أثر تغيرات اسعار النفط علي اداء اسوق الاسهم في دول مجلس التعاون الخليجي

The impact of changes in oil prices on the performance of stock markets in the Gulf Cooperation Council countries

د/ سوزانا المساح

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة

مستخلص

لقد أثر الإنخفاض الأخير في سعر النفط على العديد من الدول، وخاصةً كبار منتجي ومصدري النفط ومنهم دول مجلس التعاون الخليجي التي تمتلك نصف احتياطي النفط العالمي. يثير إنخفاض سعر النفط مخاوفاً بشأن تأثير ذلك على معدل النمو الإقتصادي وتحركات أسواق الأسهم. تهدف هذه الورقة البحثية إلى التعرف على أثر تغيرات أسعار النفط على أسواق الأسهم الخليجية التي تتضمن البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة خلال فترة عشر سنوات من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٥. تقوم الدراسة بفحص اتجاه التأثير وامتصاص التأثير من خلال اختبار سببية جرانجر Granger Causality ودالة استجابة الدافع Impulse Response. وتعد نتائج هذه الورقة مهمة لمديري المحافظ على المستوى الدولي، بالإضافة إلى أهميتها لصانعي القرار من خلال مساعدة الحكومة والجهات التنظيمية على اتخاذ القرارات الصائبة عند حدوث تغيرات في أسعار النفط. هذا وتدعو نتائج هذه الورقة إلى لمزيد من التنوع الإقتصادي على المستوى المحلي والإقليمي للتخفيف من حدة التغيرات في أسواق الأسهم الخليجية المصاحبة لأزمات النفط.

الكلمات الدالة: دول مجلس التعاون الخليجي، أسواق الأسهم، أسعار النفط، تقلبات سوق الأسهم، اختبار

سببية جرانجر Granger Causality ، دوال استجابة الدافع Impulse Response.

Abstract:

The recent drop in the price of oil has affected many countries, especially the major oil producers and exporters, including the Gulf Cooperation Council countries, which possess half of the world's oil reserves. The drop in the oil price raises concerns about the effect this will have on the economic growth rate and stock market movements. This paper aims to identify the impact of oil price changes on the Gulf stock markets, which include Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia and the United Arab Emirates during a ten-year period from 2005 to 2015. The study examines effect direction and effect absorption by testing Granger Causality and Impulse Response. The results of this paper are important for portfolio managers at the international level, in addition to their importance for decision makers by helping the government and regulators to make the right decisions when changes in oil prices occur. The results of this paper call for more economic diversification at the local and regional levels to mitigate the sharp changes in Gulf stock markets associated with the oil crises.

Keywords: GCC countries, stock markets, oil prices, stock market fluctuations, Granger Causality, Impulse Response.

١. مقدمة

أدى الإنخفاض الأخير في أسعار النفط نهاية ٢٠١٥ لإثارة قلق العديد من الدول المصدرة للنفط. حيث انهارت أسعار النفط من ١٤٥ دولار للبرميل (يوليو ٢٠٠٨) إلى ٣٦ دولار للبرميل (ديسمبر ٢٠١٥)، وهو انخفاض يقدر بنسبة ٤٩% في الأشهر الستة عشر الأخيرة. وقد جاء هذا الانخفاض نتيجة لزيادة إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية، بشكل جعل العالم غارقاً في البترول فائض من النفط الخام، ليصل الفائض في ٢٠١٦ ما يكفي لتغطية احتياجات دولة في حجم بريطانيا. ويعني الإنخفاض في أسعار النفط أرباحاً أقل للدول المصدرة للنفط بالإضافة إلى إعاقة نمو التصدير (The Economist, 2015). وتعد دول الشرق الأوسط أكثر عرضة من غيرها للتأثر بتغيرات أسعار النفط، حيث أن بعضها من كبرى الدول المنتجة

والمصدرة للنفط، بالإضافة إلى امتلاكها جزء ضخم من النفط العالمي يقارب ٨١٠ مليار برميل ممثلاً ٤٧.٧% من المخزون العالمي (راجع الملحق ١).

يضم مجلس التعاون الخليجي ستة دول من الشرق الأوسط هي البحرين والكويت وعمان والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر، التي وقّعت الدول اتفاقية للتعاون الاقتصادي والتجاري علم ١٩٨٣. وتعد دراسة العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية على قدر من الأهمية لعدة أسباب؛ أولاً، إن دول مجلس التعاون الخليجي هي الدول الرئيسية المنتجة والمصدرة للنفط (كما هو موضح في الملحق ١)، بالإضافة إلى عضويتها في منظمة الدول المصدرة للبترول (أوبك)؛ مما يجعل أسواق الأسهم فيها شديدة الارتباط بالتغيرات في أسعار النفط. ثانياً، بالرغم من كون إقليم مجلس التعاون الخليجي مستقلاً عن أسواق الأسهم العالمية، إلا أنه شديد التأثر بالأحداث الإقليمية السياسية والجغرافية. ثالثاً، تحمل نتائج هذه الدراسة إضافة وأهمية معرفية لصانعي السياسات والمنظمين الحكوميين والمستثمرين في المنطقة.

كانت المملكة هي المؤسس الأول لمنظمة الأوبك واستمرت في قيادتها بفعالية، ويعود ذلك لعدة أسباب؛ أولها أنها تمتلك أضخم احتياطي نفط خام في العالم، متجاوزةً في ذلك أقاليم الأمريكتين ومنطقة آسيا والمحيط الهادئ وأوروبا وأوراسيا، بلغ حوالي ٢١% من احتياطي الأوبك وحوالي ١٨% من الاحتياطي العالمي في عام ٢٠١٣. ثانياً، أن المملكة هي أكبر مصدر للنفط في الأوبك، كما أن لها ما يقارب من ثلث النفط المستخرج (Hamilton, 2014). ثالثاً، تمتلك المملكة أكبر طاقة إنتاجية احتياطية في العالم مما يمكنها من العمل كمنتج موازن swing producer، وهو ما يعني قدرتها على زيادة أو تخفيض إمدادها للنفط بحد أدنى من التكلفة الإضافية، وبالتالي يمكنها التأثير على أسعار النفط وموازنة السوق على نحو يوفر الحماية من المخاطر على المدى القريب والمتوسط.

يلعب النفط دوراً هاماً في الاقتصادات الخليجية؛ فعندما تتغير أسعار النفط يتأثر النشاط الإقتصادي الفعلي، مما ينعكس على أرباح الشركات التي ترتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بصناعة النفط، وبالتالي، تتأثر أسعار أسهم تلك الشركات. يوجد أضخم احتياطي نفط في المملكة العربية السعودية، متبوعةً بالكويت والإمارات العربية المتحدة على التوالي (راجع الملحق ٢). وتذهب مجموعة واسعة من الأدبيات نحو إثبات العلاقة بين أسعار النفط الخام وأسواق الأسهم في الدول المتقدمة. ويعد إقليم مجلس التعاون الخليجي موقعاً ثرياً وجذاباً لإجراء البحث العلمي لتقصي فوائد الإستثمار فيه وإدارة المحافظ في الأسواق المالية بالمنطقة.

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية خلال الفترة ٢٠٠٥–٢٠١٥ باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (Vector Auto Regression–VAR) للإجابة عن سؤالين رئيسيين: الأول، ما هي العلاقة السببية بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية؟ ثانياً، ما المدة التي تستغرقها أسواق الأسهم الخليجية لاستيعاب تأثير سعر النفط؟

يناقش القسم الثاني من الدراسة خلفية أسواق الأسهم الخليجية، ويقدم القسم الثالث عرضاً للأدبيات، كما يصف القسم الرابع المنهجية والبيانات، ويعرض القسم الخامس النتائج الكمية للنموذج ويتم مناقشة النتائج وتداعياتها في الجزء السادس، وأخيراً تنتهي الدراسة بعرض الخاتمة في القسم السابع.

٢. أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي

يمثل مجلس التعاون الخليجي إتحاداً إقتصادياً وسياسياً لستة دول عربية تتشارك الخليج العربي، هذه الدول هي البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والتي وقّعت اتفاقية إقتصادية وتجارية في ١٩٨٣. تحمل دول مجلس التعاون عضوية منظمة الأوبك وتحتل صدارة منتجي النفط في العالم. ويتمثل العامل المشترك بين دول المجلس في اعتمادها الكبير على الموارد الطبيعية غير المتجددة (بنك الكويت الوطني، ٢٠١١)، وإن كان بمستويات مختلفة (Arouri & Rault, 2012). وتتصل السياسات النقدية لدول المجلس بالدولار الأمريكي لكون أسعار الصرف الخاصة بها مربوطة بالدولار (Karam, 2001)[١].

تصنف أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي كأسواق حدودية frontier markets، فهي أسواق مجزأة بشكل كبير ولديها استعداد/قابلية كبيرة للتأثر بالعوامل الإقليمية أكثر من تأثرها بالعوامل العالمية (Balcilaret et. al., 2013; Arouri & Rault, 2012). وتشترك أسواق الأسهم الخليجية في خصائص مؤسسية عامة، مثل ارتفاع درجة تركز القطاعات المصرفية والمالية والتي تعمل كوسيط/ناقل mediator للتقلبات volatilityالإقليمية والعالمية بين هذه الأسواق خاصة أثناء الأزمات المالية (Jamaani & Roca, 2015). علاوةً على ذلك، تشهد أسواق دول مجلس التعاون الخليجي مشاركات أجنبية ضئيلة بسبب القيود القانونية الحاكمة للملكيات الأجنبية وعدم تناظر المعلومات الناتج عن حداثة وضعف هذه الأسواق (Jamaani &

[١]) لأن أسعار الصرف تقاس في مقابل الدولار الأمريكي، فإن البيانات المستخدمة في هذا التحليل ستكون أيضاً في مقابل الدولار الأمريكي وذلك لأغراض المقارنة.

Roca, 2015). حيث تشهد الأسواق الخليجية أحجاماً منخفضة من التعاملات مقارنة بأسواق الأسهم المتقدمة، كما أنها أكثر عرضة للتلاعب من قبل بعض كبار التجار (Bley, 2011). يضاف إلى ذلك انخفاض سيولة وصغر حجم هذه الأسواق وتكرر تعرضها للتقلبات في المدى القصير (Bahlous, 2013). ويعرض الجدول(١) المستوى المنخفض لحجم الأسواق الخليجية الستة.

جدول ١: مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية

الدولة	البورصة	الحجم (متوسط ٥٠ يوم)	٪ الحجم من إجالي الأسواق الخليجية (متوسط ٥٠ يوم)
البحرين	بورصة البحرين	2,232,090	0.2851
الكويت	بورصة الكويت	138,592,173	17.7031
عمان	سوق مسقط للأوراق المالية	14,853,725	1.8973
قطر	بورصة قطر	6,237,943	0.7968
المملكة العربية السعودية	البورصة السعودية	202,324,072	25.8440
الإمارات العربية المتحدة	سوق دبي المالي	294,553,898	37.6250
	بورصة أبو ظبي	124,073,910	15.8486
إقليم مجلس التعاون الخليجي		782,867,811	100.0000

المصدر: www.gulfbase.com (تم الحصول على البيانات بتاريخ ٢٠ سبتمبر ٢٠١٥)

ومن منظور إقليمي وعالمي، قدّرت قيمة أسواق الأسهم الخليجية بحوالي ٧% من القيمة المالية للأسواق ذات

الدخل المنخفض والمتوسط، وبلغت ١.٣٢٪ و٣.٧٥٪ من القيمة السوقية العالمية والأمريكية على التوالي في عام ٢٠١٢. وعلى الرغم من أن بعض دول المجلس شهدت تجارة في الأسهم عام ١٩٣٠، إلا أن عام ١٩٨٣ كان بداية أول نظام رسمي للسوق في دولة الكويت. ومنذ ذلك الحين، تم تأسيس أسواقاً للأسهم في دول خليجية أخرى، والتي استمرت في النمو والتطور الملحوظ حتى وصلت إلى ٦٥٨ شركة مدرجة عالمياً في سبعة أسواق مالية[٢] مع نهاية عام ٢٠١٢.

٣. أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية في سياق الأدبيات الاقتصادية

تحمل أسعار النفط تأثيرات مباشرة على أسعار الأسهم؛ حيث تمثل أسعار الأسهم في أي وقت إنعكاساً للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة future cash flows (Huang, Masulis & Stoll, 1996). وقد يكون انخفاض سعر النفط مفيداً للمستهلكين، ولكنه يعني إنخفاضاً في أرباح الدول المصدرة له. لذلك فإن انخفاض أسعار النفط يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم (Hamilton, 1983)، سواء من خلال التأثير المباشر على تدفقات النقد المستقبلي أو بشكل غير مباشر من خلال تأثير معدلات الفائدة المستخدمة لخصم هذه التدفقات (Basher et al., 2012). وتعتبر العلاقات بين المتغيرات الإقتصادية الكلية المختلفة على درجة من الأهمية لدول مجلس التعاون الخليجي المصدرة للنفط، وخاصةً تلك العلاقة بين أسعار النفط ومؤشرات أسواق الأسهم، فضلاً عن أهمية تقدير/معرفة المدة الزمنية التي يستغرقها الاقتصاد المحلي لاستيعاب التغيرات أو الصدمات في أسعار النفط؛ وتمثل تلك النقاط أهدافاً لهذه الدراسة.

هناك عدد من الدراسات التطبيقية التي تم اجراءها على العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم، ركزت أغلبها على الدول المتقدمة والتي تعتبر في الغالب مستوردة للنفط. انتهت نتائج هذه الدراسات إلى وجود تأثير سلبي معنوي لتغيرات أسعار النفط على أسواق الأسهم (Charles & Kaul, 1996; Huang et al., 1996; Papapetrou, 2001; Park and Ratti, 2008; Kaneko and Lee, 1995 and many others). وقد تقصت بعض الدراسات الأخرى هذه العلاقة في الدول المصدرة للنفط والأسواق الناشئة ودول مجلس التعاون الخليجي على وجه الخصوص؛ ولكن جاءت غير متسقة في نتائجها على نحو لا يمكننا من التعميم. يقدم القسمان التاليان تحليلاً للأدبيات التي تناولت العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية؛ حيث نعرض الدراسات ذات نتائج العلاقة الإيجابية في القسم الأول بينما يقدم القسم الثاني الأدبيات استنتجت

[٢]) يوجد في دولة الإمارات العربية المتحدة سوقان ماليان (دبي وأبو ظبي).

ضعف أو غياب هذه العلاقة.

١.٣. الأدبيات المؤيدة للعلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم

يؤيد تيار من الباحثين انتقال تأثير التقلبات volatility spill–over من سوق النفط إلى أسواق الأسهم الخليجية، وكذلك انتقال هذا التأثير من سوق لآخر داخل منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. حيث وجد كلاً من حمودة وأليسا (٢٠٠٤) باستخدام نماذج إتجاه الإنحدار الذاتي واختبارات التكامل المشترك co–integration؛ أن عائدات أسهم المملكة العربية السعودية ترتبط بعلاقة ثنائية الإتجاه مع تغيرات أسعار النفط. في حين لم تستنتج الدراسة وجود أي علاقة مباشرة مماثلة في دول الخليج الأخرى التي بدت أكثر تأثراً بالمتغيرات الاقتصادية المحلية. وفي دراسة أخرى؛ وجد زارور (٢٠٠٦) أن المملكة العربية السعودية وعمان فقط يمكنهما التأثير على أسعار النفط، في حين تتأثر عائدات أسواق الأسهم الخليجية الأخرى (باستثناء قطر) بالارتفاع في أسعار النفط. كما وجد كلاً من حمودة وتشوي (٢٠٠٦) تأثيراً غير مباشراً قصير الأجل لأسعار النفط في معظم الأسواق الخليجية. ومن جهة أخرى، وجد كلاً من جويني (٢٠١٣) والحداد وسبيتي (٢٠١٣)[٣] تأثيراً معنوياً وإيجابياً طويل الأجل لأسعار النفط على أسواق الأسهم الخليجية. وقد أكد أروري وآخرون (٢٠١١) volatility spill–overs بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية في الأجلين القصير والطويل، مع وجود استجابة أكبر للتغيرات السلبية مقارنة بالتغيرات الإيجابية في أسعار النفط. وبالمثل؛ خلص كلاً من ماغيريه والكانداري (٢٠٠٧) إلى أن أسعار النفط تؤثر على أسواق الأسهم الخليجية[٤] بطريقة غير خطية nonlinear fashion. في حين أن حمودة ومالك (٢٠٠٧) لم يدعما هذه النتائج؛ حيث خلصت دراستهما إلى وجود تأثير أحادي الاتجاه unidirectional volatility transmission من سوق النفط إلى أغلب أسواق الأسهم الخليجية، في حين ظهر الانتقال ثنائي الاتجاه فقط bidirectional volatility transmission في المملكة العربية السعودية.

وقد استخدم أروري ورولت (٢٠١٠) بيانات أسبوعية وشهرية لأسواق الخليج وخلصا إلى أن التغيرات في أسعار النفط تسبب تغيرات سلبية Granger causality في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى وجود علاقة معنوية قوية ثنائية الإتجاه في سوق المملكة العربية السعودية. وقد أظهرت دراسة أخرى استخدم فيها أروري

[٣]) شملت الدراسة دول المملكة العربية السعودية والبحرين وعمان.
[٤]) شملت الدراسة دول البحرين والكويت وعمان والمملكة العربية السعودية.

ورولت (٢٠١٢) بيانات أسبوعية فقط، انتقال سببي قوي قصير الأجل من سوق النفط إلى أسواق الأسهم الخليجية، مع استجابة أكبر للتغيرات السلبية في الأسعار، وعدم تسجيل أي استجابة في الأجل الطويل.

وفي حين أثبتت معظم الدراسات أن المملكة العربية السعودية هي الأكثر تأثراً بالتغير في أسعار النفط، إلا أن دراسة دالي وفياض (٢٠١١) سجلت أن قطر والإمارات العربية المتحدة هما الأكثر تأثراً، وقد ظهر انتقال الأثر من سوق النفط إلى أسواق الأسهم بشكل أكبر خلال التقلبات الموجبة positive oil shocks والأزمة المالية العالمية. وبالمثل؛ فقد وجد حراثي والمحيميد (٢٠١٥) أن أسواق الأسهم الخليجية مرتبطة بأسعار النفط، وإن كانت الفواصل الهيكلية structural breaks تقلل من حدة التأثير. هذا وقد أشار باشر وسادورسكي (٢٠١٦) إلى أن النفط هو أفضل الأصول لتحوط أسعار أسواق الأسهم الناشئة في حالة فترات الأزمات.

٣.٢. *الأدبيات المعارضة لتعميم العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم*

يذهب تيار آخر من الدراسات إلى وجود آثار ضعيفة أو معدومة وأحياناً غير متناظرة بين دول مجلس التعاون الخليجي الفردية بخصوص العلاقة بين أسواق الأسهم وتغيرات أسعار النفط. وقد وجد أروري وفوكاو (٢٠٠٩) انتقالاً معنوياً لأسعار النفط إلى ثلاثة أسواق فقط (قطر والإمارات العربية المتحدة وعمان) مع تعاظم التأثير الناتج عن الصدمات السالبة للنفط negative oil shocks، في حين لا تظهر أية تأثيرات على أسواق أسهم البحرين والكويت والمملكة العربية السعودية. وبالمثل؛ وجد أروري ودين ونجوين (٢٠١٠) تأثيراً قصير الأجل على أسواق الأسهم في المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر وعمان، مع عدم وجود أية تأثيرات على أسواق البحرين والكويت.

وقد فحص ليسكارو وميجنون (٢٠٠٨) ستة وثلاثون دولة متضمنة دول الأوبك ليجد تكاملا ضعيفاً weak co–integration بين سوق النفط وأسواق أسهمها. وبالمثل, لاحظ أكوما وآخرون (٢٠١٢) عدم وجود علاقة قوية في الأجل القصير بين سوق النفط وعائدات أسواق أسهم دول الأوبك، ولكن أظهرت الدراسة ذاتها وجود حركة متزامنة co–movement في الأجل الطويل.

كما وجد رازفي وماسيه (٢٠١٤) نتائج غير متناظرة بين دول مجلس التعاون الخليجي؛ حيث لم تظهر أسواق أسهم المملكة العربية السعودية وعمان والكويت أي تأثر بتغيرات الأسعار في الأجلين القصير والطويل، في حين ظهر تأثر سوقي أسهم قطر والبحرين بتغيرات أسعار النفط في الأجلين القصير والطويل، بينما يتأثر

سوق الأسهم في الإمارات في الأجل الطويل فقط. وعلى خلاف ذلك؛ توصل الحايكي (٢٠١٤) إلى وجود تأثير سلبي لأسعار النفط على أسواق أسهم البحرين والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، في حيث يظهر تأثيراً إيجابياً على أسواق أسهم الكويت وقطر وعمان. وكذلك أظهرت الدراسة وجود علاقة سببية ثنائية bidirectional causal relationship الإتجاه بين اسعار النفط وعائدات أسواق الأسهم في كافة الدول باستثناء البحرين.

وتظهر دراسة أخرى من قبل موهانتيا وآخرون (٢٠١١) علاقة إيجابية قوية بين تغيرات أسعار النفط وعائدات أسواق الأسهم الخليجية، باستثناء الكويت. كما سجلت الدراسة وجود تأثير غير متماثل لاتجاه تحرك أسعار النفط؛ حيث تؤدي التقلبات السالبة في أسعار النفط إلى الإضرار بعائدات كافة أسواق الأسهم الخليجية، في حين تعمل الزيادة في أسعار النفط لها علي زيادة عائدات سوقي الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية فقط.

بناءً على العرض السابق للأدبيات يظهر عدم وجود إجماع حول النتائج الخاصة بمنطقة دول مجلس التعاون الخليجي، وقد تنسب هذه النتائج المختلطة إلى اختلاف الفترة الزمنية في كل دراسة أو أساليب التقدير المتبعة. تمثل هذه الدراسة استطراداً للبحث في العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم في منطقة الخليج العربي في الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٠ من خلال اختبار العلاقة السببية وتقدير الفترة التي تستغرقها أسواق الأسهم لاستيعاب التغير في أسعار النفط. وبذلك تضيف هذه الورقة البحثية جزءاً من المعرفة إلى الأدبيات الاقتصادية كونها تفحص ديناميكيات تأثير التغير في أسعار النفط على أسواق الأسهم الخليجية، كما أنها تضيف رؤية للنقاش الجيوسياسي الأخير حول النفط، مما يسمح لصانعي السياسات والمستثمرين ومديري المحافظ وغيرهم على الصعيدين المحلي والدولي باستشراف الآثار المترتبة على أزمات النفط المستقبلية والتأهب لها بقدر من الحرفية والكفاءة.

٣.٣. *قنوات انتقال تأثير أسعار النفط على أسواق الاسهم الخليجية*

تمثل صادرات النفط المحدد الأول لإيرادات الدولة ونفقاتها، الطلب الكلي، وأرباح الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي، فالتغيرات في أسعار النفط تؤثر من خلال الطلب الكلي على ناتج الشركات ومستوى الأسعار المحلية وهو ما يؤثر بالتبعية على ارباح الشركات، حيث تسبب الزيادة في أسعار النفط انخفاضًا كبيرًا

في أسعار الأسهم الخليجية من خلال التأثير السلبي لها على الناتج الحقيقي في هذه الدول مما يفدي في نهاية المطاف إلي انخفاضًا كبيرًا في أرباح الشركات (Nguyen، ٢٠١٢).

فضلًا عن أن دول مجلس التعاون الخليجي تعد مستوردًا للسلع المصنعة. لذا فإن الزيادة في أسعار النفط من شأنها أن تؤدي إلي رفع أسعار هذه السلع المستوردة وهو ما يؤدي إلى ضغوط تضخمية والتي تؤثر بدورها على أسعار الفائدة، أسعار الخصم وصافي التدفقات المستقبلية. كما تؤثر أسعار النفط على أسواق الأسهم في الدول المصدرة للبترول من خلال تحويل الدخل، حيث يؤدي ارتفاع اسعار النفط إلى نقل الدخل من الدول المستوردة للدول المصدرة للنفط، مما يعني زيادة الدخل القومي من خلال ارتفاع حصيلة الصادرات، وبالتالي زيادة القوة الشرائية وطلب المستهلك في أسواق هذه الدول مما ينشط هذه الاسواق من خلال تأثير الدخل والثروة. وحيث ان النفط يعتبر مكونًا اساسيًا في العملية الانتاجية، فإن الزيادة في أسعار النفط تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج مما يسبب انخفاضا في أسعار الاسهم من خلال خفض الطلب عليها. (Al-Maadid، ٢٠١٦).

٤. الفرضيات والمنهجية والبيانات

٤.١. فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة ثلاث فرضيات أساسية. الفرضية الأولى: توجد علاقة طويلة وقصيرة الاجل بين تغيرات أسعار النفط وسوق الأسهم في دول التعاون الخليجي. الفرضية الثانية: تؤثر صدمات اسعار النفط معنويًا على أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي. الفرضية الثالثة: تتأثر أسواق الاسهم الخليجية بتقلبات أسعار النفط في الاسواق العالمية.

قمنا بإجراء عدد من الإختبارات التشخيصية قبل القيام بتحليل VAR. ومن أجل تحديد سكون stationarity البيانات؛ قمنا باختبار unit root اعتماداً على نتائج اختبارات Dickey-Fuller و Phillips-Perron. تم تحديد فترات الإبطاء المثلى التي نستخدمها في نموذج إتجاه الإنحدار الذاتي، بالاعتماد على Akaike information criteria التي رجحت استخدام فترتي إبطاء. وبما أن اختبارات إتجاه الإنحدار الذاتي معروفة في الأدبيات الاقتصادية، فإننا نقتصر على عرض مختصر لها في الجزء التالي.

٤.٢. نموذج إتجاه الإنحدار الذاتي *(VAR)*

يعد نموذج إتجاه الإنحدار الذاتي ضمن أكثر النماذج مرونةً وثباتاً في تحليل السلاسل الزمنية متعددة المتغيرات multivariate time series analysis. حيث يقدم النموذج امتداداً طبيعياً للنموذج أحادي المتغير، ليدعم بذلك النماذج متعددة المتغيرات التي تشمل المتغيرات الحتمية deterministic والداخلية endogenous والخارجيةexogenous . وقد أثبت نموذج VAR على مر السنين كونه مُجدِياً في وصف الخصائص الديناميكية لتحليل السلاسل الزمنية للمتغيرات الإقتصادية والمالية؛ بالإضافة إلى توفير تنبؤات وتوقعات لهذه المتغيرات. كما يقدم نموذج VAR تنبؤات أكثر دقة من قريناتها أحادية المتغير ونماذج المعادلات الآنية simultaneous equation models. بالإضافة إلى ميزة تعدد المتغيرات في نموذج VAR التي تسمح بجعل التنبؤات مشروطة بالاتجاه المستقبلي للمتغيرات الأخرى المستخدمة في النموذج.

تقوم الورقة البحثية بدراسة العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية من خلال استخدام نموذج VAR. وبفرض أن المعادلة $Y_t = (Y_{1,t}, Y_{2,t}, \cdots, Y_{n,t})'$ تمثل متجه السلسلة الزمنية للمتغير $(\boldsymbol{k \times 1})$، فإن نموذج VAR للمتجه الأساسي – مع وجود الدرجة $\boldsymbol{p}$ – يصبح VAR($\boldsymbol{p}$):

$$\boldsymbol{Y_t = c + \Pi_1 Y_{t-1} + \Pi_2 Y_{t-2} + \cdots + \Pi_p Y_{t-p} + u_t} \qquad (1)$$

حيث $\boldsymbol{t = 1, \cdots, T}$، وتكون $(\boldsymbol{k \times 1})$ و $\boldsymbol{\Pi_i}$ مصفوفات المعامل، ويكون $\boldsymbol{c}$ متجه ثابت $(k \times 1)$ و $\boldsymbol{u_t}$ عملية المتجه $(\boldsymbol{k \times 1})$ للضوضاء البيضاء white noise مع متوسط صفر غير ملاحظ ومصفوفة التغاير $\boldsymbol{\Sigma}$.

وعلى سبيل المثال، بافتراض Y متجه ثنائي الأبعاد؛ فإن متجه الإنحدار الذاتي VAR(1) يتكون من معادلتين ويمكن كتابته بصيغة المصفوفة (bivariate VAR) كالتالي:

$$\boldsymbol{Y_t} = \begin{pmatrix} \boldsymbol{Y_{1,t}} \\ \boldsymbol{Y_{2,t}} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \boldsymbol{c_1} \\ \boldsymbol{c_2} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \boldsymbol{\pi_{11}^1} & \boldsymbol{\pi_{12}^1} \\ \boldsymbol{\pi_{21}^1} & \boldsymbol{\pi_{22}^1} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \boldsymbol{Y_{1,t-1}} \\ \boldsymbol{Y_{2,t-1}} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \boldsymbol{\pi_{11}^2} & \boldsymbol{\pi_{12}^2} \\ \boldsymbol{\pi_{21}^2} & \boldsymbol{\pi_{22}^2} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \boldsymbol{Y_{1,t-2}} \\ \boldsymbol{Y_{2,t-2}} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \boldsymbol{u_{1,t}} \\ \boldsymbol{u_{2,t}} \end{pmatrix} \qquad (2)$$

ويكون $\boldsymbol{cov(u_{1,t}, u_{2,s}) = \sigma_{12}}$ حيث $\boldsymbol{t \neq s}$. ويمكن استخدام معاملات الإبطاء لتمثيل VAR($\boldsymbol{p}$) حيث قد تبدو كعملية إنحدار ذاتي أحادية المتغير كالتالي:

$$\boldsymbol{\Pi(L)Y_t = c + u_t}, \qquad (3)$$

حيث $\boldsymbol{\Pi(L)Y_t = I_n - \Pi_1 L - \cdots - \Pi_p L^p}$. وينتج عن تطبيق السكون stationarity على $\boldsymbol{Y_t}$ قيمة غير متوقعة وغير مشروطة كالتالي:

$$\boldsymbol{\mu = (I_n - \Pi_1 - \cdots - \Pi_p)^{-1} c}. \qquad (4)$$

وفي كثير من الحالات تكون المتغيرات الخارجية العشوائية stochastic exogenous variables و/أو غيرها من المتغيرات الحتمية deterministic جزءً من خصائص نموذج VAR. وعليه يكون VAR(p) ذو صيغة عامة كالتالي:

$$Y_t = \Pi_1 Y_{t-1} + \Pi_2 Y_{t-2} + \cdots + \Pi_p Y_{t-p} + \Theta X_t + u_t \qquad (5)$$

حيث يرمز X_t إلى مصفوفة متغير خارجي أو حتمي لـ$(m \times 1)$، ويرمز Θ إلى مصفوفة معاملات. ويجب ملاحظة أن Y_t هو متجه $(n \times 1)$. وتتضمن هذه الدراسة كلاً من المتغيرات الداخلية والخارجية لتضمين أثر أسعار النفط على مؤشرات أسواق الأسهم. هذا وتشمل منهجية VAR عدة جوانب واختبارات يتم مناقشتها فيما يلي.

٤.٣. اختبار سببية جرانجر *Granger causality*

تكمن أهمية تطبيق نموذج VAR – الذي قدمه جرانجر عام (١٩٦٩) – في تمكنه من تقدير التنبؤات، حيث يقدم معلومات عن قدرة المتغير أو مجموعة من المتغيرات على توقع المتغيرات الأخرى. فعندما يكون Y_1 متغير أداة أو مجموعة من متغيرات الأدوات instrumental للتنبؤ بمتغير أو مجموعة متغيرات Y_2، فإن Y_1 يؤدي وفقاً لسببية جرانجر إلى Y_2. في حين؛ فإن Y_1 لا يؤدي وفقاً لسببية جرانجر إلى Y_2 إذا كان لكل $s > 0$ يكون متوسط مربعات الأخطاء في توقع $Y_{2,t}$ المعتمد على $(Y_{2,t}, Y_{2,t-1}, \cdots)$ مماثلاً لمتوسط

مربعات الأخطاء لتوقع $Y_{2,t+s}$ المعتمد على $(Y_{2,t}, Y_{2,t-1}, \cdots)$ و $(Y_{1,t}, Y1_{2,t-1}, \cdots)$. ومن الجدير بالذكر أن مفهوم سببية جرانجر يقدم فقط القدرة على التوقع. ويتمكن نموذج VAR(p) ثنائي المتغير لـ$Y_t = (Y_{1,t}, Y_{2,t})'$ من ملاحظة عدم قدرة Y_2 على تقديم سببية جرانجر للمتغير Y_1 نظراً لكون كافة مصفوفات VAR(p) مثلثية أدنى lower triangular. كما يمكن لإحصاء والد Wald statistics اختبار القيود الخطية لـp على المعاملات. كما تكون مصفوفات المعاملات الخاصة ب VAR قطرية diagonal في حالة عدم قدرة كلاً من Y_2 و Y_1 في أن يؤثرا في بعضهما البعض وفقاً لسببية جرانجر. وتستخدم سببية جرانجر على نطاق واسع في مجال التمويل كونها مفيدة في توضيح السببية أحادية وثنائية الإتجاه لبيانات السلاسل الزمنية. ويكمن المضمون في كيفية وطريقة مساهمة المتغيرات في عملية التنبؤ بمتغير معين؛ ويعني ذلك تحديد هوية المتغيرات أو المعلومات المهمة لعملية التنبؤ بمتغير معين.

يعد اختبار السببية مناسبا لتحليل العلاقة بين أسعار النفط وأسواق المال. نستشهد في ذلك بدراسة كل من لاسكاروكس وميجنون (٢٠٠٨) في تحليل العلاقة طويلة وقصيرة الاجل بين أسعار النفط والاسواق المالية باستخدام عدة اختبارات للسببية، وأثبتت الدراسة قوة سببية جرانجر في دراسة تأثير اسعار النفط على الأسهم خاصة في الدول المصدرة للنفط. كما قام نجويان وأخرون (٢٠١٢) بإجراء اختبار سببية جرانجر، واظهرت النتائج وجود علاقة سببية بين أسعار النفط وأسواق الاسهم الخليجية، كما قاموا بدراسة هذه العلاقة السببية من خلال نموذج VAR واظهرت ايضا وجود علاقة سببية بين اسعار النفط واسواق الاسهم.

٤.٤. تحليل استجابة الدافع *Impulse response*

يقوم أسلوب استجابة الدافع بقياس مدة وتأثير التغير في أسعار النفط من مؤشر إلى آخر، عن طريق تعقب تأثيرات الصدمة السعرية في أحد المتغيرات الداخلية على المتغيرات الأخرى في نموذج VAR. كما تمكن دالة Impulse response *أيضاً* من التعرف على العلاقة الديناميكية بين المتغيرات. ويمكن استخدام عمليات متجه المتوسطات المتحركة *vector moving averages* لتمثيل VAR(p) *كما يلي:*

$$Y_t = \mu + \mu_t + \zeta_1 u_{t-1} + \zeta_2 u_{t-2} + \cdots + \zeta_s u_{t-s}, \qquad (6)$$

بحيث تكون مصفوفات المتوسط المتحرك ζ_s من نوع المصفوفة $(k \times k)$؛ وتمثل عناصر مصفوفة المعامل تأثيرات الصدمة على Y_t . وبناءً على ذلك؛ يمكن تحديد استجابة الدافع بالصيغة التالية:

$$\frac{\partial Y_{i,t+s}}{\partial \mu_{j,t}} = \frac{\partial Y_{i,t}}{\partial \mu_{j,t-s}} = \zeta_{ij}^{s}, \qquad (7)$$

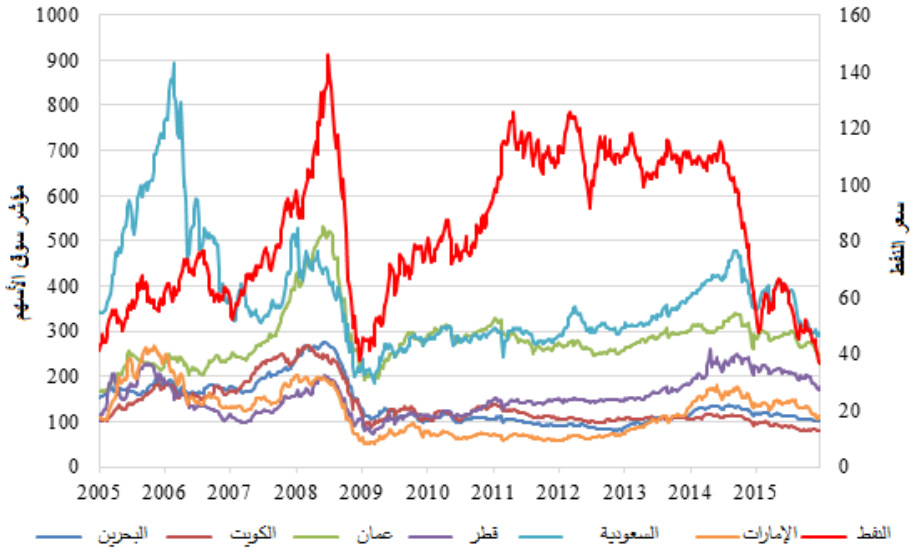
حيث تمثل مجموعات المعامل $\zeta_{ij}(s) = \zeta_{ij}^{s}$ دوال استجابة الدافع وتكون $i, j = 1, \cdots, T$.

٤.٥. البيانات

تتقصى هذه الدراسة التكامل الدولي بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية مع تسليط الضوء على البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة. تستخدم الدراسة بيانات أسبوعية لأسواق الأسهم من مؤشر السوق الواسع لمؤسسة ستاندرد آند بورز S&P Board Market Index. ويتم عرض كافة المؤشرات بالدولار الأمريكي، وتكون البيانات المستخدمة على هيئة العائدات على مؤشرات الأسعار والتي يتم حسابها بواسطة المعادلة: $R_t = ln(price_t/price_{t-1}) \times 100$[٥]. ومن ثم يتم ترجيح المؤشرات بناءً على القيم الأسبوعية لسوق الأسهم بغرض السيطرة على اختلاف حجم الأسواق control for market size. تستخدم الدراسة بيانات النفط من مؤشر برنت للنفط الخام *Brent Crude Oil* الخاص بالتبادل التجاري بين القارات. وقد تم جمع كافة البيانات الأسبوعية السابق توصيفها من قاعدة بيانات تومسون رويترز *Thomson Reuters DataStream* للفترة من ٧ يناير ٢٠٠٥ إلى ٢٥ ديسمبر ٢٠١٥ التي تتضمن ٥٧٣ أسبوع. يعرض الشكل (١) التحركات النسبية لمؤشرات أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية في الفترة من يناير ٢٠٠٥ إلى ديسمبر ٢٠١٥.

شكل ١: تحركات مؤشرات أسعار النفط وأسواق الأسهم (٢٠٠٥–٢٠١٥)

[٥]) يتم حساب عائدات مؤشرات الأسعار باستخدام معادلة العائدات المستمرة؛ وتعرف هذه المعادلة بقدرتها على تقديم قياس أكثر دقة للعائدات بالمقارنة بمعادلة العائدات المنفصلة (see Brailsford, *et. al.*, 2004, pp. 9).



يظهر شكل (١) تذبذب سعر النفط من ١٤٥ دولار للبرميل (يوليو ٢٠٠٨) إلى ٣٦ دولار للبرميل (ديسمبر ٢٠١٥)، بالتزامن مع تذبذب volatile مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية. ويستمر المؤشر السعودى في تسجيل أعلى النقاط في المنطقة، ليصل إلى أقصى ارتفاع له في ٢٠٠٥ ثم يشهد انخفاضاً شديداً عام ٢٠٠٨ بسبب الأزمة المالية العالمية؛ وقد تمتعت أسواق أسهم الإمارات والبحرين بنمواً مستمراً منذ ٢٠١٣، كما شهدت أسواق الأسهم الخليجية الأخرى تحركات مماثلة.

٥. النتائج

٥.١ *التحليل الإحصائي للبيانات*

يوضح الجدول (٢) أن سوق أسهم المملكة العربية السعودية قد حققت أعلى عوائد أسبوعية متبوعة بسوق قطر للأسهم، في حيث عانت الكويت والبحرين من انخفاض في العائدات على مدار فترة الدراسة. ويشير الإنحراف المعياري إلى تقلبات كبيرة *high market volatility* في مؤشر النفط وسوق الأسهم السعودي. هذا وتظهر كل الأسواق الخليجية أنها *negatively skewed* مشيرة إلى توزيع *long left tail distribution*. *Kurtoses* الخاص بكل الأسواق أكبر من ٣ وهو ما يدل أن البيانات *leptokurtic or peaked* بالمقارنة مع التوزيع المعتاد الطبيعي. يؤكد اختبار *Jarque-Bera* أن الأسواق تتمتع بالتوزيع المعتاد الطبيعي. اختباري *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* و *Phillips-Perron (PP)* يقدما رفضاً للفرض العدمي (أي $H_0: \gamma = 0$) بأن السلسلة الزمنية لها جذراً للوحدة، وبالتالي فإنها تؤكد أن كافة السلاسل الزمنية الخاصة بالعائدات تتمتع بالسكون *stationary*. ويظهر انخفاض معامل الارتباط بين سعر النفط والأسواق

الفردية للأسهم، وسجل أعلى معاملي ارتباط 0.267 و 0.263 في عمان وقطر على التوالي.

جدول (٢): الوصف الإحصائي لبيانات الأسهم الخليجية (٢٠٠٥-٢٠١٥)

	البحرين	الكويت	عمان	قطر	السعودية	الإمارات	النفط
المتوسط	-0.002	-0.009	0.001	0.010	0.013	0.005	-0.15
الانحراف المعياري	0.049	0.609	0.060	0.411	2.018	0.578	4.208
الإنحناء	-1.544	-1.555	-1.732	-0.821	-1.177	-1.411	-0.443
التفرطح	14.809	17.309	15.513	16.181	9.557	14.981	5.660
Jarque-Bera	3557	5119	4024	4212	1159	3617	188
الإحتمالية	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
ADF	-9.773	– 11.110	– 24.199	– 22.737	– 22.810	– 20.321	– 22.471
PP	– 24.110	– 22.962	– 25.022	– 23.522	– 22.894	– 21.019	– 22.946
الارتباط بين النفط	0.156	0.109	0.267	0.263	0.152	0.225	1.000

*ملاحظات: *تعتبر اختبارات Jarque-Bera و Dickey-Fuller و Phillips-Perron مهمة، كما تظهر النتائج أن البيانات تتمتع بالسكون وتتبع التوزيع المعتاد الطبيعي.*

٥.٢. معنوية العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم الخليجية

قمنا أولاً باجراء تحليل سببية جرانجر في سياق نموذج *VAR* لتحديد ما إذا كانت أسعار النفط تؤثر على أسواق الأسهم الخليجية. وأثناء أداء هذا التحليل؛ تم التحكم/السيطرة على تأثير حجم كل سوق على حدى. قمنا بتقدير نموذج *VAR*[٦] اعتماداً على العائدات المرجحة لكل سوق؛ حيث يمثل كل وزن نسبي *weight* نسبة

[6] Lag length test is carried out and Akaike information criterion suggested VAR model with 2 lags.

رسملة كل سوق بالنسبة لإجمالي رأسمال أسواق الأسهم الخليجية المشتق من مؤشر *S&P Board Market Index*.

نعرض نتائج سببية جرانجر في جدول (٣) ونمثلها بيانياً في الشكل (٢). ويظهر من الجدول أن أغلب المعاملات معنوية بين كل سوق أسهم وآخر وبين كل سوق أسهم والنفط عند مستويات المعنوية ١% و٥% و١٠% سواء كان سوق معين يؤثر على الآخر أو أن هناك سوق معين يتم التأثير عليه.

جدول (٣): سببية جرانجر

	المتغيرات التابعة						
المتغيرات المستقلة	البحرين	الكويت	عمان	قطر	السعودية	الإمارات	النفط
البحرين		***	**		**		
الكويت	***			*			*
عمان		***				*	
قطر							
السعودية	*	*					**
الإمارات	*						***
النفط	***	***		***	**	**	

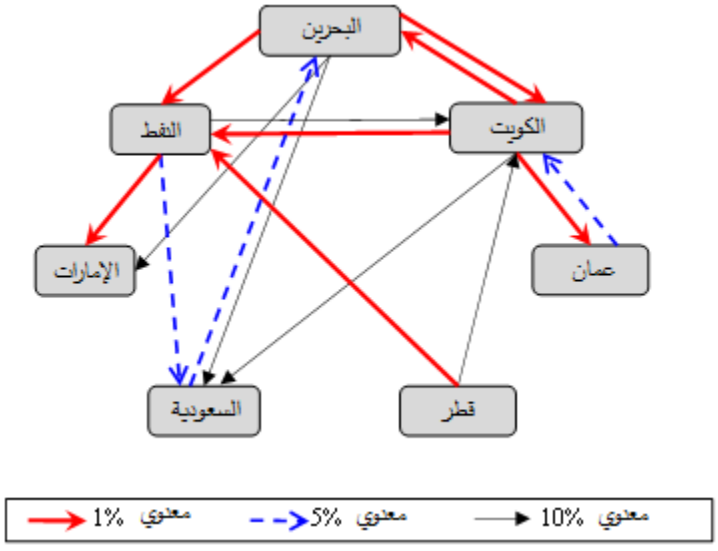
ملحوظة: *** معنوي عند المستوى ١%. ** معنوي عند المستوى ٥%. * معنوي عند المستوى ١٠%.

وتشير النتائج بشكل عام إلى ترابط الأسواق الخليجية في الأجل القصير، مما يعني وجود ترابط معنوي *significant interdependence* بين كافة الأسواق. تشير النتائج إلى أن التغيرات في أسعار النفط تسبب تغيرات في كافة أسواق الأسهم الخليجية وفقاً لجرانجر، عند المستويات المعنوية ١% و٥%، في حين لم يظهر تأثير على سوق الأسهم العماني ربما بسبب صغر حجم سوق النفط الخاص بعمان.

تظهر النتائج كذلك تأثر أسواق الأسهم الخليجية بشكل كبير بتغيرات الأسعار في سوق النفط العالمي والعكس صحيح؛ فقد تأثرت كلاً من الكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة بالتغيرات في أسعار

النفط عند مستويات معنوية ١٠% و٥% و١% على التوالي؛ مما يشير إلى تأثير النفط على كبار منتجي النفط، وهي نتائج تتفق مع ما توصلت له مجموعة من الدراسات الأخرى (Hammoudeh & Aleisa, 2004; Zarour, 2006; Hammoudeh & Choi, 2006; Hammoudeh & Malik, 2007). وبالتالي ينبغي على كلاً من الكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة الشروع في تطبيق تنوع إقتصادي بشكل حال وضروري، خاصة وأن هذه الدول هي مصدر انتقال التأثير إلى أسواق الأسهم الخليجية الأخرى.

الشكل (٢): سببية جرانجر بين أسواق الأسهم الخليجية والنفط



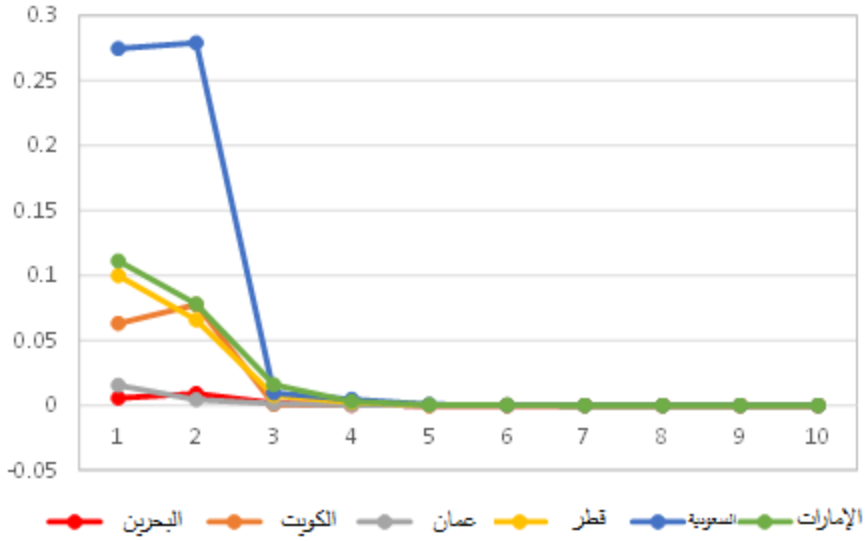
تشير نتائج سببية جرانجر إلى أن الكويت هي الأكثر تأثراً بغيرها من أسواق الأسهم الخليجية، وتتبعها في ذلك

البحرين. وتتأثر العلاقة و/أو التذبذب *volatility* بين أسواق الأسهم الخليجية بدرجة انفتاح السوق في كل دولة بالإضافة إلى القيود التي تفرضها كل دولة على الملكية الأجنبية؛ حيث يمكن ملاحظة وجود انتقالات قوية ثنائية الإتجاه للتذبذبات *strong and heavy bidirectional volatility and shock spill-over* بين أسواق أسهم البحرين والكويت وعمان والإمارات العربية المتحدة، وهي دول منفتحة نسبياً أكثر من غيرها ولا تفرض قيوداً صارمة على الملكية الأجنبية، في حين أن المملكة العربية السعودية أقل انفتاحاً للمستثمرين الأجانب بحد أقصى ٢٥٪. هذا وتحد سياسيات الأسواق المغلقة في دول الخليج من انتقال المعلومات من الأسواق المتقدمة إلى الأسواق الخليجية، في حين تسمح القيود الأقل على الملكية بالمزيد من التقلبات بين الأسواق الخليجية (*Eissa & Elgammal, 2015*). نقوم في القسم التالي بتقصي درجة وأسلوب التفاعل/الترابط بين الأسواق شديدة الترابط ببعضها من خلال تطبيق تحليل استجابة الدافع.

٥.٣. التفاعل بين النفط وأسواق الأسهم: الفترة الزمنية والسرعة

في الجزء الأخير من الدراسة تم تحليل سرعة وفترة تأثير التغير في أسعار النفط على أسواق الأسهم الخليجية. يقدم تحليل استجابة الدافع *impulse response analysis* دليلاً على حجم وسرعة انتقال التغير/التحرك من أحد الأسواق إلى الأسواق الأخرى. فكلما زادت سرعة وانخفضت الفترة اللازمة للانتقال زاد اندماج وتكامل الأسواق، وعلى العكس؛ فكلما انخفضت السرعة وزادت الفترة اللازمة للانتقال تضاءل التكامل بين الأسواق. يعرض شكل (٣) استجابة كل سوق من أسواق الأسهم الخليجية لتغير الأسعار في الأسواق الأخرى.

الشكل (٣): استجابات أسواق الأسهم الخليجية للتغيرات في أسعار النفط



يبين شكل (٣) أن كافة الاستجابات بين الأسواق هي استجابات فورية؛ حيث ظهرت استجابة كل سوق للمعلومات الواردة من الأسواق الأخرى خلال الأسبوع الأول. وإن استمرت استجابات البحرين والكويت والمملكة العربية السعودية بشكل إيجابي طفيف *slight positive response* في الأسبوع الثاني، وقد حدث التصحيح في الأسبوع الثالث عندما بدأت الاستجابات في الارتداد *responses start to reverse*؛ وهو ما يشير إلى أن الصدمات يتم امتصاصها مبدئياً من خلال الاستجابة الموجبة *absorbed initially with positive response*، ثم يحدث التصحيح أو التعديل ببطء.

يتضح تأثر كافة الأسواق الخليجية بالتغيرات في أسعار النفط، وقد تم امتصاص معظم الاستجابات خلال أول أسبوعين واستيعابها بالكامل خلال فترة من خمسة إلى ستة أسابيع، ويعني ذلك انتهاء تفاعل/استجابة كل سوق مع الأسواق الأخرى خلال هذه الفترة الزمنية التي تنتهي بتلاشي/اختفاء كافة الاستجابات *responses slowly fade to zero*.

هذا وقد أظهرت المملكة العربية السعودية أعلى استجابة للتغير في أسعار النفط، وهو ما يعني أن تغيرات أسعار النفط تحمل أكبر تأثير على سوق الأسهم السعودي. وهو أمر طبيعي كون النفط يشكل ٩٠٪ من إيرادات المملكة و تمثل ١٤ شركة بتروكيميائية العمود الفقري لسوق الأسهم السعودي بنسبة ٣٤٪ من وزن المؤشر العام.

وجاءت كل من الإمارات العربية المتحدة وقطر في المرتبتين الثانية والثالثة من الاستجابة. وقد يمكن قراءة

سبب ارتفاع استجابة هذه الدول تحديداً إلى اعتماد هذه الدول على النفط وتصديره. وعلى الرغم من ذلك ظل التصنيف الائتماني للإمارات مستقراً بسبب الوفرة المالية الكبيرة التي تمتلكها أبوظبي على هيئة أصول واستثمارات خارجية قادرة على دعم الاستقرار الاقتصادي والمالي للدولة خلال أزمة أسعار النفط وانخفاض معدل النمو الاقتصادي.

وإجمالاً يخلص تحليل استجابة الدافع إلى زيادة التكامل والتقلبات بين أسواق الأسهم الخليجية عقب التغيرات أو الصدمات في أسعار النفط، مما يجعل اقتصادات الدول الخليجية أكثر تقلباً من الاقتصادات الأخرى ذات مستوى مماثل من التنمية.

٦. مناقشة النتائج والتداعيات

تؤكد النتائج السابق التوصل لها أن أسواق الأسهم الخليجية ليست محصنة ضد الصدمات الإقليمية والعالمية، بما في ذلك التغيرات في أسعار النفط، مما يتطلب تنسيق وإشراف مشترك لتقليل الآثار السلبية لمثل تلك التداعيات. حيث يؤثر تغير أسعار النفط على مؤشرات الاقتصاد الكلي الأساسية، الأمر الذي يهدد ربحية الشركات المتداولة وحجم السيولة المتاحة في أسواق الأسهم الخليجية. يلاحظ أنه منذ تخلي البترول عن مستويات الأمان الفنية والتي تقع عند مستوى ٥٠ دولاراً، اتجه المتعاملين بأسواق الأسهم الخليجية بشكل عام نحو تسييل المراكز الشرائية التي تم تكوينها سابقاً بالأسهم القيادية. مع اتجاه بعضهم للأسهم المتوسطة والصغيرة لاستغلال بعض المستويات المغرية التي وصلت إليها تلك الأسهم. خلصت الدراسة إلى تأثر كل من المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والكويت بشكل كبير بالتغيرات في أسعار النفط، والتي بدورها تنقل تلك الآثار إلى الأسواق الخليجية الأخرى؛ مما يجعلها أكثر دول الخليج احتياجاً للتنويع الإقتصادي.

ومن المتوقع أن يمتد التأثير السلبي لانهيار أسعار النفط إلى كافة القطاعات الاقتصادية في دول الخليج ؛ النفطية، والسياحية، والعقارية منها وكذلك مستويات إنفاق المستهلكين الذين سوف يميلون تباعاً نحو مزيد من التقشف. وإن كانت الأثار السلبية تتضح بشكل أسرع في الأسواق المالية بسبب سهولة البيع والشراء في الأجل القصير.

هذا وقد قام البنك الدولي في الربع الأول من ٢٠١٦ بخفض توقعاته لنمو دول مجلس التعاون الى ٢٪ مقارنة ب ٢.٩٪ في ٢٠١٥ بعد انخفاض أسعار النفط. وأعقب ذلك اعلان موديز للتصنيف الائتماني السلبي

للشركات الخليجية خلال العام ٢٠١٧، بسبب انخفاض معدلات النمو وضعف ثقة المستهلكين للشركات والمخاطر الجيوسياسية المتفاوتة، وتذبذب أسعار صرف العملات.

وعلى ذلك بدأت دول الخليج في تنفيذ تدابير للإصلاح الاقتصادي وتعزيز الاستقرار المالي لضمان الاستدامة، اشتركت هذه الاجراءات في عدة سياسات عامة هي:

- الإصلاح المالي والاقتصادي
- تنويع مصادر الدخل غير النفطية وتقليل الاعتماد على المنتجات الهيدروكربونية
- ضبط وترشيد الانفاق الحكومي
- تخفيض الدعم الحكومي على الطاقة والموارد الطبيعية غير المتجددة
- زيادة الإيرادات الضريبية والرسوم: اتفقت دول مجلس التعاون الخليجي على استحداث ضريبة للقيمة المضافة بنسبة ٥٪ يبدأ العمل بها بحلول عام ٢٠١٨ لتعزيز استدامة التدفقات المالية للحكومات.
- تشجيع استثمارات القطاع الخاص والاتجاه نحو الخصخصة: للمساهمة في توسيع القاعدة الضريبية وخلق فرص عمل
- توفير بدائل للتمويل خارج سوق الأسهم: مثل اصدارات السندات السيادية لتحويل مسار السيولة بعيدا عن أسواق الأسهم، وكذلك إصدار سندات عالمية بدلاً من الاعتماد على الاقتراض المحلي.

وفي ما يلي يعرض جدول (٤) أبرز وأهم التدابير والقرارات الاقتصادية التي اتخذتها كل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي خلال عام ٢٠١٦

جدول (٤): أهم التدابير والقرارات الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي خلال عام ٢٠١٦

الدولة	الاجراءات

السعودية	▪ الإصلاح المالي والاقتصادي ▪ تنويع مصادر الدخل غير النفطية	**<u>الإعلان عن رؤية المملكة ٢٠٣٠ (ديسمبر ٢٠١٥)</u>**[٧]: "المملكة العربية السعودية بدون النفط: تحول في الاتجاه المالي والإنتاجي": - تحويل قيادة الاقتصاد السعودي من الحكومة إلى اقتصاد السوق - بيع الأصول الحكومية لتمويل الخطة الانتقالية - خفض وظائف القطاع العام وخاصة العمالة الوافدة - خفض الدعم - تأسيس صندوق استثماري بقيمة ٢ تريليون دولار - طرح أقل من ٥% من أرامكو السعودية للنفط
		<u>الإعلان عن خطة التحول الوطني ٢٠٢٠</u> - تمكين المرأة في قطاع الأعمال والتجارة - زيادة الضرائب على استيراد التبغ والسجائر - تقنين الدعم الحكومي للماء والكهرباء - التوسع في الخصخصة وتحفيز استثمارات القطاع الخاص - دعم الصادرات غير النفطية - تطوير التعليم العام والعالي - تنويع الاقتصاد ورفع المحتوى المحلي
	ضبط/ترشيد الانفاق الحكومي	خفض رواتب ومزايا الوزراء وأعضاء مجلس الشورى
		خفض مكافآت الموظفين في القطاع الحكومي
		هيكلة ودمج وتعديل عدد من وزارات ومؤسسات الدولة
		صرف رواتب موظفي الدولة على التقويم الميلادي بدلا

[٧] قامت بإعدادها شركة "ماكينزي" الاستشارية العالمية.

		من الهجري
		إلغاء مشاريع مقترحة بقيمة ٢٦٧ مليار دولار (نوفمبر ٢٠١٦)
	تخفيض الدعم الحكومي	إلغاء الدعم عن عدد من السلع والخدمات: الوقود بأنواعه، والمياه والكهرباء
	توفير بدائل للتمويل خارج سوق الأسهم	طرح سندات سيادية لسد عجز الموازنة الذي بلغ ٨٧ مليار دولار
الإمارات	الإصلاح المالي والاقتصادي	اعتماد مشروع الميزانية العامة عن السنة المالية ٢٠١٧–٢٠٢١ - أول دولة عربية تقوم بإعداد ميزانية دورية لخمس سنوات.
	تخفيض الدعم الحكومي	إلغاء الدعم عن عدد من السلع والخدمات: الوقود بأنواعه، والمياه والكهرباء
	زيادة الإيرادات الضريبية والرسوم	الضريبة على القيمة المضافة
		رسوم استخدام مرافق المطارات: دبي– الشارقة – أبوظبي
	تشجيع استثمارات القطاع الخاص	إقرار اللائحة التنفيذية للمشاريع والمنشآت الصغيرة والمتوسطة.
		إقرار قانون الإفلاس بهدف معالجة أوضاع الشركات المتعثرة وحماية أموال الدائنين
		إنشاء هيئة شرعية عليا موحدة للإشراف على قطاع التمويل الإسلامي ووضع معاييره لتعزيز نمو القطاع
الكويت	الإصلاح المالي والاقتصادي	**<u>اقرار وثيقة الاصلاح المالي والاقتصادي</u>** - تعديل أسعار الطاقة - تنمية الإيرادات غير النفطية من خلال تطوير

		النظام الضريبي - ترشيد الإنفاق العام - زيادة مساهمة القطاع الخاص في الاقتصاد
	تخفيض الدعم الحكومي	إقرار قانون للسماح برفع أسعار المياه والكهرباء على الوافدين والشركات
		زيادة أسعار الوقود ومراجعة الأسعار كل ثلاثة أشهر حسب أسعار النفط العالمية
	توفير بدائل للتمويل خارج سوق الأسهم	اصدار الحكومة سندات وسندات توريق إسلامية بحوالي ٦٠٠ مليون دينار كويتي
قطر	تخفيض الدعم الحكومي	زيادة أسعار الوقود
	زيادة الإيرادات الضريبية والرسوم	رسوم استخدام مرافق المطارات
البحرين	تخفيض الدعم الحكومي	زيادة أسعار الوقود
		خطة لرفع الدعم عن الكهرباء والمياه: زيادة السعر بقفزات متتالية
سلطنة عمان	تخفيض الدعم الحكومي	تحرير أسعار الوقود مع مراجعة شهرية حسب أسعار النفط العالمية
	زيادة الإيرادات الضريبية والرسوم	موافقة البرلمان على زيادة الضرائب على قطاع البتروكيميائيات والموارد الطبيعية غير النفطية والغاز الطبيعي المسال

وعلى ذلك يبدو أن حكومات الدول الخليجية قد بدأت في اتخاذ الخطوات الواجب اتخاذها آخذة في الاعتبار قنوات الإنتقال التي تؤثر من خلالها التغيرات العالمية على اقتصاداتها المحلية. حيث أن تنويع مصادر التمويل للإقتصاد الحقيقي يعد أمراً مطلوباً لزيادة المرونة *resilience of balance sheet* وتوزيع المخاطر. كما أن زيادة تعميق أسواق الأصول والسندات سيمد الشركات بوسائل بديلة لتمويل الإستثمار

(Sedik & Williams, 2011). إلا أنه من الجدير بالذكر أن دعم مشروعات الخصخصة قد يزاحم قيم التداول في سوق الأسهم، عندما توفر مشروعات الخصخصة فرصاً استثمارية مغرية ذات عائد ومخاطرة أفضل.

ننتهي بالقول، نتوقع استمرار تحرك أسواق الأسهم الخليجية في إطار عرضي بين مستويات دعم، ومقاومة ينتج عنها حالات بين الارتفاع والانخفاض الطبيعي، في ظل تذبذبات أسعار النفط من جهة وعدم استقرار الأوضاع الجيوسياسية اقليمياً وعالمياً من جهة أخرى.

إن نتائج هذه الدراسة الدالة على ترابط أسواق الأسهم الخليجية في سياق تغيرات أسعار النفط الأخيرة، تعد ذات أهمية لكل من المستثمرين وصانعي السياسات. حيث يجب على المستثمرين إعادة النظر في تنويع محافظ الإستثمار، المضاربة، والتحوط من خلال وضع استراتيجيات مختلفة في حالات توقع الارتفاع أو الانخفاض في أسعار النفط. كما ينبغي على الهيئات الحكومية وصانعي السياسات في دول مجلس التعاون الخليجي الاستمرار في إتخاذ قرارات تنظيمية بخصوص سياسات أسعار النفط وأسواق الأسهم (*Jouini, 2013*).

٧. الخاتمة

تتقصى هذه الدراسة تأثير التغيرات في أسعار النفط على أسواق الأسهم الخليجية المتضمنة البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة في الفترة ٢٠٠٥–٢٠١٥ باستخدام بيانات أسبوعية من مؤشر السوق الواسع لمؤسسة ستاندرد وبورز *S&P*. وتمثل دول مجلس التعاون الخليجي فاعلاً رئيسياً لانتاج وتصدير النفط. استخدمت الدراسة سببية جرانجر *Granger causality* وتحليل استجابة الدافع *Impulse response*ضمن نموذج متجه الإنحدار الذاتي *VAR* . أثبتت نتائج اختبار سببية جرانجر التأثر الكبير للمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والكويت بالتغير في أسعار النفط، كما أكدت ترابط وتكامل أسواق الأسهم الخليجية ببعضها بشكل عام، وقد يلعب إعتماد الدول على النفط و الإدراج المشترك للأسهم *cross–listing* دوراً في دعم هذا الترابط. أما بالنسبة لنتائج تحليل استجابة الدافع؛ فقد أظهرت أن كافة استجابات الأسواق الخليجية كانت فورية خلال الأسبوع الأول، في حين تم امتصاص هذا التغيرات تدريجياً حتى تلاشت كلياً خلال خمسة إلى ستة أسابيع. وتشير هذه النتائج إلى التقلب والتكامل المتزايد بين أسواق الأسهم الخليجية خلال التغيرات الأخيرة في أسعار النفط، وهو ما يدعم فرضية زيادة الترابط والتكامل

integration and volatility بين أسواق الأسهم الخليجية خلال/في أعقاب صدمات النفط *Oil shocks*. وذلك في سياق إعتماد الدول الخليجية على النفط من جهة وانخفاض مستوى التنوع الاقتصادي في هذه الدول من جهة أخرى. وبذلك تؤكد هذه الورقة على أهمية التنوع الاقتصادي لموازنة التأثير السلبي للتغيرات في أسعار النفط على اقتصاديات الدول الخليجية أعضاء منظمة الأوبك.

بدأ البحث بمجموعة من الفرضيات وقامت بتطوير عدة اختبارات لبحث العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم. وقد أنتهت الدراسة إلي قبول جميع هذه الفرضيات. حيث أثبتت النتائج وجود علاقة بين التغيرات في أسعار النفط وسوق الأسهم في دول التعاون الخليجي. كما توصلت إلي أن أسواق الخليج ليست محصنة ضد الصدمات الداخلية والخارجية، فضلًا عن أن التغيرات في أسعار النفط في دول الخليج تحمل تأثيرًا سلبيًا على كافة المتغيرات الاقتصادية وأولها أسواق الأسهم.

وفي ضوء هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة توخي صناع القرار الحذر في نشر بيانات غير دقيقة عن تقلبات أسعار النفط تجنبًا لأي تغيرات في أسواق الأسهم وعوائدها خاصة عندما يكون سوق الأسهم صاعدًا أو هابطا. كما تلفت الدراسة صناع القرار بضرورة تتبع العلاقة المتزامنة بين أسواق النفط وأسواق الأسهم، وتوصي بضرورة الدراسة والتنبؤ قبل تنفيذ السياسات الداعمة لتثبيت أسعار الأسهم في مواجهة تقلبات أسعار النفط حرصا على تجنب المشكلات قصيرة وطويلة الاجل لأسواق النفط.

تسهم نتائج هذه الدراسة في المعرفة بأسواق الأسهم الخليجية وارتباطها بالتغيرات في أسعار النفط؛ وهو ما يفيد أصحاب المصالح المشاركون في السوق مثل المنظمات الحكومية والمستثمرون وصناع السياسات من خلال القدرة على التنبؤ بأسواق الأسهم الخليجية. لا زال مزيد من البحث المستقبلي مطلوباً في هذه المنطقة لفحص قطاعات أسواق الأسهم لكل دولة بشكل منفرد وتقديم تحليل أكثر عمقاً عن العلاقة بين أسعار النفط وأسهم كل قطاع اقتصادي في الأسواق الخليجية. ويكون من المفيد كذلك تضمين أسواق أسهم عالمية ومقارنتها بأسواق الأسهم الخليجية لتقديم نتائج أكثر تعميماً.

المراجع

Akouma, I., Grahamb, M., Kivihahoc, J., Nikkine, J., & Omran, M. (2012). Co-

movement of oil and stock prices in the GCC region: A wavelet analysis. The Quarterly Review of Economics and Finance, 52 (4), 385-394.

Alhayki, Z. J. (2014). The Dynamic Co-movements between Oil and Stock Market returns in: The Case of GCC Countries. Journal of Applied Finance and Banking, 4 (3), 103-113.

Arouri, M. E., & Fouquau, J. (2009). On the short-term influence of oil price changes on stock markets in GCC countries: linear and nonlinear analyses. Economics Bulletin, 29 (2), 795-804.

Arouri, M., Lahiani, A., & Nguyen, D. (2011). Return and volatility transmission between world oil prices and stock markets of the GCC countries. Economic Modelling, 28 (4), 1815-1825.

Arouri, M. E. H., Jouini, J., & Nguyen, D. K. (2012). On the relationship between world oil prices and GCC stock markets. Journal of Quantitative Economics, 10 (1), 98-120.

Arouri, M. E., Dinh, T. H., & Nguyen, D. K. (2010). Time-varying Predictability in Crude Oil Markets: The Case of GCC Countries. Energy Policy, 38 (8), 4371-4380.

Arouri, M., & Rault, C. (2012). Oil prices and stock markets in GCC Countries: empirical evidence from panel analysis. International Journal of Finance and Economics, 17 (3), 242-253.

Arouri, M., & Rault, C. (2010). Oil prices and stock markets: What drives what in the Gulf Corporation Council? CESifo Working Paper Series No. 2934.

Al-Maadid, A. (2016). Effects of Oil Prices, Food Prices and Macroeconomic News on GCC Stock Markets. Brunel University London. Available at: https://bura.brunel.ac.uk/handle/2438/13635

Bahlous, M. (2013). Does cross listing benefit the shareholders? Evidence from companies in the GCC countries. Asia-Pacific Financial Markets, 20 (4), 345-381.

Balcilar, M., Demirer, R., & Hammoudeh, S. (2013). Investor herds and regime switching: Evidence from Gulf Arab stock markets. Journal of International Financial Markets Institutions and Money, 23 (February 2013), 295-321.

Balcilar, M., Gupta, R., & Miller, S. (2015). Regime switching model of US crude oil and stock market prices: 1859 to 2013. Energy Economics, 49 (May 2015), 317-327.

Basher, S., & Sadorsky, P. (2016). Hedging emerging market stock prices with oil, gold, VIX, and bonds: A comparison between DCC, ADCC and GO-GARCH. Energy Economics, 54 (February 2016), 235-247.

Basher, S., Haug, A. A., & Sadorsky, P. (2012). Oil prices, exchange rates and emerging stock markets. Energy Economics, 34 (January 2012), 227-240.

Brailsford, T., Heaney, R. and Bilson, C. (2004), Investments: Concepts and Applications, 2nd ed.,Thomson, South Melbourne.

Bley, J. (2011). Are stock markets predictable?. Emerging Markets Review, 12 (3), 217-237.

Bouri, E. (2015). Oil volatility shocks and the stock markets of oil-importing MENA economies: A tale from the financial crisis. Energy Economics, 51 (September

2015), 590–598.

Campbell, J., & Cochrane, J. (1999). By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behavior. Journal of Political Economy, 107 (2), 205–251.

Charles, J. M., & Kaul, G. . (1996). Oil and the Stock Markets. The Journal of Finance, 51 (2), 463-491.

Daly, K. J., & Fayyad, A. (2011). Can Oil Prices Predict Stock Market Returns? Modern Applied Science, 5 (6), 44-54.

Eissa, M. A., & Elgammal, M. M. (2015). Do Developed Markets affect Emerging Markets? Evidence from the Gulf Cooperation Council. Journal of Business and Policy Research, 10 (1), 47-68.

ElHaddad, A., & Sbeiti, W. (2013). Stock Markets Dynamics in Oil-Dependent Economies: Evidence from the GCC Countries. International Journal Research on Applied Finance, 2 (3), 205-250.

Granger, C. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. Econometrica, 37 (3), 424-438.

Hamilton, J. D. (1983). Oil and the Macroeconomy since World War II. The Journal of Political Economy, 91 (2), 228-248.

Hamilton, J. D. (2014). The Changing Face of World Oil Markets. NBER Working Paper (No. 20355).

Hammoudeh, S., & Aleisa, E. (2004). Dynamic Relationships among GCC Stock Markets and NYMEX Oil Futures. Contemporary Economic Policy, 22 (2), 250-

269.

Hammoudeh, S., & Choi, K. (2006). Behaviour of GCC stock markets and impacts of US oil and financial markets. Research in International Business and Finance, 20 (1), 22-44.

Hammoudeh, S., & Malik, F. (2007). Shock and volatility transmission in the oil, US and gulf equity markets. International Review of Economic and Finance, 16 (3), 357-368.

Harrathi, N., & Almohaimeed, A. (2015). Interdependence between GCC stock market and oil prices and portfolio management strategies under structural breaks. African Journal of Business Management, 9 (5), 233-242.

Huang, R., Masulis, R., & Stoll, H. (1996). Energy shocks and financial markets. Journal of Future Markets, 16 (1), 1-27.

Jamaani, F., & Roca, E. (2015). Are the regional Gulf stock markets weak-form efficient as single stock markets and as a regional stock market? Research in International Business and Finance, 33 (January 2015), 221-246.

Jouini, J. (2013). Stock market in GCC countries and global factors: A further investigation. Economic Modelling, 31 (March 2013), 80-86.

Kaneko, T., & Lee, B. (1995). Relative importance of economic factors in the U.S. and Japanese stock markets. Journal of the Japanese and International Economies, 9 (3), 290–307.

Karam, P. D. (2001). Exchange rate policies in Arab countries: Assessment and recommendation. Arab Monetary Fund.

Le, T., & Chang, Y. (2015). Effects of oil price shocks on the stock market performance: Do nature of shocks and economies matter? Energy Economics, 51 (September 2015), 261–274.

Lescaroux F, & Mignon, V. (2008). On the influence of oil prices on economic activity and other macroeconomic and financial variables. OPEC Energy Review, 32 (4), 343–380.

Liu, L., Ma, F., & Wang, Y. (2015). Forecasting excess stock returns with crude oil market data. Energy Economics, 48 (March 2015), 316–324.

Maghyereh, A., & Al-Kandari, A. (2007). Oil prices and stock markets in GCC countries: new evidence from nonlinear cointegration analysis. Managerial Finance, 33 (7), 449–460.

Mohantya, S. K., Nandhab, M., Turkistanic, A. Q., & Alaitani, M. Y. (2011). Oil price movements and stock market returns: Evidence from Gulf Cooperation Council (GCC) countries. Global Finance Journal, 22 (1), 42–55.

National Bank of Kuwait. (2011). The GCC hydrocarbon sector: big and getting bigger. Kuwait: National Bank of Kuwait.

Nusair,S. & Al-Khasawneh, J. (2018). Oil price shocks and stock market returns of the GCC countries: empirical evidence from quantile regression Analysis. Econ Change Restruct, 51, 339–372. https://doi.org/10.1007/s10644-017-9207-4

OPEC. (2015). OPEC Annual Statistical Bulletin. Petroleum: An Engine for Global Development. Organization of the Petroleum Exporting Countries. Retrieved from URL

https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/ASB2014.pdf

Papapetrou, E. (2001). Oil price shocks, stock markets, economic activity and employment in Greece. Energy Economics, 23 (5), 511–532.

Park, J., & Ratti, R. (2008). Oil price shocks and stock markets in the U.S. and 13 European countries. Energy Economics, 30 (5), 2587–2608.

Rizvi, S. A., & Masih, A. (2014). Oil price shocks and GCC capital markets: who drives whom? MPRA Paper (56993).

Sadorsky, P. (1999). Oil price shocks and stock market activity. Energy Economics, 21 (5), 449–469.

Salisu, A., & Oloko, T. (2015). Modeling oil price–US stock nexus: A VARMA–BEKK–AGARCH approach. Energy Economics, 50 (July 2015), 1–12.

Sedik, T., & Williams, O. H. (2011). Global and Regional Spill overs to GCC Equity Markets. IMF Working Paper WP/11/138 .

The Economist. (2015). The great bear market (2015, Jul 21st). Retrieved from URL *http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/07/commodities*

Zarour, B. (2006). Wild oil prices, but brave stock markets! The case of the GCC markets. Operational Research, 6 (2), 145–162.

الملاحق

الملحق (١): إجمالي الاحتياطيات النفطية عالمياً (نهاية ٢٠١٥)

الإقليم	عدد البراميل (بالمليار)	% للحصة من الإجمالي
أمريكا الشمالية	232.5	13.7%
أمريكا الجنوبية والوسطى	330.2	19.4%
أوروبا وأوراسيا	154.8	9.1%
الشرق الأوسط	٨١٠.٧	47.7%
أفريقيا	129.2	7.6%
آسيا والمحيط الهادئ	42.7	2.5%
الإجمالي العالمي	1,700.1	100.0%

المصدر: BP Statistical Review of World Energy June 2014, http://www.bp.com/content/dam/bp-country/de_de/PDFs/brochures/BP-statistical-review-of-world-energy-2014-full-report.pdf

الملحق (٢): إجمالي الاحتياطيات النفطية في منطقة الخليج (٢٠١٥)

دول الخليج	عدد البراميل (بالمليار)	% للحصة من الإجمالي
البحرين	٠.١٢	٠.٠٢
الكويت	١٠٤.٠٠	٢٠.٧٨
عمان	٥.١٥	١.٠٣
قطر	٢٥.٢٤	٥.٠٤
المملكة العربية السعودية	٢٦٨.٢٩	٥٣.٥٩

الإمارات العربية المتحدة	٩٧.٨٠	١٩.٥٤
الإجمالي	٥٠٠.٦٠	١٠٠.٠٠

المصدر: The Annual Energy Outlook 2015, U.S. Energy Information Administration, www.eia.gov/forecasts/aeo