



جامعة آل البيت

كلية إدارة المال والأعمال

قسم التمويل والمصارف

## 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 with Dubai,**

**Dhabi and Bahrain Stock Markets)-Abo**

إعداد الطالب:

علي رشيد حسن الربيعي

إشراف:

الدكتور عمر خليف مصطفى الغرابية

قُدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في

التمويل والمصارف من كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت.

العام الدراسي 2016 / 2017

## التفويض

أنا الموقع أدناه علي رشيد حسن الربيعي أفوض جامعة آل البيت بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات، أو المنظمات، أو الهيئات، أو الأشخاص عند طلبهم حسب التعليمات النافذة في الجامعة.

الاسم: علي رشيد حسن الربيعي

التوقيع:

التاريخ: 2017 /5/11

## إقرار والتزام بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وقوانينها

أنا الطالب: علي رشيد حسن الربيعي الرقم الجامعي: 1420503005

التخصص: تمويل ومصارف الكلية: كلية إدارة المال والأعمال

أعلن بأنني قد التزمت بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول المتعلقة بإعداد رسالة الماجستير عندما قمت شخصياً بإعداد رسالتي بعنوان:

التكامل بين الأسواق المالية العربية

(دراسة حالة بورصة عمان مع كل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين)

وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلمية المتعارف عليها في كتاب الرسالة والأطاريح العلمية. كما أنني أعلن بأن رسالتي هذه غير منقولة أو مستلة من رسائل أو أطاريح أو كتب أو أبحاث أو أي منشورات علمية تم نشرها أو تخزينها في أي وسيلة إعلانية، وتأسيساً على ما تقدم فأني أتحمل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك بما فيه حق مجلس العمداء في جامعة آل البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها دون أن يكون لي أي حق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالب:.....

التاريخ: 2017 / 5 / 11

عمادة الدراسات العليا  
جامعة آل البيت

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة، بعنوان:

التكامل بين الأسواق المالية العربية

( دراسة حالة بورصة عمان مع كل من بورصة دبي وأبوظبي والبحرين )  
Integration Between Arabic Financial Markets:  
(Case study of Amman Stock Exchange with Dubai,  
Abo Dhabi and Bahrain Stock Markets )

وأجيزت بتاريخ: 2017 /05/11

إعداد الطالب  
علي رشيد حسن الربيعي

إشراف  
الدكتور عمر خليف الغرايبة

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

الدكتور عمر خليف الغرايبة (مشرفاً ورئيساً)  
الأستاذ الدكتور حسين علي الزيود (عضواً)  
الدكتور محمود علي جرادات (عضواً)  
الأستاذ الدكتور غسان سالم الطالب (عضواً خارجياً)

## الإهداء

إلى روح والديّ... رحمهما الله، وأدخلهما فسيح جناته

إلى الإخوة والأخوات الأعزاء... الذين لم يدخروا جهداً في مساعدتي وكانوا سنداً

لي في حياتي

إلى كلّ الأصدقاء... الذين كانوا عوناً لي في هذه الدراسة

إليهم جميعاً أهدي هذا العمل المتواضع

الباحث : علي رشيد حسن الربيعي

## شكر وتقدير

لا يسعني بعد أن أنهيتُ هَذَا الجُهدَ المُتواضعَ إلا أن أتقدمَ بِجَزِيلِ الشكرِ وعظيمِ الامتنانِ إلى أستاذي الفاضلِ الدكتورِ عمر الغرابية الذي أشرفَ على هَذَا الجهدِ، وأمدني بِمعلوماتٍ قيِّمةٍ وآراءٍ وتوجيهاتٍ سديدة، أخذت من وقته الكثير.

وأنتقدم أيضاً بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على مشاركتهم وتوجيهاتهم، ولما أعطوا هذه الرسالة من وقتهم، مما ساهم بشكل ملحوظ في إخراج هذا الجهد إتماماً ومضموناً ممثلة بكل من: الدكتور عمر الغرابية، الأستاذ الدكتور حسين الزيود، الدكتور محمود جرادات، والأستاذ الدكتور غسان الطالب.

كما وأنتقدم بالشكر إلى الأستاذ الدكتور جمعة عباد رئيس قسم التمويل والمصارف/ كلية إدارة المال والأعمال، وإلى أساتذة قسم التمويل والمصارف، وإدارة جامعة آل البيت التي هيأت لنا كل الظروف لإنجاز هذه الرسالة، وإلى أعضاء هيئتها التدريسية.

وأنتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الدكتور إبراهيم البطاينة رئيس قسم الاقتصاد/ كلية إدارة المال والأعمال، وإلى كل من أخلص في دعمي ومساندتي، ولكل من دعم وساهم في إنجاز هذه الرسالة بشكل مباشر أو غير مباشر، وأخص بالذكر مؤسسة عبد الحميد شومان/ قسم خدمات المستفيدين، لما قدموه من عون في توفير الكتب والمصادر التي أغنت دراستي، وإلى كل من لم يتسع المجال لذكرهم، لهم مني خالص التقدير والعرفان.

الباحث : علي رشيد حسن الربيعي

## قائمة المحتويات

ز	قائمة المحتويات
م	الملخص
1	الفصل الأول الإطار العام للدراسة
1	المقدمة:
3	1-1 المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
3	1-1-1 مشكلة الدراسة:
3	1-1-2 أسئلة الدراسة تتمثل بما يلي:
4	1-1-3 أهمية الدراسة
5	1-1-4 أهداف الدراسة
5	1-1-5 فرضيات الدراسة
6	1-1-7 مجتمع الدراسة:
6	1-1-8 عينة الدراسة:
6	1-1-9 مصادر جمع البيانات:
7	1-1-10 التعريفات الإجرائية
8	2-1 المبحث الثاني: الدراسات السابقة
8	1-2-1 الدراسات العربية:

15	2-2-1 الدراسات الأجنبية .....
23	3-1 المبحث الثالث أهم ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة : .....
31	الفصل الثاني الأسواق المالية.....
31	1-2 المبحث الأول: ، مفهوم ووظائف السوق المالي .....
31	1-1-2 مفهوم السوق المالي .....
31	2-1-2 وظائف السوق المالي.....
32	3-1-2 مؤشر السوق المالي (Market index) .....
32	2-2 المبحث الثاني: تصنيف الأسواق المالية .....
32	1-2-2 أولاً: أوراق سوق النقد (Money Market Securities): .....
34	2-2-2 ثانياً: أسواق رأس المال (Capital Markets) .....
35	3-2 المبحث الثالث: الأدوات التي تتداول في السوق النظامي(البورصة) .....
35	1-3-2 أولاً: الأسهم العادية وخصائصها .....
35	2-3-2 ثانياً: الأسهم الممتاز (Preferred Stocks).....
36	3-3-2 ثانياً: السندات وأنوعها (Bonds) .....
37	4-2 المبحث الرابع: الأسواق الآجلة .....
37	5-2 المبحث الخامس: المتعاملون في السوق والأوامر التي يصدرها العملاء: .....
38	6-2 المبحث السادس: العائد والمخاطرة للاستثمار في السوق المالي .....
40	الفصل الثالث العولمة المالية.....

1-3	المبحث الأول: العولمة المالية: مفهومها، أسبابها، مؤشراتنا، ومظاهرها	40
1-1-3	مفهوم العولمة المالية:	40
2-1-3	أسباب العولمة المالية.	40
3-1-3	مؤشرات تنامي العولمة المالية.	41
4-1-3	مظاهر عولمة الأسواق المالية: -	41
2-3	المبحث الثاني: سلبيات العولمة على أداء الأسواق المالية وأدوات مجابهة العولمة في الأسواق المالية العربية.	42
1-2-3	سلبيات العولمة على أداء الأسواق المالية:	42
2-2-3	أدوات مجابهة العولمة في الأسواق المالية العربية.	42
	الفصل الرابع الأسواق المالية الناشئة والعربية.	44
1-4	المبحث الأول: الأسواق المالية الناشئة.	44
1-1-4	هيئة تنظيم البورصة:	44
2-1-4	لجان الإشراف على عمليات البورصة:	44
2-4	المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية	45
2-2-4	العوامل المطلوبة لتطوير الأسواق المالية العربية (عتيقة ودلال، 2009) :	46
3-4	المبحث الثالث: الأسواق المالية لعينة الدراسة.	46

- 47 .....1-3-4 سوق عمان المالي (بورصة عمان ) (ASE):
- 48 .....2-3-4 بورصة أبو ظبي (ADX) (الموقع الرسمي لبورصة أبو ظبي):
- 49 .....3-3-4 بورصة البحرين (BHB) (الموقع الرسمي لبورصة البحرين):
- 50 .....4-3-4 بورصة دبي (DFM) (الموقع الرسمي لبورصة دبي):
- 51 .....الفصل الخامس تكامل الأسواق المالية.
- 51 .....1-5 المبحث الأول: المفهوم والإيجابيات والمعوقات
- 51 .....1-1-5 مفهوم تكامل الأسواق المالية.
- 51 .....2-1-5 إيجابيات تكامل الأسواق المالية العربية.
- 52 .....3-1-5 معوقات عملية التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية :
- 53 .....4-1-5 العوامل التي تساعد على تحقيق التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية
- 54 .....2-5 المبحث الثاني: أساليب تكامل الأسواق المالية :
- 56 .....3-5 المبحث الثالث: طرق قياس تكامل الأسواق المالية:
- 58 .....الفصل السادس منهجية الدراسة والتحليل الإحصائي والنتائج والتوصيات
- 58 .....1-6 المبحث الأول: منهجية الدراسة.
- 58 .....1-1-6 أسلوب الدراسة
- 58 .....2-1-6 الأساليب الإحصائية.

63	2-6 المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفرضيات.....
76	3-6 المبحث الثالث: النتائج والتوصيات .....
76	1-3-6 مناقشة النتائج.....
77	2-3-6 النتائج .....
78	3-3-6 التوصيات.....
79	قائمة المراجع.....
79	أولاً- المراجع العربية:.....
85	ثانياً- المراجع الأجنبية:.....
89	Abstract.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
67	نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية	(1)
68	نتائج اختبار سكون البواقي	(2)
69	نتائج اختبار تحديد طول فترات الإبطاء	(3)
70	نتائج اختبار التكامل المشترك في حالة عدم وجود اتجاه عام	(4)
71	نتائج اختبار التكامل المشترك في حالة وجود اتجاه عام وثابت	(5)
72	نتائج اختبار التكامل المشترك في حالة عدم وجود اتجاه عام وثابت	(6)
73	نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أسعار الأسهم	(7)
74	نتائج اختبار الارتباط بين مؤشرات أسعار الأسهم	(8)

## التكامل بين الأسواق المالية العربية

(دراسة حالة بورصة عمان مع كل من بورصة دبي وأبوظبي والبحرين)

إعداد الطالب

علي رشيد حسن الربيعي

إشراف

الدكتور عمر خليف مصطفى الغرابية

### الملخص

اختبرت الدراسة التكامل المالي بين أسعار الاسهم لبورصة عمان وكل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين، بالاعتماد على البيانات الشهرية للمؤشر العام للبورصات وللفترة ما بين (2010-2016) وباستخدام السببية لجرانجر 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، وتم صياغة فرضيات الدراسة بالاعتماد على مجموعة من الاسئلة البحثية لتحقيق أهداف الدراسة، وقد ظهر من خلال النتائج وجود تكامل مالي بين بورصة عمان وكل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى الطويل، ولن 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 الافتتاحية: الأسواق المالية، التكامل المالي، اختبار السببية ل جرانجر، اختبار التكامل ل

جوهانسن، معامل ارتباط بيرسون.

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

#### المقدمة:

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 ظهور هذا التغيرات هي العولمة المالية التي اجتازت العالم بشكل متسارع وبفضل التكنولوجيا الحديثة والثورة المعلوماتية، وبسبب هذه التغيرات التي حدثت أصبحت عملية انتقال الأموال أكثر سرعة وبأقل التكاليف، ولذلك أصبح للاقتصاد العالمي نظام مالي جديد ترتب عنه الحاجة إلى قنوات ومسارات اتصال تلبى طموح المستثمر، فكان الاندماج المشترك والربط بين الكثير من أسواق المال العالمية هو البداية المطلوبة ومن ثم بدأ التفكير بالأسلوب الأعمق وهو التكامل بينهما، فكانت هناك الكثير من التجارب العالمية الناجحة التي جذبت التدفقات النقدية بأسلوب التكامل المشترك وتجاوزت الكثير من العوائق التي كانت مرتبطة بأسواقها المجزأة، فأصبح العالم المالي في ولادة مرحلة جديدة ومتطورة وهو السوق المالي الموحد.

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.

ولأهمية التكامل للباحثين وأصحاب القرار جاءت هذه الدراسة بعنوان التكامل بين الأسواق المالية العربية واختبار إمكانية التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية، وتم دراسة حالة بورصة عمان مع كل من بورصة دبي وأبو ظبي والبحرين، والتعرف على التكامل المالي بين هذه الأسواق على المدى القصير والمدى الطويل ومن ثم التحقق من فرص التنويع، واستخدمت الدراسة بعض الاختبارات الإحصائية والتي تكررت في الكثير من الدراسات السابقة وهي التكامل المشترك لـ جوهانسن والسببية لـ جرانجر، واختبار

علاقة الارتباط بين أسعار الاغلاق للبورصات باستخدام معامل ارتباط بيرسون، والفترة ما بين (2010 - 2016) وباستخدام بيانات شهرية متعلقة في أربعة أسواق مالية (عمان، ودبي، وأبو ظبي، والبحرين) وتم تقسيم هذه الدراسة إلى ستة فصول تناول الفصل الأول الإطار العام للدراسة، والفصل الثاني نظرة عامة عن الأسواق المالية، والفصل الثالث أهم مفاهيم العوامة، وكانت حصة الأسواق الناشئة والعربية وعينة الدراسة الفصل الرابع بالإضافة إلى التعرف على أهم الخصائص المتمثل بالإيجابيات والسلبيات بينهما، والفصل الخامس يوضح مفهوم التكامل وخصائصه وأهم أساليب الربط والتكامل، والفصل الأخير تناول المنهجية والتحليل الإحصائي وأهم النتائج، وأخيراً اختتمت الدراسة بأهم التوصيات.

## 1-1 المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

### 1-1-1 مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة أن أسواق المال العربية أسواق مجزا وانفرادية وتتماثل في مجموعة من السلبيات، وهي حالة التذبذب بقيمة الأصول المالية وانخفاض في مستوى السيولة وارتفاع درجة المخاطر والضعف في مستوى التمويل وسرعة تأثرها في الأزمات العالمية، وكل هذه السلبيات التي رافقت عمل الأسواق المالية العربية قد كرسها مجموعة من العوامل والمتمثلة في النمو البطيء وضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمر العربي وانحيازه الى الأسواق المالية الاكثر تطورا، وللتغلب على كل هذه السلبيات لابد من دعم فكرة تحقيق التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية، وهناك الكثير من التجارب التي ترجمة عملية التكامل المالي في أسواق مالية اقليمية وعالمية ناشئة ومتطورة، ومن هذه التجارب التكامل المالي بين مجموعات من الأسواق المالية التي تحمل خصائص متشابهة ، وبما أن الأسواق المالية العربية تتشابه في خواصها فأن عملية التكامل بينها ممكنة التحقيق .

### 1-1-2 أسئلة الدراسة تتمثل بما يلي:

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 ؟

### 3-1-1 أهمية الدراسة

أخذ موضوع تكامل الأسواق المالية العربية اهتماما كبيرا من قبل الحكومات والهيئات المالية والاكاديميين، فكان موضوع هذه الدراسة هو استكمالا لبعض الدراسات التي تناولت ادبيات الأسواق المالية، وألقاء الضوء على تكامل الأسواق المالية العربية كخطوة أولى لجعل الأسواق المالية العربية أكثر جاذبية، وزيادة قدرتها على تنافس أسواق المال الاقليمية والعالمية في استقطاب رؤوس الاموال الخارجية، وتوفير الاموال اللازمة لتمويل المشاريع التنموية التي عجزت عنها البورصات الفردية، أذن اصبح موضوع التكامل المالي بين البورصات العربية له أولوية لكثير من القطاعات المالية العربية والاقليمية، ومن القطاعات المهمة بالتكامل المالي العربي القطاع الحكومي والأكاديمي من جهة، والمستثمرين من جهة أخرى، ومن أجل التعرف على امكانية تحقيق التكامل بين الأسواق المالية العربية، جاءت هذه الدراسة وبمعنوان (التكامل بين الأسواق المالية العربية )، فأخذت الحكومات على عاتقها متابعة الدراسات والبحوث التي تهدف اختبار تكامل البورصات المالية، ومقارنة أداء البورصات الفردية بما سوف تجنيه من عملية التكامل المالي من خلال استيعاب الفوائض المالية والتقليل من مخاطر تواجد الاموال العربية في الخارج، والأكاديميون لهم اهتمام خاص في الاطلاع على الدراسات في مجال تكامل الأسواق المالية العربية والعمل على تطويرها ومقارنتها في تلك البحوث التي جرت في أسواق متطورة لزيادة المعرفة العلمية في هذا المجال، والمستثمرون لهم الدور الكبير في الاطلاع على الكثير من هذه الدراسات والبحوث باعتبارها المرجع الأساسي في استثماراتهم للحصول على المكاسب المتمثل بأعلى عائد وبأقل المخاطر من خلال التنوع في الاستثمار، وهناك قطاع آخر له اهتمام في الدراسات التي تعنى بتكامل الأسواق المالية العربية وهم المحللون الماليون من أجل تحليل السياسات المالية والنقدية العربية ودراسة الجدوى من عملية التكامل المالي، أما أهمية الدراسة على الواقع العملي فالتكامل المالي بين الأسواق العربية يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين العرب والأجانب بشكل عام، وعند الاطلاع على البحوث والدراسات التي تناولت تكامل الأسواق المالية نجد أن معظم هذه الدراسات كانت في البلدان المتقدمة في أوروبا واسيا وأمريكا، والتي كانت السبب في إنجاح الكثير من التكتلات المالية.

#### 4-1-1 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى التعرف على إمكانية تحقيق التكامل المالي بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين على المدى القصير وعلى المدى الطويل وإمكانية الحصول فرص استثمارية متنوعة بين الأسواق المالية لكل من عمان ودبي وأبو ظبي البحرين ، ويدعم التكامل المالي بين هذه الأسواق إلى التقليل من السلبيات التي لازمت الأسواق المالية المجزأة، والمتمثلة بالتقلبات الكبيرة في أسعار الأصول المالية التي تؤدي إلى زيادة المخاطر، ومن السلبيات الأخرى ضعف في حجم رؤوس الأموال المتداولة، وضعف في حجم التداول، وانخفاض في كفاءة الأسواق المالية العربية، ومحدودية الأدوات الاستثمارية المتداولة، ويدعم التكامل المالي بين الأسواق العربية على إنجاز عملية التنمية الاقتصادية واعطاء الأصول المالية القيمة الحقيقية، لكي تكون أكثر حصة أمام أي أزمة مالية محتملة، وبعيدة عن المضاربة التي لا تخدم الأسواق في هذه الفترة الحرجة من الوضع الاقتصادي الذي أصبح يتأثر بتقلبات أسعار النفط بشكل كبير وواسع.

#### 5-1-1 فرضيات الدراسة

H01 : 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.

#### 6-1-1 منهجية الدراسة

تم دراسة واختبار التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية بشقين:

## الإطار النظري:

اعتمد الباحث في بناء الإطار النظري على المنهج الوصفي من خلال الرجوع إلى الأبحاث المنشورة في المجلات المحكمة والمصادر المكتبية والدراسات السابقة، وعلى النشرات المعلنة في أسواق المال العربية من خلال موقع هذه الأسواق، وتم التطرق إلى مفاهيم الأسواق المالية ومن ثم مفهوم العولمة وتأثيراتها على الأسواق المالية وتم البحث في أسواق المال الناشئة والأسواق المال العربية وتطرقت الدراسة إلى التكامل المالي بين الأسواق المالية بشكل عام والأسواق العربية بشكل خاص.

## الإطار التحليلي:

اختبرت الدراسة الفروض البحثية الخاصة بها من خلال بعض الاختبارات الاحصائية في الاعتماد على الدراسات السابقة في تحليل واختبار التكامل المالي للسلاسل الزمنية لأسعار الإغلاق الشهري للمؤشر العام في الأسواق المالية لعينة الدراسة، ولمعرفة مستوى استقرارية الأسواق المالية ودرجة تكاملها وارتباطها، وإثبات صحة فرضيات الدراسة، ومن ثم التعرف على درجة ومستوى تحقيق أهداف الدراسة، لغرض تقديم النتائج التي نتوصل لها.

### 7-1-1 مجتمع الدراسة:

هو المؤشر العام لأسعار الاسهم في البورصات العربية .

### 8-1-1 عينة الدراسة:

المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان وبورصة دبي وأبو ظبي والبحرين.

### 9-1-1 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.

## 10-1-1 التعريفات الإجرائية

السوق المالي : هي البورصات المالية التي يتم تداول الأسهم والسندات فيها.

العمولة: وهي الظاهرة التي تجعل من كل رؤوس الأموال في مصب واحد دون قيود.

الأسواق الناشئة: تعرف الأسواق المالية الناشئة بأن تلك الأسواق الموجودة خارج الدول المتقدمة وهي في مرحلة نمو وتحول نحو اقتصاد السوق الحر وتمتاز بارتفاع القيمة السوقية للأسهم وزيادة حجم الإصدارات الجديدة.

التكامل المالي: هي تلك الحالة التي يستطيع بها المستثمر الاستثمار في أسواق مالية غير سوقه المحلي .

اختبار ديكي فولر المركب : هو اختبار يمكن التعرف من خلاله على مدى استقرار السلاسل الزمنية، والتعرف على درجة التكامل المالي بين أسعار الأسهم.

اختبار فيليبس بيرون: أيضاً يستخدم للتعرف على مدى استقرار السلاسل الزمنية.

اختبار التكامل المشترك لجوهانسن: هو للتعرف على علاقة التكامل المالي على المدى الطويل بين مؤشرات أسعار الأسهم

اختبار السببية لجرانجر: هو للتعرف على علاقة التكامل المالي على المدى القصير بين مؤشرات أسعار الأسهم.

ارتباط بيرسون: هو لاختبار الارتباط بين مؤشرات أسعار الأسهم.

## 1-2 المبحث الثاني: الدراسات السابقة

استعرضت هذه السطور مجموعة من أهم الدراسات السابقة التي اهتمت وبحثت في مجال تكامل الأسواق المالية، ولكن بأساليب وأشكال مختلفة من حيث عينة الدراسة والفترة الزمنية وتنوع المنهجية التي اختبرت بها هذه الدراسات، والتنوع الكبير في نوع وحجم الأسواق المالية المختارة، من حيث مستوى تطورها وموقعها الجغرافي، ومن خلال الاطلاع على هذه الدراسات تم الاستنتاج بأن الدراسات الأجنبية كانت أكثر اهتماماً بالتحليل الإحصائي وكبر حجم العينات المختارة عن ما تم طرحه من خلال الدراسات العربية التي تميزت باعتمادها على الجانب النظري أكثر من الجانب الإحصائي وصغر حجم العينة، وتم التركيز من خلال محور هذه الدراسات على أهداف ومشكلة ومجتمع وعينة الدراسة وأهم الاختبارات الإحصائية المستخدمة ومن ثم أهم النتائج والتوصيات التي توصلت لها الدراسة.

### 1-2-1 الدراسات العربية:

اختبرت زيطارى عام (2004) ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية).

من خلال التعرف على بعض من خصائص أسواق المال العربية، من حيث الحجم وسلوك العائد ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة، وأهمية الاندماج معهما، ومن خلال الإجابة على ما هي خصائص الأسواق المالية العربية ؟ وما هو سلوك ومسار العائد ؟ وهل هناك تماثل مع الأسواق الناشئة والمتطورة من حيث الفعالية والتذبذب في أسعار الأسهم وخاصة الاندماج ؟ وباستخدام بعض من الاختبارات الإحصائية (CAPM test), (Johansen test) & (Correlation test), (Dickey Fuller test), (Granger Causality test) وتم تطبيق الدراسة على عينة من تسعة أسواق عربية مضافا لها أسواق (اليابان، بريطانيا، أمريكا، البرازيل، الهند، المكسيك)، والتي هي جزء من مجتمع الدراسة المتمثل في أسواق المال العربية والناشئة والمتطورة، وخلال الفترة من (1994 - 2000) وأهم النتائج التي توصلت لها الدراسة، الأسواق المالية العربية ليست فعالة خلافا لما عليه الأسواق الناشئة والمتطورة، وأكثر تذبذبا من المتطورة واقل من الناشئة، وغير مندمجة مع بعضها البعض أو مع الأسواق الناشئة والمتطورة، وأوصت الدراسة، توفير فرص استثمارية أكبر للمستثمر المحلي والأجنبي، وإيجاد محيط استثماري مثالي، واتباع

المعايير الدولية من حيث إصدار القوانين والإفصاح والمحاسبة، ونحتاج إلى زيادة الدراسات في هذا المجال.

حاول كهينة عام (2008 - 2009) التعرف على واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، من خلال تسليط الضوء على العولمة المالية والتطرق إلى واقع التكامل الاقتصادي العربي، والسبل المطلوبة ل حمايته من التقلبات والسياسات الخارجية، وأهمية ربط الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية، ومن خلال اختبار مجموعة من الأسئلة البحثية المختارة، ما هو المقصود بالعولمة المالية وتأثيراتها على واقع التكامل الاقتصادي العربي ؟ ما هو واقع أسواق المال العربية وآليات ومتطلبات الربط والتكامل بينها والجدوى الاقتصادية من هذه العملية ؟ اختبرت الدراسة الأسواق المالية العربية ضمن قاعدة صندوق النقد العربي كمجتمع للدراسة، والعينة المختارة كانت سوق الكويت المالي ومصر- والأردن والبحرين والسعودية، والسلسلة الزمنية المختارة (2000-2007)، و بالاعتماد على اختبار (Correlation Matrix)، واختبار السببية (Granger Causality test). استنتج الباحث ارتفاع درجة تركيز التداول، وتدني مستوى الإفصاح والشفافية وضعف الوعي الاستثماري ومحدودية الوسطاء وارتفاع القيم السوقية، وترك لنا الباحث مجموعة من التوصيات، التكيف مع الاندماج المالي العالمي وتطبيق سياسة واقعية لسعر الصرف وتنويع أدوات الاستثمار الحديثة ومراجعة التشريعات وتطوير دور صانعي الأسواق.

استعرض الزيود والهوري عام (2011) تحليل الارتباط الديناميكي الشرطي في الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بورصة عمان وبورصة السعودية خلال الفترة (1998-2009)، ومن خلال التعرف على طبيعية وخصائص بورصة عمان والسوق المالي السعودي، والعلاقة بين كل من سعر الصرف وسعر الفائدة وتأثيرهما على متوسط معدل العائد، وخصائص هذه الأسواق من حيث التماثل والتكامل بينهما، وتناولت الدراسة أهم السلبيات التي تواجه الأسواق المالية العربية، المتمثل في التذبذب بمعدلات الأسعار، وضعف التداول بسبب نقص السيولة، ومن خلال الإجابة على الأسئلة البحثية التالية، هل توجد علاقة بين أسعار الصرف وعوائد الأسهم ؟ هل توجد علاقة بين معدل أسعار الفائدة وعوائد الأسهم ؟ ما هي درجة العلاقة بين بورصة عمان والسوق المالي السعودي ؟ هل الروابط بين الأسواق المالية قوية ومفيدة لزيادة

التماثل والتكامل بينهما ؟ تم اختيار الأسواق المالية العربية الناشئة كمجتمع للدراسة والعينة المختارة بورصة عمان وسوق السعودية المالي، للفترة ما بين (1998-2009)، واختبرت فرضيات الدراسة من خلال بعض النماذج ( DCC test & GARCH test ). وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية، وجود علاقة سلبية بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم ووجود علاقة سلبية بين أسعار الصرف وعوائد الأسهم وهناك تكامل مشترك على المدى الطويل، وقدمت لنا الدراسة مجموعة من التوصيات، تعزيز العلاقة بين البورصتين من خلال تبادل المعلومات المهمة بالأخص الفنية منها ودعم التكامل بين البورصات من خلال الربط الثنائي والإقليمي، والاهتمام بالشفافية والإفصاح والتكيز على دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة بالآجل القصير من خلال بعض من اختبار السلاسل الزمنية.

اختر الحراشنة عام (2011) الارتباطات الديناميكية المشروطة بين الأسواق المالية الأردنية والسعودية والقطرية، تطرق الباحث الى طبيعة وخصائص والسمات المشتركة في بورصة عمان والسوق المالي السعودي وبورصة قطر والسوق المالي الكويتي، وعلاقة المؤشرات المالية بعوائد أسهم البورصات، والتعرف على طبيعة الارتباطات بين الأسواق المالية العربية، وحددت لنا الدراسة مجموعة من الأسئلة البحثية ليتم اختبارها بالأسلوب الاحصائي المناسب، ما هي درجة الارتباطات الديناميكية المشروطة بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من السعودية وقطر ودولة الكويت ؟ هل هناك تأثير لأسعار الصرف على عوائد الأسهم ؟ هل هناك تأثير لأسعار الفائدة على عوائد الأسهم ؟ ما هي نوع ودرجة العلاقة بين عوائد الأسهم ؟ تناولت الدراسة أسواق المال العربية كمجتمع للدراسة، وتمثلت العينة بأربعة أسواق عربية ناشئة، الأردن والسعودية وقطر والكويت، والسلسلة الزمنية المختارة ما بين (2000-2009)، استخدمت الدراسة نموذج (DCC) لمؤشر أسعار الأسهم الشهرية، وصف الباحث النتائج التي توصل لها، العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار الفائدة سلبية، والعلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار الصرف سلبية أيضاً، هناك بعض الروابط المالية التي تربط بين دول العينة المذكورة، وترك لنا الباحث بعض التوصيات، يجب تحقيق مستوى عالي من الشفافية والحصول على معلومات سريعة وصحيحة، جذب استثمارات محلية وأجنبية ودعم القطاعات المختلفة لدخول السوق المالي وإدخال أدوات مالية جديدة لأسواق المال العربية وتحديث وتطوير الآليات والأدوات الرقابية.

تناول بن الضب عام (2012) كفاءة الأسواق المالية وتكاملها من خلال تتبع مسار وسلوك الأسهم في الأسواق المالية العربية من حيث كفاءتها والتوزيع التي تمتاز به ودرجة ارتباطها وتكاملها، واختار الباحث مجموعة من الأسئلة البحثية لإثبات فروضه، ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية ؟ إلى أي مدى يمكن وصف سلوك الأسهم في الأسواق المالية قيد الدراسة بالعشوائي ؟ ما مدى ارتباط أسعار الأسهم في الأسواق المالية قيد الدراسة مع بعضهم البعض ؟ وهل تتميز عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية قيد الدراسة بالتوزيع الطبيعي ؟ وهل هناك درجة معين من التكامل بينهما ؟ جرت الدراسة على سوق عمان المالي والبورصة المصرية وبورصة الكويت وبورصة الدار البيضاء، السلسلة الزمنية المختارة كانت (2001 - 2009)، والاختبار الاحصائي الذي أخذ به الباحث تقنية السلاسل الزمنية وهو اختبار الاستقرارية (PPtest , ADFtest) واختبار التكامل المتزامن (Co-integrationtest) والسببية (Granger Causality test)، أما الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث، الأسواق العربية لا تتسم بالكفاءة المعلوماتية وترتبط أسعار الأسهم ارتباطاً طردياً وقوياً بين سوق مصر والكويت بينما يتميز الارتباط بشكل عام بالضعيف بين الإيجابي والسلبي، وتمتاز الأسهم بالتوزيع الطبيعي وتوجد علاقة سببية بين أسعار الأسهم والعوائد وإمكانية التكامل بين الأسواق المالية العربية، وأخذنا بما أوصى به الباحث، إنشاء سوق مالي عربي يتسم بالتكامل المالي.

تناول الأزهر عام (2012-2013) دور تفعيل تكامل البورصات في دعم التكامل الاقتصادي العربي، ومن خلال الدور الذي يلعبه تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، وإيجاد صيغ وأساليب يمكن أن تساعد في الربط بين البورصات العربية، أما الإشكالية التي ركز عليها الباحث، ما هي سبل تفعيل تكامل البورصات العربية وما أثرها على التكامل الاقتصادي ؟ ما هو واقع البورصات وما هي متطلبات تفعيل عملية التكامل بين البورصات العربية ؟ عينة الدراسة المختارة كانت جميع البورصات العربية في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وخلال الفترة ما بين (1980-2012)، والمنهج الذي أعتمد عليه الباحث لاختبار فروضه، كانت بعض النسبة المالية، ومن هذه النسبة القيمة السوقية ونشاط التداول وقيمة التداول وعدد الأسهم المتداولة، وقدم لنا الباحث مجموعة من النتائج، ضعف دور البورصات العربية من خلال الضعف بالسيولة وبحجم التداول وفقدان فرص التنوع أمام المستثمرين وارتفاع درجة تركيز التداولات وقصور في التشريعات الخاصة بالإفصاح القانوني وفي آليات الرقابة، أوصى

الباحث في دراسته استكمال الأطر القانونية والتشريعات للبورصات العربية وزيادة الوعي الاستثماري ودعم وجود مؤسسات عربية تتولى نشر- المعلومات والبيانات عن التداول داخل البورصات العربية إلى إضافة إلى تعريفها بفرص الاستثمار المتاحة، وضرورة تنشيط البورصات العربية لتحقيق التكامل فيما بينها وتفعيل شبكة المعلومات وتشجيع عمليات الإدراج المشترك بين البورصات العربية.

استخدم زهير ومحمد عام (2013) التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، من خلال التعرف على سلوك مؤشرات بورصات فرنسا والكويت والمغرب بالنسبة لمؤشر داو جونز، ومعرفة تأثير مؤشر داو جونز على مؤشر أسواق المال الأوروبية والعربية، ودرجة استجابة هذه الأسواق لهذا المؤشر العالمي من خلال استخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية، & (Estimated Error Correction Models) & (Johanse & Engel-Granger test) (determine the coefficient of adjustment) ومن خلال الإجابة على بعض التساؤلات البحثية، ما مدى استجابة مؤشرات الأسواق المالية في البورصات الأوروبية والعربية لمؤشر داو جونز؟ عينة الدراسة كانت بورصة وول ستريت وفرنسا والكويت والمغرب ومن خلال السلسلة الزمنية ما بين (2008 - 2010) والتي تضمنت فترة الأزمة المالية العالمية التي ضربت الكثير من هذه الأسواق المالية، والتأثير الذي ظهر من خلال هذا الاختبار هناك تماثل في سلوك كل من بورصة وول ستريت وفرنسا والمغرب في مرحلة الإبطاء 2008 ومرحلة العودة عام 2009، اما مؤشر بورصة الكويت فكان له نفس السلوك في مرحلة الإبطاء فقط في حين بقية مستقرا في المرحلة الثانية، وهناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات بورصات فرنسا والكويت والمغرب مع مؤشر داو جونز الصناعي، وسلوك المؤشرات لا تتأثر بالدرجة الأولى بمؤشر داو جونز، وكانت الاستجابة ضعيفة لمؤشر بورصة كل من الكويت والمغرب وخاصة ان الدراسة كانت في فترة الأزمة المالية العالمية.

أشار دادن وكروش عام (2015) الى محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة شمال أفريقيا (مصر، تونس، الجزائر، المغرب) وتعرفنا من خلال هذه الدراسة على تكامل أسواق المال في شمال أفريقيا واهم محددات هذا التكامل من خلال الإجابة على بعض الاسئلة، هل هنالك تكامل مالي بين أسواق دول شمال أفريقيا؟ وما هي العوامل المحدد له؟ وعينة الدراسة كانت الأسواق المالية لكل من مصر، تونس،

الجزائر، المغرب، السلسلة الزمنية المختارة (2008-2014) ، وباستخدام متوسطات العائد الشهرية، ولأثبت فروض البحث اختار الباحثان الاختبارات الاحصائية التالية AFD 1979 , Johansen PP 1988 , Granger Causality test , تقدمت لنا الدراسة أهم النتائج. لازالت البورصات في دول شمال أفريقيا منعزلة عن بعضها البعض أي لا يوجد ارتباط بينهما ولا يوجد تأثير لأحدهما على الآخر، أما بالنسبة للتحديات فكان التذبذب أهمها وانخفاض درجة انفتاحها على الخارج، وهذا يؤدي إلى عدم إقبال المستثمرين على هذه البورصات، أوصت الدراسة بضرورة مواكبة البورصات المتقدمة والاطلاع على أهم ما توصلت له، وتشجيع الاستثمار الأجنبي ووضع اتفاقيات اقتصادية ومالية كتلك الموجودة في بعض الأسواق المالية العالمية و تشجيع الاستثمار الموحد.

تعرفنا من خلال تلي وكروش وودادن عام (2016) على عوائد المحفظة الدولية تحت تأثير تكامل الأسواق المالية، حالة مجموعة من الأسواق المتطورة، وعلى اهم الفرص لتحقيق التكامل في بعض الأسواق المالية والتي هي مصنفة بالأسواق أكثر تطورا، وكيفية الحصول على العوائد المنشودة بالحد الأدنى من المخاطر، وعلى اهم الفرص المتوفرة للتنوع في هذه الأسواق، وتطبيق بعض الأساليب الاحصائية المناسبة لإثبات أهداف البحث، وطرح الباحثون موضوعهم على شكل أسئلة بحثية ليتم الإجابة عليها إحصائياً وتحقيق أهم أهداف الدراسة، هل يمكن أن يتحقق التكامل بين الأسواق المالية المتطورة ؟ وما مدى إمكانية الحصول على عوائد مالية متوقعة من التنوع الدولي وبالحد الأدنى من المخاطر؟ تم اختيار ستة أسواق مالية متطورة لتمثل عينة نموذجية وهي فرنسا و اليابان وهونغ كونغ وكندا وإيطاليا والولايات المتحدة الأمريكية، والسلسلة الزمنية التي اعتمدت من قبل الباحثين كانت من (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 الأوروبية متكاملة في

المدى الطويل والقصير، وكذلك الأسواق المالية الآسيوية متكاملة، أما الأسواق الأمريكية فلم تحقق التكامل المالي فيما بينها، أما أسواق العينة بالشكل الكامل فكانت متكامل بالمدى الطويل والقصير، أما العوائد والأرباح المتحقق كانت بالشكل المتوقع والمطلوب من التنوع ولكن تختلف من سوق إلى سوق نتيجة اختلاف الارتباط بين هذه الأسواق.

استعرض المطير عام (2016) اتجاهات التكامل بين مؤشر سوق الأسهم السعودية ومؤشر الداو جونز الأمريكي، ووصف لنا الباحث طبيعة العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم السعودية ومؤشر الداو جونز قبل وبعد اندلاع الأزمة المالية العالمية، ومقارنة العلاقة قبل الأزمة وبعدها، وما هي نوع هذه العلاقة وهل تغيرت هذه العلاقة قبل وبعده الأزمة، وللتعرف على العلاقة بين المؤشرين لابد من اختبار الإشكاليات التالية، هل توجد علاقة تكامل مشترك بين مؤشر سوق الأسهم السعودية ومؤشر الداو جونز الأمريكي؟ وما هي نوع العلاقة؟ وهل تغيرت هذه العلاقة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية؟ خصص الباحث سوق الأسهم السعودية ومؤشر الداو جونز الأمريكي كعينة لدراسة، واختبرت البيانات من خلال السلسلة الزمنية الممتدة ما بين (1999-2014) وقسمت فترة الدراسة لتكون بالشكل التالي قبل الأزمة المالية وبعدها، والمنهجية التي استخدمت في هذه الدراسة (Johansen-test) لاختبار التكامل المشترك (Granger Causality test) لاختبار السببية، ونموذج (VECM test) لتصحيح الخطأ، وتم التعرف على مجموعة من النتائج، أن التكامل بين السوقين المذكورين لم يحدث إلا بعد الأزمة المالية العالمية، حيث أصبحت هناك علاقة طويلة الأجل بين السوقين وهذا يعني تحرك السوقين بنفس الاتجاه، وبما أن هذا الارتباط حدث بعد الأزمة هذا يعني أن السوق الأمريكي بديلاً جيداً للسوق السعودي قبل الأزمة المالية العالمية لانعدام التكامل بينهما والذي أصبح متكامل بعد الأزمة المالية، حيث أصبح المؤشرين يسيران في نفس الاتجاه بعد الأزمة المالية العالمية، ولوحظ أن المؤشر الأمريكي يؤثر طردياً في سلوك المؤشر السعودي خلال وبعد الأزمة وبالتالي انعدام منافع التنوع، ومن خلال اختبار السببية لوحظ أن أي صدمة تحدث بالسوق الأمريكي تمتد إلى السوق السعودي.

تناول الشريفي وهاجر عام (2016) تكامل البورصات المغربية بين الواقع وآفاق التطبيق، وركز الدراسة على معرفة تأثير تكامل البورصات المغربية على النمو الاقتصادي، والتطرق إلى واقع البورصات المغربية، ودور المؤسسات المالية في دعم التكامل بين البورصات المغربية، وكيفية دعم هذا التكامل

ومعرفة آراء المتعاملين بالبورصة المغربية في إمكانية توحيد عمل البورصات المغربية، أما الإشكالية التي حددتها الدراسة فترجمة بالشكل التالي، هل تستطيع البورصات المغربية إنشاء سوق مالي موحد ؟ هل واقع هذه البورصات يسمح بالتكامل في ضوء الوضع الاستثماري الحالي وواقع عمل هذه البورصات ؟ هل التكامل المنشودة له إيجابيات على أداء هذه البورصات ؟ حدد الباحثون مجتمع الدراسة الأسواق المالية لدول المغرب و الجزائر وتونس، وكانت العينة المناسبة لهم 70 شركة مدرجة في البورصات المغربية الثلاثة، والمنهج الإحصائي الذي وجده الباحثون مناسباً لهذه الدراسة هو الحصول على معلومات وبيانات الدراسة من خلال بناء أسطوانة مناسبة وشاملة لموضوع الدراسة واستخدام بعض المتوسطات مثل، المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، واستخدام لدرجة ثبات قياس الاستبانة نموذج ( Chronbach's Alpha ) واخذ الباحثون مقياس ليكارت الخماسي فيما يتعلق بإجابة أفراد العينة، قدمت الدراسة مجموعة من النتائج المهمة التي توصلت لها، أن عملية التكامل بين البورصات المغربية يزيد من حرية حركة رؤوس الأموال المطلوبة للاستثمارات المطلوبة، وتتشرك 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 أفضل للمستثمرين في بناء محفظة مثالية، التوصيات التي توصلت لها الدراسة ضرورة ان يقتنع أصحاب القرار المالي بأهمية هذا التكامل وهذا العمل لصالح الجميع، النظر لبعض التجارب المماثلة لكي نكتسب الخبرة ونأخذ الدروس والعبر منها وإقامة بورصة موحدة تكون المغرب مقراً لها.

## 1-2-2 الدراسات الأجنبية

تناول Dasgupta عام (2016) (Integration and Dynamic Linkages in International

Stock Market in Light of the Recent US Financial Crisis an – Introspect)

أهمية ودرجة الترابط والتكامل المالي في أسواق الأسهم العالمية في ظل الأزمة المالية الأمريكية، وفي وجود العديد من الاتفاقيات التجارية والاقتصادية العالمية، والتعرف على الأكثر الفرص الاستثمارية جاذبية، وحاولت الدراسة الإجابة على أهم الأسئلة التي ركز عليها الباحث وهي، ما هي درجة الترابط والتكامل بين أسواق الأسهم العالمية ؟ هل مؤشر أسعار الأسهم يعتبر هو النموذج الأمثل لاختبار تحقيق الترابط والتكامل بين الأسواق المالية ؟ هل يعتبر الموقع الجغرافي والإقليمي شرطاً أساسياً لأي عملية ارتباط

وتكامل بين الأسواق المالية ؟ ما هي أكثر الفرص جاذبية في تنويع المحافظ الاستثمارية أمام المستثمرين الدوليين ؟ اختارت الدراسة مجموعة من الأسواق المالية العالمية كمجتمع للدراسة وقد تم تقسيمها وفقا لبعض الروابط التجارية والاقتصادية الإقليمية والعالمية<sup>1</sup> BRIC<sup>2</sup>، SAARC<sup>2</sup>، ASEAN<sup>3</sup>، EU<sup>4</sup>، NAFTA<sup>5</sup>، LAFTA<sup>6</sup>، MENA<sup>7</sup> الفترة الزمنية للدراسة كانت ما بين (2005-2012)، والأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار الفرضيات (Correlation test)، (Granger- ADF & PP test)، (Johansen, Cointegration technique Juseliuss test)

وقدم لنا الباحث أهم ما توصلت له الدراسة، توجد علاقة ترابط وتكامل بين الأسواق المالية على المدى القصير، وتوجد علاقة ارتباط وتكامل في فترات مختلفة، وأسواق الاتحاد الأوربي ورابطة نافتا تظهر بينهما علاقة ارتباط قوية هذا يعني فرص التنويع بينهما ضئيلة، وتوجد فرص تنويع بين رابطة SAARC & MENA للمستثمرين الدوليين في فترات مختلفة قبل وبعد الأزمة المالية، وجود علاقة احادية الاتجاه وليس ثنائية الاتجاه للفترة الشاملة بين السوق الهندي والبنغلادش، وبين السوق الماليزي والفلبين، وبين السوق المصري والإيراني، وأسواق الشرق الأوسط أكثر ارتباطاً، وتوجد علاقة على المدى الطويل بين الأسواق خلال الفترة الشاملة، وانعدام فرص التنويع على أساس إقليمي أو على أساس الوضع الاقتصادي، وأسواق BRIC & LAFTA هي أكثر ملائمة للمستثمرين الدوليين وخاصة خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية، هناك مشكلة باعتماد أسعار الأسهم في مثل هذه الدراسات بسبب تغير الأسعار لعدة أسباب لا علاقة لها بالاندماج والتكامل ومنها أسباب خارجية أو التغير في سياسات الاقتصاد الكلي أو تأثرها بتقلبات العملة ومخاطر السيولة، يعني انعكاس حركة سعرية ليس لها علاقة بعملية التكامل،

---

1 مجموعة البرازيل، روسيا، الهند، الصين.

2 رابطة دول جنوب آسيا للتعاون الإقليمي الهند، باكستان، بنغلادش، سريلانكا.

3 رابطة دول جنوب شرق آسيا الفلبين، اندونيسيا، ماليزيا، سنغافورا.

4 دول الاتحاد الاوربي فرنسا، بريطانيا، اسبانيا، المانيا.

5 دول مجموعة رابطة نافتا امريكا، كندا، المكسيك.

6 رابطة دول اتقاق امريكا اللاتينية للتجارة الحرة البرازيل، الارجننتين، بيرو، شيلي.

7 رابطة دول جنوب الشرق الاوسط وشمال افريقيا مصر، ايران، الامارات، السعودية.

أوصى الباحث بما يلي أخذ القيود التي ذكرت بالتغير السعري بنظر الاعتبار وتطبيق أساليب قياسية متقدمة أكثر، وإدراج تحليل الاقتصاد الكلي في كل أنواع البحوث ليكون أكثر دقة ومصداقية.

## Boamah عام (2016) Regional and global market integration of African financial markets

من خلال هذه الورقة البحثية تكامل الأسواق المالية الإفريقية إقليماً وعالمياً، ودرجة تأثيرها بالأزمة المالية العالمية، وأهمية تنويع المحفظة الاستثمارية إقليماً وعالمياً، وتناول الباحث عدة أسئلة بحثية لتحقيق أهدافه، هل هناك تكامل بين الأسواق المالية الإفريقية إقليماً وعالمياً وأيهما أفضل لها؟ ما هي درجة تأثير الأزمات المالية العالمية على الأسواق الإفريقية باعتبارها أسواقاً ناشئة؟ ما هي التغيرات التي تطرأ على معدل العائد في ضوء العلاقات الإقليمية والعالمية؟ ما هي المكاسب التي يحصل عليها المستثمر من عملية تنويع المحفظة الاستثمارية إقليماً وعالمياً؟ وقع اختيار الباحث على مجموعة من الدول الإفريقية بوتسوانا وساحل العاج ومصر- وغينيا وكينيا، وموريشيوس والمغرب ونيجريا وجنوب إفريقيا وتونس وزامبيا كعينة لدراسته، تم اختبار البيانات الشهرية للسلسلة الزمنية (1997-2015) تخللت هذه الفترة الأزمة العالمية لقطاع الرهون العقارية، حاول الباحث إثبات فروضه البحثية من خلال بعض الاختبارات الإحصائية ومنها (Mean, Standard deviation, absolute correlations, Qunadt test) (1960) ، وصفت الورقة البحثية أهم ما توصلت له الاختبارات الإحصائية، أن درجة اندماج الأسواق الإفريقية بالأسواق العالمية يفوق الاندماج الإقليمي، والتأثيرات السلبية لازمة المالية العالمية على الأسواق الإفريقية دفعت هذه الأسواق إلى زيادة الرغبة بتسريع عملية التكامل عالمياً، والأسواق الإفريقية أكثر عرضة للأزمات الخارجية، وتنوع المحفظة الاستثمارية إقليماً يحقق مكاسب كبير بالنسبة للمستثمر المحلي والأجنبي لضعف الارتباط إقليماً، وترك لنا الباحث بعض التوصيات، ضرورة التركيز على البيئة المحلية والعالمية لتحقيق أهداف التكامل لمواجهة العولمة المالية، والاهتمام بسياسات الاستقرار المالي وتسهيل عملية الاندماج لجني فائدة أكبر، وإدراج الأصول المالية الإفريقية بالأسواق المالية الخارجية.

قدمة لنا كل من Olbrys & Majewska عام (2015) (Testing Integration effects Between the CEE and US stock Markets during the 2007–2009 global financial Crisis).

تأثير التكامل المالي بين بعض أسواق الأسهم في الدول الأوروبية الناشئة (دول أوروبا 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، استعرض الباحثان ما يرمون إثباته من خلال مجموعة من الأسئلة البحثية، هل تحقيق التكامل المالي بين أسواق الأسهم لدول شرق وجنوب أوروبا وأمريكا ممكنا خلال فترة أزمة الرهون الأمريكية؟ ما هي التغيرات التي تحدث في هذه الأسواق بسبب هذا النوع من التكامل في الظروف الاستثنائية؟ هل كان اتخاذ قرار التكامل صائبا؟ واختارت الدراسة المجتمع والعينة من وسط وشرق أوروبا باعتبارها أسواقا ناشئة، (بولندا وجمهورية التشيك وهنغاريا وسلوفاكيا وليتوانيا ولاتفيا وسلوفينيا واستونيا) والسوق الأمريكي من الأسواق المتقدمة، السلسلة الزمنية المختارة كانت على النحو التالي (2004-2014)، والاختبارات الإحصائية التي استخدمت لأثبت فروض البحث،

(correlation matrices) (Integration 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، كما طلب الباحثان إجراء عدة دراسات باستخدام أساليب إحصائية وقياسية مختلفة.

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

أهمية تقييم الترابط الديناميكي والتكامل المالي الفعلي لأنشاء سوق مالي متكامل في أمريكا اللاتينية، وأهم التغيرات التي تصاحب عملية التكامل المالي، وفرص تنوع المحافظ الاستثمارية التي تصاحب عملية الارتباط والتكامل المالي، والدور الذي يلعبه هذا الارتباط في مواجهة تحديات الأزمات

المالية العالمية، واختارت الدراسة مجموعة من الأسئلة البحثية، ما تأثيرات الترابط الديناميكي المشروط والتكامل على عوائد الأسهم ؟ ما هي فرص تنويع الاستثمار في المحافظ بين هذه الأسواق ؟ تم اختيار ثلاثة أسواق مالية من أمريكا اللاتينية وهي شيلي وكولومبيا والبيرو، ومقارنتها بالأسواق الأمريكية واختيار السلسلة الزمنية ما بين (2001- 2013) التي تضمنت فترة الأزمة المالية العالمية، وقع اختيار الدراسة على نموذج Engle & (Correlation coeficients) (GARCH model) & (DCC test) (2002) ، 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 التنوع .

استعرض Lehkonen عام (2015) (Stock Market Integration and the Global Financial Crisis)

تكامل أسواق الأسهم في مختلف دول العالم وخلال فترات الأزمات المالية العالمية، والتغيرات التي تجتاح هذه الأسواق من خلال عملية التكامل، وأيهما كان تأثيره على آخر أكبر، وتوضيح أهم محددات التكامل بين أسواق الأسهم، أختار الباحث مجموعة محددة من الأسئلة وحاول الإجابة عليها من خلال الأساليب الإحصائية المستخدمة في اختبار التكامل، ما هي العلاقة بين الأزمة المالية العالمية الأخيرة والتكامل المالي في السوق العالمي ؟ هل تكامل أسواق المال ساعد في انتشار الأزمة المالية العالمية ؟ هل عانت الأسواق المالية المتكاملة من الأزمة المالية العالمية بشكل واضح وكبير؟ هل هناك محددات لتكامل الأسواق المالية ؟ اختار الباحث عينة كبيرة الحجم ومختلفة الأسواق المالية العالمية والتي تختلف في مستويات النمو الاقتصادي والمالي، فشكلت العينة من 23 سوقا متقدما و60 سوقا نامية، والسلسلة الزمنية ممتدة من (1987-2011)، والأسلوب الإحصائي المستخدم في هذه الدراسة، نموذج (covariance matrix) & (Pukthuanthong and Roll 2009) ، وخلصت الدراسة الى النتائج التالية، لا يمكن الوصول إلى نتائج دقيقة خلال الأزمات المالية العالمية، وانخفاض في مستوى ودرجة والتكامل خلال فترة

الأزمات، والتأثيرات تختلف بين الأسواق الناشئة والمتقدمة، والتكامل أدى إلى انتشار واتساع الأزمة ولكن ليس بتعميقها، ولا يوجد دليل على ان التكامل استمر اثناء الأزمة المالية، وارتفاع مستوى التكامل المالي في العقود الماضية نتيجة التحرر المالي، وينخفض مستوى ودرجة التكامل عندما يكون هناك عدم استقرار مالي.

قارن الباحث Karel خلال عام (2013) (Interdependence of International Stock Markets, European Government Bond Market and Gold Market)

بين ثلاث أسواق هي سوق الأسهم وسوق السندات الحكومية الاوربية وسوق الذهب، وكان اختيار الباحث للمشكلة التي وضحت بشكل كامل حقيقة هذه المقارنة بالشكل التالي، هل توجد علاقة بين متوسط العائد والتقلبات التي تحدث بالبورصات العالمية وأسواق الأسهم العالمية و السندات الحكومية الأوروبية والذهب ؟ هل توجد علاقة بين معدلات التضخم في الأسواق المالية خلال فترة الأزمات ؟ هل فوائد التنوع مهمة ومتوفرة للمستثمرين الدوليين بالرغم من التكامل الاقتصادي والمالي المتسارع ؟ هل علاقة الارتباط بين الأصول المالية وأسواق السندات وأسواق الأسهم متفاوتة على مر الزمن ؟ هل أسواق السندات أو أسواق الذهب تعكس أصول الملاذ الآمن خلال فترة الأزمات ؟ كان اختيار الباحث لمجتمع الدراسة بشكل موسع، الأسواق المالية للولايات المتحدة وأسواق أوروبا وسوق اليابان والأسواق الناشئة وسوق السندات الحكومية الأوروبية وسوق الذهب، السلسلة الزمنية التي أجريت عليه الاختبارات كانت ما بين (2000-2013)، والأساليب الإحصائية التي استخدمت من قبل الباحث كانت بالشكل التالي ( VAR model )، (GARCH, Granger causality test) وخلال دراستنا للبحث شاهدنا عدة نتائج ظهرت بشكل واضح وهي: العلاقات المتبادلة بين الولايات المتحدة وأوروبا والأسواق الناشئة EM كانت عالية نسبياً، وأظهرت اليابان ارتباطات معتدلة مع الولايات المتحدة وأوروبا، وأظهرت أسواق السندات وأسواق الذهب ارتباطات منخفضة مع أسواق الأسهم، وكانت أسواق الذهب والسندات الملاذ الآمن في الولايات المتحدة، والارتباط بين الأصول المالية وأسواق السندات وأسواق الأسهم متفاوتة على مر الوقت، وتأثير متوسط العائد بين الأسواق ونفوذ الولايات المتحدة بارزة، وأسواق السندات والذهب كانت أكثر الأسواق منفصلة، والتأثير الغير مباشرة لمتوسط العائد كانت محدودة بين الأسواق الناشئة والأسواق الأخرى، وكانت الولايات المتحدة المحرك الرئيسي— لتقلبات الغير مباشرة في حين كانت أوروبا عرضة لنقل المخاطر من جميع الأسواق الأخرى.

تعرفنا من خلال الباحثان Katinic & Petersson عام (2012) (Financial Integration in Europe)

على التكامل بين أسواق المال الأوروبية، وقدم الباحثان مشكلة الدراسة من خلال مجموعة من الأسئلة التي بنيت على أساسها الفروض البحثية وهي كالتالي، هل أسواق الأسهم المختارة مربحة على المدى الطويل؟ إلى أي مدى زيادة التعاون المالي الأوربي يؤثر في فرص التكامل المالي بين أسواق الأسهم؟ ماذا تعني ضمنا آثار زيادة درجة التكامل المالي؟ الأسواق المالية الأوروبية كانت هي مجتمع الدراسة والعينة المختارة هي ستة دول أوروبية، فترة الدراسة (1989-2011)، والتحليل الإحصائي الذي فضله الباحثون تحليل التكامل على المدى الطويل والقصير باستخدام تحليل التكامل المشترك (Johansen test) واختبار السببية

(Granger Causality test)، قدمت الدراسة بعض النتائج وجود تكامل مشترك بين سوق الأسهم البلجيكية والنرويجية والسويسرية والبريطانية، ومن الصعب تحديد إلى أي مدى زيادة التعاون المالي الأوربي قد اثر في درجة التكامل بين أسواق الأوراق المالية، واختبار عدم الاستقرارية يشير إلى ان مجموعة المتغيرات المؤسسية قد ساهمت في التكامل المالي المتزايد، وربما كان الاتحاد الأوربي واليورو قد أثروا على عملية الاندماج، لكن هذه الدراسة تجد ان هذا ليس هو التفسير الوحيد المرجح لعملية التكامل الشامل، وفضل ما يفسر تعزيز التكامل ان أسواق الأسهم الموحدة يمكن ان تعتبر سوق إقليمي مشترك، وهذا سوف يتطلب بصورة خاصة إدارة المخاطر وإدارة أحداث الاقتصاد الكلي بسبب عدم قدرتهم على التأثير في الأسواق المحلية في جميع أنحاء أوروبا.

تميز الباحثون Tana , Cheah , Johnson , Sung , Chuah عام (2012) (Stock market capitalization and financial integration in the Asia Pacific region)

بأنهم أول من استخدم القيمة السوقية للسهم لقياس درجة التكامل بين أسواق آسيا والمحيط الهادي، وسبقهم عدة بحوث ولكنها كانت تستخدم القيمة السوقية لمعرفة نشاط السوق ومستوى النمو الاقتصادي والتنبؤ بالقيمة المستقبلية للسوق وتقييم السوق بشكل عام، وكذلك ركزت الدراسة على أهمية التكامل بين أسواق هذه الرقعة الجغرافية باعتباره الوقاية من أي أزمة مالية محتملة قد تعصف في بلدان

المنطقة، وإتاحة الفرص الاستثمارية المتنوعة أمام المستثمرين لتخفيض المخاطر المحتملة ، وقدمت الدراسة إمكانية إيجاد السوق القائد في هذا النوع من التكامل الجغرافي ليعمل على تنسيق المواقف بين هذه الأسواق ويكون المنصة الحقيقية والناجحة لعملية التكامل ويكون مركزا لمراجعة السياسات المالية المتبعة في هذه الأسواق، قدمت الدراسة عدة أسئلة بحثية ليتم التحقق من الفروض ومن خلال بعض الاختبارات الإحصائية ، ما مدى دقة استخدام القيمة السوقية لاختبار تكامل أسواق المال في آسيا والمحيط الهادي ؟ هل ممكن تحديد بدقة أن تكون هناك سوقا لها جاذبية قيادية في قيادة التكامل المالي المنشود ؟ أختار الباحثون أسواقا في رقعة جغرافية تتشابه في كثير من الظروف وهي (الصين واندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وتايوان وتايلند ويرمز لها (EMB)، (اليابان وهونغ كونغ وأستراليا وسنغافورا ونيوزلندا يرمز لها (AMB) ، وتم استخدام البيانات الأسبوعية لتوحيد التداولات وضمان عدم التحيز للفترة (2003-2007)، واعتمدت الدراسة على عدة اختبارات إحصائية وهي (ADF & PP test)

(Engle Granger 1987) (Granger Causality test) & (Johansen 1988 test)، أما أهم النتائج التي توصلت لها الدراسة كانت أكبر ثلاثة دول من حيث القيمة السوقية هي اليابان وهونج كونج وأستراليا، وإمكانية تحقيق التكامل على المدى الطويل، وأن كبر حجم سوق الأسهم هو الذي يحدد السوق الرائدة في هذه المجموعة ويعطيه زمام قيادة الأسواق المالية في عملية الترابط والتكامل المالي، في هذه الدراسة كان سوق هونغ كونغ هو السوق الرائد وله جاذبية أكثر.

قدم الباحث Al-Zeaud عام (2010) (The Euro and European Financial Market Intergration The Case France and Germane)

العلاقة بين أسواق الأسهم الألمانية والفرنسية في ظل إصدار العملة الأوروبية الموحدة اليورو، والتأثيرات التي برزت في مستوى العلاقة ودرجة التكامل، ومستوى الكفاءة وإدارة الأصول وإدارة المخاطر وتسعير الأصول دوليا وتنوعها ، وقدمت الدراسة مجموعة من الأسئلة البحثية لاختبارها، ما هو مستوى درجة التكامل بين أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية ؟ هل تأثرت علاقة التكامل بعد توحيد العملة الأوروبية ؟ وعينة الدراسة المختارة كانت أسواق الأسهم في فرنسا وألمانيا، واختار الباحث السلسلة الزمنية والبيانات اليومية ما بين (1990-2008)، واعتمدت الدراسة على اختبار (DCC test)، (EGARCH test) ، (VAR model) في اختبار الفرضيات لكبر حجم العينة المختارة وللحصول على نتائج أكثر دقة،

واستعرض الباحث أهم النتائج التي توصل لها، ان العملة الأوروبية زادت من درجة ارتباط الأسواق الفرنسية والألمانية بشكل كبير، والارتباط المشروط بين السوقين ازداد بشكل كبير بسبب توحيد سعر الصرف بإصدار العملة الموحدة، وازداد أيضاً مستوى التكامل بين أسواق المال في بداية تبني توحيد العملة الأوروبية في عام 1998، وارتفع مستوى التكامل الاقتصادي والنقدي بين دول الاتحاد الأوروبي.

### 3-1 المبحث الثالث أهم ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة :

الدراسات السابقة	أهم ما تتحدث عنه الدراسات السابقة	ما يميز الدراسة الحالية
زيطاري فترة الدراسة كانت ما بين (1994-2000)، عينة الدراسة : تسعة أسواق عربية إضافة إلى اليابان وبريطانيا وأمريكا والبرازيل والهند والمكسيك	*اختبرت الدراسة بعض خصائص أسواق المال العربية من حيث الحجم وسلوك العائد ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة وأهمية الاندماج معهما  *لا توجد امكانية اندماج	*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة  *اختلفنا مع زيطاري في وجود تكامل مالي

<p>*اختلفنا مع كهيئة في فترة والعينة الدراسة</p> <p>*اختلفنا مع كهيئة في وجود تكامل مالي</p>	<p>*تتحدث الدراسة على العولمة والتطرق الى واقع التكامل الاقتصادي العربي وحمائته من التقلبات الخارجية واهمية ربط الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية</p> <p>*لم تتوصل الدراسة الى امكانية ربط الأسواق المالية العربية</p>	<p>كهيئة : فترة الدراسة كانت ما بين (2007-2000) ، عينة الدراسة : بورصة الكويت ومصر – وعمان والبحرين والسعودية</p>
<p>*اختلفنا مع الزيود والهوري في فترة وعينة الدراسة * تشابهنا بوجود تكامل مالي على المدى الطويل</p>	<p>*استعرضت الدراسة طبيعة وخصائص بورصة عمان والسعودية والعلاقة بين كل من سعر الصرف والفائدة وتأثيرهما على متوسط معدل العائد</p> <p>*امكانية التكامل المالي على المدى الطويل</p>	<p>الزيود والهوري : فترة الدراسة كانت ما بين (2009-1998) عينة الدراسة: بورصة عمان والسعودية</p>

<p>*اختلفنا مع الحراشة في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*اختلفنا مع الحراشة في وجود تكامل مالي</p>	<p>*تناولت الدراسة طبيعة وخصائص والسّمات المشتركة بين بورصة عمان والسعودية وقطر والكويت، والعلاقة بين كل من سعر الصرف وسعر الفائدة وتأثيرها على عوائد الأسهم، وتناولت امكانية الربط بين البورصات</p> <p>* امكانية الربط بين البورصات</p>	<p>الحراشة : فترة الدراسة كانت ما بين ( 2009-2000 )</p> <p>عينة الدراسة : بورصة عمان والسعودية وقطر والكويت</p>
<p>*اختلفنا مع بن الضب في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*اتفقنا في وجود تكامل مالي بين الأسواق المالية العربية</p>	<p>*وصفت الدراسة مسار وسلوك الأسهم في الأسواق المالية العربية من حيث كفاءتها وتوزيعها ودرجة ارتباطها وتكاملها</p> <p>امكانية التكامل المالي*</p>	<p>بن الضب : فترة الدراسة كانت ما بين ( 2009 - 2001 )</p> <p>عينة الدراسة : بورصة عمان والكويت ومصر والدار البيضاء</p>
<p>*اختلفنا مع الأزهر في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا بعدم وجود فرص للتنوع</p>	<p>*تناول الباحث دور تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي من خلال ايجاد صيغ في ربط البورصات العربية</p> <p>*لا توجد فرص تنوع</p>	<p>الأزهر: فترة الدراسة كانت ما بين( 2012-1980 )</p> <p>عينة الدراسة : جميع البورصات العربية</p>

<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل مالي</p>	<p>*اختلفت الدراسة سلوك مؤشرات بورصات فرنسا والكويت والمغرب بالنسبة للمؤشر داو جونز</p> <p>*امكانية التكامل المالي</p>	<p>زهير ومحمد: فترة الدراسة كانت ما بين ( 2008- 2010 )</p> <p>عينة الدراسة : بورصة وول ستريت وفرنسا والكويت والمغرب</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*اختلفنا مع دادن وكروش في وجود تكامل مالي وارتباط واختلفنا بعدم وجود تنوع</p>	<p>*اختلفت الدراسة تكامل أسواق المال لدول شمال أفريقيا واهم المحددات لهذا التكامل</p> <p>*لا يوجد ارتباط بين الاسواق المالية، توجد فرص تنوع</p>	<p>دادن وكروش : فترة الدراسة كانت ما بين ( 2008- 2014 )</p> <p>عينة الدراسة: بورصة مصر- وتونس والجزائر والمغرب</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل على المدى الطويل</p> <p>* واختلفنا بعدم وجود تكامل مالي على المدى القصير</p>	<p>*تناولت الدراسة فرص تحقيق التكامل في بعض الأسواق المالية والتي هي مصنفة بالأسواق أكثر تطورا،</p> <p>*امكانية تكامل مالي على المدى الطويل والقصير</p>	<p>كروش وتلي و دادن : فترة الدراسة كانت ما بين ( 1989-2014 )</p> <p>عينة الدراسة : بورصة فرنسا واليابان وهونغ كونغ وكندا وايطاليا والولايات المتحدة الامريكية</p>

<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل على المدى الطويل ولا توجد فرص تنويع</p>	<p>*هدفت الدراسة التعرف على طبيعة العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم السعودية ومؤشر داو جونز قبل وبعد اندلاع الازمة المالية العالمية</p> <p>*امكانية التكامل المالي على المدى الطويل ولا توجد فرص تنويع</p>	<p>المطير : فترة الدراسة كانت ما بين (1999- 2014 )</p> <p>عينة الدراسة : بورصة السعودية وداو جونز</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل المالي</p>	<p>*تناولت الدراسة تأثير تكامل البورصات المغربية</p> <p>*امكانية تحقيق تكامل مالي</p>	<p>الشريف : لم تحدد فترة الدراسة</p> <p>عينة الدراسة : بورصة المغرب والجزائر وتونس</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل على المدى الطويل واختلفنا بعدم وجود تكامل على المدى القصير</p>	<p>*اختلفت الدراسة أهمية ودرجة الارتباط والتكامل المالي في أسواق مالية مختلفة في العالم في ظل بعض من الاتفاقيات التجارية الاقليمية</p> <p>*امكانية التكامل على المدى القصير والطويل</p>	<p>Dasgupta : فترة الدراسة كانت ما بين ( 2005-2012 )</p> <p>عينة الدراسة : الأسواق المالي المتوزعة على مجموعة من الروابط التجارية</p>

<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل مالي واختلفنا بعدم وجود فرص تنوع</p>	<p>*اختبرت الدراسة تكامل واندماج الأسواق المالية الافريقية إقليمي وعالميا</p> <p>*امكانية التكامل المالي والتنوع</p>	<p>Boamah : فترة الدراسة كانت ما بين ( 1997- 2015 )</p> <p>عينة الدراسة: كانت مجموعة من الأسواق المالية الافريقية</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*اختلفنا في وجود تكامل مالي</p>	<p>*تناولت الدراسة امكانية تحقيق التكامل المالي بين بعض الأسواق الأوربية الناشئة والسوق الأمريكي خلال أزمة الرهون الأمريكية</p> <p>*لم نؤكد وجود تكامل من عدمه</p>	<p>Olbrys &amp; Majewska : فترة الدراسة كانت ما بين (2004- 2014)</p> <p>عينة الدراسة أسواق المال لشرق وجنوب أوروبا وامريكا</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*اختلفنا مع الدراسة بعدم وجود فرص تنوع</p>	<p>*هدفت الدراسة تقييم الترابط الديناميكي المشروط والتكامل المالي الفعلي بين ثلاث أسواق مالية في أمريكا اللاتينية</p> <p>*امكانية التنوع الاستثماري</p>	<p>Melladoa &amp; Escobarib</p> <p>فترة الدراسة كانت ما بين 2001- (2013)</p> <p>عينة الدراسة : الأسواق المالية لكل من شيلى وكولومبيا والبيرو وامريكا</p>

<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>* اختلفنا في وجود تكامل المالي</p>	<p>*اختبرت هذه الدراسة تكامل الأسواق المالية في مختلف دول العالم وخلال فترة الازمات المالية العالمية</p> <p>*لا يوجد دليل على التكامل المالي</p>	<p>Lehkonen : فترة الدراسة كانت ما بين ( 2011 -1987 )</p> <p>عينة الدراسة : أسواق مالية من مختلف دول العالم</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*امكانية التكامل المالي</p>	<p>*اختبر الباحث العلاقة بين أسواق الاسهم وسوق السندات الحكومية الاوربية وسوق الذهب</p> <p>*يوجد ارتباط على فترات مختلفة</p>	<p>Karel فترة الدراسة ( -2000 2013 )</p> <p>عينة الدراسة : أسواق أوروبا وآسيا وأمريكا</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل مالي</p>	<p>*تناول الدراسة تحليل التكامل بين أسواق المال الأوروبية والتعرف على درجة التكامل في أوروبا</p> <p>* يوجد تكامل مالي بين الأسواق المالية</p>	<p>Katinic &amp; Petersson فترة الدراسة ( 2011 -1989 )</p> <p>عينة الدراسة : بعض أسواق المال في أوروبا</p>

<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل على المدى الطويل</p>	<p>*قدمت لنا الدراسة بان الباحثون أول من استخدم القيمة السوقية للسهم لقياس درجة التكامل المالي بين أسواق آسيا والمحيط الهادي</p> <p>*امكانية التكامل المالي على المدى الطويل</p>	<p>Tana&amp; Cheah &amp; .Johnson &amp; Sung &amp; Chuah</p> <p>فترة الدراسة (فترة الدراسة (2003-2007)</p> <p>عينة الدراسة : بعض من أسواق المال في آسيا وأستراليا ونيوزلندا</p>
<p>*اختلفنا في فترة وعينة الدراسة</p> <p>*تشابهنا في وجود تكامل مالي</p>	<p>*تناولت الدراسة العلاقة بين أسواق الاسهم الالمانية والفرنسية في ظل إصدار العملة الأوربية الموحدة اليورو والتأثيرات التي برزت</p> <p>*امكانية التكامل المالي ويوجد ارتباط قوي بين الأسواق المالية</p>	<p>AL-Zeaud فترة الدراسة (1990 - 2008 )</p> <p>عينة الدراسة: أسواق المال لكل من ألمانيا وفرنسا</p>

## الفصل الثاني

### الأسواق المالية

#### 1-2 المبحث الأول: ، مفهوم ووظائف السوق المالي

##### 1-1-2 مفهوم السوق المالي

تتناول الدراسة الكثير من أساسيات الأسواق المالية ومنها مفهوم السوق، وهناك عدة تعابير لمفهوم السوق المالي ولكنها تعطي نفس المعنى ، فقد عرفها: (البكري، صافي، 2002) " هو الأسلوب أو الحالة الذي تجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشترتي تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة أو المكان الذي يجمعهما بشرط توفر قنوات اتصال بينهما"، أو هو الآلية التي يتم بموجبها تجميع المدخرات من المودعين ومنحها إلى المستثمرين الذين يبحثون عن فرص التمويل المناسبة، ويعرف السوق المالي أيضاً هو النظام الذي تتدفق منه الأموال من مركز الفائض المالي إلى مركز العجز المالي، أو هو عقد بين طرفين الأول يحصل على ورقة مالية والطرف الثاني يحصل على التمويل الذي يبحث عنه، وأخيراً نستطيع أن نعرف السوق المالي هو حلقة الوصل بين المقرضين والمقترضين.

##### 2-1-2 وظائف السوق المالي

هناك الكثير من الوظائف التي يقدمها السوق المالي للمستثمرين، ومن أهم هذه الوظائف هو نقل الأموال من مركز الفائض المالي إلى مركز العجز المالي، وبالتالي يعمل السوق المالي على توفير فرص تمويلية مناسبة للمشاريع الاستثمارية التي هي بحاجة إلى الأموال أن كانوا مؤسسات أو أفراد، وكذلك يعمل السوق المالي على توسيع خيارات الادخار أمام الذين يرغبون بالحصول على عوائد مهمة للفوائض المالية التي بحوزتهم لتعظيم ثروتهم والحفاظ عليها بالحد الأدنى من المخاطر، ويعتبر السوق المالي الحقل الأمثل لممارسة البنوك المركزية نشاطها من خلال ممارسة سياسة عرض النقد، ويعمل السوق على تقديم النصح والمعلومات الضرورية للمستثمرين، وتوفير الخدمات المطلوبة، وتهيئة المناخ المناسب للمستثمرين من خلال ممارسة الإفصاح والحوكمة والشفافية، ويوفر السوق المالي الفرص المناسبة للمستثمرين في ممارسة عملية التحوط من الخسائر المالية الناتجة عن عدم استقرار سعر الفائدة في توفير الأدوات المالية

المناسبة، ومن الوظائف الأخرى للسوق مراقبة عمليات التداول ليتمكن المستثمر من الحصول على القيمة الحقيقية للأصول بعيداً عن المضاربة، والقيام بالتمويل المتوسط والطويل الآجل التي تعجز البنوك عن توفيره والتشجيع على تداول الأصول التي تمتاز بالآجل القصير، ويعمل السوق على تثبيت الحقوق المتبادلة بين المستثمرين، ويعتبر السوق المالي الفرصة البديلة لقطاع البنوك والمعايير المالي للسياسات التنموية الناجحة التي تقوم بها الكثير من الحكومات، والسوق المالي هو الفرصة المناسبة لعمليات الخصخصة، ويعمل السوق على مراقبة أداء الشركات، وأخيراً نستطيع أن نقول من خلال اطلاعنا على أهم الوظائف التي يقدمها السوق المالي أن كل أشكال التمويل القصير والمتوسط والطويل الآجل أصبح متوفر وبتكلفة أموال أقل من تكلفة البنوك، (السيد علي والعيسى، 2004).

### 2-1-3 مؤشر السوق المالي (Market index)

أن أي عمل ونشاط اقتصادي يجب أن تحكمه بعض المؤشرات الضرورية والتي تعتبر معيار لنجاحه، وتعمل هذه المؤشرات على مراقبة النشاط بشكل فعال ومستمر، وعند التحدث عن السوق المالي هنا المقصود به المؤشر السوق العام ومن خلال هذه المؤشر يستطيع المستثمر أن كان من مركز الفائض المالي أو من مركز العجز المالي أن يراقب حركة السوق بشكل يومي وبأدق التفاصيل ويكون على استعداد تام في اتخاذ القرار المناسب، "والمؤشر عرفه الداغر (2005) هو" قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو نسبة مئوية أو أرقام قياسية تصلح لعمليات القياس والمقارنة لمجموعة من المتغيرات الزمنية أو المتغيرات المقطعية بين المنشآت الصناعية والأسواق المالية والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، (الداغر، 2005).

### 2-2 المبحث الثاني: تصنيف الأسواق المالية

#### 2-2-1 أولاً: أوراق سوق النقد (Money Market Securities):

يطلق على الأوراق المتداولة في سوق النقد بصكوك مديونية وتتميز بالآجل القصير وتباع بخصم وفترة التداول بها من يوم واحد إلى أقل من سنة، وتمتاز أوراق سوق النقد بأنها تحمل قيمة مالية مرتفعة ولهذا تقتصر على كبار المستثمرين أن كانوا أشخاصاً أو مؤسسات، وتوفر هذه الأوراق أموالاً ضخماً لمدة

عام لتغطية نفقات الشركات ودعم الحكومات في تغطية عجز الميزانية، ومن الخصائص الأخرى لأوراق سوق النقد انخفاض معدل العائد الذي تحمله مقابل أن يتحمل المستثمر المخاطر بالحد الأدنى، وامتياز بارتفاع السيولة بسبب ما تحمله من ضمانات، وعند تاريخ الاستحقاق يحصل حاملها على قيمة الورقة الاسمية، وتصدرها الحكومات والبنوك المركزية والتجارية، والشركات الكبيرة ومن أهم أنواع هذه الاوراق : - (عبد الجواد والشديفات، 2006).

اذونات الخزينة ( T- bill ) : هي أوراق تصدرها الحكومات الغرض منها تغطية عجز الميزانية (عبد الجواد والشديفات، 2006).

القبولات المصرفية : أوراق دين تصدرها البنوك التجارية يلجا إليها التجار لتسديد قيمة البضاعة المستوردة عندما لا تتوفر السيولة اللازمة لديهم، (سليمان وموصلي، 2013-2014)

شهادات الإيداع : أوراق تصدرها البنوك التجارية التي تتمتع في مركز مالي كبير وتستخدم لتمويلات قصيرة الأجل وتحمل معدل فائدة اضافة الى الفرق بين سعر الشراء والبيع، (عودة وعباس وحسين، 2008)

اليورو دولار: ظهرت هذه التسمية عندما بدأت بعض البنوك في فتح حسابات بالدولار خارج الولايات المتحدة الامريكية ( الجمل، 2001).

اتفاقية إعادة الشراء : هي ورقة مالية يعرضها مستثمر لديه عجز مالي على مستثمر آخر مع الاتفاق على اعادة شرائها مرة اخرى بفائدة متفق عليها مسبقا (سليمان وموصلي، 2013-2014) .

الأوراق التجارية (Commercial Papers) وهي أوراق تصدرها بعض الشركات التي تتمتع في مركز مالي كبير ولا تحمل أي ضمانات وانما يعتمد المستثمر في هذه الاوراق على المركز الائتماني للشركة والغرض منها تمويل رأس المال العامل، (عبد الله والطراد، 2006) .

## 2-2-2 ثانياً: أسواق رأس المال (Capital Markets)

يعرف سوق رأس المال هو سوق المعاملات المالية طويلة الأجل والتي يتم تداولها في صورة أسهم وسندات ومشتقات مالية وينقسم الى سوق الحاضر والسوق الآجل، (مطر، 2009).

سوق الحاضر (Spot Markets):- وهو السوق الذي يتم به بيع وشراء الأصول المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات وسنأتي بشرحها بالتفصيل، وينقسم إلى سوق الإصدارات أو ما يسمى بالسوق الأولى وسوق التداول أو ما يسمى بالسوق الثانوي، (عصران، 2010).

السوق الأولي أو سوق الإصدارات (Primary Market):- وهو السوق الذي يتم به اكتتاب الأصول المالية للمرة الأولى أما عند تأسيس الشركة أو عند فتح فروع جديدة لها وتكون الشركة المصدرة هي البائع الأول والمشتري هو المستثمر الأول وهو الذي يملك الاصل المالي، (الزبيدي، 2001).

السوق الثانوي أو سوق التداول (Secondary Market):- وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأصول المالية والتي سبق وان تم إصدارها من قبل الشركة الام أي تم الاكتتاب بها في السوق الأولي، وينقسم السوق الثانوي الى السوق النظامي والسوق الغير نظامي (الزبيدي، 2001).

1) السوق النظامي (Organized Market):- أهم ما يميز هذا السوق له مكان محدد يتواجد فيه المستثمرون (البائعون والمشترون) والوسطاء المخولون، ويخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية ويتم تداول الأوراق المسجلة رسمياً، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط معين تختلف من دولة إلى أخرى، (عمر، 2009).

2) السوق الغير نظامي (OTC): وهو مصطلح يطلق على السوق الذي يتم التداول من خلاله خارج البورصات النظامية، ولا يوجد له مكان ولا وقت محدد لأجراء المعاملات أو التداولات، ويتم التداول في الأصول المالية الغير مسجلة بالسوق الرسمي، (حموي وإسماعيل، 2011).

## 3-2 المبحث الثالث: الأدوات التي تتداول في السوق النظامي (البورصة)

### 1-3-2 أولاً: الأسهم العادية وخصائصها

#### الأسهم العادية وخصائصها Common Stocks:

هو اصل مالي يعطي حق الملكية الجزئية (Partial Ownership) للمستثمر في الشركة، وتصدرها الشركات المساهمة العامة والمستثمر في الأسهم يصبح شريكا لا دائنا، (خريوش وارشيد وجودة، 2011).

#### خصائص الأسهم العادية: -

المساهم له حق الملكية أي أن مالك السهم يكون له الحق في أملاك الشركة بمقدار ما يملكه من أسهم في الشركة، ويبقى هذا الحق لحين تصفية الشركة بشكل نهائي، وإعطاء الأولوية لحاملي الأسهم في الشركة أي المساهمين في شراء أو امتلاك أسهم جديد عند طرحها للاكتتاب العام، وحامل السهم له حق في توزيع الأرباح ان تحققت، والسهم العادي ليس له تأريخ استحقاق، والخاصية الأخرى من حق المساهم الحصول على السيولة التي المطلوبة من خلال التصرف بكل ما يملكه من الأسهم أو جزء منها عن طريق طرح الاسهم في السوق الثانوي، وله الحق في انتخابات مجلس الإدارة وفي مراقبة العمل والمشاركة في رسم سياسات الشركة وتتبع عمل الإدارة، ومسؤولية حامل السهم أو المساهم محدودة في الشركة، (خريوش، ارشيد، جودة، 2011) .

### 2-3-2 ثانياً: الأسهم الممتاز (Preferred Stocks)

الأسهم الممتازة وهي صك ملكية من نوع خاص فهو هجين ما بين الأسهم العادية والسندات، تصدرها الشركات التي لها باع طويل بالتوزيعات الربحية و يحمل بعض من صفات الملكية (الأسهم) والمديونية (السندات) في آن واحد، ويعتبر مصدر تمويل دائم لان لا يتطلب من الشركة تسديد قيمته في تاريخ معين، (هندي، 2006).

## 3-2-3 ثانياً: السندات وأنوعها (Bonds)

السند هو صك مديونية أو عقد بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، وبضوء هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني وهو المستثمر الطرف الأول وهو المنشأة مبلغاً معيناً والذي يتعهد برد اصل المبلغ مع الفوائد المتفق عليها، (الحناوي والعبد، 2002).

أنواع السندات: تصنف السندات على حسب جهة الإصدار: السندات الحكومية وسندات الشركات.

أولاً - السندات الحكومية: - وهي سندات تصدرها الحكومات وتقسم الى : - (التميمي

وسلام، 2004 )

سندات الخزينة Treasury - Bonds.

سندات البلدية تصدرها البلديات والولايات.

سندات الجامعات والمدارس والمستشفيات .

ثانياً- سندات الشركات : تصدرها الشركات التي لديها مركز مالي كبير وتقسم الى : (شريط، 2014)

- السندات المضمونة و السندات الغير مضمونة.

- سندات تحمل كوبون وسندات لا تحمل كوبون تباع بخصم عن القيمة الاصلية.

- سندات ذات معدل فائدة متغيرة .

- سندات قابلة للتحويل الى سهم عادي.

- سندات شرط الاستدعاء والسندات التي تطفأ على دفعات .

## 4-2 المبحث الرابع: الأسواق الآجلة

الأسواق الآجل المشتقات (Derivaivets) :-

المشتقات هي عقود مالية لها قيم معينة واشتقت من قيم بعض الأصول المالية التقليدية ومن بعض العملات الأجنبية، وتتداول في السوق الآجل وتعطي الحق للمستثمر في بيع وشراء أصول مالية معينة، ويعمل المستثمر على التقليل من المخاطر المستقبلية والسيطرة على التذبذبات السعرية من خلال هذه الصفقات، ويتم تداولها بسعر محدد وبكميات متفق عليها مسبقاً وخلال فترة زمنية محددة وتقسم إلى: - (الدوري وعقل، 2012)

- السوق الآجل Forwards

- أسواق عقود الخيارات Options

- أسواق العقود المستقبلية Futures

- أسواق عقود المبادلات Swaps .

## 2-5 المبحث الخامس: المتعاملون في السوق والأوامر التي يصدرها العملاء:

أولاً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية : المقرضون أو المستثمرون - المقترضون - التصنيف الثالث هم الوسطاء أو السماسرة كما يطلق عليهم أحياناً، (البكري وصافي، 2002)

ثانياً الأوامر التي يصدرها العملاء:

- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: أوامر السوق، الأوامر المحددة

- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: الأوامر المحددة بيوم، الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر، الأمر

المفتوح.

- الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ: الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة، الأمر المفتوح في حدود سعر معين.

- الأوامر الخاصة: أوامر الإيقاف، أوامر الإيقاف المحددة، الأوامر الإيقاف حسب مقتضى الأحوال (حموي وإسماعيل، 2011).

## 2-6 المبحث السادس: العائد والمخاطرة للاستثمار في السوق المالي

مفهوم العائد (Return Concept): هي الزيادة الفعلية أو المتوقعة عن قيمة الاستثمار المبدئي.

معدلات العائد الذي يحصل عليها المستثمر (الحناوي والعبد، 2002):

أولاً- عائد التوزيعات: وهو ربحية السهم الواحد EPS .

ثانياً- العائد الرأسمالي للسهم: هو الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع .

ثالثاً- العائد الإجمالي للسهم العادي:- وهو حاصل جمع العائدين أعلاه.

المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأسواق المالية

أنواع المخاطر التي تصاحب الاستثمار في السوق المالي:

قبل الحديث على أي نوع من المخاطر يجب أن نتطرق الى الاستثمار في الأوراق الحكومية والأوراق الغير حكومية، أن الاستثمار في الأصول المالية التي تصدرها الحكومات المتمثلة في الأسهم والسندات تخلو تماما من المخاطر، مثل مخاطر عدم السداد أو مخاطر عدم تسديد الفوائد المترتبة على الأصل المالي في موعدها المحدد، أما الاستثمار في الأوراق غير الحكومية فهذا النوع من الاستثمار تصاحبه العديد من المخاطر ويتوجب على المستثمر النظر لهذه المخاطر قبل البدء في عملية الاستثمار، وأن للمستثمر الحرية الكاملة في استبعاد أو القبول الأصل المالي من خلال درجة المخاطرة التي يحملها ، وهناك نوعين من المخاطر مخاطر الاستثمار في الأسهم ومخاطر الاستثمار في السندات، (براق وصاطوري، 2008) .

مخاطر الاستثمار في الأسهم وهي على نوعين المخاطر النظامية والمخاطر الغير نظامية:

المخاطر النظامية: هي المخاطر التي تصيب جميع القطاعات العاملة في الأسواق المالية ولا يمكن لأي شركة أو قطاع معين تفادي هذا النوع من المخاطر .

المخاطر الغير نظامية: هي المخاطر التي تصيب شركة ما أو قطاع معين بعيد عن السوق المالي بشكل عام ويمكن ان تعالج عن طريق التنويع (براق وصاطوري، 2008).

مخاطر الاستثمار في السندات: هي مخاطر التقلب في معدلات سعر الفائدة، ومخاطر عدم القدرة على السداد، ومخاطر استدعاء السند، ومخاطر السيولة، (مطر، 2009).

## الفصل الثالث

### العملة المالية

1-3 المبحث الأول: العملة المالية: مفهومها، أسبابها، مؤشراتنا، ومظاهرها

#### 1-1-3 مفهوم العملة المالية:

تعرف العملة المالية بأنها الناتج الأساسي لعمليات التحرر المالي والتحول إلى سوق موحد عن طريق ارتباط أو تكامل السوق المالي المحلي بالأسواق الخارجية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال التي أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية، (مفتاح، 2002).

#### 2-1-3 أسباب العملة المالية

أن التطور الكبير الذي حدث في الأسواق المالية الرأسمالية كان من أهم الأسباب في أتساع وتنامي دور العملة المالية، والذي دفع الدول المتقدمة في البحث عن أسواق مالية جديدة في مناطق بعيدة عنها، ومن الاسباب الأخرى عجز الأسواق المالية المحلية عن استيعاب الفوائض المالية مما أدى بالمستثمرين إلى التفكير بالدفع برؤوس اموالهم إلى أسواق إقليمية وعالمية، وأن الثورة التكنولوجية والمعلوماتية في مجالات الاتصالات قد شجعت على تسهيل الاتصال بين الأسواق المالية العالمية وبالتالي التسريع من عملية الاندماج والتكامل بكل أشكاله، وكانت الأسواق المالية الهدف الأمثل كل التحركات العالمية والإقليمية لما لها من أهمية في استيعاب كل الفوائض المالية ومن الأسباب الأخرى لعموله ظهور عمليات التحرر المالي بشكل واضح عن طريق إلغاء القيود المالية المحلية والعالمية والتطور السريع في صناعة الخدمات المالية والذي أصبح أكثر شمولية وتخصصية كل هذه العوامل كان لها الدور الواضح في العملة المالية، وكان للشركات المتعددة الجنسيات الدور الكبير في عملية الاندماج والاستحواذ وبالتالي كانت الرافد الأساسي في ظهور العملة المالية، ومن الاسباب الأخرى لتنامي دور العملة تطور سوق العملات الدولية بشكل كبير ومنها الفوركس وأتساع وتطور سوق السندات الدولية باعتبارها أدوات استثمارية طويلة الأجل، (الخطيب، 2008).

### 3-1-3 مؤشرات تنامي العولمة المالية

أن ازدياد واتساع حجم تبادل المعاملات بين الدول وخاصة المتقدمة منها في الأصول المالية ورفع كل ما يقيد حركة النقد الأجنبي وزيادة التعامل والتداول به على الصعيد العالمي وحركة رؤوس الأموال عبر الحدود كل هذه المؤشرات كانت صورة واضحة للعولمة المالية، ومن المؤشرات الأخرى للعولمة تنامي واتساع دور التحرر المالي بين مختلف دول العالم وتحويل الديون وخاصة ديون البلدان والحكومات إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية والاستثمار العقاري المباشر وتحرير أسواق الأسهم و وربط البورصات ببعضها البعض كل هذه صور أخرى للعولمة المالية، ومن المؤشرات الأخرى للعولمة انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة الآجلة على العملات بشكل كبير وواضح وظهور وتطور سوق اليورو دولار بشكل أكثر نشاطاً ووضوحاً، والتغير الكبير في حجم الموجودات المالية واتساع بحجم المعاملات المالية ودخول الصناديق السيادية وصناديق التحوط وصعود أقطاب مالية جديدة كل هذه هي صور أخرى للعولمة المالية، (عبد الله ونور الدين ورشيد، 2007).

### 3-1-4 مظاهر عولمة الأسواق المالية: -

- الربط بين الأسواق المالية: الأسواق المالية كغيرها من الأسواق المعروفة 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 تجعلها أكثر تطوراً ونشاطاً وأقل مخاطرة عن طريق الاستفادة من الفرص التي توفرها الظاهرة الجديدة (العولمة المالية)، فبدأت في فكرة الربط والتكامل المالي بين البورصات، وكانت التكنولوجيا والاتصالات الحديثة هي السبب الرئيسي- في دخول البورصات إلى هذا العالم الجديد وهو الربط والتكامل المالي بينهما بهدف التنوع بالاستثمار وتخفيض المخاطر أمام المستثمرين، (بوكساني، 2005-2006).

- تطور تكنولوجيا المعلومات: أدى هذا الزخم العلمي الجديد والمتواصل مع العالم وخاصة في مجال الاتصالات إلى تشجيع البورصات على الارتباط والتكامل المالي في ما بينها بسبب وصول المعلومات والبيانات بالسرعة المطلوبة والوقت المحدد، حتى أصبحت الشبكة العنكبوتية من أساسيات البورصات المتطورة لخدمة متطلبات ومصالح المستثمرين بشكل جيد ومتسارع، (بوكساني، 2005-2006).

## 2-3 المبحث الثاني: سلبيات العوامة على أداء الأسواق المالية وأدوات مجابهة العوامة في

### الأسواق المالية العربية

#### 1-2-3 سلبيات العوامة على أداء الأسواق المالية:

من أهم سلبيات العوامة التذبذب والتغير المفاجئ في أسعار الأصول المالية، وهذا ناتج بالشكل الأساسي في عدم انتظام المعلومات والبيانات مع أحجام السوق، ومما يؤدي أحياناً الى الانهيار المفاجئ بالسوق المالي، ومن السلبيات الاخرى أن هدف الاستثمارات أو التدفقات النقدية في البورصات من أجل المضاربة وتحقيق الأرباح القصيرة والسريعة وليس هدفها تنمية السوق المالي ، وان غالبية الأسواق المالية المبتدئ يعتمد اقتصادها على منتج واحد وليس لديها تنوع بالصادرات وهذا هو الهيكل المتعارف عليه وعند ارتباطها وتكاملها مع أسواق مالية تسبقها بالتطور المالي سيكون هذا الارتباط والتكامل غير متكافئ، ومن السلبيات الأخرى للعوامة هو ارتباط سوق العملات الأجنبية بالعملات المحلية للدول بشكل طبيعي وبالتالي فأى أزمة بهذه الأسواق المالية المتطورة سيكون سلباً على أسواق المال المبتدئ، ونستطيع ان نحدد ان أي ارتباط أو تكامل بين هذه المستويات من الأسواق المتطورة والمبتدئ ستكون مسرحة واضحة لأي أزمة مالية تحدث وتكون الأسواق المبتدئ أكثر تأثراً، وأخيراً فقدان كثير من الدول جزء من سياستها النقدية بسبب العوامة ويعمل الارتباط والتكامل على تعميق هذه السياسة، (مفتاح، 2002).

#### 2-2-3 أدوات مجابهة العوامة في الأسواق المالية العربية

من أهم أدوات مجابهة العوامة هو دعم الارتباط والتكامل المالي بين الأسواق المالية العربية، ودراسة مظاهر العوامة بشكل دقيق وواضح لتحديد العوائد المالية الممكن الحصول عليها، والاهتمام الكبير بكل قطاعات الإنتاج وخصوصاً الصناعة والزراعة لأنها الرافد الحقيقي لأسواق المال والعمود الأساسي للاقتصاد العربي ، والتوسع بسياسات التمويل باتجاه الاستثمار الأمثل وترك سياسة القطيع، والتعاون بين الأسواق المالية العربية في كافة المجالات وخاصة المجال المعلوماتي وزيادة الثقافة الاستثمارية في الأسواق المالية العربية، ودراسة الاستثمارات الأجنبية بشكل دقيق بما يحقق العائد المطلوبة لأسواقنا المالية، وخلق قاعدة علمية تكنولوجية محلية، وتعزيز التكافل الإقليمي بين أسواق المال في الدول الناشئة لتعزيز قوة هذه الدول لمواجهة تحديات العوامة مجتمعة، وخلق تكتلات اقتصادية كبرى في العالم الثالث

وإقامة شراكة مع تكتلات العالم المتقدم مثل الاتحاد الأوروبي ومجموعة أمريكا الشمالية للتبادل الحر، وتوفير الظروف الملائمة للاستثمار وإعادة هيكلة السياسة المالية وتنظيم التشريعات لمواكبة متطلبات الأسواق المالية الدولية، (العيساوي، 2010).

## الفصل الرابع

### الأسواق المالية الناشئة والعربية

#### 1-4 المبحث الأول: الأسواق المالية الناشئة

نستطيع أن نعرف الأسواق المالية الناشئة بأنها تلك الأسواق الموجودة خارج الدول المتقدمة وهي في مرحلة نمو وتحول نحو اقتصاد السوق الحر، وتمتاز الأسواق الناشئة بارتفاع القيمة السوقية للأسهم وزيادة حجم الإصدارات الجديدة، وأصبح الاهتمام بالأسواق المالية الشاغل لكثير من هذه البلدان والحكومات ونذكر بالخصوص منها الدول العربية، حيث كان هناك اهتماماً كبيراً ومتسارعاً في السنوات الأخيرة من خلال العمل على خلق أدوات استثمارية جديدة متماشية مع التطور العالمي في مجال الأسواق المالية وبالشكل الذي يجعلها عامل جذب وتنافس إلى جانب الكثير من الأسواق المتقدمة، (بوراس، 2002).

#### 1-4-1 هيئة تنظيم البورصة:

مهمة هذه الهيئة الإشراف العام على بورصة الأوراق المالية، ويشمل هذا الإشراف تشريع قوانين عمل البورصة وتحديد الشروط المطلوبة من الشركات لإتمام عملية الإدراج ورسم الخطة المطلوبة لعمل الوسطاء ومتابعتها بشكل يومي، وتحديد شروط العضوية والإشراف المباشر على عملية الاكتتاب ومتابعة السوق الثانوي بشقيه السوق المنظم والسوق غير المنظم، وأخيراً متابعة الأنشطة التي تم ذكرها بشكل دقيق ومتواصل وفرض عقوبات على الشركات والأفراد والوسطاء عند عدم التزامهم بالقواعد المنصوص عليها داخل البورصة، (الأزهر، 2012-2013).

#### 1-4-2 لجان الإشراف على عمليات البورصة:

تعمل هذه اللجان على متابعة سير المعاملات وضمنان عمليات التداول من حيث اتخاذها المسار الصحيح، وإصدارها التعليمات والنشرات وبيانات التداول، وهذه اللجان مسؤولة عن البورصات المنظمة

فقط عكس الهيئة السابقة، ومن حقها الاعتراض على أي عملية إدراج خاطئ أو أي أداة مالية لا تحقق شروط الإدراج، و تعمل على إيقاف الأعضاء عن العمل عند تجاوزهم القواعد والشروط المتعامل بها داخل البورصة، وتعمل على أعداد النظام الداخلي للبورصة وتقسم الى: (مجيد، 2003)

الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة ويرأسها رئيس البورصة أو نائبه، وتنظر بكل أنشطة البورصة ومتابعة اللوائح الداخلية للبورصة واتخاذ القرارات المناسبة، ويكون قرارها بأغلبية الأصوات داخل الجمعية.

هيئة تحكيم البورصة: تعمل هذه الهيئة على فض النزاعات بين الأعضاء وتكون قراراتها ملزمة للجميع.

مجلس التأديب: النظر في مخالفات عمل الوسطاء داخل البورصة.

مندوب الحكومة: تعمل الحكومات بالإشراف المباشر على عمل البورصات ويتم تعيين ممثل عن الحكومة للإشراف على تطبيق القوانين واللوائح والتعليمات المثبتة من قبل الحكومة لعمل البورصات، ولا تعتبر قرارات اللجان السابقة سارية المفعول الا بحضور ممثل الحكومة بشكل مباشر وخلافا لذلك تعتبر القرارات الصادر من قبل هذه اللجان باطلة.

#### 2-4 المبحث الثاني: الأسواق 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 الابدلوجي بين السياسات العامة والسياسات المالية لأغلب البلدان العربية و قصور عام بنوع القوانين والتشريعات والتعليمات، ( بن عمر وعلي ، 2012 ) .

4-2-2 العوامل المطلوبة لتطوير الأسواق المالية العربية (عتيقة ودلال، 2009) :

أولاً- تنويع الفرص الاستثمارية في الأسواق المالية العربية والعمل على تطوير أداء السوق.

ثانياً- وضع ضوابط لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية بما يخدم ويطور الأسواق المالية العربية كي لا تتحول الأسواق المالية العربية مسرحاً للمضاربة.

ثالثاً- دعم روح المنافسة داخل الأسواق المالية العربية بما يخدم تطورها.

رابعاً- العمل على تحقيق مستوى معين من الترابط بينهما والتعاون والانفتاح على الأسواق الإقليمية

خامساً- رفع مستوى الشفافية المالية ودرجة الإفصاح وتحسين مستوى معايير السوق لتكون مشابه لتلك الموجود في الأسواق المالية العالمية من حيث مصداقية البيانات وتوقيتها وشموليتها.

سادساً- دعم خصصة القطاع العام.

سابعاً- نشر الوعي الاستثماري لدى عموم الجمهور العربي.

ثامناً- دعم وتطوير الأسواق المالية العربية من خلال رفع الميزانية المخصصة لها وإدخال التطور والتقنية الإلكترونية بشكل واسع.

4-3-3 المبحث الثالث: الأسواق المالية لعينة الدراسة

#### 1-3-4 سوق عمان المالي (بورصة عمان) (ASE):

##### أهداف بورصة عمان:

سوق عمان المالي من الأسواق العربية الرائدة التي تتمتع بسمعة مالية جيدة ولها موقع متميز بين الأسواق المالية العربية لما ما تتمتع به خبرة طويلة في مجال الاستثمار، ويهدف سوق عمان المالي إلى تنمية الموارد الوطنية في الاستثمار في الأوراق المالية لدعم الاقتصاد الأردني بشكل خاص والاقتصاد العربي بشكل عام، وتعمل إدارة السوق على الرقابة المستمرة وتنظيم حركة التداول بما يضمن تحقيق المصلحة العامة ومصحة المستثمر، واتخاذ الخطوات اللازمة بإصدار التشريعات والقوانين المطلوبة لدعم التحرر المالي، وزيادة مستوى الشفافية والإفصاح والتركيز على توفير كافة الخدمات المالية المطلوبة، وتوفير المناخ الملائم للمستثمر والتركيز على حماية المستثمر، ( الشواورة، 2008 ) .

التشريعات والقوانين التي تعمل بموجبها بورصة عمان: (الموقع الرسمي لبورصة عمان)

تعمل بورصة عمان وفق بعض القوانين التي تخدم تطوير البورصة والعمل على ديمومتها ومن هذه القوانين، قانون تشجيع الاستثمار وقانون معاملة الاستثمارات الأجنبية بنفس معاملة الاستثمارات الأردنية واعطاء الحرية الكاملة للمستثمر الأجنبي بالتصرف بكامل أرباحه ورؤوس أمواله وتحويلها إلى بلده بالعملة الأجنبية التي يراها مناسبة له، وإعفاء الأصول الثابتة والأرباح الصافية من الضرائب وإصدار بعض اللوائح الضريبية لخدمة المستثمر، وعدم نزع أي ملكية استثمارية خاصة الا للمصلحة العامة وبتعويض مجزي وبعملة قابلة للتحويل وحل النزاعات بما يخدم جميع الأطراف.

##### هيئة الأوراق المالية:

وهي هيئة تم استحداثها بموجب قانون الأوراق المالية والأنظمة التابعة لها، وهي هيئة مستقلة ترتبط برئيس الوزراء لضمان حيادها وعدم التدخل بشؤونها، وتعمل على توفير المناخ المناسب لتحقيق التعامل السليم، وتعمل على تنظيم ومراقبة الهيئات التابعة لها بشكل مستمر وبشفافية واضحة وحماية أموال المستثمرين.

أقسام بورصة عمان (الموقع الرسمي لبورصة عمان):

السوق الأول: سوق الإصدارات تدرج به كافة الشركات المساهمة العامة التي لا يقل رأسمالها المدفوع أو قيمتها السوقية عن 2 مليون دينار أردني ولا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن رأس المال المدفوع، وهناك شروط أخرى مدرجة في السوق.

السوق الثاني: كذلك تدرج بها الشركات المساهمة العامة على أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأس المال المدفوع وأن يكون قد مر عام كامل على اعطاها الحق بالشروع بالعمل.

الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان: الأسهم العادية- إسناد القرض- سندات المقارضة - أدوات الدين العام

شركات الوساطة العاملة بسوق عمان: الشركات التي تحدد أعمالها حسب حجم رأس المال والشركات التي تعمل على صناعة السوق والشركات المالية وبنوك الاستثمار.

4-3-2 بورصة أبو ظبي (ADX) (الموقع الرسمي لبورصة أبو ظبي):

سوق له كياناً قانونياً ويتمتع بالاستقلال المالي والإداري التام وله سلطة مستقلة في إصدار القوانين والتشريعات التنفيذية والرقابية بشكل واسع.

أهداف بورصة أبو ظبي:

تهدف بورصة أبو ظبي الى إتاحة الفرص للمستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية لصالح الاقتصاد الوطني، وضمان سلامة ودقة المعاملات و التفاعل بين العرض والطلب لأجل تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال تثبيت مبادئ تعامل عادلة ومناسبة بين المستثمرين، وفرض ضوابط رقابية صارمة على معاملات الأوراق المالية من أجل ضمان صحة وسلامة الإجراءات، وزيادة الوعي الاستثماري من خلال إجراء الدراسات والبحوث وخاصة البحوث الارشادية لضمان استثمار المدخرات في قطاعات مثمرة، والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي وتطوير طرق تجارية لتعزيز السيولة واستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق.

شركات الوساطة المالية: الشركات المالية وبنوك الاستثمار.

3-3-4 بورصة البحرين (BHB) (الموقع الرسمي لبورصة البحرين):

أهداف البورصة:-

تعمل الحكومة وإدارة بورصة البحرين على أن تجعل البورصة متميز من خلال إيجاد سوق عادل وفعال ومتنوع، وتوفير خدمات متميزة للمساهمين والعملاء وكذلك جذب المزيد من الاستثمارات والمساهمة في تعزيز الاقتصاد الوطني في مملكة البحرين، والمساهمة في تعزيز الاقتصاد الوطني من خلال تقديم خدمات فعالة وذات اعتمادية عالية متنوعة لجميع أطراف ومكونات قطاع رأس المال.

مميزات سوق البحرين المالي:-

يمتاز السوق بتعدد الأصول المالية وذات تنظيم جيد بخبرات ذاتية ويمتلك العديد من المنتجات، والكثير من الخدمات التي يحتاج لها المستثمر المحلي والأجنبي مثل خدمة الإدراج والتداول والتسوية والإيداع المركزي وكل هذه الخدمات متوفرة للأصول المالية على منصة التداول، ويأمل العاملون على إدارة البورصة البحرينية ان يكون سوقا واعدة متميزا في عمله وإدارته وتوفير الأدوات المالية المتطورة إلى جانب الأصول التقليدية ليصبح في مصافي الأسواق الإقليمية والعالمية المتطورة بعمليها، وتعمل إدارة بورصة البحرين على أن تكون الركيزة الأساسية للسوق العربي الموحدة ونموذجاً ناجحاً يقتدى به بين مصافي الأسواق المالية في الدول النامية، وأخذت بورصة البحرين مركزا مرموقا وقياديا في بعض المنظمات المالية والدولية في الوطن العربي وأوروبا وأفريقيا والشرق الأوسط وهذه خطوة مهمة لتتبع مكان قيادية في هذه التجمعات.

الأدوات المالية في بورصة البحرين: الأسهم- السندات- الصكوك- صناديق الاستثمار- صناديق الاستثمار العقاري- أذونات الخزينة.

التشريعات والقوانين في بورصة البحرين: إجراءات حظر ومكافحة غسل الأموال في بورصة البحرين، وقانون إجراءات التداول عن بعد، وتنظيم المقاصة والتسوية والإيداع المركزي، وإجراءات التسجيل، وقانون إدراج صناديق الاستثمار العقارية .

الوسطاء الماليون في سوق البحرين المالي: البنوك الاستثمارية والشركات المالية وبعض مكاتب

الوساطة المالية

#### 4-3-4 بورصة دبي (DFM) (الموقع الرسمي لبورصة دبي):

بورصة دبي أنشأت وفق قانون من قبل حكومة دولة الإمارات العربية المتحدة. ويرمز لمؤشر بورصة دبي DFM، ومعظم الشركات المدرجة في بورصة دبي أنشأت في دولة الإمارات، وهناك إدراج مشترك لبعض الشركات في بورصات أخرى، ونجحت بورصة دبي بشكل ملحوظ في الوصول إلى مكانة مرموقة إقليمياً، وتتميز باستراتيجيات وسياسات مالية أصبحت من أفضل الممارسات في الأسواق المالية العالمية وعززت من مكانة بورصة دبي إقليمياً، وذلك من خلال الحرص على توفير أفضل الممارسات التي يحتاجها المستثمر المحلي والأجنبي، ويتميز سوق دبي انه من الأوائل الذي طرح أسهمه للاكتتاب في أسواق الشرق الأوسط الأمر الذي عززه من مكانة البورصة إقليمياً وعالمياً، وتخضع بورصة دبي إلى هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة إضافة إلى سوقين آخرين هما بورصة أبو ظبي وبورصة دبي للذهب والسلع.

#### أهداف سوق دبي:

يتميز سوق دبي المالي في تمتعه بمسار مؤسسي متطور وفق الأهداف المرسومة له والسياسات المالية، ويعمل السوق على تجديد المنتجات والخدمات المالية من اجل مصلحة المستثمرين بشكل مستمر، وتوفر بورصة دبي البيئة الاستثمارية المناسبة بتقديم افضل القوانين والتشريعات والإصدارات التي تتسم بالكفاءة التامة والشفافية والسيولة والسرية والنزاهة، وللحكومة دوراً مهماً في نشاطات سوق دبي المالي باعتبارها بورصة متميزة إقليمياً في تطبيق أفضل الممارسات العالمية.

الأوراق المالية المتداولة في بورصة دبي : توفر بورصة دبي مجموعة واسعة من الأدوات المالية للمستثمرين التي تضم الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأدوات المالية والتي يجري تطويرها حالياً بما في ذلك صناديق الاستثمار المتداولة وحقوق الإصدار والأذونات المغطاة.

الوسطاء الماليون: البنوك الاستثمارية، الشركات المالية المعتمدة.

## الفصل الخامس

### تكامل الأسواق المالية

#### 1-5 المبحث الأول: المفهوم والإيجابيات والمعوقات

##### 1-1-5 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، كما عرفها Scitovsky (1979) & Allen ان درجة التكامل هي قابلية الأصول المالية على الاستبدال وكلما اتصف السوق أكثر تكاملا اتصف بقابلية استبدال أكبر وعندما يكون هناك تكامل شامل فهذا يعني ان بيع الأصول المالية في أسواق مالية مختلفة لن يكون له تأثير على سعرهما النسبي وهذا يعني ان السواقين يتمتعان بالتكامل أو السوق الواحد، أما نطاق التكامل فهو التكامل حسب التوزيع الجغرافي، (محفوظ، 2007).

##### 2-1-5 إيجابيات تكامل الأسواق المالية العربية

يدعم التكامل المالي الأسواق المالية العربية على إعادة الأموال العربية المستثمرة في الأسواق الخارجية، وجذب الأموال الخارجية إلى الأسواق المالية العربية، ويدعم حرية انتقال الأموال داخل البورصات العربية، ويعمل على تنشيط الأسهم التي تمتاز بحالة ضعف عن طريق تعريفها بالجمهور أكثر والعمل على زيادة تداول الأسهم بشكل عام، وتنمية المدخرات العربية باعتبارها موردا مهما للمشاريع الإنتاجية، وتطوير أداء الاستثمار بشكل عام بين الأسواق المالية العربية، وزيادة درجة الإفصاح والشفافية، وتنشيط دور الحوكمة، وتخفيض المخاطر بالحد الأدنى عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية، ورفع حجم

التداول بما يتناسب مع إمكانية هذه الأسواق، ودعم الأسواق لتكون أكثر كفاءة وإعطاء الأسواق المالية دور الفرصة البديلة إلى جانب القطاع البنوك، (دوابه، 2009).

### 3-1-5 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 غالباً 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).

## 4-1-5 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) .

أولاً- إسهامات القطاع الخاص: -الأداء الجيد والتميز للإدارة بكل مفاصل الشركة لاجتذاب  
المستثمرين المحليين 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 والمطلوب اعلانها عن مفاصل الشركة بانتظام ، وهذا أهم  
شيء يبحث عنه المستثمر الأجنبي لزيادة معرفته بالشركة ذات البعد الجغرافي عنه، وعلى الشركات العاملة  
أن تتجه نحو إدراج أسهمها في البورصات والتخلي عن مصدر التمويل التقليدي وهو البنوك.

ثانياً: مساهمة الدول والحكومات وأصحاب القرار في عملية التكامل المالي: على الحكومات أن  
تعمل على تنويع مصادر الأصول المالية وجودتها وملاءمتها لكثير من المستثمرين المحليين 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 المصطلحات واحدة في جميع الأسواق المالية العربية  
وتتماثل مع الأسواق المالية العالمية ، 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، والسماح بدخول الشركات المالية التي  
تعمل في مجال الوساطة المالية والاستثمارات عبر الحدود، وتسهيل كافة المعاملات عبر الحدود وبأقل كلفة  
ممكن، والعمل على خصصة القطاع العام بشكل منظم ومتسارع وزيادة عمق الأسواق المالية، ودعم  
الحملات الإعلامية الموجهة للاستثمارات المحلية والأجنبية بشكل خاص.

## 2-5 المبحث الثاني: أساليب تكامل الأسواق المالية :

أولاً: منصة التداول المشترك: التداول بهذه الأسلوب يعتمد على إيجاد منصة مركزية وفق قوانين إدراج مشتركة وشروط تحدد عمل الوسطاء الماليين، وقوانين تناسب كل الأسواق المالية التي تعلن تكاملها بهذا الأسلوب، ويكون التكامل بأسلوبين، الأسلوب 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 تنظيماً وتركيزاً وبعيداً عن الأخطاء التي تزعم المستثمرين المحليين والأجانب. (الأسكوا، 2004).

ثانياً- 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، وتلزم هذه الطريقة توقيع اتفاقات مشتركة بين الوسطاء الماليين فيما بينهما والأسواق المالية المشتركة كلا على حدة، وأيضاً تتمتع بثلاث هيئات كسابقتهما، هيئة التسوية والمقاصة والإيداع المركزي للأوراق، وتستند هذه الطريقة على الأعلام الدولي بشكل مركز للتعرف على المعلومات المطلوبة عن الأسواق الخارجية (قمر الإسلام، 2004).

ثالثاً: الإدراج المشترك: وهذا النوع من التكامل المالي يعتبر بالحد الأدنى والأبسط في تنفيذه والأكثر تداولاً 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 قياساً 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 ).

رابعاً: الربط بين الأسواق المالية: الأسواق المالية مثل غيرها من الأسواق المعروفة عالمياً 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 ونشاطاً واقل مخاطرة، فبدأت فكرة الربط بين البورصات والتي كانت التكنولوجيا والاتصالات الحديثة هي السبيل في دخول هذه الأسواق إلى عالم جديد هو أو الربط أو التكامل بين البورصات العالمية وهناك عدة أساليب لربط الأسواق المالية : - ( النجار، 1999-1998 ).

- الربط الحاسوبي:

وهو الاعتماد على ربط الأسواق إلكترونياً من خلال شبكة متطورة من الأنظمة الحاسوبية والهاتف الحديثة 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 أغلب 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 التكنولوجية 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 عالمياً 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 سبق من بين الأصول المالية ومن بعدها كان للأسهم دوراً في عملية الربط.

### 3-5 المبحث الثالث: 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 تقييم الأصول المالية من خلال نموذج تقييم الأصول المالية ونموذج المراجعة الدوليين .

احتساب التكامل من خلال معامل الارتباط .

احتساب التكامل من خلال نماذج التكامل المشترك لمجموعة من السلاسل الزمنية .

إيجابيات تنوع 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 التنوع مثمرة وجيدة للمستثمرين ومدار المحافظ على المستوى الإقليمي والدولي وهذا يفسر بوجود تفاوت بين عوائد الأسواق وليس هناك تفوقاً من أحد الأسواق على الآخر بصورة منتظمة، وهذا يعني فرص تحقيق مكاسب

للمستثمرين الذي يبتعدون عن أسواقهم متوفرة، أما إذا كان معامل الارتباط صفر فهذا يعني لا توجد علاقة نهائيا بين مؤشرات الأسواق، أما إذا كان معامل الارتباط موجب ومنتجه 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، (شيلي وشيلي، 2000).

## الفصل السادس

### منهجية الدراسة والتحليل الإحصائي والنتائج والتوصيات

#### 1-6 المبحث الأول: منهجية الدراسة

قام الباحث من خلال هذا الفصل في التطرق إلى التعريف بالمنهج الأمثل الذي سيخدم الدراسة، وتوضيح الاختبارات الإحصائية المناسبة لاختبار فرضيات الدراسة ومن ثم تحقيق الأهداف الدراسة والتي تم إدراجها، وأخيراً بيان النتائج المتحصل عليها والاستنتاجات والتوصيات.

#### 1-1-6 أسلوب الدراسة

من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة ظهر جلياً أن المنهج المناسب للدراسة هو المنهج الوصفي والتحليلي بهدف الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والعملية للموضوع اعتماداً على المصادر والمراجع المختلفة كالكتب، والمقالات والمجلات العلمية وغيرها، بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية والقياسية بهدف تسهيل قياس المتغيرات المستخدمة في النموذج.

#### 2-1-6 الأساليب الإحصائية

بعد الحصول على البيانات اللازمة، واعتماداً على الدراسات السابقة تم استخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بالاعتماد على برنامج EViews، بهدف الإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها ومن ثم صياغة النتائج والتوصيات ويمكن توضيحها فيما يلي:

اختبار جذر الوحدة: (Unit Root) قام الباحث باختبار الاستقرار (Stationary) للسلاسل الزمنية لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جذر الوحدة.

اختبار استقرار بيانات السلسلة الزمنية (جذر الوحدة): يوجد على المستوى التطبيقي عدة اختبارات يمكن استخدامها لاختبار صفة الاستقرار في السلسلة، وسيتم التركيز على اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) لأنها من أكثر الاختبارات استخداماً في التطبيقات العملية، وحيث إن جذور الوحدة تركز على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء فأن اختبارات جذور الوحدة تركز على فرضية إن حدود الخطأ ليست مترابطة بشكل جوهري وإسقاط هذا الفرض يؤدي إلى حدوث مشكلة الارتباط الذاتي.

أولاً: اختبار ديكي فوللر البسيط (Dickey-Fuller 1979، اختبار ديكي فوللر المركب (Augmented Dickey-Fuller , 1981).

ثانياً: بيرون فيليبس (Phillips and Perron, 1988).

اختبار ديكي فوللر البسيط ديكي فوللر المركب:-

يعتبر اختبار ديكي فوللر من أكثر الاختبارات استخداماً في التطبيقات العملية، ومضمون هذا الاختبار، إذا كان معامل الانحدار للصيغة القياسية المقترحة يساوي الواحد فأن هذا يؤدي إلى وجود مشكلة جذر الوحدة الذي يعنى عدم استقرار بيانات السلسلة الزمنية ( $p=1$ )، ويلاحظ إن اختبار ديكي فوللر البسيط قائم على فرض إن حد الخطأ ذو إزعاج ابيض أي انه لم يضع في اعتباره إمكانية وجود ارتباط ذاتي وهذه نقطة الضعف في الاختبار لذا تم تعديله بديكي فوللر المركب أو المعدل.

يقوم اختبار ديكي فوللر المركب على إدراج عدد من الفروق ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي الخاصة باختبار ديكي فوللر البسيط، وعليه تصبح الصيغة القياسية المقترحة متضمنة متغيرات بفترات إبطاء كمتغيرات تفسيرية للتخلص من إمكانية وجود ارتباط ذاتي لعنصر الخطأ.

ويتم اختبار ADF على ثلاثة توصيفات (Specification)، وذلك لأن توزيع ADF للقيم الحرجة

يتأثر بمدى وجود الثابت من عدمه):

إجراء انحدار بوجود ثابت واتجاه عام وهو النموذج الشمل.

إجراء انحدار بوجود ثابت فقط.

إجراء انحدار بدون وجود ثابت أو اتجاه عام.

#### 4. اختبار فيليبس بيرون (Phillips and Perron , 1988)

يقوم هذا الاختبار على إدخال تصحيح للارتباط الذاتي باستخدام طريقة غير معلمية، وما يميز هذا الاختبار انه يأخذ في الاعتبار التغيرات الهيكلية للسلسلة الزمنية، فهو ذو قوة اختباريه أكبر من اختبار ADF، حيث انه يختلف عن DF و ADF في انه يحتوى على قيم متباطئة للفروق، والذي يأخذ في الاعتبار الفروق الأولى للسلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير المعاملي (Correlated Non Parametric) ويسمح بوجود متوسط يساوي صفر واتجاه خطى للزمن أي أنه لا يستند إلى توزيع معامل لحد الخطأ.

#### 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  $(X_1, Y_1)$  أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداها لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتها 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  $(X_1, Y_1)$  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  $(U_t)$  متمثلاً الحد العشوائي يقيس انحراف العلاقة المقدر 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 الأول، مما يعني تكاملها من الدرجة الأولى، 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 المشترك، وقد طور جوهانسن اختبارين إحصائيين لفحص التكامل المشترك بين مجموعة من المتغيرات، وهما كالتالي:

Trace Test:

$$\lambda_{\text{Trace}}(r) = -T \sum_{r+1}^P \ln(1 - \lambda_i) \dots \dots \dots (1)$$

Maximal Eigen Value Test:

$$\lambda_{\text{max}}^{(r, r+1)} = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

T: عدد المشاهدات.

P: عدد المتغيرات.

$\lambda$ : القيم المقدره لخصائص الجذور (قيم إيجن المحسوبة).

R: عدد متجهات التكامل المشترك.

اختبار السببية (Granger Causality Test):

الطريقة الأكثر شيوعاً لاختبار العلاقة السببية بين المتغيرين هو اختبار جرا نجر للسببية التي اقترحها جرا نجر (1969). يشير جرا نجر على 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 الزمن ، وبناء على ما سبق يتطلب الاختبار تقدير معادلات الانحدار الذاتي التالية:

$$X_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{t-j} + \mu_{1t} \dots \dots (3)$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \lambda_i Y_{t-1} + \sum_{j=1}^m \delta_j X_{t-j} + \mu_{2t}$$

حيث يفترض أن  $\mu_{1t}$  و  $\mu_{2t}$  هي غير مرتبطات مع بعضهم ، سببية جرا نجر تعني إن لتبطن المتغير  $Y$  تأثير على  $X$  بشكل ملحوظ في المعادلة رقم 3 كما إن لتبطن المتغير  $X$  تأثير على  $Y$  بشكل ملحوظ في المعادلة رقم 4. بعبارة أخرى، يمكن للباحثين اختبار ما إذا كان كل من  $\sum \alpha_i$  و  $\sum \lambda_i$  تختلف عن الصفر باستخدام اختبار  $F$  ، عند رفض فرضية العدم بان كل من  $\sum \alpha_i$  و  $\sum \lambda_i$  كلاهما تختلف عن الصفر، فان هذا بين وجود علاقة سببية بين  $X$  و  $Y$ .

## 2-6 المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفرضيات

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

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

اختبار سكون السلاسل الزمنية:

أثبتت العديد من الدراسات القياسية (Stock and Watson, 1988)، و (Plosser & Nelson, 1982)، و (Yule, 1926)، أن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات المالية تتسم بعدم الاستقرار ناتجا عنها مشكلة الانحدار الزائف (Spurious Régression) ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتحصل عليها حيث تكون قيم  $R^2$  مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات، وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) عن طريق استخدام اختبار Augmented Dickey Fuller (ADF) لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جذر الوحدة بحيث تكون الفرضية العدمية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو بالرفض بملاحظة قيمة الاحتمالية "Probability"، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرض الأساس بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة.

اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

الجدول (1) نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية

الاختبار				ال متغيرات
PP-Fisher chi-sq		ADF-Fisher Chi-sq		
المستوى Prob	الفرق الأول Prob	المستوى Prob	الفرق الأول Prob	
0.1016	0.0424	0.1016	0.0424	A DX
0.4259	0.0452	0.4259	0.0452	B HB
0.4449	0.0465	0.3644	0.0478	DF M
0.4307	0.0378	0.3151	0.03423	AS E

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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 المقدره 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 الثلاثة 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 فإن 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 التالي:

الجدول (2) نتائج اختبار سكون البواقي

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

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

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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 الدرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية مما يستوجب رفض الفرضية الصفرية والذالة 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 فإنه 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.

الجدول (3) نتائج اختبار تحديد طول فترات الإبطاء

Vector Error Correction Estimates				
Date: 04/15/17 Time: 18:10				
Sample (adjusted): 2010M06 2016M12				
Included observations: 79 after adjustments				
Standard errors in () & t-statistics in [ ]				
0.58017	0.50	0.646838	0.5810	R-squared
4	4588		79	
0.46317	0.36	0.548415	0.4643	Adj. R-squared
3	6522		30	
0.39031	0.03	0.052214	0.1071	Sum sq. resids
9	1904		12	
0.07999	0.02	0.029257	0.0419	S.E. equation
2	2870		04	
4.95872	3.65	6.572062	4.9771	F-statistic
0	4694		85	
97.6582	196.	177.1170	148.73	Log likelihood
7	5756		52	
-	-	-4.028279	-	Akaike AIC
2.016665	4.520901		3.309751	
-	-	-3.488405	-	Schwarz SC
1.476791	3.981027		2.769877	

0.00148	0.00	0.000941	0.0018	Mean
4	1599		53	dependent
0.10917	0.02	0.043537	0.0572	S.D.
6	8734		54	dependent
		1.11E-12	resid	Determinant covariance (dof adj.)
		3.94E-13	resid	Determinant covariance
		679.7857		Log likelihood
		-15.28571	information	Akaike criterion
		-13.00624		Schwarz criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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 (4,5,6) نتائج التكامل المشترك.

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

Pedroni Residual Cointegration Test					
		Series: ADX ASE DFM BHB			
		Date: 04/15/17 Time: 17:00			
		Sample: 2010M01 2016M12			
		Included observations: 336			
		Null Hypothesis: No cointegration			
		Trend assumption: No deterministic trend			
Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)					
	Weighted				
<u>Prob.</u>	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	<u>Statistic</u>		
0.6356	-0.346688	0.6356	-0.346688	Panel v-Statistic	
0.0000	7.699097	0.0000	7.699097	Panel rho-Statistic	
0.0000	6.795020	0.0000	6.795020	Panel PP-Statistic	
0.0000	3.898715	0.0000	3.898715	Panel ADF-Statistic	

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)					
		<u>Pr</u> <u>ob.</u>	<u>Stati</u> <u>stic</u>		
		0. 0000	- 8.054486	Group	rho- Statistic
		0. 0000	- 8.207031	Group	PP- Statistic
		0. 0000	- 4.568993	Group	ADF- Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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

Pedroni Residual Cointegration Test					
			Series: ADX ASE BHB DFM		
			Date: 04/15/17 Time: 17:02		
			Sample: 2010M01 2016M12		
			Null Hypothesis: No cointegration		
			Trend assumption: Deterministic intercept and trend		
			Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel		
			Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)		
	Weig hted				

<u>Pr</u> <u>ob.</u>	<u>Stati</u> <u>stic</u>	<u>Pr</u> <u>ob.</u>	<u>Stati</u> <u>stic</u>		
0. 8336	- 0.968418	0. 8336	- 0.968418	Panel v-Statistic	
0. 0000	- 7.121957	0. 0000	- 7.121957	Panel	rho- Statistic
0. 0000	- 7.421716	0. 0000	- 7.421716	Panel	PP- Statistic
0. 0000	- 4.068382	0. 0000	- 4.068382	Panel	ADF- Statistic
<b>Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)</b>					
		<u>Pr</u> <u>ob.</u>	<u>Stati</u> <u>stic</u>		
		0. 0000	- 6.819057	Group	rho- Statistic
		0. 0000	- 8.017403	Group	PP- Statistic
		0. 0000	- 4.265527	Group	ADF- Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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

<b>Pedroni Residual Cointegration Test</b>					
			<b>Series: ASE ADX BHB</b>		
			<b>DFM</b>		
		<b>Date: 04/15/17 Time: 17:03</b>			
			<b>Sample: 2010M01</b>		
			<b>2016M12</b>		
		<b>Null Hypothesis: No cointegration</b>			
<b>Trend assumption: No deterministic intercept or trend</b>					
<b>Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett</b>					
<b>kernel</b>					
<b>Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-</b>					
<b>dimension)</b>					
	<b>W</b>				
	<b>eighted</b>				
<b><u>P</u></b>	<b><u>Sta</u></b>	<b><u>Pr</u></b>	<b><u>Sta</u></b>		
<b><u>rob.</u></b>	<b><u>tistic</u></b>	<b><u>ob.</u></b>	<b><u>tistic</u></b>		
<b>0.5746</b>	<b>-</b>	<b>0.</b>	<b>-</b>	<b>Panel v-</b>	<b>Statistic</b>
	<b>0.188149</b>	<b>5746</b>	<b>0.188149</b>		
<b>0.0000</b>	<b>-</b>	<b>0.</b>	<b>-</b>	<b>Panel rho-</b>	<b>Statistic</b>
	<b>9.308334</b>	<b>0000</b>	<b>9.308334</b>		
<b>0.0000</b>	<b>-</b>	<b>0.</b>	<b>-</b>	<b>Panel PP-</b>	<b>Statistic</b>
	<b>7.728419</b>	<b>0000</b>	<b>7.728419</b>		

0.0000	-	0.0000	-	Panel ADF-Statistic
4.052088	4.052088			
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				
		<u>Pr</u> <u>ob.</u>	<u>Sta</u> <u>tistic</u>	
		0.0000	-	Group rho-Statistic
		0.0000	11.12947	
		0.0000	-	Group PP-Statistic
		0.0000	10.94786	
		0.0000	-	Group ADF-Statistic
		0.0000	5.565666	
Cross section specific results				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

تظهر الجداول (4,5,6) نتائج اختبار عدد متجهات التكامل المشترك بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة ، وتظهر النتائج في الجداول (4,5,6) 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 عدم 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.

جدول (7) نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أسعار الأسهم

<b>Pairwise Granger Causality Tests</b>			
<b>Date: 04/15/17 Time: 17:04</b>			
<b>Sample: 2010M01 2016M12</b>			
<b>Pr</b>	<b>F-Statistic</b>	<b>O</b>	<b>Null Hypothesis:</b>
<b>ob.</b>		<b>bs</b>	
<b>0.0</b>	<b>2.77459</b>	<b>82</b>	<b>ADX does not Granger Cause ASE</b>
<b>686</b>			
<b>0.2</b>	<b>1.40776</b>	<b>ASE does not Granger Cause ADX</b>	
<b>509</b>			
<b>0.8</b>	<b>0.12370</b>	<b>82</b>	<b>BHB does not Granger Cause ASE</b>
<b>838</b>			
<b>0.7</b>	<b>0.32714</b>	<b>ASE does not Granger Cause BHB</b>	
<b>220</b>			
<b>0.0</b>	<b>3.55797</b>	<b>82</b>	<b>DFM does not Granger Cause ASE</b>
<b>333</b>			
<b>0.6</b>	<b>0.42209</b>	<b>ASE does not Granger Cause DFM</b>	
<b>572</b>			
<b>0.2</b>	<b>1.34152</b>	<b>82</b>	<b>BHB does not Granger Cause ADX</b>
<b>675</b>			
<b>0.4</b>	<b>0.83152</b>	<b>ADX does not Granger Cause BHB</b>	
<b>393</b>			

0.6 210	0.47935	82	DFM does not Granger Cause ADX
0.4 076	0.90794	ADX does not Granger Cause DFM	
0.3 171	1.16589	82	DFM does not Granger Cause BHB
0.0 817	2.58756	BHB does not Granger Cause DFM	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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 الرئيسية 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.

في هذا الجزء سيتم اختبار العلاقة بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية عينة الدراسة، من خلال اختبار ارتباط بيرسون.

جدول (8) نتائج اختبار الارتباط بين مؤشرات أسعار الأسهم

DFM	BHB	ADX	ASE	
0.140	0.243	0.155	1	ASE
0.828	0.547	1		AD X
0.453	1			BHB
1				DF M

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

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 التنوع بين السوقين كون الأسهم في السوقين تسير بنفس الاتجاه إي ترتفع وتنخفض معاً مما يؤدي إلى عدم الفائدة من التنوع، إما باقي المؤشرات فكان معامل الارتباط بين 14، و55، وبما إن معامل الارتباط موجب بين كل المؤشرات فان الاستفادة من التنوع تكون منخفضة، حيث تكون الاستفادة من التنوع إذا كان معامل الارتباط سالب وكلما اقترب من (-1) كلما الفائدة من التنوع أكبر وبالتالي لا يوجد فائدة من التنوع في الأسواق عينة الدراسة، وبالتالي نقبل فرضية عدم الثالثة بعدم وجود فائدة من التنوع.

## 3-6 المبحث الثالث: النتائج والتوصيات

### 1-3-6 مناقشة النتائج

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 المقدره 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 الثلاثة 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 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 الرئيسية 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 الرئيسية 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 التنوع بين السوقيين كون الأسهم في السوقيين تسير بنفس الاتجاه إي ترتفع وتنخفض معاً مما يؤدي إلى عدم الفائدة من التنوع، إما باقي المؤشرات فكان معامل الارتباط بين 14، و55، وبما إن معامل الارتباط موجب بين كل المؤشرات فان الاستفادة من التنوع تكون منخفضة، حيث تكون الاستفادة من التنوع إذا كان معامل الارتباط سالب وكلما اقترب من (-1) كلما الفائدة من التنوع أكبر وبالتالي لا يوجد فائدة من التنوع في الأسواق عينة الدراسة، وبالتالي نقبل فرضية العدم الثالثة بعدم وجود فائدة من التنوع.

### 2-3-6 النتائج

أولاً: أظهرت الدراسة وجود تكامل مشترك بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين.

ثانياً: وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين وهذا يعزى سبب ظهور علاقة التكامل المشترك على المدى الطويل هو الاهتمام الكبير التي تعمل عليه الحكومات العربية في تطوير أسواقها بشكل مستمر.

ثالثاً: أظهرت الدراسة لا توجد علاقة تكامل مشترك على المدى القصير بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين وهذا يعزى بالغالب إلى الظروف الحالية التي تمر بها المنطقة العربية الاقتصادية والأمنية من خلال التوتر في المنطقة العربية.

رابعاً: أظهرت الدراسة عدم وجود فرص للتنوع بين سوق عمان المالي والأسواق المالية لكل من دبي وأبو ظبي والبحرين، وهذا يعزى أيضاً لتشابه ظروف الاستثمار في أسواق المال العربية، وبالتالي عدم وجود ما يشجع المستثمر الأجنبي للمخاطر في أمواله خارج بلده.

### 3-3-6 التوصيات

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

ثانياً: دعم الجهود الرامية إلى تحقيق التكامل بين سوق عمان المالي والسوق المالي لكل من دبي وأبو ظبي وسوق البحرين المالي، من خلال تأسيس الروابط الإقليمية، لتعزيز استقرارها المالي وتطويرها التنموي.

ثالثاً: ضرورة الاهتمام في إصدار القوانين والتشريعات التي تخدم التكامل المالي بين الأسواق المالية العربية، من خلال تسهيل مهمة المستثمرين المحليين والأجانب وإعطائهم الأمان المالي على استثماراتهم الخارجية، والاهتمام بالتجارب العالمية التي سبقتنا في هذا المجال، من خلال التعرف على أهم التشريعات والقوانين التي خدمت عملية التكامل بينهما والأخذ بها.

رابعاً: التأكيد على ضرورة الاهتمام بموضوع الإفصاح والشفافية والحوكمة في أسواق المال العربية، لإعطاء المستثمر المحلي والأجنبي الحرية الكاملة 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 .

## قائمة المراجع

### أولاً- المراجع العربية:

الأزهر، بن دحان الياس (2012-2013). دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي. رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.

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

البكري، أنس وصافي، وليد (2002). الأسواق المالية والدولية، (ط1)، عمان: دار المستقبل للنشر- والتوزيع.

بن الضب، عبد الله (2010-2011). كفاءة الأسواق المالية وتكاملها. رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر.

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

بوراس، أحمد (2002). العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، (17)، 27.

بوكساني، رشيد (2005-2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

التميمي، أرشد فؤاد وسلام، أسامة عزمي (2004). الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، (ط1)، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

الجمال، جمال جويدان (2001). الأسواق المالية والنقدية، (ط1)، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

الحراحشة، محمد عبد الجليل (2011). الارتباطات الديناميكية المشروطة بين الأسواق المالية الاردنية والسعودية والقطرية والكويتية. دراسة ماجستير غير منشورة، قسم التمويل والمصارف، كلية المال وإدارة الأعمال، جامعة آل البيت، المفرق.

حموي، فواز سالوم وإسماعيل، محمد رمضان (2011). إدارة المؤسسات والأسواق المالية، (ط1)، دمشق: دار علاء الدين للنشر والتوزيع والترجمة.

الحناوي، محمد صالح والعبد، جلال إبراهيم (2002). بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية: الدار الجامعية.

خريوش، حسني علي وإرشيد، عبد المعطي رضا وجودة، محفوظ احمد (2011). الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، (ط1)، عمان: دار زهران للنشر والتوزيع.

الخطيب، شذا جمال (2008). العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، (ط1)، عمان: دار مجدلاوي للنشر والتوزيع.

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.

الداغر، محمود محمد (2005). الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، (ط1)، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع.

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

الدوري، مؤيد عبد الرحمن وعقل، سعيد جمعة (2012). إدارة المشتقات المالية، (ط1)، عمان: إثراء للنشر والتوزيع.

الزبيدي، حمزة محمود (2001). الاستثمار في الأوراق المالية، (ط1)، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

زيطاري، سامية (2004). ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق المالية العربية. أطروحة دكتوراه غير منشورة، فرع القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة الجزائر، الجزائر.

الزيود، حسين علي والهوري، سليمان ابراهيم (2012). تحليل الارتباط الديناميكي الشرطي في الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بورصة عمان والسعودية للفترة (1998-2009). مجلة المنارة، المفرق، 18(2)، 127-152.

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

السواعي، خالد محمد (2011). أساسيات القياس الاقتصادي باستخدام EVIEWS، إربد، الأردن: دار الكتاب الثقافي.

السيد علي، عبد المنعم والعيسى، نزار سعد الدين (2004). النقود والمصارف والأسواق المالية، (ط1)، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

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

شريط، صلاح الدين (2014). مبادئ الأسواق المالية، (ط1)، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع.

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

الشواورة، فيصل محمود (2008). الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، (ط1)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

عبد الجواد، محمد عوض والشديفات، علي ابراهيم (2006). الاستثمار في البورصة أسهم سندات أوراق مالية، (ط1)، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

عبد الله، خالد أمين والطراد، إسماعيل إبراهيم (2006). إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، (ط1)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

عبد الله، غالم ونور الدين، حامد ورشيد، حمريط (2007). آثار العولمة المالية على الأجهزة المصرفية "إشارة خاصة للمصارف الإسلامية). مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، (31)، 143-144.

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.

عصران، جلال عصران، (2010). تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارنة، الإسكندرية: دار التعليم الجامعي.

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

عودة، بشير هادي وعباس، هرة حسن وحسين، مصطفى مهدي (2008). الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح. مجلة دراسات إدارية، 2(4)، 179.

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

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.

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.

كهينة، رشام (208-209). واقع وفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي. دراسة ماجستير غير منشورة، فرع اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة بومدراس، الجزائر.

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

مجيد، ضياء (2003). البورصات (أسواق رأسمال وأدواتها الأسهم والسندات)، مصر: مؤسسة شباب الجامعة.

محفوظ، جبار (207). تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة بعض الأسواق العربية. الملتقى الدولي الثاني، التكامل الاقتصادي العربي، الواقع والآفاق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة عمار ثليجي، الاغواط.

مطر، محمد (2009). إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، (ط5)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

المطير، سعود (2016). اتجاهات التكامل بين مؤشر سوق الأسهم السعودية ومؤشر الداوجونز الأمريكي. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، الكويت، (2)، 45-76.

مفتاح، صالح (2002). العولمة المالية. مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خضيرة بسكرة، الجزائر، (2)، 206.

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

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

هندي، منير إبراهيم (2006). الأوراق المالية وأسواق المال، الإسكندرية: مركز دلتا للطباعة.

موقع بورصة البحرين [www.bahrainbourse.net](http://www.bahrainbourse.net)

موقع بورصة دبي [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)

موقع بورصة أبو ظبي [www.adx.ae](http://www.adx.ae)

موقع بورصة عمان [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)

## ثانياً- المراجع الأجنبية:

Al-Zeaud, Hussein Ali (2010). The Euro and European Financial Market Intergration The Case France and Germane. Journal al – Manarah for Research and studies, 16(4), 33-43.

Baltagi, B. H. (2000). Econometric analysis of panel data, (2nd Edition). New York: John Wiley & Sons.

Boamah, Nicholas Addai (2016). Regional and global market integration of African financial markets. African Review of Economics and Finance, 8(2,), 234-268.

Bortolotti, B. D'souza, J. Fantini, M. & Megginson W., L. (2002). Privatization and the sources of performance improvement in the global telecommunications industry. Telecommunication Policy, 26(5-6), 243-268.

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.

Dicky and Fuller (1979). Distribution of the estimators for Autoregressive time series with unit root. Journal of American statistical Association, 74, 427-431.

Dicky and Fuller (1981). Likelihood ratio statistics for Autoregressive time series with unit root, Economtrica, 49(4), 1057.

Green, W.H. (2003). *Econometric Analysis*, (5th Edition). Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.

Green, W.H. (2008). *Econometric Analysis*, (7th Edition), Prentice Hall.

Grossman S., J. and Har, G. (1982). Corporate financial Structure and managerial incentives. In: Mcmill, J. (Ed), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago, Chicago.

Hsiao, C. (1986). Analysis of panel data. Cambridge. U.K: Cambridge University Press.

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

Karel, Ville (2013). Interdependence Of International Stock Markets, European Government Bond" Market And Gold Market. Unpublished Master's Thesis, LUT, School of Business Finance.

Katinic, Goran and Petersson, Dennis (2012). Financial Integration in Europe. Master's thesis in Economics, a cointegration Analysis in European Stock Markets.

Lehkonen, Heikki (2015). Stock Market Integration and the Global Financial Crisis. Review of Finance, 19(5), 2039-2094.

Luper, L. and Isaac K. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from manufacturing companies in Nigeria. International Journal of Business and Management Tomorrow, 2(5).

Manez, J. A., Rochina, M. E. & Sanchis, J. A. (2004). The decision to export: a Panel Data Analysis for Spanish manufacturing. Applied Economics Letters, 11, 669-673.

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.

Myers, S. C. & Majluf, N. (1984). Corporate financing & Investment decisions when firms have information that Investors do not have. Journal of Financial Economics, 13, 187-221.

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

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

Oskan, A. (2001). Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of business financial & accounting*, 28(1&2), 175-198.

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

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

Tana, Hui-Boon, Cheah, Eng-Tuck, Johnson, Johnnie E. V., Chin Sung-Ming and Hin Chuah – Chong (2012). Stock market capitalization and financial integration in the Asia Pacific region. *Applied Economics*, 44(15), 1951-1961.

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

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.

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

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.

## Integration between Arabic Financial Markets

(Case Study of Amman Stock Exchange with Dubai, Abo Dhabi and Bahrain Stock Markets)

Prepared by: Ali Rasheed Al-Rubaye

Supervised by:

Dr. Omar Al-Gharaibeh

### **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 and 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

process.

Key words: Financial Markets, Financial Integration, Granger Causality Test, Johansson Integration Test, Pearson Correlation Coefficient.