهدافها والجهات المتعاملة فيها والأوراق المالية المتداولة فيها إضافة إلى دورها في توفير المعلومات.

2- المنهج المستخدم: - نبحث في هذه المقال عن قياس العلاقة الاقتصادية بين Cap الرسملة السوقية للشركات المدرجة، Glob الاستثمار الأجنبي المباشر، Ex سعر صرف الرسمي و Num إجمالي الشركات المحلية المدرجة في الأسواق المالية للسعودية وعمان والكويت خلال الفترة 1993-2012، التي تمثل عشرون مشاهدة (20) وهي كافية للتحليل الإحصائي، بياناتها مأخوذة من CD-ROM للبنك العالمي للمعطيات (أفريل 2015).

- نبدأ أولاً بدراسة وصفية لقيم المتغيرات ثم قياس درجة تجانسها بالاعتماد على البيان وبعض المؤشرات الإحصائية كمعامل الاختلاف؛ - نصل إلى مرحلة الكشف عن استقرارية سلاسل المتغيرات محل الدراسة باستخدام الاختبارات الكيفية والاختبارات الكمية

(الجذر الوحدة)؛ - في نهاية الدراسة نحاول تفسير العلاقة التي ترتبط بين متغيرات الدراسة لكل سوق في نموذج تصحيح الخطأ مع البحث عن مدى وجود سببية بين المتغيرات وتفسيرها إن وجدت؛

III- النتائج ومناقشتها :

1- التعرف على متغيرات الدراسة

1-1- المتغيرة Cap: رسملة سوقية للشركات المدرجة (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) رسملة السوق (المعروفة أيضا بالقيمة السوقية) هي سعر السهم مضروبا في عدد الأسهم المتداولة. والشركات المحلية المدرجة هي الشركات التي يتم تأسيسها محليا وتكون أسهمها مدرجة في بورصات الأسهم في البلد المعني في نهاية السنة. والشركات المدرجة لا تشمل شركات الاستثمار، أو صناديق الاستثمار المشترك، أو غيرها من أوعية الاستثمار الجماعي. والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.

1-2- المتغيرة Glob: الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، والأسعار الجارية للدولار الأمريكي) الاستثمار الأجنبي المباشر هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10 في المائة أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير اقتصاد المستثمر. وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل، كما هو مبين في ميزان المدفوعات. وتوضح هذه السلسلة صافي التدفقات (صافي تدفقات الاستثمارات الجديدة مخصوماً منها الاستثمارات التي يتم سحبها) في البلد المعني من المستثمرين الأجانب. والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.

1-3- المتغيرة Ex: سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة) يشير سعر الصرف الرسمي إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانوناً. ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي).

1-4- المتغيرة Num: إجمالي الشركات المحلية المدرجة والشركات المحلية المدرجة هي الشركات التي يتم تأسيسها محليا وتكون أسهمها مدرجة في بورصات الأسهم في البلد المعني في نهاية السنة. ولا تشمل شركات الاستثمار، أو صناديق الاستثمار المشترك، أو

غيرها من أوعية الاستثمار الجماعي .

2- التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

أُتِّمَّت جُلُّ متغيرات الدراسة بعدم تجانس قيمها، بسبب تقلبها العنيف خلال فترة الدراسة نظرا لتضخمها، ظهر هذا جليا في نتائج معامل الاختلاف وخاصة قيم المتغيرة Glob الاستثمار الأجنبي المباشر ، عدى قيم المتغيرة Ex السعر الصرف الرسمي الذي كانت قيمه متجانسة بشكل كبير وكذا تناظر قيمها، يعود هذا إلى استقرارها عبر الزمن مما يعكس استقرار سوق الصرف لهذه الدولة.

- بهذه النتيجة نحاول دراسة استقرارية سلاسل هذه المتغيرات.

3- دراسة استقرارية سلاسل المتغيرات: تستقر السلسلة الزمنية إذا تذبذبت قيمها حول وسط حسابي ثابت، وتباين مستقل عن الزمن . ولاختبار استقرارية السلسلة الزمنية نستخدم الاختبارات الكمية المبينة في اختبارات ديكي- فولر الموسع (ADF) بتوضيح صفة الاستقرار أو عدم الاستقرار لسلسلة زمنية، وهذا عن طريق تحديد اتجاه محدد Déterministe أو اتجاه عشوائي Stochastique . إذا افترضنا أن نموذج السلسلة الزمنية صيغته من الشكل $AR(1)$: ، فيكون ل ثلاث حالات:

□ : السلسلة مستقرة، والملاحظات الحالية لها وزن أكبر من الملاحظات الماضية.

□ : السلسلة غير مستقرة، والملاحظات الحالية لها وزن نفس الملاحظات الماضية.

□ : السلسلة غير مستقرة، والملاحظات الحالية لها وزن أقل من الملاحظات الماضية.

فتكون صياغة فرضية الاختبار كالتالي:

الفرضية الصفرية: ، إذا كانت ، تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة.

الفرضية البديلة: ، إذا كانت ، يكون القرار استقرار السلسلة الزمنية.

ونماذج اختبار ديكي- فولر الموسع الثلاثة هي:

حيث يمثل p فترة التأخر وتحدد بأقل قيمة للمعايير: (AC) ، $(Akaike)$ ، $(Hannan)$ ، $(Schwarz)$ (SC) ، $(Quinn)$ (HQ).

3-1- متغيرات بورصة السعودية: بعد تطبيق الاختبارات الكمية الممثلة في اختبارات جذر الوحدة على المتغيرات توصلنا من مقارنة الإحصائيتين المجدولة والمحسوبة إلى :
يكون القرار: حسب نتائج اختبار (ADF) قبول الفرضية : التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى

المعنوية 5%. وتتأكد هذه النتائج من اختبار (PP).

3-2- متغيرات بورصة عمان: نطبق نفس الاختبارات الكمية على متغيرات سوق الأوراق المالية في الأردن توصلنا من مقارنة الإحصائيتين المجدولة والمحسوبة إلى :
يكون القرار: حسب نتائج اختبار (ADF) قبول الفرضية : التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى المعنوية 5%. وتتأكد هذه النتائج من اختبار (PP).

3-3- متغيرات بورصة الكويت: نطبق نفس الاختبارات الكمية على متغيرات سوق الأوراق المالية في الكويت توصلنا من مقارنة الإحصائيتين المجدولة والمحسوبة إلى :
يكون القرار: حسب نتائج اختبار (ADF) قبول الفرضية : التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى المعنوية 5%. وتتأكد هذه النتائج من اختبار (PP).

نتيجة: تُبين لنا نتائج اختبارات (ADF) و (PP) قبول الفرضية : التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى المعنوية 5%.

4- إزالة حالة عدم الاستقرار من السلاسل الزمنية: توصلت نتائج الاختبار السابق إلى عدم استقرار السلاسل الزمنية، وأحسن طريقة عملية لإزالة حالة عدم الاستقرار هي إجراء الفروقات من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية حسب نتائج الاختبارات الإحصائية، ويكون الشكل الجديد للسلاسل الزمنية $(D(Y_t))$ ، حيث: $D(Y_t) = Y_t - Y_{t-1}$ ، بذلك تفقد هذه السلاسل مشاهدة واحدة ونعيد إجراء الاختبارات الإحصائية السابقة

4-1- متغيرات بورصة السعودية: بعد تطبيق الاختبارات الكمية الممثلة في اختبارات جذر الوحدة على المتغيرات توصلنا من مقارنة الإحصائيتين المجدولة والمحسوبة إلى :
يكون القرار: حسب نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة عند مستوى المعنوية 5%. وتتأكد هذه النتائج من اختبار (PP).

4-2- متغيرات بورصة عمان: نطبق نفس الاختبارات الكمية على متغيرات سوق الأوراق المالية في الأردن من مقارنة الإحصائيتين المجدولة والمحسوبة توصلنا إلى :
يكون القرار: حسب نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية وقبول الفرضية البديلة

التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة عند مستوى المعنوية 5%. وتتأكد هذه النتائج من اختبار (PP).

3-4- متغيرات بورصة الكويت: نطبق نفس الاختبارات الكمية على متغيرات سوق الأوراق المالية في الكويت من مقارنة الإحصائيتين المجدولة والمحسوبة لا حظنا :

يكون القرار: حسب نتائج اختبار (ADF) واختبار (PP) رفض الفرضية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة عند مستوى المعنوية 5%.

عدى المتغيرة NUM فهي غير مستقرة عند هذا المستوى.

نتيجة: بينت لنا نتائج اختبارات جذر الوحدة (ADF) المطبقة على الفروقات من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية محل الدراسة، تم رفض الفرضية الصفرية : ، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرار المتغيرات: CAP، GLOB، EX، NUM عند هذا المستوى لجميع الدول، عدى المتغيرة Num إجمالي الشركات المحلية المدرجة في بورصة الكويت المستقرة عند المستوى الثاني .

بما أن المتغيرات محل الدراسة مستقرة في نفس المستوى ، يعني إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً في المدى الطويل، وللتأكد من هذا تجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

5- اختبار التكامل المشترك: على ضوء نتائج اختبارات الاستقرار السابقة، تبين أن جميع المتغيرات متكاملة في نفس الدرجة أي أنها غير ساكنة في مستواها الأصلي ولكنها ساكنة في الفرق الأول أو الثاني، لذا هي ستتقارب في المدى الطويل وهذا ما يسمى التكامل المشترك وتتركز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية غير الساكنة لتوليد مزيج خطي يتصف بالسكون في المدى الطويل.

نستخدم اختبار جوهانسن-جسليس ، ويشترط تطبيق هذا الاختبار تماثل درجة استقرار المتغيرات المدروسة، وقد وجدنا سابقاً جميع المتغيرات استقرت في المستوى الأول ، ويتطلب قبل إجراء الاختبار (J-J) تحديد فترات التباطؤ (p)، من خلال أقل قيمة لمعايير المفاضلة FPE، AIC، SC، HQ، الموجودة في تقدير النموذج (VAR).

5-1- تحديد رتبة التأخير: دلت نتائج تحديد فترة التأخير على أن قيمة فترة التباطؤ ، حسب نتائج نموذج (VAR) .

5-2- نتائج اختبار التكامل المشترك: نتتبع نتائج اختباري الأثر والقيمة الذاتية القسوى

5-2-1- نتائج اختبار الأثر:

-سوق السعودية: من خلال نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول (2)، لا يمكن رفض فرضية العدم H_0 التي ينص على وجود ثلاث متجهات عند مستوى دلالة 5%، حيث نلاحظ أن قيمة عند القيمة الذاتية الرابعة (6.22) أقل من القيمة المجدولة (9.24)، وعليه يتم الإقرار بوجود على الأكثر ثلاث متجهات للتكامل المشترك ما بين المتغيرات هذا السوق.

-سوق عمان: من خلال نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول (2)، لا يمكن رفض فرضية العدم H_0 التي تنص على وجود متجه وحيد عند مستوى دلالة 5%، حيث نلاحظ أن قيمة عند القيمة الذاتية الثانية (31.50) أقل من القيمة المجدولة (34.91)، وعليه يتم الإقرار بوجود على الأكثر متجه وحيد للتكامل المشترك ما بين المتغيرات هذا السوق.

- سوق الكويت: من خلال نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول (2)، لا يمكن رفض فرضية العدم H_0 التي تنص على وجود ثلاث متجهات عند مستوى دلالة 5%، حيث نلاحظ أن قيمة عند القيمة الذاتية الرابعة (3.67) أقل من القيمة المجدولة (9.24)، وعليه يتم الإقرار بوجود على الأكثر ثلاث متجهات للتكامل المشترك ما بين المتغيرات هذا السوق.

5-2-2- نتائج اختبار القيمة الذاتية القصى.

-سوق السعودية: من خلال نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول (2)، يؤكد على وجود ثلاث متجهات عند مستوى دلالة 5%، حيث نلاحظ أن قيمة عند القيمة الذاتية الرابعة (6.22) أقل من القيمة المجدولة (9.24)، وعليه يتم الإقرار بوجود على الأكثر ثلاث متجهات للتكامل المشترك ما بين المتغيرات هذا السوق.

-سوق عمان : من خلال نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول (2)، يؤكد على وجود على وجود متجه وحيد عند مستوى دلالة 5%، حيث نلاحظ أن قيمة عند القيمة الذاتية الثانية (13.51) أقل من القيمة المجدولة (22.00)، وعليه يتم الإقرار بوجود على الأكثر متجه وحيد للتكامل المشترك ما بين المتغيرات هذا السوق.

-سوق الكويت: من خلال نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول (2)، يؤكد على وجود على وجود ثلاث متجهات عند مستوى دلالة 5%، حيث نلاحظ أن قيمة عند القيمة الذاتية الرابعة (3.67) أقل من القيمة المجدولة (9.24)، وعليه يتم الإقرار بوجود على الأكثر

ثلاث اتجاهات للتكامل المشترك ما بين المتغيرات هذا السوق.

6- نماذج تصحيح الخطأ (VECM):

تتجه المتغيرات الاقتصادية المتصفة بالتكامل المشترك في المدى الطويل نحو الاستقرار أو ما يسمى بوضع التوازن، وبسبب بعض التغيرات الطارئة ينحرف وضع المتغيرات مؤقتاً عن مساره، ولهذا يستخدم نموذج تصحيح الخطأ من أجل التوفيق بين السلوكين طويل وقصير الأجل للعلاقات الاقتصادية. إذا كان التكامل المشترك موجوداً بين متغيرين في الأجل الطويل، فإن السببية تكون موجودة أيضاً على الأقل بالاتجاه واحد. يعبر نموذج تصحيح الخطأ عن مسار تعديلي يسمح بإدخال التغيرات الناتجة في المدى القصير في علاقة المدى الطويل. نستخدم أسلوب جوهانسن-جسليس (J-J) لأنه يعتمد على أكثر من سلسلتين زمنيتين.

6-1- نموذج السوق المالي السعودي: يتيح لنا هذا الأسلوب أربع نماذج لوجود أربع متغيرات وأقربها إلى الواقع الاقتصادي الذي تتوافق نتائجه مع المعايير الاقتصادية والإحصائية، أي :

- جميع مقدرات المدى الطويل لها معنوية إحصائية:

- من خلال المعايير الإحصائية والاقتصادية نرى بوضوح أن النموذج الثاني (*) نموذج المتغيرة Ex سعر الصرف الرسمي هو النموذج الأقرب إلى الواقع الاقتصادي.

6-2- نموذج السوق المالي العمانية: يتيح لنا هذا الأسلوب أربع نماذج لوجود أربع متغيرات وأقربها إلى الواقع الاقتصادي الذي تتوافق نتائجه مع المعايير الاقتصادية والإحصائية، أي :

- جميع مقدرات المدى الطويل لها معنوية إحصائية:

- من خلال المعايير الإحصائية والاقتصادية نرى بوضوح أن النموذج الرابع (*) نموذج NUM إجمالي الشركات المحلية المدرجة هو النموذج الأقرب إلى الواقع الاقتصادي.

6-3- نموذج السوق المالي الكويتية: يتيح لنا هذا الأسلوب أربع نماذج لوجود أربع متغيرات وأقربها إلى الواقع الاقتصادي الذي تتوافق نتائجه مع المعايير الاقتصادية والإحصائية وعليه فإن :

- جميع مقدرات المدى الطويل لها معنوية إحصائية:

من خلال المعايير الإحصائية والاقتصادية نرى بوضوح أن النموذج الثالث (*) نموذج

المتغيرة GLOB الاستثمار الأجنبي المباشر الرسمي هو النموذج الأقرب إلى الواقع الاقتصادي.

نتيجة:- أفضت نتائج اختبار التكامل المشترك إلى إمكانية تقارب المتغيرات الأربع: EX، CAP، GLOB، NUM في المدى الطويل، وحسب نموذج تصحيح الخطأ وجدنا سببية في المدى الطويل والمدى القصير .

IV-الخلاصة : من خلال نتائج التحليل الإحصائي المتبع على متغيرات الدراسة وجدنا أن :

أثّمت جُلّ متغيرات الدراسة بعدم تجانس قيمها، بسبب تقلبها العنيف خلال فترة الدراسة نظرا لتضخمها، ظهر هذا جليا في نتائج معامل الاختلاف وخاصة قيم المتغيرة Glob الاستثمار الأجنبي المباشر ، عدى قيم المتغيرة EX السعر الصرف الرسمي الذي كانت قيمه متجانسة بشكل كبير وكذا تناظر قيمها، يعود هذا إلى استقرارها عبر الزمن مما يعكس استقرار سوق الصرف لهذه الدولة؛

1- وجدنا جميع سلاسل المتغيرات غير مستقرة في مستواه الأصلي ، ومستقرة في الفروقات من الدرجة الأولى ؛

2- حسب اختبار التكامل المشترك توصلنا إلى إمكانية وجود تقارب بين متغيرات الدراسة في المدى الطويل؛

3- من خلال نماذج تصحيح الخطأ حصلنا على وجود تأثير في المدى القصير والمدى الطويل من المتغيرات: CAP، GLOB، NUM نحو المتغيرة EX في السوق المالية السعودية؛

4- في السوق المالية العمانية وجود تأثير في المدى القصير من المتغيرات: CAP، GLOB، EX نحو المتغيرة NUM في السوق المالية السعودية؛

5- في السوق المالية الكويتية وجود تأثير في المدى القصير والمدى الطويل من المتغيرات: CAP، NUM، EX نحو المتغيرة GLOB في السوق المالية السعودية؛

الهوامش:

- 1- خليل الهندي وأنطوان الناشف، ، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، الجزء 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، طرابلس (لبنان)، (2000)، ص 263.
- 3 قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، إتحاد المصاريف العربية، متاح على الموقع :
- www.uabarab laws .org تاريخ الاطلاع 2015/03/19 على الساعة 16.00.
- 4- سوق الأسهم السعودي موجود على الموقع <http://www.sahmy.com/t105723.html> تاريخ الاطلاع : 2015/05/10 على الساعة 20.00.
- 5- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،(2004) ص158.
- 6- Melard Guy, , Méthodes de prévision à court terme, Edition Ellipses, Bruxelles, (1991) P282.
- 7- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،(2004) ص 657.
- 8 صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف :دراسة قياسية نظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية، جامعة تلمسان، الجزائر،(2010)، ص 150.
- 9- جنيدي مراد، ، دراسة تحليلية قياسية لظاهرة الإدخار في الجزائر «VAR» باستعمال أشعة الإنحدار الذاتي (1970-2004)، مذكرة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر، (2006) ص121.
- 10 Régis Bourbonnais, Econométri, 6^e édition, Dound, Paris, (2005), P-P 231-232.
- 11 Johansen,S – Juselius ,K, Maximum Likelihood Estimation and Inference on Co-integration With Applications to the Demand For Money , Edition Ellipses, Bruxelles, (1990), P-P 169-210.
- 12- حسن كريم حمزة، (، العولمة المالية والنمو الإقتصادي، [عمان دار صفاء للنشر وتوزيع](#)، الإسكندرية، الاردن،2010) ص 348.
- 13- عبد الجليل هجيرة،، أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري – دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير غير منشورة، العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة تلمسان، الجزائر،(2012)، ص 164.