التكامل بين الأسواق المالية العربية
دراسة حالة بورصة عمان مع كل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين

Integration Between Arabic Financial Markets
Case study of Amman Stock Exchange, Dubai, Abu-Dhabi and Bahrain Stock Markets

علي رشيد حسن الربيعي[1] ، حمد زاوي [2*]

[1] جـــامعـــــة آل الـــــبيت، (الأردن)
[2] جـــامعـــــة آل الـــــبيت، (الأردن)

تاريخ الاستلام : 2018/07/15 ؛ تاريخ المراجعة : 2018/11/15 ؛ تاريخ القبول : 2018/12/17

ملخص : اختبرت الدراسة التكامل المالي بين أسعار الاسهم لبورصة عمان وبورصة دبي وأبو ظبي والبحرين، بالاعتماد على البيانات الشهرية للمؤشر العام للبورصات وللفترة ما بين (2010-2016) وباستخدام السببية ل جرانجر على المدى القصير واختبار التكامل المالي على المدى الطويل ل جوهانسن، وتم اختبار العلاقة بين مؤشرات أسعار الاسهم في الأسواق المالية لعينة الدراسة من خلال معامل ارتباط بيرسون، و لتحقيق أهداف الدراسة تم صياغة فرضيات الدراسة بالاعتماد على مجموعة من الاسئلة البحثية ، وقد ظهر من خلال النتائج وجود تكامل مالي بين بورصة عمان وكل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى الطويل، و لم تظهر هناك علاقة سببية على المدى القصير باستثناء علاقة سببية واحدة بين بورصة عمان وبورصة أبو ظبي ، وتوصلت الدراسة الى وجود ارتباط موجب بين مؤشرات أسعار الاسهم لعينة الدراسة يتراوح ما بين (0.83 – 0.14) وهذا يعني عدم وجود فرص تنويع مناسبة للمستثمر ، وأوصت الدراسة في تطوير العلاقة بين الأسواق المالية العربية لدعم عملية التكامل المالي، والاهتمام بالقوانين والتشريعات بما يخدم عملية التكامل المالي.

الكلمات المفتاح : تكامل ؛ أسعار أسهم ؛ بورصة ؛ أسواق مالية عربية ؛ مستثمر.
تصنيف JEL : O16 ؛O19.

Abstract: The study examines financial integration between the share prices of the Amman Bourse, Dubai Financial Market, Abu Dhabi Stock Market and Bahrain Stock Exchange based on the monthly data of the General Stock Exchange Index and for the period between (2010-2016), using the short term causality of L. Granger and the long-term financial integration test used by Johansson. To this extent the stock prices' indexes of the financial markets, the sample of the study, were examined using the Pearson correlation coefficient. The study's hypotheses were based on a set of research questions to achieve the concerned objectives. The results showed there is financial integration between all these stock markets on the long-term and there was no causal relationship in the short-term with the exception of one between the Amman Bourse and the Abu Dhabi Stock Exchange. The study concluded there is a positive correlation between the share price indices of the study's sample (0.83 - 0.14) and this means that there are no appropriate opportunities for the investor. The study therefore recommends the development of the relationship between the Arab financial markets to support financial integration and to pay greater attention to the laws and legislation to serve the financial integration.

Keywords: integration ; share prices ; Bourse ; Arab financial markets ; investor.
Jel Classification Codes : O16؛O19.

* Corresponding author, e-mail: snczaoui@yahoo.com

I- تمهيد :

أخذت الاتجاهات الحديثة للأسواق المالية العالمية في الانفتاح ورفع درجة التحرر المالي ومن ثم زيادة حركة التدفقات النقدية، وهذه التغيرات حدثت في كثير من أسواق المال العالمية، والسبب في ذلك ظهور العولمة المالية التي احتازت العالم بشكل متسارع وبفضل التكنولوجيا الحديثة والثورة المعلوماتية، وأيضا وبسبب هذه التغيرات اصبحت عملية انتقال الأموال أكثر سرعة وبأقل التكاليف، ولذلك أصبح للاقتصاد العالمي نظام مالي جديد ترتب عنه الحاجة إلى قنوات ومسارات اتصال تلبي طموح المستثمر، فكان الاندماج المشترك والربط بين الكثير من أسواق المال العالمية هو البداية المطلوبة ومن ثم بدأ التفكير بالأسلوب الأعمق وهو التكامل بينهما، وبالنسبة إلى الأسواق المالية العربية فإنها لم تكن بعيدة عن هذا التحول، فأخذت الكثير من الدول العربية على عاتقها الاهتمام في أسواقها بشكل افضل وما يتناسب مع المرحلة الجديدة، وأصبحت عملية التكامل بين أسواق المال العربية ضرورة ملحة وهدف مطلوب كحد أدنى للتكامل الاقتصادي العربي بشكله الواسع، وذلك من أجل الوصول إلى حلول كثيرة والتخلص من العوائق التي لازمت أسواق المال العربية المجزأة، ومواكبة العولمة المالية والتصدي للأزمات المالية التي أصبحت تهدد الأسواق المالية، ومواكبة التطور الكبير والمتسارع في سوق العملات الأجنبية والاستفادة من الكثير من الأدوات المالية الحديثة.

مشكلة الدراسة

السؤال الرئيسي: هل هناك تكامل مالي بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين ؟

ويتفرع من السؤال الرئيسي بعض الأسئلة الفرعية: -

أولاً– هل يوجد تكامل مالي بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى القصير ؟

ثانياً- هل يوجد تكامل مالي بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى الطويل ؟

ثالثاً– هل توجد فرص لتنويع الاستثمارات في الأسواق المالية لعينة الدراسة ؟

فرضيات الدراسة :

Ho1 : لا يوجد تكامل مالي بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى القصير.

H02 : لا يوجد تكامل مالي بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى الطويل.

H03 : لا توجد فرص لتنويع الاستثمارات في الأسواق المالية لعينة الدراسة.

مجتمع الدراسة: - هو المؤشر العام لأسعار الاسهم في البورصات العربية .

عينة الدراسة: -المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان وبورصة دبي وأبو ظبي والبحرين.

مصادر جمع البيانات: -تم جمع بيانات الدراسة وهي المؤشر العام لسعر الإغلاق الشهري للأسواق المالية لعينة الدراسة من خلال قاعدة البيانات المنشورة في الموقع الإلكتروني لهذه الأسواق.

- الدراسات السابقة

الدراسات العربية:

- دراسة تلي وكروش ودادن عام (2016): تطرقت الى عوائد المحفظة الدولية تحت تأثير تكامل الأسواق المالية، حالة مجموعة من الأسواق المتطورة، وعلى اهم الفرص لتحقيق التكامل في بعض الأسواق المالية والتي هي مصنفه بالأسواق أكثر تطورا، وكيفية الحصول على العوائد المنشودة بالحد الأدنى من المخاطر، وعلى اهم الفرص المتوفرة للتنويع في هذه الأسواق، تم اختيار ستة أسواق مالية متطورة لتمثل عينة نموذجية وهي فرنسا و اليابان وهونغ كونغ وكندا وإيطاليا والولايات المتحدة الأمريكية، خلال الفترة (1989- 2014)، وقع اختيارهم على بعض الاختبارات الاحصائية لإثبات فرضيات الدراسة، وكانت البداية في اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبار (ADF) لبيان هل السلاسل الزمنية مستقرة وعند أي مستوى , ثم لجأ الباحثون إلى استخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR)، للحصول على اقل قيمة معيارية، ومن بعدها الاختبار الرئيسي وهو (Johansen, 1988), والاختبار الأخير كان نموذج تصحيح الخطأ (test VECM)لاختبار العلاقة على المدى القصير، وبالنسبة لتحليل العوائد اعتمدت الدراسة على الارتباط والعلاقة السببية بين أسواق المختارة، وأهم ما توصلت له الاختبارات، ان الأسواق الأوربية متكاملة في المدى الطويل والقصير، وكذلك الأسواق المالية الآسيوية متكاملة، أما الأسواق الأمريكية فلم تحقق التكامل المالي فيما بينها

- دراسة الشريف وهاجر عام (2016) تناولت تكامل البورصات المغاربية بين الواقع وآفاق التطبيق، وركزة الدراسة على معرفة تأثير تكامل البورصات المغربية على النمو الاقتصادي، وكانت العينة المناسبة للدراسة 70 شركة مدرجة في البورصات المغاربية الثلاثة تونس و

الجزائر و المغرب ، استخدمت الدراسة بعض المتوسطات مثل، المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، واستخدم نموذج (Chronbach's Alpha) لدرجة ثبات قياس الاستبانة وقدمت الدراسة مجموعة من النتائج المهمة التي توصلت لها، أن عملية التكامل بين البورصات المغاربية يزيد من حرية حركة رؤوس الأموال المطلوبة للاستثمارات المطلوبة، وتشترك هذه البورصات بنفس الخواص تقريبا وهو الضعف في الاتصالات بينها، والتأخر وعدم الاهتمام في تنشيط البورصات من أصحاب القرار المالي في هذه الدول، وتحتاج هذه البورصات إلى أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة لإعطاء فرص افضل للمستثمرين في بناء محفظة مثالية، وتوصلت الدراسة لضرورة ان يقتنع أصحاب القرار المالي بأهمية هذا التكامل والعمل لصالح الجميع، كذلك النظر لبعض التجارب المماثلة لكي نكتسب الخبرة ونأخذ الدروس والعبر منها وإقامة بورصة موحدة.

- **الدراسات الاجنبية :**

- دراسة **Dasgupta** عام **(2016)** (Integration and Dynamic Linkages in International Stock Market in Light of the Recent US Financial Crisis an – Introspect)

تناولت هذه الدراسة مدى الترابط والتكامل المالي في أسواق الأسهم العالمية في ظل الأزمة المالية الامريكية، في ظل وجود العديد من الاتفاقيات التجارية والاقتصادية العالمية، والتعرف على اكثر الفرص الاستثمارية جاذبية، واختارت الدراسة مجموعة من الأسواق المالية العالمية كمجتمع للدراسة وقد تم تقسيمها وفقا لبعض الروابط التجارية والاقتصادية الإقليمية والعالمية BRIC، SAARC، ASEAN، EU، NAFTA، LAFTA، MENA خلال الفترة الزمنية (2005-2012)، واستخدت الدراسة مجموعة من الاساليب الاحصائية ADF & PP test), (Correlation test) (Granger-Johansen, Cointegration technique Juseliuss test) و توصلت الدراسة، الى وجود علاقة ترابط وتكامل بين الأسواق المالية على المدى القصير، ووجود علاقة ارتباط وتكامل في فترات مختلفة، وأسواق الاتحاد الأوربي ورابطة نافتا تظهر بينهما علاقة ارتباط قوية, وتوجد فرص تنويع بين رابطة SAARC & MENA للمستثمرين الدوليون في فترات مختلفة قبل وبعد الأزمة المالية, كذلك وجود علاقة احادية الاتجاه وليس ثنائية الاتجاه للفترة الشاملة بين السوق الهندي والبنغلادش، وبين السوق الماليزي والفلبين، وبين السوق المصري والإيراني، وكانت أسواق الشرق الأوسط أكثر ارتباطاً, وتوجد علاقة على المدى الطويل بين الأسواق خلال الفترة الشاملة، وأسواق BRIC & LAFTA هي أكثر ملائمة للمستثمرين الدوليون وخاصة خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية، ، أوصى الباحث باخذ القيود التي ذكرت بالتغير السعري بنظر الاعتبار وتطبيق أساليب قياسية متقدمة أكثر، وإدراج تحليل الاقتصاد الكلي في كل أنواع البحوث لتكون أكثر دقة ومصداقية .

- دراسة **Majewska&Olbrys** عام **(2015)** (Testing Integration effects Between the CEE and US stock Markets during the global financial Crisis).

تناولت هذه الدراسة التكامل المالي بين بعض أسواق الأسهم في الدول الأوربية الناشئة (دول أوربا الشرقية) وسوق الأسهم الأمريكي خلال أزمة الرهون الأمريكية التي كان لها تأثيرا واسعة وكبيرة على أسواق الأسهم العالمية وخاصة الناشئة، وكذلك تطرقت الدراسة إلى تأثيرات أخرى التي تحدث من خلال هذا النوع من التكامل المالي واختارت الدراسة المجتمع والعينة من وسط وشرق أوربا باعتبارها أسواقا ناشئة، (بولندا وجمهورية التشيك وهنغاريا وسلوفاكيا وليتوانيا ولاتفيا وسلوفينيا واستونيا) والسوق الأمريكي من الأسواق المتقدمة، خلال الفترة (2004-2014)، والاختبارات الإحصائية التي استخدمت لأثبات فروض البحث، (Integration (correlation matrices test))، لم يتوصل الباحثان إلى النتيجة المطلوبة بالإجابة عن الأسئلة البحثية وهذا يعني لم يرفضوا أو يؤكد امكانية تحقيق التكامل المالي بين هذه الأسواق المالية خلال أزمة الرهون العقارية العالمية.

- دراسة **Melladoa&Escobarib** عام **(2015)** (Virtua integration of financial markets: a dynamic correlation analysis of the creation of the Latin American Integrated Market).

تنولت هذه الدراسة مدى التكامل المالي الفعلي لأنشاء سوق مالي متكامل في أمريكيا اللاتينية، وأهم التغيرات التي تصاحب عملية التكامل المالي، وفرص تنويع المحافظ الاستثمارية التي تصاحب عملية الارتباط والتكامل المالي، والدور الذي يلعبه هذا الارتباط في مواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، تم اختيار ثلاثة أسواق مالية من أمريكا اللاتينية وهي شيلي وكولومبيا والبيرو، ومقارنتها بالسوق الأمريكي واختيار السلسلة الزمنية ما بين(2001 -2013)) التي تضمنت فترة الأزمة المالية العالمية, وقع اختبار الدراسة على نموذج (DCC (Engle 2002 & (Correlation coeficients), (GARCH model) &(test) , وباعتبار ان نموذج جرانجر يأخذ تقلبات الأسعار بنظر الاعتبار، وأهم النتائج التي توصلت لها الدراسة، أن التكامل الظاهري بين هذه الأسواق المالية ليس له تأثير إيجابي على

الأسواق المشاركة، والأزمات المالية تزيد من درجة الارتباط الديناميكي، والمستثمرون يعملون على زيادة نشاطهم بالمحافظ الدولية لكسب أرباح من خلال التنوع، والترابط بين عوائد الأسهم يزيد من الأرباح من خلال التنويع .

I- الإطار النظري للأسواق المالية العربية:

الخصائص المشتركة : - تتمتع الأسواق المالية العربية في بعض الخصائص المشتركة ومنها ضيق حجم السوق المالي والتذبذب المستمر بالقيمة السوقية و ضعف السيولة والتغير المستمر في أسعار وربحية السهم وافتقارها إلى نوعية وكمية الأدوات الاستثمارية وارتفاع درجة التركيز وانخفاض فرص التنويع الاستثماري، والارتباط الايدلوجي بين السياسات العامة والسياسات المالية لأغلب البلدان العربية و قصور عام بنوع القوانين والتشريعات والتعليمات، (بن عمر وعلي ، 2012) .

I.1- العوامل المطلوبة لتطوير الأسواق المالية العربية (عتيقة ودلال،2009) :

- تنويع الفرص الاستثمارية في الأسواق المالية العربية والعمل على تطوير أداء السوق، ودعم تطوير الأسواق المالية العربية من خلال رفع الميزانية المخصصة لها وإدخال التطور والتقنية الإلكترونية بشكل واسع؛
- وضع ضوابط لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية بما يخدم ويطور الأسواق المالية العربية كي لا تتحول الأسواق المالية العربية مسرحا للمضاربة؛
- دعم روح المنافسة داخل الأسواق المالية العربية بما يخدم تطورها؛
- العمل على تحقيق مستوى معين من الترابط بينهما والتعاون والانفتاح على الأسواق الإقليمية .
- رفع مستوى الشفافية المالية ودرجة الإفصاح وتحسين مستوى معايير السوق لتكون مشابه لتلك الموجود في الأسواق المالية العالمية من حيث مصداقية البيانات وتوقيتها وشموليتها،نشر الوعي الاستثماري لدى عموم الجمهور العربي ، ودعم خصخصة القطاع العام .

I.2- مفهوم تكامل الأسواق المالية : -

عرف التكامل المالي كل من (Vogel & Pieper 1897) هي الحالة التي يستطيع بها المستثمرون شراء وبيع الأسهم في أي سوق مالي بدون أي قيد، وتكون الأوراق المالية المتشابه التي يتم إصدارها وتداولها في كافة الأسواق بنفس الأسعار مع مراعاة أسعار الصرف، ويرى (Rouve&Talbotoni 1988) في مفهوم التكامل الحالة التي تتساوى فيها كافة الأصول المالية التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان تقيدها أو التعامل معها داخل الأسواق المتكاملة، وكذلك عرفتها أبو موسى (2005) هي تلك الحالة التي يستطيع بها المستثمر الاستثمار في أسواق مالية غير سوقه المحلي .

I.3- إيجابيات تكامل الأسواق المالية العربية :

-يدعم التكامل المالي الأسواق المالية العربية على إعادة الأموال العربية المستثمرة في الأسواق الخارجية؛
-جذب الأموال الخارجية إلى الأسواق المالية العربية، ويدعم حرية انتقال الأموال داخل البورصات العربية؛
- يعمل على تنشيط الأسهم التي تمتاز بحالة ضعف عن طريق تعرفيها بالجمهور اكثر والعمل على زيادة تداول الأسهم بشكل عام؛
- تنمية المدخرات العربية باعتبارها موردا مهما للمشاريع الإنتاجية، وتطوير أداء الاستثمار بشكل عام بين الأسواق المالية العربية .

I.4- معوقات عملية التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية :

- التباين في تشريع القوانين وأنظمة التداول والتسوية والمقاصة التي يجري العمل بها في البورصات العربية.
- بروز النزعة الاستقلالية الفردية واتخاذها مرجعاً في التعامل مع الوضع الإقليمي.
- الاختلاف في درجة ومستوى التطور التنموي والمالي ومستوى دخل الفرد مما ينعكس هذا الاختلاف على الأسواق المالية العربية بشكل واضح.
- عدم امتلاك الجمهور الوعي الاستثماري المطلوب ، وبالتالي لازال يحمل صفة المضارب أي الجمهور الذي لا يبحث عن الفرص الاستثمارية الجيدة وإنما عن الأرباح المرتفعة .
- انخفاض مستوى رأس المال لبعض الشركات المدونة أسهمها في البورصات، وعدم ملائمة بعض نشاطات الشركات مع رغبت المستثمرين التي غالبا ما تكون نشاطات تقليدية وبدائية وبعيدة عن مواكبة التطورات الإقليمية والعالمية
- التباين الواضح في السياسات المالية والنقدية وخاصة تأخر الشروع بالعملة العربية الموحدة التي تساعد المستثمر المحلي والأجنبي من التحوط من مخاطر التغير في سعر الصرف، والقيود المالية أمام تدفق رؤوس الأموال الأجنبية . - عدم الالتزام الحقيقي بمعايير الإفصاح والشفافية والحوكمة المطبقة في الأسواق المالية العالمية، وهذا ما يجعل المستثمر المحلي والأجنبي يشعر بأنه غير محمي أمام المخاطر غير النظامية (دوابه، 2009).

I.5- العوامل التي تساعد على تحقيق التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية:

هناك الكثير من الجهود والأعمال التي تتطلب لتحقيق التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية، وسنقسم الجهود: (الأسكوا،2004)

.

1. إسهامات القطاع الخاص: الأداء الجيد والمتميز للإدارة بكل مفاصل الشركة لاجتذاب المستثمرين المحلين والأجانب، وكلما ازدادت جاذبية الورقة المالية كان هناك إقبال كبير وواسع على أسهم الشركة وتترجم هذه الجاذبية الاستثمارية في الممارسات المحاسبية الدولية والأداء المتميز والنمو المستمر والقرارات الإدارية الجيدة والشفافية الواضحة؛

2. مساهمة الدول والحكومات وأصحاب القرار: على الحكومات أن تعمل على تنويع مصادر الأصول المالية وجودتها وملاءمتها لكثير من المستثمرين المحلين والأجانب بشكل خاص لجذب الأموال المطلوب من الخارج، العمل على إصدار القوانين والأنظمة وفق المعايير الدولية المعتمدة لتكون القاعدة الثابتة والمتينة للربط والتكامل، وإطلاق عملية التداول الإلكتروني بشكل كبير وواسع لتشمل جميع الأسواق ومفاصلها ، وجعل التشريعات والقوانين الحكومية بأعلى درجات الشفافية ومطابقتها للقوانين الدولية والإقليمية، واتخاذ الخطوات المهمة والمطلوبة باتجاه تحرير الخدمات المالية ورفع القيود المالية عن المستثمر الأجنبي ودعم المستثمر المحلي .

I.6- أساليب تكامل الأسواق المالية :

- منصة التداول المشترك: التداول بهذه الأسلوب يعتمد على أيجاد منصة مركزية وفق قوانين إدراج مشتركة وشروط تحدد عمل الوسطاء الماليين، وقوانين تناسب كل الأسواق المالية التي تعلن تكاملها بهذا الأسلوب، ويكون التكامل بأسلوبين، الاسلوب الأول هو تداول الذي يطلق عليه التداول المركزي ويكون في تمثيل كل البورصات المشتركة بهيئة مسؤول عن كل ما يتطلبه السوق المالي من معاملات مع الإبقاء عن القوانين المحلية لكل بورصة وإضافة قوانين أخرى مشتركة لهذه المنصة المشتركة، أما الأسلوب الثاني فأن التكامل لا يتطلب إيجاد هيئة ثابتة بين الأسواق انما يتم الاتفاق بين الأسواق المالية على نقطة مشتركة بعملية التداول، وفي كلا الأسلوبين توجد ثلاث هيئات المقاصة والتسوية والإيداع المركزي، لجعل العمل أكثر تنظيما وتركيزا وبعيدا عن الأخطاء التي تزعج المستثمرين المحلين والأجانب. (الأسكوا، 2004).

- العضوية القابلة للتداول عبر الحدود: ويعبر هذا النوع من التداول على قبول عضوية المستثمر الأجنبي أو الوسيط المالي الأجنبي بالبورصات المحلية، ليتم الوصول إلى البورصات المحلية وتنفيذ الأوامر المطلوبة في التداول الصادرة من جميع البورصات المتكاملة مع البورصة المحلية، وهي أيضاً بأسلوبين، أما العضوية المذكورة تكون للمستثمر الأجنبي يحق له التداول بالبورصات المحلية ويتمتع بنفس حقوق المستثمر المحلي مع إضافة ضمانات لحفظ حقوقه، والأسلوب الثاني هو قبول عضوية الوسيط المالي الأجنبي ولكن ليس مثل سابقه بل يكون الدخول عن طريق الوسيط المحلي مع تحمل الوسيط الأجنبي كافة الالتزامات القانونية المطلوبة(قمر الإسلام، 2004).

- الإدراج المشترك: وهذا النوع من التكامل المالي يعتبر بالحد الأدنى والأبسط في تنفيذه والأكثر تداولا بالأسواق العالمية، ويتميز هذا الإدراج باحتفاظ الأصل المالي بهويته الخاصة المحلية بكل ما تتمتع من خواص رغم إدراجها في البورصات الخارجية، الهدف من هذه العملية هو حصول الشركات على مصادر تمويل خارجية لسد النقص في التمويل الداخلي، والاحتكاك بالبورصات الخارجية لكسب الخبرة والشهرة في نفس الوقت، وتكون كلفة الإدراج منخفض قياسا في منصة التداول، ونقول أن عملية الإدراج تهتم بالفائدة الخاصة بالشركة أكثر من العمل على تطور الأسواق المالية بشكل عام ولكن هي خطوة تساعد على تشجيع التكامل بشكل عام، (قمر الإسلام، 2004) .

- الربط بين الأسواق المالية: الأسواق المالية مثل غيرها من الأسواق المعروفة عالميا ليست بعيدة عن ظاهرة العولمة المالية فكان أمامها خيارين لا ثالث لهما أما أن تغلق أبوابها أمام هذه الظاهرة أو ان تبحث عن أسلوب أو مسار مالي يجعلها أكثر تطوراً ونشاطا واقل مخاطرة، فبدأت فكرة الربط بين البورصات.

هناك عدة أساليب لربط الأسواق المالية : - (النجار، 1998- 1999).

- الربط الحاسوبي: - وهو الاعتماد على ربط الأسواق إلكترونيا من خلال شبكة متطورة من الأنظمة الحاسوبية والهاتف الحديث لسرعة نقل المعلومات وتداولها، وبالتالي يتم إتمام المعاملات المطلوبة من خلال عملية الربط هذه.

- الربط بين البورصات بالوسطاء الماليين .وهو السماح بتسجيل الوسطاء الماليين وممارسة عملهم بشكل متوافق مع عملية الربط وبشكل مماثل في اغلب البورصات التي لديها التخطيط لمشروع الربط فيما بينها.

- الربط بواسطة الشركات المالية المتخصصة : - ونقصد بهذا النوع من الربط هو أن تقوم الشركات المالية ومن ضمنها البنوك الاستثمارية بفتح فروع ومكاتب لها في مختلف مدن ودول العالم لتقديم خدماتها بإتمام المعاملات المالية للأسواق المالية الذي لديها مشروع الربط

.

- الربط بالأسهم والسندات العالمية: - نظراً للتطور الهائل والكبير في المجال التنموي وظهور ثورة الصناعة التكنولوجيا بدأت الشركات بمشاريع عملاقة وذات نمو عالمي والتي أصبحت بدورها تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة وضخمة غير متوفرة في البورصات المحلية فظهرت الحاجة لإصدار الأسهم والسندات عالميا أي في أسواق دول أخرى غير السوق المحلي لتغطية هذه الحاجة المالية، وكان هناك فارقاً زمنياً في إصدار مثل هذه الأصول المالية فكان للسوق السندات السبق من بين الأصول المالية ومن بعدها كان للأسهم دورا في عملية الربط.

I.7- طرق قياس تكامل الأسواق المالية:

إن الطرق المستخدمة في عملية قياس التكامل المالي، كانت نقطة انطلاق لعدد كبير من الباحثين والتي لاقت الكثير من الصعوبات وكانت لها إسهاماتهم البحثية الواضحة والتي أصبحت مرجع لكثير من الأبحاث والدراسات في مجال التكامل المالي، وأن من أهم طرق قياس التكامل: (كروش وتلي ودادن، 2016)

- احتساب التكامل عن طريق تقيم الأصول المالية من خلال نموذج تقيم الأصول المالية ونموذج المراجحة الدوليين؛
- احتساب التكامل من خلال معامل الارتباط؛
- احتساب التكامل من خلال نماذج التكامل المشترك لمجموعة من السلاسل الزمنية .

I.8- إيجابيات تنويع الاستثمار في الأسواق المالية:

إن قيمة معامل الارتباط (Correlation Coefficient)، تنحصر ما بين (+1، -1) وهذا يعني عندما تكون قيمة الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية متجهة من الصفر إلى قيمة (-1) يعني عدم وجود علاقة بينهما وعند قيمة (-1) يعني ليس هناك علاقة نهائياً وبالتالي فرص التنويع مثمرة وجيدة للمستثمرين ولمدار المحافظ على المستوى الإقليمي والدولي وهذا يفسر بوجود تفاوت بين عوائد الأسواق وليس هناك تفوقا من أحد الأسواق على الآخر بصورة منتظمة، وهذا يعني فرص تحقيق مكاسب للمستثمرين الذي يبتعدون عن أسواقهم متوفرة، أما أذا كان معامل الارتباط صفر فهذا يعني لا توجد علاقة نهائيا بين مؤشرات الأسواق، أما اذا كان معامل الارتباط موجب ومتجه الى (+1) فهذا يعني وجود علاقة موجب بين مؤشرات الأسواق أي تتحرك مؤشرات الاسواق في نفس الاتجاه وعند قيمة (+1) يعني ارتباط موجب تام، وهذا الارتباط الموجب وخاصة عند الارتباط الموجب التام لا يخدم المستثمرين في نظرية تنويع الاستثمار وبالتالي ليس هناك فائدة في تنويع الاستثمار في أسواق أخرى، (شبلي وشبلي، 2000).

II - الطريقة والأدوات :

اختبار التكامل المشترك (Co-Integration Test):

تحليل التكامل المشترك الذي تم تقديمه من قبل (Engel and Granger 1987) يقدم دعماً للنظرية الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات في إطار إحصائي، فمن منظور اقتصادي فإن بعض المتغيرات تتحرك بانتظام بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي، لذا فإن تحليل التكامل المشترك يعد أحد الأدوات المهمة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات على المدى الطويل، إضافة على ذلك فإنه يساعد على تحديد مستوى التوازن بين البيانات غير المستقرة وتلك التي تتسم بالثبات.

إذن فإن التكامل المشترك تصاحب (Association) بين سلسلتين زمنيتين (X1Y1) أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداها لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتيها ثابتة عبر الزمن، حيث إن العلاقات الطويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بتقييم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة، وتتطلب حدوثه الحالة التي تكون السلسلتان (X1Y1) متكاملتين من الرتبة الأولى كل على حدة، والبواقي الناجمة عن تقديم العلاقة بينهما متكاملة من الرتبة صفر، لذا تحقيق التكامل المشترك بين المتغيرين يجب توفير الشرط التالي. ويلاحظ أن (Ut) متمثلاً الحد العشوائي يقيس انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل.

ومما سبق نجد أن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل. فلو أن هناك متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل، بالرغم من إمكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير. ولإجراء هذا الاختبار يجب أن تكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة جميعها متكاملة من نفس الرتبة، وقد أشارت نتائج اختبارات استقرار البيانات إلى أن جميع متغيرات الدراسة قد استقرت عند الفرق الاول، مما يعني تكاملها من الدرجة الاولى، أي أن هناك احتمالية لوجود تكامل

مشترك بين متغيرات الدراسة. ويعتمد اختبار التكامل المشترك على الفرض الصفري القائل بوجود (r) أو أقل من متجهات التكامل المشـــترك، وقد طور جوهانسن اختبارين إحصائيين لفحص التكامل المشترك بين مجموعة من المتغيرات، وهما كالتالي:

(1) Trace Test:

(1.....(□Trace (r) = - T In(1 - □I

(2) Maximal Eigen Value Test:

(2.....(□max (r, r+1) = - T Ln(1 - □r+1

حيث:

T: عدد المشاهدات.

P: عدد المتغيرات.

□: القيم المقدرة لخصائص الجذور (قيم إيجن المحسوبة).

R: عدد متجهات التكامل المشترك.

- **اختبار السببية (Granger Causality Test):**

الطريقة الأكثر شيوعا لاختبار العلاقة السببية بين المتغيرين هو اختبار جرا نجر للسببية التي اقترحها جرا نجر (1969). يشير جرا نجر علـــى إن وجود تكامل مشترك بين متغيرين يعني وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل, وبالتالي نستنتج إن عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرين يعني عدم وجود علاقة سببية بينهما, وطبقاً لجرانجر إذا كان لدينا سلسلتان زمنيتان تعبران عن تطور ظاهرتين اقتصاديتين مختلفتين عبر الـــزمن , وبناء على ما سبق يتطلب الاختبار تقدير معادلات الانحدار

حيث يفترض أن 1t□ و2t□ هي غير مرتبطات مع بعضهم , سببية جرا نجر تعني إن لتبطئ المتغير Y تأثير على X بشكل ملحوظ في المعادلـــة رقم 3 كما إن لتبطئ المتغير Xتأثير على Y بشكل ملحوظ في المعادلة رقم 4. بعبارة أخرى، يمكن للباحثين اختبار ما إذا كان كل مـــن i□□ وj□□ تختلف عن الصفر باستخدام اختبار F , عند رفض فرضية العدم بان كل من i□□وj□□ كلاهما تختلف عن الصفر، فان هذا يبن وجود علاقة سببية بين Xو Y.

بعد الحصول على البيانات اللازمة، واعتمادا على الدراسات السابقة قام الباحث باستخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بالاعتماد على برمجيةEVIEWS، بهدف الإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها ومن ثم صياغة النتائج والتوصيات، ويمكن توضيحها من خـــلال المراحل التالية:

تختبر الدراسة فيما إذا كان هناك علاقة طويلة الأجل من مؤشرات الأسواق المالية العربية (بورصة عمان، بورصة دبي، بورصة أبو ظـــبي، بورصة البحرين) باستخدام منهج جوهانس للتكامل المشترك, وينقسم التحليل إلى جزئيين, الأول هو اختبار جذر الوحدة لكل مؤشر وثانيـــاً اختبار عدد متجهات التكامل المشترك لمؤشرات أسعار الأسهم, حيث إن طريقة جوهانس (1988, 1991) تقدر العلاقة طويلة الأجـــل أو التكامل المشترك بين المتغيرات غير المستقرة عند المستوى باستخدام طريقة الإمكان الأعظم والتي تختبر درجة التكامـــل المشـــترك وإذا كانـــت المتغيرات متكاملة فان الانحراف عن التوازن في الفترة القصيرة يعطى معلومات عن التغيرات في المتغير التابع في الفترة الطويلة.

- **اختبار سكون السلاسل الزمنية:**

أثبتت العديد مـــن الدراســـات القياســـية (Stock and Watson, 1988)، و(Plosser& Nelson, 1982)، و(Yule, 1926)، أن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات المالية تتسم بعـــدم الاســـتقرار ناتجـــا عنـــها مشـــكلة الانحـــدار الزائـــف (Spurious Régression) ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتحصل عليها حيث تكون قيم R2 مرتفعة حتى في ظل عـــدم وجـــود علاقـــة حقيقية بين المتغيرات، وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) عـــن طريق استخدام اختبار (ADF)Augmented Dickey Fuller لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جـــذر الوحدة بحيث تكون الفرضية العدمية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر ويتم الحكم على هذه الفرضـــية بالقبول أو بالرفض بملاحظة قيمة الاحتمالية "Probability"، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعـــني أن القيمـــة المحســـوبة لإحصـــائية

(ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرض الأساس بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة.

II- النتائج ومناقشتها :

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول (1) تبين أن متغيرات مؤشرات أسعار الأسهم للأسواق المالية العربية (بورصة عمان، بورصة دبي، بورصة أبو ظبي، بورصة البحرين) عينة الدراسة) لا تتسم بالسكون عند إجراء اختبار (ADF) و(PP) فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدرة تقل عن تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية وبالتالي يتم قبول الفرضية العدمية بان المتغيرات في المستوى تحتوي على جذر الوحدة , حيث تم إجراء ثلاث اختبارات لجذر الوحدة , في حالة وجود اتجاه عام, وجود اتجاه عام وثابت وعدم وجود اتجاه عام وثابت كل الاختبارات في الحالات الثالثة بينت وجود جذر وحده كما هو موجود في الجدول (1) مما يستوجب قبول الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة وبالتالي لا بد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات وإعادة الاختبار وبعد اخذ الفرق الأول تبين إن كافة المتغيرات أصبحت مستقرة وبالتالي فان المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى. وللتأكد ما إذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو لا قام الباحث باختبار درجة تكامل البواقي ويتضح ذلك من خلال الجدول (2).

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول (2) تبين أن البواقي تتسم بالسكون عند إجراء اختبار(ADF) و(PP) عند المستوى، فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدرة تفوق تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية مما يستوجب رفض الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة، وعليه فإن البواقي متكاملة من الدرجة الصفرية I(0) عند مستوى معنوية 1%. ونظرا للنتائج المتحصل عليها وباعتبار أن البواقي تتسم بالسكون عند الدرجة الصفرية I(0)، لا يمكن رفض الفرضية الصفرية القائلة أن المتغيرات ليست متكاملة (السواعي، 2011).

وننتقل إلى المرحلة الثانية من التحليل وهي اختبار احتمال وجود علاقة طويلة الأجل من مؤشرات أسعار الأسهم عينه الدراسة باستخدام اختبار التكامل المشترك ل جوهانس ولكن قبل إجراء اختبار التكامل المشترك فانه من الضروري تحدد طول فترة الإبطاء حتى نتأكد إن حد الخطأ ابيض, وقد تم إجراء الاختبار على عدة فترات إبطاء وتم اختيار طول فترة الإبطاء ذات اصغر قيمة لـ(Akaike information criterion) وكانت طول فترة الإبطاء المناسبة كما يتضح من نتائج الجدول (3) هي 4.

المرحلة الثانية هي اختبار احتمالية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق العربية عينة الدراسة , حيث تم إجراء اختبار التكامل المشترك في حالة وجود ثابت واتجاه عام ووجود ثابت وعدم وجود ثابت واتجاه عام, وتظهر الجداول (6,5,4) نتائج التكامل المشترك.

تظهر الجداول (6,5,4) نتائج اختبار عدد متجهات التكامل المشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة , وتظهر النتائج في الجداول(6,5,4) وفي الحالات الثلاثة ومن خلال إحدى عشر اختبار, إن اختبارين من بين الإحدى عشر اختبار أظهرت عدم وجود تكامل مشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, بينما تسع اختبارات أظهرت وجود تكامل مشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, وبالتالي وبما إن الغالبية من الاختبارات أظهرت وجود تكامل مشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, وبالتالي يتم رفض فرضية العدم الرئيسة الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة , وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة. في هذا الجزء سيتم اختبار العلاقة بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة في الفترة القصيرة , من خلال اختبار جرانجر لسببية, يبين الجدول (7) نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة.

يبين الجدول (7) نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, حيث يتبين من النتائج عدم وجود علاقة سببية بين كافة المؤشرات لأسعار الأسهم في المدى القصير على أي مستوى ذي دلالة، باستثناء حالة ابوظبي التي تسبب عمان,

وبالتالي يتم قبول فرضية العدم الرئيسة الأولى بعدم وجود علاقة سببية على المدى القصير بين المؤشرات , ورفض الفرضية البديلة بوجود علاقة سببية على المدى القصير بين المؤشرات. وبالنظر إلى نتيجة ابوظبي وعمان فيتم رفض فرضية العدم بان مؤشر أسعار أسهم ابوظبي لا تسبب مؤشر أسعار أسهم عمان، وقبول الفرضية البديلة بان مؤشر أسعار أسهم ابوظبي يسبب مؤشر أسعار أسهم عمان, لذلك يمكن التنبؤ بالتغيرات في الأسعار في سوق ما استنادا إلى المعلومات من خلال العلاقة طويلة الأجل بين مستويات المتغيرات.

- اختبار العلاقة بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, من خلال اختبار ارتباط بيرسون.

يبين الجدول (8) نتائج اختبار الارتباط بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, حيث يتبين من النتائج عدم وجود ارتباط عالي بين مؤشرات أسعار الأسهم, باستثناء مؤشر أسعار أسهم دبي ومؤشر أسعار أسهم بورصة عمان حيث بلغ قيمة معامل الارتباط (0,83) مما يشير إلى عدم فائدة التنويع بين السوقين كون الأسهم في السوقين تسير بنفس الاتجاه إي ترتفع وتنخفض معاً مما يودي إلى عدم الفائدة من التنويع, إما باقي المؤشرات فكان معامل الارتباط بين 14, و55, وبما إن معامل الارتباط موجب بين كل المؤشرات فان الاستفادة من التنويع تكون منخفضة , حيث تكون الاستفادة من التنويع إذا كان معامل الارتباط سالب وكلما اقترب من (-1) كلما الفائدة من التنويع اكبر وبالتالي لا يوجد فائدة من التنويع في الأسواق عينة الدراسة, وبالتالي نقبل فرضية العدم الثالثة بعدم وجود فائدة من التنويع.

يتبين من النتائج ما يلي:

- أن متغيرات مؤشرات أسعار الأسهم للأسواق المالية العربية (بورصة دبي، بورصة ابوظبي، بورصة البحرين، بورصة عمان) عينة الدراسة لا تتسم بالسكون عند إجراء اختبار (ADF) و(PP) فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدرة تقل عن تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية وبالتالي يتم قبول الفرضية العدمية بان المتغيرات في المستوى تحتوي على جذر الوحدة, حيث تم إجراء ثلاث اختبارات لجذر الوحدة, في حالة وجود اتجاه عام, وجود اتجاه عام وثابت وعدم وجود اتجاه عام وثابت كل الاختبارات في الحالات الثالثة أظهرت وجود جذر وحده مما يستوجب قبول الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة وبالتالي لا بد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات وإعادة الاختبار وبعد اخذ الفرق الأول تبين إن كافة المتغيرات أصبحت مستقرة وبالتالي فان المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى.

- تظهر النتائج وفي الحالات الثلاثة ومن خلال الاختبارات عن وجود تكامل مشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, وبالتالي وبما إن الغالبية من الاختبارات أظهرت وجود تكامل مشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة, وبالتالي يتم رفض فرضية العدم الرئيسة الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة , وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل طويلة الأجل بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة.

- عدم وجود علاقة سببية بين كافة المؤشرات لأسعار الأسهم في المدى القصير على أي مستوى ذي دلالة، باستثناء حالة أبو ظبي التي تسبب عمان, وبالتالي يتم قبول فرضية العدم الرئيسة الأولى بعدم وجود علاقة سببية على المدى القصير بين المؤشرات, ورفض الفرضية البديلة بوجود علاقة سببية على المدى القصير بين المؤشرات. وبالنظر إلى نتيجة أبو ظبي وعمان فيتم رفض فرضية العدم بان مؤشر أسعار أسهم أبو ظبي لا تسبب مؤشر أسعار أسهم عمان، وقبول الفرضية البديلة بأن مؤشر أسعار أسهم أبو ظبي يسبب مؤشر أسعار أسهم عمان, لذلك يمكن التنبؤ بالتغيرات في الأسعار في سوق ما استناداً إلى المعلومات من خلال العلاقة طويلة الأجل بين مستويات المتغيرات.

- عدم وجود ارتباط عالي بين مؤشرات أسعار الأسهم , باستثناء مؤشر أسعار أسهم دبي ومؤشر أسعار أسهم بورصة عمان حيث بلغ قيمة معامل الارتباط (0,83) مما يشير إلى عدم فائدة التنويع بين السوقين كون الأسهم في السوقين تسير بنفس الاتجاه إي ترتفع وتنخفض معاً مما يودي إلى عدم الفائدة من التنويع, إما باقي المؤشرات فكان معامل الارتباط بين 14,و55, وبما إن معامل الارتباط موجب بين كل المؤشرات فان الاستفادة من التنويع تكون منخفضة, حيث تكون الاستفادة من التنويع إذا كان معامل الارتباط سالب وكلما اقترب من (-1) كلما الفائدة من التنويع اكبر وبالتالي لا يوجد فائدة من التنويع في الأسواق عينة الدراسة, وبالتالي نقبل فرضية العدم الثالثة بعدم وجود فائدة من التنويع.

IV- الخلاصة :

خلصت الدراسة إلى تقديم جملة من التوصيات من أجل تحقيق عملية التكامل بينها الأسواق المالية العربية منها مايلي:

- توصي الدراسة في تطوير العلاقة بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبوظبي والبحرين من خلال تبادل المعلومات وإجـــراء الدراسات المشترك للتغلب على الصعوبات التي ترسخه من خلال أسلوب السوق المجزئة؛

- دعم الجهود الرامية إلى تحقيق التكامل بين سوق عمان المالي والسوق المالي لكل من دبي وأبو ظبي وسوق البحرين المالي، من خلال تأســيس الروابط الإقليمية، لعزيز استقرارها المالي وتطورها التنموي؛

- ضرورة الاهتمام في إصدار القوانين والتشريعات التي تخدم التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية، من خلال تسهيل مهمـــة المســـتثمرين المحلين والأجانب وإعطائهم الأمان المالي على استثماراتهم الخارجية، والاهتمام بالتجارب العالمية التي سبقتنا في هذا المجال، من خلال التعـــرف على أهم التشريعات والقوانين التي خدمت عملية التكامل بينهما والأخذ بها؛

- التأكيد على ضرورة الاهتمام بموضوع الإفصاح والشفافية والحوكمة في أسواق المال العربية، لإعطاء المستثمر المحلي والأجنبي الحرية الكاملـــة بالتصرف بأمواله بالشكل الذي تتحقق له العوائد المطلوبة بأقل المخاطر، وتشجيعه في الاستثمار خارج حدود بلده، والعمل على تشريع قوانين تخص تنقل رؤوس أموال المستثمرين بما يخدم مصالحهم ولا يضر في المصلحة العامة للدول.

- ملاحق :

الجدول (1) نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية

المتغيرات	الاختبار			
	ADF-Fisher Chi-sq		PP-Fisher chi-sq	
	Probالفرق الأول	Probالمستوى	Probالفرق الأول	Probالمستوى
ADX	0.0424	0.1016	0.0424	0.1016
BHB	0.0452	0.4259	0.0452	0.4259
DFM	0.0478	0.3644	0.0465	0.4449
ASE	0.03423	0.3151	0.0378	0.4307

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (2) نتائج اختبار سكون البواقي

المتغيرات المستوى	التباطؤ	ADF	PP
Z=resid	4	0.0000***	0.0000***

***، **، *، تشير إلى سكون المتغيرات عند مستوى معنوية 1%، 5% و10% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (3) نتائج اختبار تحديد طول فترات الإبطاء

Vector Error Correction Estimates				
0.580	0.505	0.647	0.581	R-squared
0.463	0.367	0.548	0.464	Adj. R-squared
0.390	0.032	0.052	0.107	Sum sq. resids
0.080	0.023	0.029	0.042	S.E. equation
4.959	3.655	6.572	4.977	F-statistic
97.658	196.576	177.117	148.735	Log likelihood

2.017-	4.521-	4.028-	3.310-	**Akaike AIC**
1.477-	3.981-	3.488-	2.770-	**Schwarz SC**
0.001	0.002	0.001	0.002	**Mean dependent**
0.109	0.029	0.044	0.057	**S.D. dependent**
0.000000000001110				**Determinant resid covariance (dof adj.)**
0.000000000000394				**Determinant resid covariance**
679.7857				**Log likelihood**
15.28571-				**Akaike information criterion**
13.00624-				**Schwarz criterion**

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (4) نتائج اختبار التكامل المشترك في حالة عدم وجود اتجاه عام

Pedroni Residual Cointegration Test Trendassumption: No deterministic trend				
Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
Prob.	**Statistic**	**Prob.**	**Statistic**	
0.636	0.347-	0.636	0.347-	**Panel v-Statistic**
0.000	7.699-	0.000	7.699-	**Panel rho-Statistic**
0.000	6.795-	0.000	6.795-	**Panel PP-Statistic**
0.000	3.899-	0.000	3.899-	**Panel ADF-Statistic**
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				
		Prob.	**Statistic**	
		0.000	8.054-	**Group rho-Statistic**
		0.000	8.207-	**Group PP-Statistic**
		0.000	-4.569	**Group ADF-Statistic**

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (5) نتائج اختبار التكامل المشترك في حالة وجود اتجاه عام وثابت

Pedroni Residual Cointegration Test Trend assumption: Deterministic intercept and trend				
Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
Prob.	**Statistic**	**Prob.**	**Statistic**	
0.834	0.968-	0.834	0.968-	**Panel v-Statistic**
0.000	7.122-	0.000	7.122-	**Panel rho-Statistic**
0.000	7.422-	0.000	7.422-	**Panel PP-Statistic**
0.000	4.068-	0.000	4.068-	**Panel ADF-Statistic**
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				
		Prob.	**Statistic**	
		0.000	6.819-	**Group rho-Statistic**
		0.000	8.017-	**Group PP-Statistic**
		0.000	-4.266	**Group ADF-Statistic**

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (6) نتائج اختبار التكامل المشترك في حالة عدم وجود اتجاه عام وثابت

Series: ASE ADX BHB DFM Trend assumption: No deterministic intercept or trend				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
Prob.	**Statistic**	**Prob.**	**Statistic**	
0.575	0.188-	0.575	0.188-	**Panel v-Statistic**
0.000	9.308-	0.000	9.308-	**Panel rho-Statistic**
0.000	7.728-	0.000	7.728-	**Panel PP-Statistic**
0.000	4.052-	0.000	4.052-	**Panel ADF-Statistic**
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				
		Prob.	**Statistic**	
		0.000	11.129-	**Group rho-Statistic**
		0.000	10.948-	**Group PP-Statistic**
		0.000	-5.566	**Group ADF-Statistic**

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (7) نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أسعار الأسهم

Pairwise Granger Causality Tests			
Prob	**F-Statistic**	**Obs.**	**Null Hypothesis**
0.069	2.775	82	ADX does not Granger Cause ASE
0.251	1.408		ASE does not Granger Cause ADX
0.884	0.124	82	BHB does not Granger Cause ASE
0.722	0.327		ASE does not Granger Cause BHB
0.033	3.558	82	DFM does not Granger Cause ASE
0.657	0.422		ASE does not Granger Cause DFM
0.268	1.342	82	BHB does not Granger Cause ADX
0.439	0.832		ADX does not Granger Cause BHB
0.621	0.479	82	DFM does not Granger Cause ADX
0.408	0.908		ADX does not Granger Cause DFM
0.317	1.166	82	DFM does not Granger Cause BHB
0.082	2.588		BHB does not Granger Cause DFM

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

الجدول (8) نتائج اختبار الارتباط بين مؤشرات أسعار الأسهم

DFM	**BHB**	**ADX**		**ASE**
0.14	0.243	0.155	1	**ASE**
0.828	0.547	1		**ADX**
0.453	1			**BHB**
1				**DFM**

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

- الإحالات والمراجع :

1.براق، محمد وصاطوري، الجودي (2008). "مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية. مجلة دراسات اقتصادية، (8)، 28–37

2.بن عمر، الأخضر وعلي ، باللموشي (2012). تكامل الأسواق المالية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية. مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، (2)، 128-131

3.دادن، عبد الغني وكروش، راضية (2015). "دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية لدول شمال افريقيا (مصر، تونس، الجزائر، المغرب)."، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، (6)، الجزائر، 45–68

4.دوابه، أشرف محمد (2009). تكامل الأسواق المالية العربية أفاق وتحديات. مؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان

5.سليمان، عدنان وموصلي، سليمان (2014). الأسواق المالية، دمشق: مطبعة جامعة دمشق

6.السواعي، خالد محمد (2011). أساسيات القياس الاقتصادي أربد ، الأردن : دار الكتاب الثقافي .

7.الشبلي، طارق إبراهيم والشبلي، محمد إبراهيم (2000). مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، (ط1)، عمان

8.الشريف ، ريحان ومقراني ، هاجر (2016) . تكامل البورصات المغربية بين الواقع والطموح وآفاق التطبيق . مجلة رماح للبحوث والدرسات ، 155- 175 .

9.عتيقة، وصاف ودلال ، بن طبي (2009). آثار تحرير تجارة الخدمات المالية على الأسواق المالية في الدول العربية. مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، 13(38)، 171–203

10.عمر، دينا أحمد (2009). أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي. جامعة الموصل، مجلة تنمية الرافدين، 31(96)، 59

11.العيساوي، كاظم جاسم (2010). أثر العولمة على التنمية الاقتصادية العربية، مركز البحوث المالية والمصرفية. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، 9(3)، 25

12.قمر الإسلام، محمد (2004). تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات. مجلة الاقتصادي بين الدول الإسلامية، تركيا، (42)، 41

13.كروش، راضية وتلي، سعيد ودادن، عبد الغني (2016). عوائد المحفظة الدولية تحت تأثير تكامل الأسواق المالية حالة مجموعة من الأسواق المتطورة. مجلة الباحث،(16)، الجزائر،33-41

14.اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا – الاسكوا (2004). استجابة للعولمة ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الاسكوا ، 69-71

15.أبو موسى، رسمية أحمد (2005). الأسواق المالية والنقدية، (ط1)، عمان: دار المعتز للنشر والتوزيع

16.النجار، فريد (1998 - 1999). البورصات والهندسة المالية، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة

17.موقع بورصة البحرين www.bahrainbourse.net

18.موقع بورصة دبي www.dfm.ae

19.موقع بورصة أبو ظبيwww.adx.ae

20.موقع بورصة عمانwww.ase.com.jo

21. Dasgupta, Ranjan (2016). Integration and Dynamic Linkages in International Stock Market in Light of the Recent US Financial Crisis an Introspect. Journal of Economics and Economic Education Research, 17(2), 29 –55.

22.Johansen (1995). Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models, New York: Oxford University Press.

23.Melladoa, Cristhian&Escobarib, Diego (2015). Virtua integration of financial markets: a dynamic correlation analysis of the creation of the Latin American Integrated Market. Applied Economics, 47(19), 1956- 1971..

24.Nelson, C. and Plosser, C. (1982). Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications. Journal of Money Economics, 10.

25.Olbrys, Joanna & Majewska, Elżbieta (2015). Testing Integration effects Between the CEE and US stock Markets during the 2007–2009 global financial crisis. Folia OeconomicaStetinensia, 15(1), 101-113.

26.Phillips, P.C. and Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. Biometrica, 75, 335-346.

27.Stock, J. H. and Watson, M. W. (1988). Testing for Common Trends. Journal of American Statistical Association, 83.

28.Tana, Hui-Boon (2012). Stock market capitalization and financial integration in the Asia Pacific region. Applied Economics, 44(15), 1951-1961.

29.Titman, & R. Wessels (1988). The determinants of capital structure choice. Journal of finance, (March), 1-19.

30.Torres-Reyna, O. (2007). Panel Data Analysis: Fixed and Random Effects using STATA. Princeton University. Available[online]http://dss.princeton.edu/training, accessed on 18/07/2012.

31.Worrall, L. J. & Pratt C. T. (2004). Estimation issues associated with time-series-crosssection analysis in criminology. Western Criminology Review, 5(1), 35-49.

32.Yule, G.U. (1926). Why Do We Some Times Get Nonsense-Correlations Between Time-Series? A Study in Sampling and the Nature of Time – Series . Journal of the Royal Statistical Society ,89.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

علي رشيد حسن الربيعي ، حمد زاوي (2018)، **التكامل بين الأسواق المالية العربية - دراسة حالة بورصة عمان مع كل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين**، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 05 (العدد 02)، الجزائر : جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 83-96.