

## أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي \*

### The Impact of Oil Revenues Fluctuations on Macroeconomic Indicators and Financial Markets Performance of Arab-Gulf Countries

د. بختيار صابر محمد  
عميد المعهد التقني / بردرش / أربيل

أ.د. أحمد حسين علي الهيتي  
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الانبار

#### المستخلص

إنّ اعتماد اغلب دول الخليج العربي على سلعة النفط وعوائدها كسلعة أساسية لتمويل برامجها التنموية، جعل اقتصادات هذه الدول تتأثر بالتقلبات التي تشهدها اسواق النفط العالمية، وإنعكاس ذلك في اداء الاقتصاد الكلي لهذه الدول وعلى اداء اسواقها المالية.

إنّ أغلب البحوث التي تناولت العلاقة بين السواقين (المالي والنفطي) هي بحوث لدول غربية متطورة مستوردة للنفط وذات أسواق مالية متطورة، وهي بطبيعة الحال تختلف من حيث العلاقة مع دول معتمدة على مصدر رئيسي في ناتجها القومي كدول الخليج العربي والتي تكون أسواقها المالية حديثة النشأة.

وتبرز أهمية البحث من خلال تحليل العلاقة بين تقلبات أسواق النفط واداء الاسواق المالية وما يتطلبه ذلك من توجهات في التحليل وعمق في النظرية، أما الهدف فيتضمن بناء المسارات النظرية بين السواقين وإنعكاس تقلبات اسواق النفط في مؤشرات اداء اسواقها المالية، وذلك بافتراض وجود علاقة موجبة بين تقلبات اسواق النفط والاسواق المالية.

ويتضمن الاطار النظري نظرية التقلبات الاقتصادية وأسواق النفط الخام وعلاقتها بالاسواق المالية، اما الاطار العملي للبحث فينقسم إلى تحليل العلاقة بين تقلبات الإيرادات النفطية و علاقتها بمؤشرات اداء الاسواق المالية في دول الخليج العربي.

وانطلاقاً من فرضية البحث التي تذكر أنّ تقلبات أسواق النفط لها تأثير على المتغيرات الكلية في دول الخليج العربي ومن ثم انتقال تأثير هذه المتغيرات الكلية إلى أداء الأسواق المالية، ومن أجل اختبار صحة الفرضية من عدمها، تم استخدام أسلوب الربط بين الاتجاهين الوصفي أولاً، من خلال الاستناد إلى الدراسات النظرية من جانب تقلبات أسواق النفط والمتغيرات الكلية من جهة، والتركيز على المتغيرات الكلية (من ضمنها عوائد أسواق النفط) وأداء الأسواق المالية من جهة أخرى، والكمي ثانياً وذلك بالاعتماد على ثلاثة معادلات رئيسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية (القيمة السوقية وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم)،

وعلى غرار النتائج تقترح الدراسة ما يأتي:

\* بحث مستل من اطروحة دكتوراه ، جامعة الموصل ، كلية الادارة والاقتصاد

تنوع مصادر الدخل في الدول الخليجية بـصور عامة، لتلافي الآثار الناجمة عن تقلبات أسواق النفط، وامكانية التراجع في الاحتياطي والانتاج على وفق مستويات سقف النضوب .

2- زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة في دول الخليج وذلك من خلال التعاون المشترك بين الأسواق المالية الخليجية داخليا وخارجيا، وتنوع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق.

## Abstract

The dependence of most Arab Gulf countries on oil as a basic commodity and as an only source of its revenues for financing their development programs has subjected their economies to unsystematic fluctuations that are being felt in international oil markets, on the macro economies of these countries and on the performance their financial markets.

The significance of this research lies in the relations between the fluctuations in oil market and the performance of financial markets coupled with the desired need for in-depth theoretical analysis.

The research aims at structuring appropriate theoretical paths for the two markets and the repercussion of these fluctuations on the indicators of the performance of financial markets, assuming a positive relation between oil market fluctuation and financial markets.

The theoretical framework consists of cyclical fluctuations; crude oil markets and their relations to financial markets. While the empirical aspects analyze the relation between oil market fluctuation and measuring their impact on financial market performance in those countries.

So far most research dealing with the relations between the two markets, financial and oil, has been conducted in oil-importing advanced Western economies with highly developed financial markets. This situation obviously differs from those economies whose national products rely on one major resource such as Arab Gulf countries whose financial markets are still in their infancy.

And in order to examine whether this hypothesis is true or not, a couple of approaches are used in association: the first descriptive one by relying on theoretical studies concerning oil market fluctuations and macro-variables on the one hand, and the focus on macro-variables (including oil market returns) and stock-market performance on the other hand. The second approach depend on these major equations for currency-market indices (MARKET CAPITALIZATION, VALUE TRADED, LOCAL INDEX)

## المقدمة

تشكل الموارد المالية للنفط الخام أهمية كبيرة في دول الخليج العربي المنتجة للنفط الخام وتعظيم الانفاق العام، حيث تعتمد على عائدات النفط كمصدر رئيسي لتمويل برامجها التنموية، وتصنف اقتصاداتها ضمن اقتصادات الدول النامية على الرغم من أنها تدخل في إطار الاقتصاديات النفطية التي تتميز بدرجة عالية من الطاقة التمويلية وارتفاع متوسط دخل الفرد فيها، فانه من الطبيعي أن يعتمد أداء الاقتصاد الكلي على ما يتعرض له قطاع النفط من تغيرات.

وبما أن الاستثمار في الأوراق المالية هو أحد أهم أدوات الاستثمار غير المباشر في الاقتصاد الحديث، وتزايد أهمية بورصات الأوراق المالية في العالم أجمع يوماً بعد يوم نتيجة زيادة الاتجاه إلى تحرير الأسواق

والاعتماد على القطاع الخاص في قيادة مسيرة التنمية ونظراً لهذه الأهمية المتزايدة فقد بدأت البورصات الخليجية خاصة والعربية عامة في تطوير إمكانياتها وقدراتها لتتواكب مع هذه المعطيات عن طريق التوافق مع المعايير العالمية للبورصات المتقدمة، والاستثمار في الأوراق المالية ما هو إلا تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات نقدية مستقبلاً، وتتأثر هذه الأسواق بالعوامل والمتغيرات الاقتصادية الكلية (كالناتج المحلي الإجمالي، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، ومعدلات التضخم، وعرض النقد، إضافة إلى العوامل غير الاقتصادية السياسية والنفسية) وتختلف الدول المتقدمة عن الدول النامية في هذا المجال.

ويركز البحث على (التحليل الأساسي) أو النظرية التقليدية لأسعار الأسهم Conventional Theory تشير إلى أن جميع العوامل الأساسية (الكلية) المؤثرة في أسعار الأسهم تأتي من خارج السوق والتي تتضمن العوامل الاقتصادية الكلية كالأسعار والإنتاج والعوائد في الأسواق النفطية ومعدلات التضخم وعرض النقد وأسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي، لذلك تسمى هذه النظرية في بعض الأحيان بمنهج الاقتصاد الكلي .

#### - أهمية البحث:

تظهر أهمية البحث من خلال تحليل العلاقة بين تقلبات أسواق النفط في دول الخليج العربي وتأثيرها في أداء أسواقها المالية، وذلك لكونها دول ريعية تعتمد كثيراً على عوائد سلعة النفط، وان التقلبات التي تنتاب أسواقها بين حين وآخر ( جانب الأسعار والإنتاج للنفط) تتعكس في عوائدها التي توظف قسماً منها في الأسواق المالية.

إضافة إلى أن اغلب الدراسات التي تناولت تأثير الأسواق المالية بتقلبات الاسواق النفطية اقتصر على العوامل الاقتصادية الكلية ولم تتناول الأسواق النفطية وتقلباتها كإحدى العوامل الاقتصادية الكلية وقياس تأثيرها في أسواق الأوراق المالية وخاصة في الدول الرئيسية المنتجة و المصدرة للنفط الخام كدول الخليج العربي.

#### - مشكلة البحث:

ان التقلبات التي تشهدها الاسواق النفطية ذات تاثير في الاسواق المالية الخليجية التي هي في معظمها حديثة العهد، حيث تم إنشائها خلال عقد التسعينات وما بعدها، وقد ازداد الاهتمام بتطويرها خاصة بعد الطفرة النفطية الثانية عام 1979 وإلى الوقت الراهن، وأنها تواجه الكثير من التحديات في ظل التطورات المتلاحقة التي تشهدها الأسواق المالية العالمية لذا فان مشكلة البحث تتحدد في أن تقلبات أسواق النفط ذات علاقة بالأسواق المالية الخليجية، وما يتطلبه ذلك من عمق في النظرية وتوجهات في التحليل وتلمس ذلك في الواقع الحقيقي لهذه البلدان الريعية.

#### - فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية مفادها أن هنالك علاقة موجبة بين تقلبات عوائد أسواق النفط وأداء أسواق الأوراق المالية في دول الخليج العربي، فضلاً عن الآثار المترتبة على متغيرات الاقتصاد الكلي فيها.

**- هدف البحث:**

يهدف البحث إلى اثبات فرضيته والتحقيق منها من خلال تحليل العلاقة بين أسواق النفط والأسواق المالية الخليجية، متوخيا الآثار الكلية في اقتصاديات تلك الدول، من خلال تحليل أثر تقلبات أسواق النفط في مؤشرات أداء الأسواق المالية الخليجية.

**- منهج البحث:**

تم اعتماد المنهج الوصفي في البحث من خلال ربط النتائج بالأسباب وتفسير المعطيات في ضوء النظرية الاقتصادية وكذلك اعتماد الأسلوب التجريبي من خلال قياس العلاقة بينهما كمياً استناداً إلى أساليب القياس وفق النهج القياسي في محاولة لمناقشة فرضية البحث.

**- المدة الزمنية:**

تضمن الدراسة سلسلة زمنية مداها خمسة وعشرين عاماً (1980-2005)، ولكن نظراً لحدثة الأسواق المالية في دول الخليج العربي وعدم توفر البيانات السنوية للفترة الزمنية 1980-2006 لأسواقها المالية المنظمة، فقد اعتمد الباحث على بيانات فصلية لسلسلة زمنية مداها خمسة وعشرين فصلاً ( الفصل الأول من عام 2000 إلى الفصل الأول من عام 2006) في الفصل الثالث من الدراسة لغرض توحيد النماذج لكل دولة، إضافة إلى عدم توفر البيانات الفصلية لبعض المتغيرات المستقلة، فقد تم التركيز على أسعار الصرف وعرض النقد ومعدل التضخم وعوائد أسواق النفط كمتغيرات مستقلة في تأثيرها على مؤشرات أداء الأسواق المالية.

**- اختيار العينة:**

اختار الباحث اثنين من دول الخليج العربي هما (السعودية والإمارات)، كمنطقة للبحث المختار. وقد تضمنت الدراسة جانبين، الجانب الأول (الإطار النظري) نظرية التقلبات الاقتصادية والعلاقة النظرية بين الأسواق المالية وأسواق النفط إضافة إلى العرض المرجعي .

أما الجانب الثاني فقد عني بالتقدير الإحصائي والتحليل الاقتصادي لأثر تقلبات الأسواق النفطية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المؤشرات الرئيسية للأسواق المالية في دول الخليج العربي، من خلال تحليل أثر عوائد أسواق النفط والمؤشرات الاقتصادية الكلية في أسواق المال لدول الخليج العربي، وختم البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

**الجانب النظري: العلاقة بين أسعار النفط وعوائد الأسواق المالية**

تعد تقلبات أسعار النفط المصدر الرئيسي للأسباب المؤدية إلى الاختلالات في اقتصاديات الدول المنتجة، وتتنظر بعض الحكومات الإقليمية إلى أن المدة ما بين (1973-1986) على أنها مدة رخاء للدول المنتجة للنفط (وخاصة الدول العربية) نتيجة لازدياد العوائد النفطية، ولكن رافقها تضخم في الأسعار ومعدلات الأجور والاعتماد على القوى العاملة الأجنبية، بعبارة أخرى فإن زيادة مساهمة القطاع النفطي في نمو الدخل القومي أدى إلى تدني دور القطاعات غير النفطية لأغلب الدول الخليجية، وقد أطلق على هذه الظاهرة بالمرض الهولندي (The Dutch Disease).

وبما أن النفط يلعب دورا بارزا في الاقتصاد، فإن التغيرات التي تحصل في أسعاره ستكون لها علاقة ارتباط مع التغيرات في أسعار الأسهم المالية من خلال تأثيرها على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، كالتأثير في أرباح الشركات التي يكون للنفط فيها كلفة تشغيل مباشر أو غير مباشر، لذا فإن الزيادة في أسعار النفط تؤدي إلى انخفاض في عوائدها المتوقعة، وأسعار أسهمها المالية، وذلك إذا استطاعت سوق الأسهم المالية السيطرة على مؤشرات التدفق النقدي بشكل فعال بزيادات أسعار النفط، أما إذا كانت هذه الأسواق غير كفؤة فإن عوائدها ستكون منخفضة. (Maghyreh, 2004, 27-40).

وبوجود أدلة على الارتباطات القوية ما بين أسعار النفط الخام وأسواق الأسهم المالية في الاقتصاديات المتطورة، فإن هذه المسألة تدرس في الاقتصادات الناشئة من خلال الارتباطات الديناميكية بين أسعار النفط الخام وعائدات الأسهم المالية في الكثير من الاقتصاديات الناشئة وتطرح سؤالين جوهريين وهما، إلى أي حد تؤدي تغيرات الأسعار أو العائدات في سوق النفط الخام إلى تغيرات عائدات الأسواق المالية الناشئة؟ والسؤال الثاني ما هي كفاءة الصدمات في سوق النفط الخام المنتقلة إلى أسواق الأسهم المالية في الاقتصاديات الناشئة؟ وهنا يجب التنويه إلى أهمية النفط الخام على الإنتاج الاقتصادي في الاقتصاد الناشئ.

ونلاحظ أن الكساد الذي أعقب صدمة أسعار النفط عام 1973 أظهر العديد من الدراسات والتي حاولت تحليل العلاقة المتبادلة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات أسعار النفط كدراسة ريسرج و توتم التي أوضحت العلاقة العكسية بين زيادة أسعار النفط والأنشطة الاقتصادية الكلية. (Rasche and Tatom, 1977, 2-12)، ودراسة جونيس و كول التي استنتجت ردود أفعال أسواق الأسهم المالية لصدمة النفط من خلال التغيرات الحالية والمستقبلية في تدفق النقد الحقيقي أو تغيرات في العوائد الحقيقية، وخلصت الدراسة إلى أن استجابة أسعار الأسهم المالية في الولايات المتحدة وكندا إلى صدمة النفط هي المسؤولة عن تدفق النقد الحقيقي، وعلى العكس، لم تكن النتائج للمملكة المتحدة واليابان بنفس قوتها (Jones and Kaul, 1992).

وهناك سمة أخرى في دراسات الاقتصاد الكلي لصدمة أسعار النفط والتي يمكن أن تسمى مسألة التنسب (attribution issue) أي إذا ما كان الكساد ناجماً عن صدمة أسعار النفط أو عن السياسات الحكومية أو عن أحداث أخرى؟

وتناول هاميلتون (Hamilton, 1983, 228-248) استقرارية علاقة الانحدار ما بين تغيرات أسعار النفط الاسمي ولوغاريتم الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، إضافة إلى العلاقة السببية بين تغيرات أسعار النفط ومؤشرات اقتصادية كلية. وفصل هاميلتون الأعوام 1948 إلى 1980 إلى فترتين ثانويتين، وهي 1948 إلى 1972 و1973 إلى 1980. وقد تميزت كلتا الفترتين بعلاقة معنوية إحصائية ما بين تغير أسعار النفط والناتج المحلي الاجمالي، لكن تقديرات الفترة الكلية أنتجت معاملات أصغر من كلا المقدرتين لكل من الفترتين بشكل منفصل، حيث كانت معاملات أسعار النفط المتأخرة زمنياً للفصلين الثالث والرابع معنوية ولكل فترة على حدة عند 0.01، بينما كان للفصل الثاني تأخر زمني أفضل من 0.10 وللفترة السابقة 1949 إلى 1972. قدم رومر (Romer and Romer, 1989, 122-170) أدلة تثبت أنها تدعم فرضية أن السياسة المالية توضح الكثير من التغيرات في الأنشطة الاقتصادية ما بين عام 1947 إلى 1987، وتبين بان منهجهم لا

يميز ما بين الصدمة المالية وصدمة العرض، وان صدمة أسعار النفط يمكن أن تنتج نفس النتائج من الصدمة المالية (Romer and Romer, 1989, 122-170).

وقد درس دوتسي وريد (Dotsey and Reid, 1992, 14-27) فرضية رومر من جوانب متعددة في سلسلة زمنية فصلية للولايات المتحدة ما بين 1954 - 1991 وبأخذ العلاقة السببية (var) و الناتج المحلي الاجمالي ومعدل البطالة، وباستخدام تغيرات منفصلة موجبة وسالبة في أسعار النفط ومؤشرين لمعدل الفائدة للسياسة النقدية، وهي سعر الفائدة للأسهم الفيدرالية والانتشار ما بين معدل الفائدة لاوذونات الخزينة لعشرة أعوام ومعدل التمويل. ووجدوا أدلة معنوية لاستجابة غير متناظرة لكل من الناتج المحلي الاجمالي ومعدل البطالة لصدمة أسعار النفط واستجابة غير معنوية إلى الصدمة المالية. فضلاً عن أن التغيرات في أسعار النفط الموجبة مسئولة عن (5-6%) من التغيرات في الناتج المحلي الاجمالي، بينما سعر الفائدة للأسهم الفيدرالية مسئولة عن نفس النسبة، بالإضافة إلى أن انتشار معدل الفائدة مسئول عن (8%).

وطبقاً لهذه الدراسات نجد أن تقلبات أسعار النفط تلعب دوراً مهماً في التأثير على عوائد الأسهم المالية، وخاصة خلال العام 1986 إذ كان تأثيرها معنوياً في أسواق الأسهم، لان هذه الأسواق تتأثر سلباً بأسعار النفط الحالية والسابقة.

أما بالنسبة إلى دراسة الاقتصادي (Martin Agren, 2006) التي تعرض أثر انتقال التقلبات في أسعار النفط إلى أسعار الأسهم ضمن نموذج (BEKK) بدءاً من الأسبوع الأول من عام 1989 إلى الأسبوع السابع عشر من عام 2005 وخلال المدة وجد دلائل قوية على انتقال التقلبات في اليابان والنرويج والولايات المتحدة الأمريكية، بينما كان التأثير ضعيفاً في السويد، وكان لتأثير الأخبار معنوية ضعيفة بينما التقلبات التي حدثت في أسواق الأسهم كانت لها صلة قوية بعوامل اليقين وأسواق النفط، وحسب تفسير (Martin) أن الارتفاع الذي شهدته أسواق النفط كان مزيجاً غير طبيعي من العرض المقيد والطلب المتفجر والمضاربات المالية للنفط الخام، إضافة إلى العوامل السياسية. (Martin Agren, 2006, 4)

وضمن إطار فرضية (Irving Fisher) التي تنص على أن المعدلات المتوقعة للعوائد الاسمية للأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائداً المعدل المتوقع للتضخم. (Cetin, 2001, 203-212) وان العنصر الخالي من الخطورة لعامل الخصم يتألف من معدل التضخم المتوقع والمعدل الفعلي للعائدات، لذا فان الصدمات في معدل التضخم يمكن أن تؤثر في كل من عائدات النفط والأسهم، وكانت هذه العلاقة بين أسواق النفط وحركة مؤشر أسواق الأسهم أقوى خلال فترة التسعينات حسب دراسة سيتين عام 2001 حيث أظهرت العلاقة غير الخطية بين أسعار النفط وسوق الأسهم الأمريكية.

بينما أظهرت دراسة (Hung, Masulis, and Stoll, 1996, 1-27) واختصارها (HMS) دليلاً على علاقة معنوية بين سعر النفط وسندات شركات منفردة، لكن لم يظهر تأثير مؤثر ذا قاعدة واسعة مثل (S&P 500\*)، لذا استنتجوا بأن تأثير صدمة أسعار النفط على الاقتصاد الكلي هو خرافة أكثر مما هو واقع، لكن انتقد سينر هذا الاستنتاج لكونه لم يكن قادراً على إظهار العلاقات غير خطية.

\* Standard and Poor's Stocks Indexes الذي يتكون من :  
1- مؤشر S&P الصناعي المركب من 400 سهم (S&P400)

واستخدام سينر بيانات (HMS) وبيّن العلاقة المعنوية للارتباط غير الخطي ما بين العائدات المستقبلية للنفط الخام مع مؤشر عائدات (S&P 500) واطهر دليلاً بان عوائد مؤشر الأسهم المالية تؤثر كذلك على عائدات النفط الخام المستقبلي مما يشير إلى وجود علاقة تغذية عكسية بين عائدات الأسهم (S&P 500) وعوائد النفط المستقبلي، وان تحليلات عام 1990 وذلك بدءاً من نيسان 1990 وحتى نيسان 2000 عند زيادة التقلبات، أثبتت وجود علاقة غير خطية أكثر قوة.

وهناك اختلاف في المدة الزمنية لاستجابة الأسواق المالية الناشئة لصدمة أسواق النفط، حيث وجد Maghyereh أن هناك اختلافاً في استجابة (22) سوقاً مالياً ناشئة لصدمة أسواق النفط، وان أثر الانتقال يكون بطيئاً إلى هذه الأسواق، فهي تستجيب بعد يومين من الصدمة، وان عودة السوق إلى الحالة الطبيعية بعد الصدمة تظهر في اليوم الرابع في اغلب الأسواق، حيث قدر درجة استجابة أسواق الأسهم بين (0.00051 إلى 0.0012) في اليوم الثاني للصدمة، (Maghyereh,2004,37) وهذا يشير إلى إن الأسواق المالية غير كفؤة في نقل تأثير صدمات أسواق النفط.

وهناك اختلاف بين آراء الاقتصاديين حول إمكانية التنبؤ بعائدات الأسهم المالية من خلال تغيرات أسواق النفط من حيث الحصول على البيانات للمتغيرات الممكنة التطبيق مع الأسواق والزمن، وهي عادة مرتبطة بمؤشرات الاقتصاد الكلي كالنفط مثلاً لأنها تمثل إحدى المتغيرات المهمة والمؤثرة في الاقتصاد العالمي، فضلاً عن كونها أكبر أسواق السلع في العالم. (Maghyereh,2004,7) وان استهلاك العالم يتراوح بين (70-80) مليون برميل نفط في اليوم الواحد، والتي تستهلك الولايات المتحدة 25% منه.

وتساهم عوامل أخرى تتعلق بأهمية دراسة أسواق النفط نسبة إلى عوائد الأسهم المالية، إذ طور كل من (Hong and Stein,1999,8) نموذجاً يؤدي إلى التفاعل غير المؤثر لأسعار الأسهم المالية إلى أساسيات السوق وذلك طبقاً إلى التفكير المنطقي والمحدد للمستثمرين، كمرقبي الأخبار بحيث لا يدخلون في حساباتهم الأسعار السابقة أو الأسعار الحالية، بعبارة أخرى لا يستنبطون المعلومات من الأسعار، لأن المعلومات الخاصة تنتشر بصورة تدريجية من خلال الأخبار، وفي هذه الحالة يحدث تفاعل أسعار الأسهم تحت تأثير الأخبار.

وعند الافتراض بان تغيرات أسعار النفط لها تأثير معنوي على الأنشطة الاقتصادية فهذا يعني إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم المالية من خلال تغيرات أسواق النفط، ويتم تقييم التأثير في تيار الأرباح المستقبلية للشركات إضافة إلى المدى المستخدم لخصم هذه الأرباح المستقبلية، فالشركات التي تعمل في صناعة النفط سيسودها تأثير المرتبة الأولى (تأثير تغيرات أسعار النفط في الأرباح المستقبلية)، بينما الشركات العاملة في القطاعات غير النفطية فان تغيرات أسعار النفط ستؤثر في الاقتصاد بصورة عامة. (Gerben, 2004, 1-38)

2- مؤشر S&P الخدمي المركب من 40 سهم (S&P40)

3- مؤشر S&P للنقل والمواصلات المركب من 20 سهم (S&P20)

4- مؤشر S&P المالي المركب من 40 سهم (S&P40)

5- مؤشر S&P المركب من المؤشرات السابقة ويتكون من 500 سهم (S&P500)

إن الطريقة البديلة لإمكانية التقدير ممكنة من خلال تفاعل المستثمرين عبر المدة الزمنية المختلفة مع تغيرات أسواق النفط، بسبب أهمية إنتاج النفط واستهلاكه، وظهور تأثير الصدمة عند نقاط مختلفة، فعلى سبيل المثال عند أخذ الرقم القياسي لأسعار المنتجات النفطية في الولايات المتحدة كمؤشر للنفط، وعند مقارنة المؤشر مع تغيرات أسعار النفط الحقيقية في السوق كنفط تكساس أو برنت، فإن هذه التغيرات قد تكون لها تأثيرات بطيئة، وأحيانا تصل إلى ثلاثة أشهر. (Gerben,2004,9) وحسب استنتاج جيربن (Gerben, 2004) فإن العلاقة معنوية بين التغير في أسواق النفط والتنبؤ بعوائد الأسواق المستقبلية، إذ حسب فرضية انتشار المعلومات التدريجي فإن تغيرات أسواق النفط (كانخفاض أسعارها) خلال مدة زمنية (شهر) تؤدي إلى ارتفاع عوائد أسواق الأسهم المالية في الشهر التالي، وكمثال على هذه الحالة فإن انخفاض أسعار النفط بمقدار 10% في الولايات المتحدة سوف يضاعف العوائد المتوقعة في سوق الأسهم في الشهر الذي يلي الانخفاض في أسعار النفط. وإن المستثمر في سوق الأسهم سوف يتفاعل مع تغيرات أسعار النفط بعد ثلاثة أشهر وهي متوافقة مع فرضية انتشار المعلومات التدريجي التي افترضها هونك وستين وتتعارض مع كفاءة السوق.

### الجانب العملي

## تقدير أثر عوائد أسواق النفط و المؤشرات الاقتصادية الكلية

### في أسواق المال لدول الخليج العربي

#### تحديد المتغيرات وتوصيف النموذج:

يظهر من التركيب الاقتصادي لبلدان الخليج العربي، أن النفط يلعب دوراً مهماً في تشكيل حركة الأسواق المالية حالياً ومستقبلاً، إذ تستحوذ على ( 16%) من إنتاج العالم اليومي من النفط الخام، أي ما يعادل (76) مليون برميل في اليوم، حسب إنتاجها لشهر كانون الثاني 2002، وتمثل ( 47 % ) من الإنتاج العالمي المتمثل بـ ( 1.018.8 ) بليون برميل من احتياطي النفط المثبت في العالم خلال العام 2002 .  
وتبلغ نسبة الاحتياطي المؤكد من النفط الخام لدول الخليج العربي مايقارب (45%) إلى العالم و(55.1%) إلى الأوبك خلال العام 2004، في حين تبلغ نسبة إنتاج الخليج العربي من النفط الخام (21%) إلى العالم و (52%) إلى الأوبك (10, 2004, OPEC).

إن حركة أسواق الأسهم المالية لدول الخليج العربي تتجه عكس اتجاه أكثر الأسواق الرئيسية في العالم لكونها دول ريعية، لذلك تمثل أسواقها بديلاً لتنوع الأسهم المالية وتشكيل المحفظة، إلا أن أدائها لم يكن متشابهاً وارتباطها بأسعار وعوائد النفط كان مختلفاً، لذا يجب دراسة هذه الأسواق لكل دولة على حدى .  
يتضمن هذا الجزء الجانب التطبيقي لغرض قياس أثر عوائد أسواق النفط و المؤشرات الاقتصادية الكلية في أسواق المال لدول الخليج العربي من خلال توصيف النموذج القياسي وتقدير وتحليل العلاقة بينها، إضافة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات من حيث الإشارة وقيمة المعلمة والتي تتسجم مع المنطق الاقتصادي استناداً إلى الدراسات النظرية والتجريبية.

ومن الأهمية أن يكون هيكل النموذج منسجماً في علاقاته مع الفرضيات. وان تكون المعايير المستخدمة للحكم عليه وتقويم صلاحيته التجريبية منسجمة مع غرضه.



وان المتغيرات الخارجية المؤثرة في أداء أسواق المال الخليجية والتي تؤخذ بنظر الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري، والمتمثلة بأسعار الصرف وعرض النقد ومعدل التضخم إلى جانب عوائد أسواق النفط لكون دول الخليج العربي دول ريعية كمتغيرات مستقلة ، وقياس تأثيرها في مؤشرات أسواقها المالية المتمثلة بالقيمة السوقية (رسملة السوق ) وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية، إضافة إلى بيان الأهمية النسبية لعوائد أسواق النفط في درجة تأثيرها في مؤشرات أسواق المال الخليجية.

ولكون بورصة الأوراق المالية تتأثر وتؤثر في العديد من المتغيرات والعوامل الاقتصادية التي تنشأ في المجتمع خلال فترة معينة، لذلك يجب دراسة المؤثرات الداخلية و الخارجية التي تحدد مسارها ، وسيتم التركيز على العوامل الخارجية المؤثرة في الأسواق المالية الخليجية، وذلك باستخدام تحليل الانحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين عدة متغيرات كمية.

وتعد طريقة المربعات الصغرى من أهم الأساليب التي تساعدنا في اختيار أفضل النماذج المعبرة عن البيانات لكون معادلة الانحدار تمثل مسار متوسطات المتغير التابع لقيم محددة من المتغيرات المستقلة .

ويمكن تحديد مؤشر أداء أسواق المال الخليجية (المتغيرات المعتمدة) والموحدة لجميع النماذج لكل دولة كالاتي:

1- القيمة السوقية(رسملة السوق) (Y1): الذي يمثل مجموع القيمة السوقية للأسهم الخاصة في الشركات

المدرجة لكل دولة من دول الخليج العربي لأسواقها المالية، وتمثل سيولة السوق ونشاطه.

2- حجم التداول (Y2): التي تمثل القيمة الكلية للأسهم المحلية التي تم تداولها خلال السنة.

3- المؤشر العام لأسعار الأسهم (Y3): والذي يعبر عن الأداء الكلي لأسواق كل دولة من دول الخليج

العربي للأوراق المالية، وهذا المؤشر يمثل الشركات المدرجة في السوق النظامية.

أما بالنسبة إلى المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج والتي تكون موحدة ولكل دولة من دول الخليج العربي فهي كالاتي:

1- أسعار الصرف (X1) : تم الأخذ بأسعار صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي نظرا لكونه

من أهم العملات المطلوبة والمتداولة على نطاق واسع لأغلب الدول الخليجية، فضلا عن ارتباط عملتها بالدولار أو بالعوائد النفطية المقومة بالدولار .

2- عرض النقد (X2) : الذي يتضمن عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) .

3- معدل التضخم (X3) : تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) للتعبير عن معدلات التضخم .

4- عوائد أسواق النفط (X4) : تم التعبير عن تقلبات أسواق النفط في دول الخليج العربي بعوائدها المعبرة عنها بالدولار الأمريكي.

و الشكل الرياضي للنموذج في المعادلات أعلاه يأخذ الصيغة الآتية:

$$Y=f( X1 , X2 , X3 , X4)$$

والمرحلة اللاحقة هي تقدير معلمات النموذج القياسي، من خلال القيمة العددية للمتغيرات المفسرة ( $B_1 \dots B_K$ ) وللسلسلة الزمنية من الفصل الأول من عام 2000 إلى الفصل الأول من عام 2006\* باستخدام طريقة الانحدار الخطي المتعدد، واختيار أفضل النماذج للصيغ القياسية، من ثم تحليل المتغيرات المتضمنة في النموذج وطبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمستقل استناداً إلى النظرية الإحصائية من حيث الاختبارات ( $R^2, R, t, F$ )، وسلامتها من المشاكل القياسية من خلال الاختبارات (VIF, D.W)، والمنطق الاقتصادي من حيث الإشارة وقيمة المعلمة .

#### آلية العلاقات النظرية المعتمدة :

يفترض النموذج وجود علاقة طردية بين مؤشرات أداء الأسواق المالية مع أسعار الصرف لان ارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل انخفاض قيمة العملة المحلية يدفع بالمستثمرين إلى الاحتفاظ بالأوراق المالية على شكل موجودات مالية أو حقيقية والعكس صحيح أيضاً.

بينما يفترض النموذج أن زيادة حجم العرض النقدي تؤثر في زيادة الإنفاق الكلي ومن ثم زيادة الطلب على السلع والخدمات وزيادة أرباح المستثمرين وانتعاش مؤشرات أداء الأسواق المالية بشكل ايجابي، وتكون العلاقة طردية بين معدل التضخم المعتدل ومؤشرات أداء الأسواق المالية، فزيادة قيمة الأسهم تأتي من خلال قناة الزيادة في أسعار المنتجات للشركات التي تصدر الأسهم وزيادة إرباحها، فضلاً عن وجود علاقة طردية بين كل من عوائد أسواق النفط ومؤشرات أداء الأسواق المالية لكون الأولى القناة الرئيسية التي تؤثر على مؤشرات الاقتصاد الكلي كالإنفاق الحكومي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري وزيادة أرباح أسهم الشركات .

#### عرض نتائج النموذج القياسي وتحليلها:

استناداً إلى ما سبق فإن نتائج التحليل للنماذج القياسية في دول الخليج العربي كانت كالتالي:

#### أولاً: تحليل نتائج التقدير في سوق الأسهم السعودي :-

يبين الجدول أدناه أهم نتائج التقدير للمملكة العربية السعودية، والتي تضم معادلة القيمة السوقية وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية، وذلك باستخدام الصيغة الخطية لنموذج حجم التداول ( $Y_2$ )، والصيغة نصف اللوغاريتمية لنموذج القيمة السوقية ( $Y_1$ ) والمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية ( $Y_3$ ) في التحليل.

\* نتيجة لكون الأسواق المالية لدول الخليج العربي حديثة النشأة وعدم توفر البيانات السنوية للفترة الزمنية 1980-2006 فقد تم الاعتماد على البيانات الفصلية من الفصل الأول من عام 2000 إلى الفصل الأول من عام 2006 لغرض توحيد النماذج لكل دولة، إضافة إلى عدم توفر البيانات الفصلية لبعض المتغيرات المستقلة، لذا تم التركيز على أسعار الصرف وعرض النقد ومعدل التضخم وعوائد أسواق النفط.

الجدول (1) نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين عوائد أسواق النفط والمتغيرات الاقتصادية الكلية مع مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودية

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	نتائج الاختبارات
LOG Y1 (t)	- 0.066*X1, - 0.21*X3, 0.68*X4 (-1.7), (-4.8), (16.14)	$R^2 = 95.5$ , $\bar{R}^2 = 94.9$ DW= 1.36, F=149.9
Y2 (t)	- 0.128*X1, 0.034*X3, 0.91*X4 (-1.43), (0.35), (9.57)	$R^2 = 84.7$ , $\bar{R}^2 = 82.5$ DW=1.22, F=38.6
LOG Y3 (t)	- 0.075*X1, - 0.157*X3, 0.61*X4 (-2.04), (-3.95), (15.7)	95.14, $\bar{R}^2 = 94.44$ $R^2 =$ DW= 1.42, F= 136.9

#### 1- التحليل الإحصائي والقياسي للنماذج:-

تشير القوة التفسيرية للنماذج المقدر (  $R^2$  ) إلى أن التغيرات الحاصلة في المتغيرات التابعة تفسر بواسطة التغيرات في المتغيرات المستقلة، ففي معادلة القيمة السوقية (Y1) أشارت القوة التفسيرية للنموذج المقدر (  $R^2$  ) إلى أن (95.5%) من التغيرات الحاصلة للقيمة السوقية تفسر بواسطة المتغيرات المستقلة والتي تضم أسعار الصرف (X1) ، ومعدل التضخم (X3) ، وعوائد أسواق النفط (X4) ، بينما (4.5%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى متغيرات أخرى مؤثرة وغير داخلة في النموذج لصعوبة قياسها والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

بينما كانت قيمة (  $R^2$  ) لحجم التداول (Y2) والمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية (Y3) هي (84.7%) ، (95.14%) على التوالي .

ومن جانب آخر فإن (  $\bar{R}^2$  ) المعدلة للنماذج الثلاثة كانت (94.9%) ، (82.5%) ، (94.44%) وعلى التوالي.

ولبيان معنوية وقابلية المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد، أظهرت قيمة (t) المحسوبة لجميع المتغيرات المستقلة مقابل (t) الجدولية معنويتها في تفسير المتغيرات المعتمدة للنماذج المقدر في المملكة العربية السعودية وعند مستوى معنوية (0.05)، ما عدا معدل التضخم (X3) في معادلة حجم التداول.

ولمعرفة معنوية الصيغ المختارة ككل من خلال اختبار (F) المحسوبة ومقارنتها مع (F) الجدولية عند مستوى معنوية (0.05) تبين أن النماذج الثلاثة اجتازت الاختبار، وان القيمة المقدر لها كانت (149.9)،

(38.6)، (136.9) وعلى التوالي، علما أن قيمة (P-value) أظهرت معنوية الدوال ككل عند مستوى معنوية (0.05) .

تشير الاختبارات القياسية إلى سلامة النماذج من المشاكل القياسية ، كمشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، ومشكلة الارتباط الذاتي بين قيم المتغير العشوائي، ومشكلة عدم ثبات تجانس التباين لانتشار البواقي .

وأظهرت نتائج التقدير الكمي للمملكة العربية السعودية سلامة النماذج من هذه المشاكل ، فقد بينت قيمة اختبار درين واتسن للمعادلات الثلاث المقدرة أنها كانت ( 1.36 ، 1.22 ، 1.42 )، وعلى التوالي، وعند مقارنة هذه القيمة المحسوبة مع قيمتها الجدولية العليا (du) والدنيا (dl) عند مستوى معنوية (0.05) وعدد المتغيرات المستقلة (k = 3) وللمدة (n = 25)، نلاحظ أن جميع القيم المحسوبة تقع في منطقة عدم التأكد (المنطقة الحرجة)، مما يؤكد سلامة النماذج من مشكلة الارتباط الذاتي.

وبالنسبة إلى اختبار المشكلة الثانية وهي وجود أو عدم وجود التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة حسب اختبار (VIF) وذلك عندما تكون قيمتها أقل من 10، \* وتبين أن النموذج خالي من هذه المشكلة .

إضافة إلى سلامة النماذج من مشكلة عدم ثبات التجانس بين قيم المتغير العشوائي حسب اختبار بارك، (Gujarati, 2003, 404) .

## 2- التحليل الاقتصادي للنماذج:

ينضمن التحليل الاقتصادي تفسير إشارة وقيمة المعلمات للنماذج المقدرة حسب النظرية الاقتصادية، ويمكن إيجاز النتائج المستخلصة من النموذج الاقتصادي للمملكة العربية السعودية بما يلي:

أ- النموذج نصف اللوغاريتمي للقيمة السوقية (رسملة السوق) (Y1)\* :-

$$\text{LOGY1} = 11.87 - 0.066 * X1 - 0.21 * X3 + 0.68 * X4$$

يتبين من إشارة و ميل المعلمة أسعار الصرف (X1)، أن انخفاض أسعار الصرف بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة مؤشر القيمة السوقية بـ (0.066) وحدة، لان الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولا مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة Currency Risk والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة. وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة لكل دولة .

\* نتيجة لوجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة في جميع النماذج ولأغلب الدول حسب اختبار (VIF) ، فقد تم حذف المتغير المسبب للمشكلة والذي كان (X2) عرض النقد.

\* أوضحت النتائج المقدرة لنموذج القيمة السوقية في المملكة العربية السعودية قبل حذف المتغير المسبب للمشكلة الشكل الآتي:

$$\text{LOGY1} = 11.8 - 0.024 * X1 + 0.62 * X2 + 0.00859 * X3 + 0.209 * X4$$

$$t = (496) , (-0.91) , (5.6) , (0.18) , (2.4)$$

$$R^2 = 97, F \text{ test} = 283.5 , DW = 0.97$$

$$R^2 = 98 ,$$

أما بالنسبة إلى درجة استجابة معدل التضخم ( $X3$ ) البالغة قيمتها (-0.21) ذي الإشارة السالبة، والتي كانت عكس النظرية الاقتصادية نتيجة لمعدلات التضخم المرتفعة في المملكة وليست المعتدلة، إذ ارتفع معدل التضخم إلى (2.2%) في عام 2006 مقارنة بعام 2005 (1.14%) نتيجة لزيادة عرض النقد إلى (163.173) مليار دولار حسب تقرير مؤسسة النقد السعودية، إضافة إلى أن حجم الإنفاق الاستهلاكي تجاوز (100) مليار دولار هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن النتائج المالية المحققة للشركات على سبيل المثال لا تنعكس على السوق المالية، كما هو الحال اليوم في السوق السعودية، والذي يرجع إلى أن الكثير من الاستثمارات (المضاربات قصيرة الأجل) تتم بناء على تسريب المعلومات، وبالتالي ليس هناك اعتماد حقيقي على البيانات والنتائج المالية، وفي أحيان كثيرة فإن معلومات الاندماجات أو إبرام عقود، تكون أكثر تأثيراً من المعلومات المالية نفسها. إضافة إلى أن ارتفاع الأسعار وبالتالي أسعار الفائدة سيولد انخفاض في الطلب على الموجودات المالية ومن ثم تراجع القيمة الحاضرة للأصل المالي.

أما درجة استجابة المتغير المفسر الرابع ( $X4$ ) الذي يعبر عن قيمة عوائد أسواق النفط فقد كان إشارتها موجبة وبالغتها (0.68) بمعنى أن زيادة العوائد بوحدة واحدة تؤثر في زيادة القيمة السوقية بـ (0.68) وحدة، علماً أن الأهمية النسبية للمتغير كانت (92%) في تفسير المتغير التابع، والسبب في ذلك أسعار النفط وعوائدها التي تلعب الدور الأهم في تحديد أسعار الأسهم السعودية وارتفاع مؤشر القيمة السوقية وتأثيرها المباشر في أرباح ليس فقط الشركات المتداولة المرتبطة مباشرة بالنفط، بل أيضاً الشركات الأخرى عبر عامل الإنفاق الحكومي.

علماً أن قطاع البترول يشكل (75%) من إجمالي إيرادات الموازنة العامة السعودية، وتمثل عوائدها (40%) من الناتج المحلي الإجمالي.

#### ب- النموذج الخطي لحجم التداول ( $Y2$ ):\*

$$Y2 = -2.49 - 0.128 * X1 + 0.034 * X3 + 0.91 * X4$$

يشير النموذج الخطي لحجم التداول أن التغير في قيمة المعلمة ( $X1$ ) أسعار الصرف ذي الإشارة السالبة تؤثر في مؤشر حجم التداول بـ (0.128) وحدة، أما بالنسبة إلى معدل التضخم ( $X3$ ) البالغة قيمتها (0.034) ذي الإشارة الموجبة، والتي كانت مطابقة للنظرية الاقتصادية نتيجة لمعدلات التضخم المعتدلة في المملكة، كما أن ارتفاع الأسعار يولد تراجع في البنية الحقيقية لعوائد استثمارات الموجودات المالية، أما المتغير المفسر الرابع ( $X4$ ) الذي يعبر عن قيمة عوائد أسواق النفط ذي الإشارة الموجبة وبالغتها (0.91) بمعنى أن زيادة العوائد بوحدة واحدة تؤثر في زيادة حجم التداول بـ (0.91) وحدة، كما إن الأهمية النسبية للمتغير كانت (80.6%) في تفسير المتغير التابع.

\* أوضحت النتائج المقدره لنموذج حجم التداول في المملكة العربية السعودية قبل حذف المتغير المسبب للمشكلة الشكل الآتي:

$$Y2 = -4.65039E-13 - 0.0518153 * X1 + 1.12757 * X2 + 0.426237 * X3 + 0.0515903 * X4$$

$$t = (-6.9) , \quad (-0.7) , \quad (3.65) , \quad (3.22) , \quad (0.21)$$

$$= 88.9 , \quad F \text{ test} = 49.31 , \quad DW = 1.19 \quad R^2 = 90.7$$

### ج- النموذج نصف اللوغاريتمي للمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية (Y3)\*\*:-

$$\text{LOGY3} = 8.36 - 0.075 * X1 - 0.157 * X3 + 0.61 * X4$$

يظهر من نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية أن درجة استجابتها للمعلمة (X1) أسعار الصرف كانت (-0.075) نتيجة للإشارة السالبة، أما بالنسبة إلى ميل معدل التضخم (X3) البالغة قيمتها (-0.157) ذي الإشارة السالبة، والتي كانت عكس المنطق الاقتصادي نتيجة لنفس السبب السابق، بينما كانت قيمة وميل المعلمة (X4) عوائد أسواق النفط ذي الإشارة الموجبة تشير إلى أن التغيير في عوائد أسواق النفط بوحدة واحدة تؤثر في استجابة المؤشر العام للأسعار بـ (0.61) وحدة، كما أن الأهمية النسبية للمتغير عوائد أسواق النفط كانت (91.8%) في تفسير المتغير التابع.

ويتبين من النماذج الخاصة بسوق الأسهم السعودية أن عوائد النفط تلعب دوراً بارزاً في تنشيط أسواقها المالية وان علاقتها بقرارات الاستثمار قوية والذي يتبين من خلال الأهمية النسبية في تفسير المؤشرات أسواقها المالية.

وكانت نتائج النماذج الثلاثة متوافقة مع الدراسات النظرية وخاصة مع دراسة (Sadorsky,1999)، لكون سوق الأسهم السعودية والأسواق الخليجية بصورة عامة تتحرك وفقاً للتغيرات في أسواقها النفطية من خلال الأسعار والإنتاج (أي تحويل الأصول العينية إلى أصول مالية)، وانتعاش مؤشراتها المالية والاقتصادية إلى جانب بعض الآثار الاقتصادية السلبية المترتبة كالتبعية الاقتصادية للدول المتقدمة من خلال أسعار صرفها أو التضخم المستورد.

### ثانياً: تحليل نتائج التقدير في سوق أبوظبي المالي:-

يبين الجدول أدناه أهم نتائج التقدير للإمارات العربية المتحدة، والتي تضم معادلة القيمة السوقية وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية، وذلك باستخدام الصيغة الخطية واللوغاريتمية المزدوجة ونصف اللوغاريتمية في التحليل.

\*\* أوضحت النتائج المقدرة لنموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية في المملكة العربية السعودية قبل حذف المتغير المسبب للمشكلة الشكل الآتي:

$$\text{LOGY3} = 8.36021 - 0.0355525 * X1 + 0.576086 * X2 + 0.0430874 * X3 + 0.17183 * X4$$

$$t = (387), (-1.48), (5.75), (1.00), (2.16)$$

$$R^2 = 98.2 \quad = 97.2 \quad , \quad R^2 \quad , \quad F \text{ test} = 267.7 \quad , \quad DW = 1.06$$

الجدول (2) نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين عوائد أسواق النفط والمتغيرات الاقتصادية الكلية مع مؤشرات أداء سوق أبو ظبي المالي

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	نتائج الاختبارات
LOG Y1 (t)	$-494.2 * LNX1$ , $-0.874 * LNX3$ , $1.97 * LNX4$ (-1.02), (-0.22), (7.47)	$R^2 = 93.1$ , $\bar{R}^2 = 91.5$ DW= 2.06, F=58.9
LOG Y2 (t)	$0.018 * X1$ , $0.41 * X3$ , $1.4 * X4$ (0.11), (1.72), (5.8),	$R^2 = 90.6$ , $\bar{R}^2 = 88.45$ DW=2.09, F=42
Y3 (t)	$-0.077 * X1$ , $-0.12 * X3$ , $1.0 * X4$ (0.66), (-0.69), (5.66)	$R^2 = 83.13$ , $\bar{R}^2 = 79.24$ DW= 1.32, F= 21.35

### 1- التحليل الإحصائي والقياسي للنماذج:-

إنّ القوة التفسيرية للنماذج المقدره ( $R^2$ ) تبين أن التغيرات الحاصلة في المتغيرات التابعة تفسر بواسطة التغيرات في المتغيرات المستقلة، ففي معادلة القيمة السوقية (Y1) بينت القوة التفسيرية للنموذج المقدر أن (93.1%) من التغيرات الحاصلة للقيمة السوقية تفسر بواسطة المتغيرات المستقلة والتي تضم أسعار الصرف (X1)، ومعدل التضخم (X3)، وعوائد أسواق النفط (X4)، بينما (6.9%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى متغيرات أخرى مؤثرة وغير داخلة في النموذج لصعوبة قياسها والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

بينما كانت قيمة ( $R^2$ ) لحجم التداول (Y2) والمؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية (Y3) هي (90.6%)، (83.13%) على التوالي . في حين كانت نتائج قيمة ( $R^2$ ) المعدلة لنموذج القيمة السوقية والتي بلغت (91.5%) وهي قيمة عالية الأمر الذي يعني أن (91.5%) من التغيرات التي تصيب القيمة السوقية من خلال المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج، أما (8.5%) فتعود إلى متغيرات أخرى غير محسوبة في النموذج والتي تقع ضمن المتغير العشوائي، بينما كانت قيمة ( $R^2$ ) المعدلة لحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم (88.45%)، (79.24%) وعلى التوالي.

ولبيان معنوية وقابلية المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد، أظهرت قيمة (t) المحسوبة للمتغير المستقل عوائد أسواق النفط (X4) مقابل (t) الجدولية معنويتها في تفسير المتغيرات المعتمدة للنماذج الثلاثة المقدره في الإمارات وعند مستوى معنوية (0.05)، بينما نلاحظ أن أسعار الصرف (X1) أظهرت عدم معنويتها في النماذج الثلاثة، اضافة الى عدم معنوية معدل التضخم (X3) في نموذجي القيمة السوقية والمؤشر العام للأسعار.

في حين أظهرت معنوية الصيغ المختارة ككل من خلال اختبار (F) المحسوبة ومقارنتها مع (F) الجدولية عند مستوى معنوية (0.05) أن النماذج الثلاثة اجتازت الاختبار، وان القيمة المقدره لها كانت (58.9)، (42)، (21.35) وعلى التوالي.

ومن ناحية أخرى أشارت قيمة اختبار درين واتسن للمعادلات الثلاث المقدره أنها كانت (2.06، 2.09، 1.32)، وعلى التوالي، وعند مقارنة هذه القيمة المحسوبة مع قيمتها الجدولية العليا (du) والدنيا (dl) عند مستوى معنوية (0.05) وعدد المتغيرات المستقلة (k = 3) وللمدة (n = 17)\*، نلاحظ أن القيمة المحسوبة للقيمة السوقية وحجم التداول تقع في منطقة التأكد بينما المؤشر العام لأسعار الأسهم تقع في منطقة عدم التأكد (المنطقة الحرجة)، مما يؤكد سلامة النماذج من مشكلة الارتباط الذاتي.

كما أشارت اختبار (VIF) إلى عدم وجود التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة وذلك لكون قيمة (VIF) اقل من 10. إضافة إلى سلامة النماذج من مشكلة عدم ثبات التجانس بين قيم المتغير العشوائي حسب اختبار بارك.

## 2- التحليل الاقتصادي للنماذج:

أ- النموذج اللوغاريتمي المزدوج للقيمة السوقية (رسملة السوق) (Y1)\* :-

$$\text{LOGY1} = 633.4 - 494.2 \cdot \text{LOGX1} - 0.874 \cdot \text{LOGX3} + 1.97 \cdot \text{LOGX4}$$

يلاحظ من النموذج أن إشارة وقيمة المعلمات من خلال المرونة، ان قيمة مرونة المعلمة (X1) ذي الإشارة السالبة تشير الى ان الزيادة في اسعار الصرف تخفض من القيمة السوقية بـ (494.2).

بينما اشارت قيمة مرونة معدل التضخم الى العلاقة العكسية بحجم السوق المالي، وانها كانت غير معنوية احصائياً، ومن المحتمل أن تكون هناك عوامل أخرى تؤثر في القيمة السوقية غير التضخم كالأخطاء في تقييم أسهم الشركات وضعف الشفافية والإفصاح عن المعلومات والمضاربات الوهمية... الخ، وان كل زيادة في معدل التضخم يترافق معها انخفاض في حجم القيمة السوقية بـ (0.874).

وأظهرت العلاقة الموجبة لعوائد أسواق النفط مع مؤشر القيمة السوقية من قيمة المرونة وبمعنوية مرتفعة، حيث أن زيادة العوائد بوحدة واحدة تعزز مؤشر القيمة السوقية بـ (1.97)، وان الأهمية النسبية لعوائد النفط في تفسير المتغير التابع كانت (71.7%) من بين المتغيرات المستقلة الأخرى المستخدمة في النموذج .

\* نتيجة لعدم توفر البيانات عن سوق ابوظبي المالي لكونه أحدث الأسواق المالية في دول الخليج العربي فقد تم الاعتماد على البيانات من الفصل الأول 2002 إلى الفصل الأول من عام 2006 .

\* أوضحت النتائج المقدره لنموذج القيمة السوقية في الإمارات قبل حذف المتغير المسبب للمشكلة الشكل الآتي:

$$\text{LOGY1} = 548.401 - 438.179 \cdot \text{LOGX1} + 2.12886 \cdot \text{LOGX2} - 0.775458 \cdot \text{LOGX3} + 1.10199 \cdot \text{LOGX4}$$

$$t = (0.88) , (-0.91) , (1.19) , (-0.20) , (1.41)$$

$$R^2 = 91.8 , F \text{ test} = 45.9 , DW = 1.84 \quad R^2 = 93.9,$$



**ب- النموذج نصف الوغاريتمي لحجم التداول (Y2)\*\* :-**

$$\text{LOGY2} = 6.5 + 0.018 * X1 + 0.41 * X3 + 1.4 * X4$$

يبين نموذج الانحدار لحجم التداول في سوق ابوظبي المالي أن إشارة المعلمتين ومرونتها (X1) أسعار الصرف و (X2) معدل التضخم كانت موجبة والتي تشير إلى العلاقة الطردية في تأثيرها على حجم التداول، إلا أنهما غير معنويتين من الناحية القياسية، بينما كانت العلاقة معنوية وموجبة لنمو عوائد النفط في تأثيرها على مؤشر حجم التداول، إذ إن زيادة العوائد يتزامن معه ازدياد في حجم التداول بـ (1.4)، علما أن الأهمية النسبية لها كانت (60.5%) في تفسير المتغير التابع.

**ج- النموذج الخطي للمؤشر العام لأسعار الأسهم (Y3)\* :-**

$$Y3 = -2.0 - 0.077 * X1 - 0.12 * X3 + 1.0 * X4$$

وكذلك الحال في نموذج انحدار المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق ابوظبي المالي أظهرت إشارة المعلمة (X1) أسعار الصرف عدم معنويتها بمعنى أن الأثر الذي يتركه أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم يكون عشوائيا، بينما كانت إشارة متغير معدل التضخم (X3) كانت سالبة وعكس المنطق الاقتصادي والذي يمكن تبريره بان معدلات التضخم في الإمارات ليست معتدلة وان قيمة المعلمة غير المعنوية أثرت بشكل عشوائي في المؤشر العام لأسعار الأسهم، أو أن التضخم يولد نوع من الذعر المالي والخوف ورد الفعل المعاكس تجاه الاستثمارات في الأسواق المالية، بينما كانت العلاقة معنوية وموجبة لعوائد النفط (X4) في تأثيرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم، إذ بزيادة العوائد بوحدة واحدة يزداد معها المؤشر العام لأسعار الأسهم (1.0) وتؤدي إلى انتعاش السوق المالي في أبو ظبي، علما أن الأهمية النسبية لها كانت (59.3%) في تفسير المتغير التابع.

والنماذج الثلاثة لسوق أبو ظبي المالي استجابت لتغيرات عوائد أسواق النفط ولكن بنسب متفاوتة، فالقيمة السوقية جاءت في المرتبة الأولى ثم حجم التداول وأخيرا المؤشر العام لأسعار الأسهم، لكون العوائد النفطية تشكل (63.3%) من إجمالي صادراتها .

وكانت نتائج الدراسة في الإمارات متوافقة مع الدراسات النظرية وخاصة دراسة (Samer, 2005).

\*\* أوضحت النتائج المقدره لنموذج حجم التداول في الإمارات قبل حذف المتغير المسبب للمشكلة الشكل الآتي:

$$\text{LOGY2} = 6.52508 + 0.0162829 * X1 + 2.42876 * X2 + 0.228187 * X3 - 0.8738 * X4$$

$$t = (56.9) , (0.13) , (3.14) , (1.17) , (-1.18)$$

$R^2 = 93.1$  ,  $F \text{ test} = 55.4$  ,  $DW = 1.75$  ,  $R^2 = 94.9$  <sup>-2</sup>

\* أوضحت النتائج المقدره لنموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية في الإمارات قبل حذف المتغير المسبب للمشكلة الشكل الآتي:

$$Y3 = 5.64 - 0.0781156 * X1 + 1.75602 * X2 - 0.256755 * X3 - 0.631405 * X4$$

$$t = (-0.82) , (-0.79) , (4.93) , (-1.79) , (-1.59)$$

$$R^2 = 87.08 , F \text{ test} = 27.9 , DW = 0.99$$
 <sup>-2</sup>  $R^2 = 90.3$

## الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً: الاستنتاجات:

1- إن نشوء أسواق الأوراق المالية وتطورها في البلدان المختلفة يأتي انعكاساً لظروف التطور الاقتصادي، لأن هذه الأسواق تمثل إحدى القنوات المهمة في تجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها (تحويل الفوائض المالية إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة والدخل القومي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية)، بحيث تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، وإحدى المؤشرات البارزة للإنجازات المتحققة فيها.

2- إن العوامل الخارجية (خارج الأسواق المالية) سواء كانت اقتصادية أم سياسية (النشاط الاقتصادي وعرض النقد وسعر الصرف وحجم التوظيف وتقلبات عوائد النفط) تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في أداء سوق الأوراق المالية، ويتباين تأثير هذه العوامل في أدائها .

3- في ظل درجة الاعتماد المباشر لاقتصاديات دول الخليج العربي على النفط الخام عليه فإن أداء سوق الأوراق المالية من حيث المؤشرات والمتغيرات قد جاء انعكاساً للتقييم الإيجابي من جانب المستثمرين والمتداولين في سوق النفط وفي انتعاش الفعاليات الاقتصادية وازدياد الفرص الاستثمارية، وإن حساسية اقتصادات دول الخليج العربي لتقلبات أسعار النفط التي تحدث بين حين وآخر ذات تأثير واضح في مؤشرات أداء الأسواق المالية الخليجية.

4- يظهر من واقع الأسواق المالية في دول الخليج العربي أنها أسواق حديثة النشأة وتتميز بنظم متطورة للتداول والتسويات، وتدقق رؤوس الأموال الأجنبية إليها للاستثمار، إضافة إلى إصلاح وتطوير الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية حسب المعايير الدولية والانفتاح على العالم الخارجي وعلى الرغم من هذه المميزات التي تتمتع بها أسواق الخليج العربي إلا أنها تعاني من بعض المعوقات في نفس الوقت والتي تتمثل بضيق ومحدودية هذه الأسواق وعدم توفر الوعي الاستثماري وانخفاض أداء الشركات المدرجة وتنوع الأدوات المالية المتداولة على نطاق ضيق وضعف الشفافية.

5- أظهرت عوائد أسواق النفط تأثيراً معنوياً موجباً في أداء الأسواق المالية الخليجية، وإن ارتفاع أسعار النفط الخام ومن ثم عوائده يترك أثراً موجباً على المتغيرات الاقتصادية الكلية وعلى أداء الأسواق المالية فيها على عكس الاتجاه بالنسبة إلى الأسواق المالية المتقدمة. ويظهر ذلك من خلال الأهمية النسبية لعوائد أسواق النفط في أداء المؤشرات الثلاثة للأسواق المالية، القيمة السوقية (Y1) وحجم التداول (Y2) والمؤشر العام لأسعار الأسهم (Y3)، وكانت النتائج كالآتي:

أ- الأهمية النسبية لعوائد أسواق النفط في أداء المؤشرات الثلاثة للأسواق المالية في المملكة العربية السعودية (79%)، (65%)، (70%) على التوالي.

ب- بينما كانت في الإمارات (62%)، (48%)، (50%) على التوالي.

**ثانياً: التوصيات:**

- في ضوء الاستنتاجات التي تم الوصول إليها، يمكن أن نقترح الآتي:-
- 1- إنّ أسواق الأوراق المالية تعد إحدى الدعائم والركائز الأساسية للبيئة الاقتصادية والتنمية المتواصلة من خلال علاقات التشابك بينهما وتعزيز إحداهما الأخرى من خلال التوظيف الأمثل للموارد الاقتصادية، وتشجيع وتنمية الادخار والاستثمار طويل الأجل وليس ذات الأمد القصير لأنه يعتبر من أكبر الحواجز للوصول إلى الهدف الاقتصادي.
  - 2- العمل على معالجة المعوقات الرئيسية التي تعترض أسواق الأوراق المالية الخليجية كضيق ومحدودية هذه الأسواق، وعدم توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين، وقصور وعدم كفاءة المؤسسات المالية، وانخفاض أداء الشركات المدرجة، وعدم تنوع الأدوات المالية المتداولة، وضعف الشفافية والإفصاح عن المعلومات.
  - 3- توجه الدول نحو تنويع وتوسيع القاعدة الاستثمارية في دول الخليج العربي، وخاصة للمستثمرين الصغار، لغرض تشجيع المدخرين بالتعامل في هذه الأسواق، وتأمين توظيف رؤوس الأموال في الداخل.
  - 4- نظراً لكون اقتصادات أغلب دول الخليج العربي منفتحة نحو العالم الخارجي، فإن تكثيف جهود الخصخصة (**Privatization**) له أثر فعال على زيادة أنشطة أسواق المال وحجمها، لان الأسواق المالية المتطورة لها آلية تغذية عكسية مع الخصخصة، إذ بزيادة تطور الأسواق المالية تسهل عملية تطبيق الخصخصة.
  - 5- ضرورة دراسة أثر السياسة المالية والنقدية والمؤشرات الكلية المؤثرة في أداء أسواق رأس المال، وذلك لمعرفة سلوك المستثمرين ومدى استجابتهم لهذه السياسات والمؤشرات في الأسواق المالية الخليجية ولمعرفة أسباب التقلبات في الأسواق المالية .

## المصادر

- 1- Cetin Ciner (2001), Energy Shocks and Financial Markets: Non Liner Linkages, Studies in Non Linear Dynamics and Econometrics ,vol 5 ,Issue 3.
- 2- Dotsey, M., and M. Reid.(1992) "Oil Shocks, Monetary Policy, and Economic Activity," Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review 78/4.
- 3- Gerben Driesprong and others (2004), Stock Markets and Oil Prices, Rotterdam School of Management, USA.
- 4- Gujarati D.N(2003),Basic Econometrics,4 Edition ,McGraw-Hill,NewYork.
- 5- Hamilton, James D. (1983). "Oil and the Macro economy Since World War II," Journal of Political Economy, 91.
- 6- Hong, Harrison G. and Jeremy C. Stein.(1999) "A Unified Theory of Underreaction,Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets," The Journal of Finance, 54(6).
- 7- Hung, R.D.; Masulis, R.W.; Stoll, H.R. [1996], Energy shocks and financial markets, Journal of Futures Markets, 16.
- 8- Jones, C. M. and G. Kaul,( 1992), "Oil and Stock Markets," Journal of Finance, 51.
- 9- Maghyerch .A(2004), Oil Price Shocks and Emerging Stock Markets A Generalized VAR Approach , International Journal of Econometrics and Quantitative Studies ,vol 1.
- 10- Martin Agren (2006),Does Oil Price Uncertainty Transmit to Stock Markets Working Paper , Uppsala University, Sweden.
- 11- OPEC(2004) , Annual Statistical Bulletin to years (1980-2005), CD ROM.
- 12- Rasche, R. H., and J. A. Tatom, (1977), "The effect of the New energy Regime on Economic Capacity, Production and Prices," Economic Review, 59.
- 13- Romer, C. D., and D. H. Romer.(1989) "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," in O. Blanchard and S. Fischer, eds., NBEAR Macroeconomics Annual 4 (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989).
- 14- Sadorsky, P. (1999), 'Oil price shocks and stock market activity', Energy Economics, 21.
- 15- Samer A .M(2005),Oil Price Shocks and the Stock Market :Evidence from Amman Stock Exchange . Jordan Journal of Business Administration, Vo 1 ,No 2 .