



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية
تخصص اقتصاد كمي

اختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية

دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل لدول GCC
خلال الفترة 2005-2014

تحت إشراف:

أ.د محمد بن بوزيان

من إعداد:

عبد الله بن الضب

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة :

بلمقدم مصطفى	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	رئيسا
محمد بن بوزيان	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	مشرفا
مختاري فيصل	أستاذ التعليم العالي	جامعة معسكر	ممتحنا
غربي ناصر صلاح الدين	أستاذ محاضر -أ-	جامعة تلمسان	ممتحنا
دريال أمينة	أستاذ محاضر -أ-	جامعة سعيدة	ممتحنا
طاوش قندوسي	أستاذ محاضر -أ-	جامعة سعيدة	ممتحنا

السنة الجامعية : 2017/2016



الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورحمهما ورزقنا رضاهما،
والدتي الحنون، أبي العزيز
إلى زوجتي العزيزة وابنتي بارك الله في حياتهما...

إلى جميع أفراد العائلة من الكبير إلى الصغير وعائلة
بن الضبع.

.....إلى جميع الأصحاب..... وإلى جميع
المضطهدين في كل مكان؛

أهدي ثمرة جمدي هذا

الشكر

"...رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي

وعلي والدي... "

بعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام

هذا العمل، أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير

لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور: محمد بن فوزان علي

إشرافه علي هذا العمل وما تقدم به من نصح وتوجيه

وإرشاد طيلة فترة البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة علي

ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات.

كما أتقدم بشكري لزملائي الذين ساهموا في إنجاز هذا

العمل من قريب أو بعيد،

ملخص

تسلط هذه الدراسة الضوء على تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض باستخدام اختبار شبه التكامل أو التكامل المتزامن في ظل بيانات البانل بشكل رئيس بالإضافة إلى تطبيق منهج التكامل وفق أسلوب السلاسل الزمنية. استخدمنا عدة بيانات تاريخية؛ بيانات يومية بالنسبة لمؤشرات الأسهم خلال الفترة من 2007/02/22 إلى غاية 2012/02/22 (1305 مشاهدة)، كما تم الاعتماد على البيانات السنوية خلال عشر سنوات والممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014، لمؤشرات أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة؛ الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، مؤشر حجم الصادرات، مؤشر حجم الواردات، معدل الفائدة، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل سعر الصرف. شملت بيانات الدراسة دول مجلس التعاون لدول الخليج.

خلصت الدراسة إلى وجود ارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية وعوائدها، كما أن هناك علاقة سببية بينها وبين الناتج المحلي الإجمالي، مما يعزز دور البورصات الخليجية في تمويل التنمية. أما بالنسبة لأهم محددات تكامل البورصات فهي الانفتاح التجاري مع استثناء معدل الصرف، كما توجد علاقة تكامل متزامن بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية.

الكلمات المفتاح: البورصات الخليجية، التكامل المتزامن للبورصات، بيانات البانل، نموذج تصحيح الخطأ.

Résumé :

Cette étude surligner l'intégration des marchés financiers du GCC entre eux en utilisant la semi-intégration ou le co-intégration sous les données du panel ainsi que l'application de la méthodologie d'intégration selon des séries chronologiques. Nous avons utilisé plusieurs données historiques; Données journalières pour les indices boursiers au cours de la période du 22/02/2007 au 22/02/2012 (1305 visites). Les données annuelles pour dix ans de 2005 à 2014 ont également été utilisées pour les indices des cours boursiers Variables économiques à l'étude; PIB, masse monétaire, indice de volume des exportations, indice de volume des importations, taux d'intérêt, investissement étranger direct net, taux de change. Les données de l'étude comprenaient les pays du CCG.

L'étude a conclu qu'il existe une corrélation entre les cours boursiers des marchés boursiers du Golfe et leurs rendements, et qu'il y a un lien de causalité entre eux et le PIB. Cela améliore le rôle des marchés boursiers du CCG dans le financement du développement. Les déterminants les plus importants de l'intégration boursière sont l'ouverture commerciale à l'exception du taux de change. Il existe une co-intégration entre les prix des actions et les variables économiques.

Mots-clés: les marchés financiers du GCC, co-intégration des marchés financiers, données de panel, modèle de correction d'erreur.

ABSTRACT:

This study highlights the co-integration of the Gulf stock markets with each other using semi-integration or simultaneous integration under the panel data as well as applying the integration methodology according to the time series method. We used several historical data; daily data for the stock indices during the period from 22/02/2007 to 22/02/2012 (1305 views). The annual data for ten years from 2005 to 2014 were also used for stock price indices Economic variables under study; GDP, money supply, export volume index, import volume index, interest rate, net foreign direct investment, exchange rate. The study data included GCC countries.

The study concluded that there is a correlation between the stock prices of Gulf stock markets and their returns, and that there is a causal relationship between them and GDP. This enhances the role of GCC stock markets in financing development. The most important determinants of stock market integration are trade openness with exception of exchange rate. There is co-integration between stock prices and economic variables.

Keywords: Gulf Financial Markets, co- integration of financial markets, panel Data, error correction model.

قائمة المحتويات

IV	الإهداء
V	الشكر
VI	مستخلص البحث
VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال البيانية
XII	قائمة الاختصارات والرموز
XV	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
2	الفصل الأول: الأسواق المالية
2	مقدمة الفصل
3	المبحث الأول: التعريف بالأسواق المالية
16	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية
25	المبحث الثالث: قواعد تنظيمية في الأسواق المالية
36	المبحث الرابع: نظرية كفاءة الأسواق المالية
46	خاتمة الفصل
48	الفصل الثاني: التكامل المالي
48	مقدمة الفصل
49	المبحث الأول: العوالة المالية
61	المبحث الثاني: التحرير المالي
74	المبحث الثالث: تكامل الأسواق المالية
93	خاتمة الفصل
96	الفصل الثالث: لمحة عن دول مجلس التعاون الخليجي
96	مقدمة الفصل
97	المبحث الأول: نظرة عن الأسواق المالية الخليجية
113	المبحث الثاني: نظرة حول دول مجلس التعاون الخليجي
134	المبحث الثالث: جهود دول مجلس التعاون نحو التكامل المالي
144	خاتمة الفصل

146	الفصل الرابع: دراسة التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية وفق أسلوب السلاسل الزمنية.
146	مقدمة الفصل
147	المبحث الأول: تقديم الاختبارات القياسية المستعملة.
154	المبحث الثاني: دراسة التكامل المتزامن بين أسعار أسهم البورصات الخليجية.
164	المبحث الثالث: دراسة التكامل المتزامن للمتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار أسهم البورصات الخليجية.
185	خاتمة الفصل
187	الفصل الخامس: دراسة محددات تكامل البورصات الخليجية في ظل بيانات البانل.
187	مقدمة الفصل
188	المبحث الأول مدخل لتحليل بيانات البانل والنماذج المستخدمة في الدراسة.
	المبحث الثاني: اختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في البورصات الخليجية في
203	ظل بيانات البانل الساكن.
	المبحث الثالث: اختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم للبورصات الخليجية في
207	ظل بيانات البانل الديناميكي.
218	خاتمة الفصل
221	الخاتمة
227	قائمة المراجع
240	الملاحق
252	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
115	..... حجم التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي.....	الجدول(3-1)
116	..... الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال 2006-2013.....	الجدول (3-2)
121	..... نسب عرض النقود بمفهومه الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.....	الجدول (3-3)
152	..... مصفوفة معامل الارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة.....	الجدول (4-1)
155	..... مصفوفة معامل الارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة.....	الجدول (4-2)
157	..... نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية مثنى- مثنى خلال فترة الدراسة.....	الجدول (03-4)
158	..... وجود علاقة سببية بين عوائد أسهم البورصات الخليجية مثنى- مثنى خلال فترة الدراسة.....	الجدول (04-4)
161	..... نتائج اختبارات الاستقرارية للبورصات المدروسة.....	الجدول (05-4)
162	..... نتائج اختبار الأثر بين محافظ السوق بالبورصات الخليجية.....	الجدول (06-4)
163	..... نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى بين محافظ السوق بالبورصات الخليجية.....	الجدول (07-4)
166	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية في دولة الكويت.....	الجدول (08-4)
167	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية لسلطنة عمان.....	الجدول (4-09)
167	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة البحرين.....	الجدول (10-4)
168	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية للمملكة العربية السعودية.....	الجدول (11-4)
169	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية للإمارات العربية المتحدة.....	الجدول (12-4)
170	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة البحرين.....	الجدول (13-4)
173	..... نتائج تقدير النموذج(06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة الكويت.....	الجدول (14-4)
174	..... اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-غرانجر لدولة الكويت.....	الجدول (15-4)

175	نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة سلطنة عمان.....	الجدول (4-16)
176	اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر لسلطنة عمان.....	الجدول (4-17)
177	نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة البحرين.....	الجدول (4-18)
178	اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر لدولة البحرين.....	الجدول (4-19)
179	نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة للسعودية.....	الجدول (4-20)
180	اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر للمملكة العربية السعودية....	الجدول (4-21)
181	نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة الإمارات.....	الجدول (4-22)
182	اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر للإمارات العربية المتحدة.....	الجدول (4-23)
183	نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة قطر.....	الجدول (4-24)
184	اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر لدولة قطر.....	الجدول (4-25)
203	نتائج تقدير البانل الساكن للعلاقة بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية.....	الجدول (5-1)
205	نتائج اختبار هوسمن للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والعشوائية.....	الجدول (5-2)
205	نتائج اختبار Wald للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والمدمجة.....	الجدول (5-3)
207	اختبارات الاستقرار لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية.....	الجدول (5-4)
208	اختبار HADRI للاستقرار لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية.....	الجدول (5-5)
212	اختبارات الاستقرار لفروقات الدرجة الأولى لمتغيرات الدراسة.....	الجدول (5-6)
212	اختبار HADRI لاستقرار فروقات متغيرات الدراسة.....	الجدول (5-7)
213	نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك.....	الجدول (5-8)
214	نتائج اختبار كاو للتكامل المشترك.....	الجدول (5-9)
214	نتائج تقدير البانل الديناميكي.....	الجدول (5-10)
215	السببية في المدى الطويل لنموذج تصحيح الخطأ.....	الجدول (5-11)
216	السببية في المدى القصير لنموذج تصحيح الخطأ (نتائج اختبار Wald Test).....	الجدول (5-12)

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل (1-1)	الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق المالي.....	39
الشكل (2-1)	العلاقة بين التحرير والأزمات البنكية.....	071
الشكل (3-1)	التمثيل البياني لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (دولار) خلال الفترة 2006-2013.....	114
الشكل (3-2)	تطور معدلات النمو لإجمالي موجودات البنوك المركزية في دول مجلس التعاون.....	117
الشكل (3-3)	تطور حسابات رأس المال في دول مجلس التعاون.....	118
الشكل (3-4)	معدل التضخم الخليجي العام خلال الفترة 2010-2015.....	120
الشكل (3-5)	حجم صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد لدول مجلس التعاون الخليجي.....	124
الشكل (01-4)	تطور أسعار أسهم البورصات الخليجية وارتباطها خلال فترة الدراسة.....	155
الشكل (02-4)	التمثيل البياني لتطور مؤشرات أسعار الأسهم وعوائدها.....	160
الشكل (03-4)	التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (الكويت).....	165
الشكل (04-4)	التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (عُمان).....	165
الشكل (05-4)	التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (البحرين).....	165
الشكل (06-4)	التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (السعودية).....	165
الشكل (07-4)	التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (الإمارات).....	165
الشكل (08-4)	التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (قطر).....	165
الشكل (09-4)	التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (الكويت).....	172
الشكل (10-4)	التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (عُمان).....	172
الشكل (11-4)	التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (البحرين).....	172
الشكل (12-4)	التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (السعودية).....	172
الشكل (13-4)	التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (الإمارات).....	172
الشكل (14-4)	التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة (قطر).....	172

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار/ الرمز	الدلالة
*	المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 1%
**	المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%
***	المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 10%
R_M	مردودية السوق.
AMF	صندوق النقد العربي
Beta	بيتا مقياس المخاطر النظامية .
CB	الرسملة البورصية
COSOB	لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة
COV(.,.)	التباين المشترك
CP	الأموال الخاصة
CPPA	الأموال الخاصة للسهم الواحد
DD	التوزيعات المدفوعة
DF	ديكي فلر
DIK	التغير في مؤشر الكويت
DK	دينار كويتي
DS	سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى
DW	داربين واتسون
e	أساس اللوغاريتم النييري
E()	الأمل الرياضي ()
F-STAT	إحصائية فيشر
HME	فرضيات السوق الكفاء
IK	مؤشر الكويت
IMF	صندوق النقد الدولي
IOSCO	المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال
K_t	معدّل المردودية المتوقع

مردودية السوق و الممثلة بالمؤشر.	K_m
معدل المردودية الخالي من المخاطرة:	K_{RF}
معامل التأخير	L
مضاعف لاغرانج	LM
لوغاريتم النيبيري	LOG
طريقة المربعات الصغرى العادية	MCO
نموذج توازن الأصول المالية	MEDAF/CAPM
دالة التوزيع الطبيعي	N()
منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	OCED
المنظمة العالمية للتجارة	OMC
الناتج المحلي الخام	PIB/ GDP
فليبس و بيرو	PP
احتمال إحصائية فيشر	PROB F
عدد أشعة التكامل المشترك	Q
لجنة (هيئة) بورصة الأوراق المالية	SEC
الانحراف المعياري	Std. Dev
حجم التداول	VOL
بنموذج الانحدار الذاتي ذي التباين الشرطي غير المتجانس	ARCH
بنموذج الانحدار الذاتي ذي التباين الشرطي غير المتجانس المعمم	GARCH
اختبار الأثر في اختبار التكامل المشترك لجوهانسن	λ_{trace}
القيمة الذاتية العظمى في اختبار التكامل المشترك لجوهانسن	λ_{max}
نموذج شعاع الانحدار الذاتي	VAR
التباين	VAR(.)
اختبار ديكي-فولر المطور؛ Dickey-Fuller-Augmenté	ADF Test
اختبار ديكي-فولر؛ Dickey-Fuller-	DF Test
اختبار فليبس وبيرون	PP Test
مجموع مربعات بواقي	SCR
رتبة المصفوفة Π	Rang Π
مؤشر أسعار أسهم بورصة الكويت	KWSEX

مؤشر أسعار أسهم بورصة أبو ظبي	ABSEX
مؤشر أسعار أسهم بورصة دبي	DUSEX
مؤشر أسعار أسهم بورصة السعودية	SASEX
مؤشر أسعار أسهم بورصة قطر	QASEX
مؤشر أسعار أسهم بورصة عمان(عُمان)	OMSEX
مؤشر أسعار أسهم بورصة البحرين	BHSEX
مردودية أسعار أسهم بورصة الكويت	RKWSEX
مردودية أسعار أسهم بورصة أبو ظبي	RABSEX
مردودية أسعار أسهم بورصة دبي	RDUSEX
مردودية أسعار أسهم بورصة السعودية	RSASEX
مردودية أسعار أسهم بورصة قطر	RQASEX
مردودية أسعار أسهم بورصة عمان(عُمان)	ROMSEX
مردودية أسعار أسهم بورصة البحرين	RBHSEX
مؤشر أسعار الأسهم	SMI
الناتج المحلي الإجمالي	GDB
عرض النقود بمفهومه الواسع	BM
مؤشر حجم الواردات	IVI
مؤشر حجم الصادرات	EVI
سعر الصرف الرسمي	OER
مؤشر صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	FDI
معدل الفائدة للإقراض	LI
Levin , lin and chu test	LLC
Im, Pesaran and shim test	IPS
نموذج تصحيح الخطأ	ECM

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
247	مساهمة الزراعة والأسماك في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 01
247	مساهمة المناجم والمحاجر (النفط والغاز والتعدين) في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي.(مليون دولار).....	الملحق 02
247	مساهمة النفط والغاز في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 03
248	مساهمة التعدين في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 04
248	مساهمة الصناعات التحويلية في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 05
248	مساهمة الكهرباء والغاز والماء في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 06
249	مساهمة التشييد والبناء في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 07
249	مساهمة تجارة الجملة والتجزئة والمطاعم والفنادق في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 08
249	مساهمة النقل والتخزين والاتصالات في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 09
250	مساهمة الخدمات المالية والتأمين في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي.(مليون دولار).....	الملحق 10
250	مساهمة في الأنشطة العقارية وخدمات الأعمال الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 11

250	مساهمة الخدمات الحكومية في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 12
251	مساهمة الخدمات أخرى في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 13
251	مساهمة خدمات الوساطة المالية المقاسة بصورة غير مباشرة في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 14
251	مساهمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الأساسية في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 15
252	مساهمة صافي الضرائب على المنتجات** في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).....	الملحق 16
252	إجمالي الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).	الملحق 17
252	الرقم القياسي العام الخليجي والتضخم الخليجي العام خلال الفترة 2010-2015.....	الملحق 18
253	الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك - كل الأصناف لدول مجلس التعاون الخليجي.....	الملحق 19
253	تطور الأصول الأجنبية البنوك المركزية في دول مجلس التعاون.....	الملحق 20
254	الخصائص الإحصائية لمؤشرات الأسهم للبورصات الخليجية.....	الملحق 21
255	نتائج تقدير نموذج الآثار المدمجة للبانل الساكن.....	الملحق 22
255	تقدير نموذج الآثار الثابتة للبانل الساكن.....	الملحق 23
256	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للبانل الساكن.....	الملحق 24

المقدمة العامة

تلعب البورصات دورا كبيرا في تمويل التنمية في جميع الدول لاسيما النامية منها؛ وذلك لما تقوم به من جلب رؤوس الأموال خاصة الأجنبية في ظل التحرير المالي وذلك لما توفره الأسواق الناشئة من فرص غير متاحة في مثيلاتها المتقدمة؛ وذلك في ظل ارتفاع مخاطر التمويل بالاستدانة كأزمة المديونية بالمكسيك مما دفع بالدول المتقدمة إلى فرض شروط ذات تكلفة مرتفعة على الدول ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة، ففي ظل هذه الظروف سارعت العديد من الدول إلى تنمية أسواقها المالية بغية توفير بديل لتمويل التنمية عن التمويل بالاستدانة من خلال جلب رؤوس أموال أجنبية؛ ولقيام هذه الأسواق بالدور المنوط بها لابد أن تتوفر هذه الأسواق المالية على الشرط الرئيس وهو توفرها على الشفافية الإفصاح والابتعاد على كل أشكال التلاعب وبالخصوص مع تزايد وتيرة العولمة المالية.

تبقى الأسواق المالية في المنطقة العربية والخليجية على وجه التحديد محدودة الأداء مقارنة بالدول الناشئة والمتطورة؛ ويمكن إرجاع ذلك لعدة عوامل من أهمها محدودية نشاط القطاع الخاص وطبيعة الشركات المدرجة ، بالإضافة إلى هشاشة النظام المصرفي والأنظمة المحاسبية؛ التي تعتبر حجر الأساس كونها بنك المعلومات التي تمثل أساس اتخاذ قرارات المستثمر المالية ناهيك عن مشكل الشفافية والإفصاح ونمو الاقتصاد غير الرسمي .

حظيت الأسواق المالية الخليجية اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين في المنطقة العربية في الآونة الأخيرة حيث أضحت الأسواق المالية تمثل عناوين مؤتمرات علمية وأطروحات دكتوراه، إلا أن ذلك يبقى محدود نوعا ما خاصة من الناحية الكمية على المستوى الوطني مقارنة بذلك في باقي الدول المتقدمة والناشئة؛ ومن ثمة بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية خاصة من الناحية الكمية والقياسية والتي تعتبر أساليب حديثة في إدارة المخاطر واتخاذ القرارات المالية على الصعيدين الجزئي والكلبي في ظل تكامل مالية المؤسسات مع مالية الأسواق. تهدف هذه الدراسة إلى اختبار تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض باستخدام اختبار شبه التكامل أو التكامل المتزامن في ظل بيانات البانل.

-الإشكالية الدراسة.

تحاول هذه الدراسة اختبار تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض ومع الأسواق المالية العالمية باستخدام اختبار شبه التكامل أو التكامل المتزامن في ظل بيانات البانل، مع دراسة إمكانية قيام سوق مالية خليجية؛ وذلك تحت إشكالية رئيسة هي:

ما مدى تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض ، وما هي أهم المحددات لهذا التكامل باستخدام

اختبار التكامل المتزامن في ظل بيانات البانل؟

تندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسة ست إشكاليات فرعية وهي كما يلي:

- ✓ هل هناك تجانس بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية؛
- ✓ ما مدى ارتباط أسعار الأسهم في الأسواق المالية الخليجية قيد الدراسة مع بعضها البعض؟
- ✓ ما مدى ارتباط عوائد أسعار الأسهم في الأسواق المالية الخليجية قيد الدراسة مع بعضها البعض ؟
- ✓ ما أهم محددات تكامل الأسواق المالية الخليجية؟

✓ هل هناك تكامل متزامن بين الأسواق المالية الخليجية قيد الدراسة مع بعضها البعض؟
تكامل للإجابة على هذه الإشكاليات في هذه الدراسة تم الاعتماد على ست فرضيات أساسية هي:

الفرضيات الدراسة.

- ✓ يوجد تجانس بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية؛
- ✓ ترتبط أسعار الأسهم في الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض بدرجة عالية؛
- ✓ ترتبط عوائد أسعار الأسهم في الأسواق المالية الخليجية قيد الدراسة مع بعضها البعض مع وجود علاقة سببية من الجهتين؛
- ✓ من أهم محددات تكامل الأسواق المالية الخليجية معدل سعر الصرف والانفتاح التجاري؛
- ✓ هناك تكامل متزامن بين الأسواق المالية الخليجية قيد الدراسة مع بعضها البعض؛

المبررات اختيار الموضوع.

تم اختيار هذا الموضوع بناءً على جملة من الاعتبارات نوجز منها:
نمو الأسواق المالية العربية بدرجة كبيرة في السنوات الأخيرة؛
تم اختيار الأسواق المالية الخليجية على أساس التقارب الكبير اقتصاديا وجغرافيا مما يعكس وإمكانية نجاح التكامل وإمكانية قيام السوق المالية الخليجية كنواة لقيام السوق العربية المشتركة؛

أهمية الدراسة .

يكتسي هذا الموضوع أهمية بالغة، وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية:
اهتمام موضوع الدراسة بالأسواق المالية ومالها من دور في تمويل التنمية في دول مجلس التعاون الخليجي؛
لما لهذا الموضوع من علاقة مباشرة بمؤشرات القرارات المالية للمستثمرين (عائد، مخاطرة) في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي؛
بعد التعريف بأهمية الدراسة، نحاول في هذه النقاط إبراز أهداف الدراسة الأساسية والتي يمكن عرضها في ما يلي:

أهداف الدراسة.

تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف والتي يمكن حصر أهمها في النقاط التالية :
محاولة الإلمام بأهم الاختبارات القياسية المستخدمة في اختبار تكامل الأسواق المالية، والتي تعتبر من أهم أدوات الاقتصاد المالي الكمي؛

- إبراز أهمية تكامل الأسواق المالية عالميا ومحليا مع اختبار ذلك عمليا؛
- دراسة واكتشاف درجة الارتباط والتكامل المتزامن بين الأسواق المالية الخليجية؛
- معرفة إمكانية قيام السوق المالية الخليجية المشتركة .

VI. حدود الدراسة

تتمثل حدود دراسة تكامل الأسواق المالية الخليجية، في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2014 اعتماداً على مؤشرات الأسهم السنوية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وتتمثل الحدود المكانية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. أما بالنسبة للبيانات فقد تم الاعتماد على عدة بيانات تاريخية؛ بيانات يومية بالنسبة لمؤشرات الأسهم خلال الفترة من 2007/02/22 إلى غاية 2012/02/22 بعدد مشاهدات بلغ 1305، كما تم الاعتماد على البيانات السنوية خلال عشر سنوات والممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014، لمؤشر أسعار البورصات والمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة؛ الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، مؤشر حجم الصادرات، مؤشر حجم الواردات، معدل الفائدة، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل سعر الصرف، وتتمثل الحدود المكانية للدراسة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

VII. منهج الدراسة والأدوات المستخدمة.

تم اعتماد المنهج الوصفي لدراسة تكامل الأسواق المالية الخليجية فبعد الحصول على المعطيات من قواعد المعطيات المتعددة؛ والتي شملت المواقع الإلكترونية للأسواق المالية المدروسة، و DATA STREAM وبعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع كالمواقع الرسمية للبورصات الخليجية وموقع صندوق النقد العربي... . حيث يتم معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews، واختبار التكامل والتكامل المشترك Co-integration والسببية لبيانات البائل الساكن والديناميكي.

VII تقسيمات البحث.

تم تقسيم هذا البحث إلى خمسة فصول، ثلاثة منها خصّصت للجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع، إذ نتناول في الفصل الأول نظرة عن الأسواق المالية ودورها في التنمية، وفي الفصل الثاني دراسة موضوع التكامل المالي وعلاقته بالعملة والتحرير المالي كما خصص الفصل الثالث للتعرف على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، خصص الفصل الرابع دراسة التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية وفق أسلوب السلاسل الزمنية؛ أما الفصل الأخير فقد تناول دراسة محددات تكامل البورصات الخليجية في ظل بيانات البائل.

VIII مرجعية الدراسة.

نتكلم عن مرجعية الدراسة في حدود جهود الباحث؛ ونتناول هذه الدراسات كما يلي:

1. . دراسة (kasa 1992): التي حاولت الوصول إلى عدد الاتجاهات المشتركة في أسواق الأسهم¹ (وإعطاء الأدلة على ذلك) في خمس دول صناعية وهي كندا، ألمانيا، إنجلترا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية وتحاول الدراسة بشكل أدق تقديم أدلة حول الاتجاهات العشوائية المشتركة ومعرفة مصدر هذه الاتجاهات، وعلاقة التكامل الاقتصادي مع الأسواق المالية العالمية، وهل هناك أسباب أخرى لتكامل الأسواق المالية، اعتمدت هذه الدراسة

¹ - Kasa, K. (1992). Common stochastic trends in international stock markets. Journal of monetary Economics, 29(1), 95-124.

على البيانات الشهرية والرّبع سنوية من جانفي 1974 إلى أوت 1990، مستعملا طريقة المعقولة العظمى لـ JEHANSEN (1990) في اختيار التكامل، إذ اعتبر نموذج $Var(k)$ كنقطة الانطلاق لهذا العمل.

2. دراسة (1993) corhay and all: فحصت هذه الدراسة كذلك الاتجاهات العشوائية في أسعار الأسهم حيث استعمل نموذج الانحدار الساكن ونموذج VAR المعتمد على صيغة المعقولة العظمى لتقدير درجة التكامل في 05 أسواق أوروبية كبرى، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، هولندا والمملكة المتحدة من 75/03/01 إلى غاية 1991/09/30. اعتمادا على بيانات أسبوعية وتوصل إلى أن هناك تكامل مشترك بين سلسلة أسعار الأسهم لهذه البلدان باستثناء أسعار الأسهم الإيطالية.

3. دراسة (1997) Taufiq Choudhry: بحثت هذه الدراسة العلاقة طويلة المدى بين مؤشرات الأسهم لستة أسواق مالية من أمريكا اللاتينية والولايات المتحدة الأمريكية اعتمادا على البيانات الأسبوعية خلال الفترة جانفي 1989-ديسمبر 1993، باستعمال اختبارات الجذور الوحدوية؛ والتي أشارت إلى وجود اتجاه عشوائي في جميع المؤشرات، واختبارات التكامل المشترك والتي أثبتت وجود علاقة طويلة المدى بين المؤشرات الستة باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية، ونموذج تصحيح الخطأ مثبتا بذلك العلاقة السببية الكبيرة بين مؤشرات الدراسة¹.

4. دراسة (2000) Lokman Gunduz²: طبقت هذه الدراسة لأجل اختبار تكامل الأسواق المالية اعتمادا على عينة من أسواق الشرق الأوسط وجنوب إفريقيا؛ مستعملة بذلك لوغاريتم المؤشرات الأسبوعية في كل من تركيا وإسرائيل والمغرب والأردن، خلال الفترة الممتدة من أوت 1997 إلى غاية جويلية 2000، حيث تم تطبيق اختبار الجذر الوحدوي دكي فلر (DF)، ودكي فلر المصحح (ADF)، واختبار PP، واختبار جوهانسن للتكامل المشترك، واختبارات أخرى³، أظهرت هذه الدراسة أن السلاسل قيد الدراسة غير مستقرة في مستوياتها، وأنها تتضمن جذورا وحدوية، كما بينت الدراسة أن لا وجود للتكامل المشترك بين هذه الأسواق في المدى البعيد.

5. دراسة اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا) 2004⁴: حددت القضايا والتحديات التي تواجه البلدان الأعضاء في الإسكوا بشأن ربط الأسواق الإقليمية للأوراق المالية، مع إعطاء الاهتمام الخاص لشتى التفاصيل التقنية على مستوى الشركات والمستويين التشريعي والتنظيمي والبنى التحتية الضرورية، وتشكل المعلومات الأساسية والتحليلات الواردة في هذه الدراسة الأساس لعدد من التوصيات المفيدة لتيسير تطوير وربط الأسواق المالية العربية الناشئة. من بين الاستنتاجات التي خرجت بها أن الأسواق العربية للأوراق المالية لا تزال تفتقر إلى الروابط

1 - ، انظر ملخص الدراسة : (18/06/2016) http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0164070497000165 ، جاءت هذه الدراسة بعنوان: (University of Wales, Swansea, UK), Stochastic Trends in Stock Prices: Evidence from Latin American Markets.

2 - Lokman Gunduz and Mohammed Omran , **Stochastic Trends and Stock Prices in Emerging Markets**, a paper is presented at erc/METU International Conference in Economics IV, Ankara, September 13-16, 2000

3 - مثل اختبار CVR، واختبار CMD.

4 - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، الأمم المتحدة 04-0050، نيويورك 2004.

الإقليمية والدولية الهامة في الوقت الذي ينتقل فيه العالم صوب زيادة التكامل المالي، مع قلة من الاستثناءات الملحوظة، حيث تطلب اتفاق الربط بين الكويت ولبنان ومصر إنشاء مؤسسات مقاصة وتسوية ومراكز إيداع للأوراق المالية فضلا عن آليات لضمان سرعة إكمال نقل الملكية وضمان حقوق المساهمين، الوطنيين منهم والأجانب وحتى مع توافر القوانين والمؤسسات الضرورية. كان على البلدان الثلاثة أن تحقق حدا أدنى من التنسيق التشريعي والتطابق. تشير الدراسة إلى أنه من الأرجح أن يتحقق الربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية في سوق مالية إقليمية متكاملة من خلال جهود تيسير الإدراج المشترك للشركات والتداول الإلكتروني العابر للحدود وإتاحة إمكانية الوصول للمستثمرين الأجانب عن أن يكون من خلال إقامة منصة تداول عربية وحيدة.

6. دراسة (Hazem Ali Marashdeh 2006):¹ تمثلت في رسالة دكتوراه بجامعة ولنجونج (أستراليا) تهدف هذه الدراسة إلى اختبار التكامل المالي بين أربعة أسواق أسهم ناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا؛ من أربع دول هي مصر وتركيا والأردن والمغرب، كما تهدف الدراسة إلى قياس مدى تكامل هذه الأسواق مع بعض الأسواق المتقدمة ممثلة بأسواق كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وألمانيا، لتحقيق هذا الهدف قامت الدراسة باستخدام مجموعة من الطرق الاقتصادية القياسية المتقدمة وتطبيق هذه الطرق على مؤشرات أسعار الأسهم الشهرية في هذه الأسواق خلال الفترة ما بين (1994 – 2004)، وبدأت بإجراء اختبار "الجذور الوحيدة" بوجود تغيرات هيكلية محددة ضمنا في هذا الاختبار، وذلك وفقاً لنموذج (Perron 1997)، إضافة إلى ما سبق قامت الدراسة باختبار العلاقات الديناميكية بين مؤشرات هذه الأسواق في المدى القصير وكيفية تأثيرها على بعضها البعض وذلك باستخدام ما يُعرف باختبار السببية للعالم جرانجر (Granger-Causality). أظهرت نتائج التحليل القياسي أن كل المتغيرات محل الدراسة قد أظهرت دلائل واضحة على وجود ما يعرف بالجذور الموحدة حتى في ظل وجود التغيرات الهيكلية، كما أظهرت النتائج أن تواريخ هذه التغيرات الهيكلية المحددة ضمنا من النموذج نفسه تتزامن مع أحداث حقيقية وقعت بالفعل وأثرت على هذه الأسواق، وأظهرت نتائج اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة توازن طويلة المدى بين جميع أسواق المنطقة، مما يعني أن هذه الأسواق تتحرك سوية في المدى الطويل، لذلك فهناك تكامل مشترك بين هذه الأسواق، في نفس الوقت لم تجد الدراسة أي دليل على وجود علاقة من نفس النوع بين أسواق المنطقة والأسواق المتقدمة المشار إليها سابقا، هذا يعني أن أسواق المنطقة منفصلة عن أسواق الدول المتقدمة ولكن هناك استثناء واحد وهو السوق المصري، حيث وجدت علاقة طويلة المدى بين هذا السوق وأسواق كل من الولايات المتحدة وبريطانيا.

¹ - Hazem Ali Marashdeh, Financial Integration of the MENA Emerging stock markets, thesis doctorate, University of Wollongong 2006, Australia.

7. دراسة (Ulaganathan Subramanian 2008):¹ جامعة أديس بابا إثيوبيا، حيث درس فيها تكامل خمسة أسواق للأوراق المالية في شرق آسيا وهي: سوق شنغهاي للأوراق المالية، سوق طوكيو للأوراق المالية، سوق أوساكا للأوراق المالية، سوق هونغ-كونغ للأوراق المالية، كوريا للأوراق المالية، استخدمت في هذه الدراسة تقنيات كمية للكشف عن الجذر الوحدوي، وشبه التكامل co-integration، ودراسة السببية. بينت الدراسة أن هناك تكاملا مشتركا بين هذه الأسواق.

8. دراسة Cyriac Guillaumin : عملت هذه الدراسة² على قياس درجة التكامل المالي بين بعض الأسواق المالية في شرق آسيا في الفترة ما بين 1988 و 2006 ؛ مع دراسة تأثير أنظمة سعر الصرف في هذه البلدان . كما تتناول ما يلي – سياسات سعر الصرف في بلدان شرق آسيا ، وعلى وجه الخصوص دولة الصين – الناحية المالية في اختيار نظام سعر الصرف ؛ والذي يعتبر من المحددات الأساسية لتدفق رؤوس الأموال.

اعتمدت هذه الدراسة على طريقة (Feldstein et Horioka (1980) والتي تعمل على تقدير العلاقة بين الاستثمار والادخار بالرغم من أنها محل جدل بين الاقتصاديين؛ من أجل ذلك تم الاعتماد هنا على بيانات البنائ للاقتصاد القياسي من أجل اختبار درجة التكامل بين هذه الأسواق، واختبار الاستقرار والتكامل المشترك للبنائ قبل تقدير العلاقة الفعلية في ثلاث نماذج (Between, Within, Pooling)

9. دراسة (Cândida Ferreira(2010): هذه الدراسة التجريبية حول التكامل المالي بين الدول المتقدمة معظمها في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة ما بين 1961- 2008، اعتمد فيها على تقدير بيانات البنائ وبعض الاختبارات الإحصائية مثل Pesaran (2004) test of cross-sectional independence. كما تناولت الدراسة مقارنة تقريبية بين مستويات أسعار الفائدة الحقيقية والاسمية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، حيث وجدت درجة عالية من التقارب بعد الاتحاد مقابل اختلاف كبير في تلك المستويات.

10. دراسة (Worthington, AC & Higgs, H 2007) : درست هذه المقالة³ التكامل المالي بين مجموعة من الأسواق المالية في الاتحاد الأوروبي وهي ألمانيا، النمسا، بلجيكا، الدنمارك، فرنسا، اليونان، أيرلندا وإيطاليا وهولندا وإسبانيا والمملكة المتحدة اعتمادا على البيانات اليومية خلال الفترة الممتدة ما بين يوليو 1990 ويونيو 2006 ، كما تم الاعتماد في التحليل على اختبار الجذر الوحدوي لبيانات البنائ للكشف عن الاستقرار، التكامل المشترك، السببية لقرانجر، طريقة var ، أظهرت النتائج أن هناك علاقة توازنية مستقرة بين هذه الأسواق في المدى الطويل،

1 - Ulaganathan Subramanian, Cointegration Of Stock Markets In East Asia, Addis Ababa University, Ethiopia, PB No.5563, European Journal Of Economics, Finance And Administrative Sciences, Issue 14 (2008), <http://www.eurojournals.com>.

2 -Cyriac Guillaumin (2008), Document de travail CEPN 19/2008 (Université Paris 13, 99 avenue Jean-Baptiste Clément, 93430 Villetaneuse)

3- Worthington, AC & Higgs, H, Assessing financial integration in European Union equity markets, 1990-2006: Panel unit root and multivariate co integration and causality evidence, University of Wollongong, School of Accounting and Finance Working Paper Series No. 07/10, 2007.

وأن هناك علاقة سببية ذات معنوية كبيرة في المدى الطويل والقصير؛ مما يدل على وجود مستوى عال من التكامل بين هذه الأسواق.

11. دراسة (Muhammad Mansoor 2012) : تناولت هذه الدراسة¹ العلاقة طويلة المدى بين بعض الأسواق المالية الآسيوية والأسواق المالية المتطورة، اعتماداً على مؤشرات الأسعار الأسبوعية التالية: KSE100(Pakistan), SENSEX30(India), ASPI 250(Sri Lanka), AORD500(Australia), CAC40(France), FTSE100(UK), IBEX35(Spain), Nikkei225(Japan), S&P 500(USA) and S&P/TSX Composite Index (Canada). كما تم الاعتماد في التحليل على اختبار الجذر الواحد ديكي فلر المطور واختبار فليبس بيرون، التكامل المشترك (Johansen and jelseluis) ، السببية لقرانجر، ونموذج تصحيح الخطأ. أظهرت النتائج أنه ليس هناك علاقة توازنية مستقرة بين هذه الأسواق والأسواق المتطورة في المدى الطويل، مع العكس في المدى القصير حيث هناك علاقة ذات معنوية كبيرة .

12. دراسة (Saleh I Alsuhaibani,2004): تناولت² تكامل أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي بالاعتماد على اختبار الجذر الواحد ديكي فلر، التكامل المشترك (Johansen) ، السببية لقرانجر، والمطبقة على مؤشرات الأسعار الأسبوعية لأسواق الدول التالية: خمس أسواق خليجية؛ البحرين الكويت مسقط الدوحة المملكة السعودية الإمارات العربية المتحدة وأسواق في دول متقدمة متمثلة في الولايات المتحدة (S&P 500) والمملكة المتحدة (FTSE100) واليابان (Nikkie225)، توصلت الدراسة إلى أن هناك تكامل مشترك لبعض الدول الخليجية مثنى مثنى خلال الخمس السنوات، أما التكامل المشترك المتعدد فهو في الحد الأدنى؛ إذ الارتباط بينها على درجة متدنية، وأظهرت التقديرات أن هناك فروق معتبرة في التباين بين سوق وأخرى.

13. دراسة (Xuan Vinh Vo(2005) : تناولت هذه الدراسة³ محددات التكامل المالي الدولي، وركزت على مجموعة من المتغيرات؛ الضوابط والقيود على رأس المال ودرجة التنمية الاقتصادية، وعمق الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وانفتاح التجارة الدولية، استعملت بيانات البانل بطريقة المربعات الصغرى والمعممة، ومن أهم النتائج أن الانفتاح التجاري من أهم محددات التكامل بين الأسواق المالية.

1-Muhammad Mansoor, **long run relationship between south asian equity markets and equity markets of developed world**, International Journal of Management and Strategy (IJMS) 2012, Vol. No.3, Issue 5, July-Dec.2012, <http://www.facultyjournal.com/> ISSN: 2231-0703-

2_ Saleh I Alsuhaibani, **Financial integration of stock markets in the Gulf Cooperation Council countries** , ProQuest Dissertations & Theses (PQDT), 2004, umi microform 3143808, united states.

3 - Xuan Vinh Vo, **Determinants of international financial integration**, School of Economics - University of New South Wales -NSW 2052 – Australia(2005).

14. دراسة مجدي الشوربجي 2006: قامت هذه الدراسة¹ بقياس أثر التضخم على أداء سوق الأسهم في ست دول من دول حوض البحر المتوسط خلال الفترة من 1988-2003، باستخدام منهج السلاسل الزمنية المقطعية؛ حيث توصلت إلى وجود أثر معنوي سالب للتضخم على أداء القطاع المالي (سوق الأسهم والقطاع المصرفي).
15. دراسة Simon Neaime: تختبر هذه الدراسة² أثر التكامل المالي الإقليمي والدولي على تقلبات الاقتصاد الكلي في الدول النامية في الشرق الأوسط خلال الفترة 1980-2002، أهم النتائج التي توصلت إليها أن هناك ارتباطاً بين الانفتاح المالي والزيادة في التقلبات في الاستهلاك على العكس مع التكامل المالي الذي يعكس مفهوم تقاسم المخاطر الدولية، كما تؤكد النتائج على دور السياسة المالية والنقدية في توجيه تقلبات الاقتصاد الكلي.
16. دراسة Khaled Guesmi, and all 2013: تبحث هذه المقالة³ ديناميكية سيروية تكامل سوق الأسهم لأربعة أسواق مالية في منطقة الشرق الأوسط. نقوم بتطوير نموذج ديناميكي لتسعير الأصول المالية (CAPM) تمت عملية التقدير باستخدام منهجية GARCH متعدد المتغيرات، مع الأخذ بعين الاعتبار أهمية سعر الصرف ومخاطر السوق المحلية، تشير الدراسة إلى أن أسواق دول الشرق الأوسط متكاملة بدرجة عالية، وأن التغيير في درجة هذا التكامل تتحدد من خلال سعر الصرف ومعدلات التضخم وتعادل القوة الشرائية من بين المتغيرات المدروسة.
17. دراسة Abidemi C., and all 2013: عملت هذه الدراسة على تحديد الآثار الرئيسية للانفتاح المالي على تطوير الأسواق المالية في ثلاث دول من غرب إفريقيا⁴؛ نيجيريا وغانا وساحل العاج باستخدام تقنية الانحدار لبيانات البانل المطبقة على المعطيات السنوية خلال الفترة من 1988 إلى 2010، حيث تم التقدير بطريقة الآثار الثابتة والآثار العشوائية، من نتائجها أن الانفتاح المالي في هذه المنطقة يعزز تطوير أسواق رأس المال المحلية وأن الالتزامات الأجنبية لها صلة مباشرة بالأسواق المالية المحلية.
18. دراسة Khaled Guesmi (2013): تبحث هذه الدراسة عن مزيد الأدلة حول محددات تكامل سوق السهم في أمريكا اللاتينية؛ الأرجنتين البرازيل شيلي المكسيك، وذلك باستخدام نموذج تسعير الأصول المالية الدولي ICAPM، يظهر هذا النموذج ثلاث مصادر للمخاطر: المخاطر السوقية المشتركة (الإقليمية) ومخاطر سعر الصرف ومخاطر السوق المحلية، أظهرت أن النتائج أن الانفتاح التجاري من أهم الدوافع لتكامل الأسواق المالية إقليمياً⁵.

1 - مجدي الشوربجي 2006، أثر التضخم على أداء القطاع المالي في دول حوض البحر الابيض المتوسط، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية العدد الثامن-العدد الثاني يونيو 2006، (ISSN – 15 61 – 0411)

2 - Simon Neaime, Associate Professor, Department of Economics/Institute of Financial Economics, American University of Beirut.

3-Khaled Guesmi, and all, (2013) , **Integration In Middle East Stock Markets :Determinants, Effects And Evolutions**, The Clute Institute, The Journal of Applied Business Research – September/October 2013 Volume 29, Number5.

4-Abidemi C., and all, Financial Openness and Capital Market Development: Empirical Review of Selected West African Countries Financial Openness and Capital Market Development: Empirical Review of Selected West African Countries, Journal of Economics and Sustainable Development, ISSN 2222-1700 (Paper) ISSN 2222-2855 (Online) Vol.4, No.16, 2013.

5 - Khaled Guesmi, (2013), Further evidence on the determinants of regional stock market integration in Latin America, The European Journal of Comparative Economics Vol. 10, n. 3, pp. 397-413 ,

19. دراسة. EL HEDI, A. M. (2006)¹ عملت هذه المقالة على تحديد العوامل المؤثرة في التكامل المالي الدولي للأسواق المالية، من تطبيق نموذج دولي لتسعير الأصول المالية لـ 30 دولة منها 10 دول متطورة و20 من الدول الناشئة. تظهر هذه الدراسة أن مستوى الانفتاح التجاري ومستوى الاندماج في التجارة العالمية له تأثير ايجابي على تكامل الأسواق المالية قيد الدراسة، أما العاملين الأساس في التكامل مع الدول المتقدمة هما الاستقرار السياسي والاستقرار الاقتصادي.

IX ملخص الدراسة

هذه الدراسة تسلط الضوء على تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض باستخدام اختبار شبه التكامل أو التكامل المتزامن في ظل بيانات البانل بشكل رئيس بالإضافة إلى تطبيق منهج التكامل وفق أسلوب السلاسل الزمنية. استخدمنا عدة بيانات تاريخية: بيانات يومية بالنسبة لمؤشرات الأسهم خلال الفترة من 2007/02/22 إلى غاية 2012/02/22 (1305 مشاهدة)، كما تم الاعتماد على البيانات السنوية خلال عشر سنوات والممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014، لمؤشرات أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة؛ الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، مؤشر حجم الصادرات، مؤشر حجم الواردات، معدل الفائدة، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل سعر الصرف. شملت بيانات الدراسة دول مجلس التعاون لدول الخليج. خلصت الدراسة إلى وجود ارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية وعوائدها، كما أن هناك علاقة سببية بينها وبين الناتج المحلي الإجمالي، مما يعزز دور البورصات الخليجية في تمويل التنمية، أما بالنسبة لأهم محددات تكامل البورصات فهي الانفتاح التجاري مع استثناء معدل الصرف، كما توجد علاقة تكامل متزامن بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية.

الكلمات المفتاح: البورصات الخليجية، التكامل المتزامن للبورصات، بيانات البانل، نموذج تصحيح الخطأ.

ABSTRACT:

This study highlights the co-integration of the Gulf stock markets with each other using semi-integration or simultaneous integration under the panel data as well as applying the integration methodology according to the time series method. We used several historical data; daily data for the stock indices during the period from 22/02/2007 to 22/02/2012 (1305 views). The annual data for ten years from 2005 to 2014 were also used for stock price indices Economic variables under study; GDP, money supply, export volume index, import volume index, interest rate, net foreign direct investment, exchange rate. The study data included GCC countries.

The study concluded that there is a correlation between the stock prices of Gulf stock markets and their returns, and that there is a causal relationship between them and GDP. This enhances the role of GCC stock markets in financing development. The most important determinants of stock market integration are trade openness with exception of exchange rate. There is co-integration between stock prices and economic variables.

Keywords: Gulf Financial Markets, co- integration of financial markets, panel Data, error correction model.

1 - EL HEDI, A. M. (2006). À la recherche des facteurs déterminants de l'intégration internationale des marchés boursiers: une analyse sur données de panel. Economie appliquée, 59(4), 105-141.

الفصل الأول

الفصل الأول: الأسواق المالية

مقدمة الفصل

عرفت الأسواق المالية تطورات كبيرة وعميقة منذ نشأتها، وبغض النظر عن تلك التطورات أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي.

نتناول في هذا الفصل موضوع الأسواق المالية وذلك بنظرة مختصرة تمهيدا لدراسة درجة تكاملها مع بعضها البعض ، فالأسواق المالية ما هي إلا مكان التقاء عرض الأموال والمتمثل في جانب المدخرين والطلب على هاته الأموال متمثلا في جانب المستثمرين

يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، كما يوجد في الجهة المقابلة أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز نظرا لصعوبة الانتقال المباشر للأموال بين الطرفين، وذلك من خلال المؤسسات المالية والأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق، وفي هذا الإطار قسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث؛ نعرض في المبحث الأول عن ماهية الأسواق المالية ونتناول في المبحث الثاني الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، وفي المبحث الرابع القواعد التنظيمية في الأسواق المالية، وأخيرا كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول: التعريف بالأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وتعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية المتبعة في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على مدى أو معدل تجميع رأس المال والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية ايجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات وإزالة الازدواج المالي بين السوق المالي المنظم والسوق المالي غير المنظم.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتراكمة¹ إلى استخدامات إنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الحقول الإنتاجية وبالتالي زيادة فرص العمالة فالدخل القومي؛ ومن ثم إلى مستوى الرفاه الاقتصادي، عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات -وهو المفهوم السائد لسوق المال- ويطلق على سوق الأوراق المالية كذلك اسم البورصة أو بورصة القيم المتداولة أو بورصة القيم المنقولة.

في مجال أسواق الأوراق المالية يجب التمييز بين السوق المالية وسوق رأس المال فمفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية؛ سواء تلك التي تتسم بالسيولة العالية، أو الأصول المالية التي لا تتميز بهذه الدرجة من السيولة، فبذلك تتضمن السوق المالية جميع المؤسسات المالية في الأسواق المالية المختلفة بما في ذلك سوق النقد. تحمل الأسواق المالية مفاهيم وتعريفات مختلفة في الأدب المالي ومتباينة من حيث الطرح؛ أو من خلال الوجهة التي ينظر إليها من خلالها، إلا أنها تصب في نفس الإطار، يمكن الآن تقديم بعض التعاريف للتدقيق في مفهومها:

- البورصة هي مكان يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات البيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية: أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أم بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية².

¹ - شوقي أحمد دنيا، البورصة حلم وكابوس، جامعة الأزهر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات -دبي- 8-9 مارس 2007، ص 3-4.

² - أنظر: محمد يوسف ياسين، البورصة- عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، الطبعة الأولى 2004، ص 10-11.

- "سوق الأوراق المالية هي السوق التي يتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات وأوراق أخرى (شهادات الاستثمار، أوراق مساهمة...)، وتجرى هذه العمليات في مكان محدد ومعروف، وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات للمقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار."¹

- "سوق الأوراق المالية أو البورصة هي أماكن يجتمع فيها عدد كبير من الأشخاص تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة وبنظام محدد، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"²

- "سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسمسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة."³

- "البورصة (من الناحية المادية) هي المكان الذي يجتمع فيه عدد كبير من الأشخاص؛ الوسطاء، لكي يقوموا فيما بينهم بعمليات مختلفة تتعلق ببضائع أو صكوك مالية....."⁴

بعد هذه التعاريف يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

بورصة الأوراق المالية هي الفضاء أو المجال الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية من خلال السمسرة لتبادل سلعة مخصوصة هي الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وفي مواقيت محددة، إذ تتحدد فيها أسعار هذه الأوراق بقانون العرض والطلب، وذلك تحت إشراف هيئة تدعى هيئة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

هناك عدة تقسيمات لأسواق الأوراق المالية¹ تختلف باختلاف الأساس المعتمد في التقسيم، فإذا نظرنا إلى هذه الأسواق من جهة الإصدار والتداول فإنها تقسم إلى سوق أولية وأخرى ثانوية، وإذا أخذنا في الاعتبار نوع الأدوات

¹ -إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي-الإدارة المالية-، داروائل للنشر، بيروت، الطبعة الأولى 2006، ص433

² - محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ص: 272.

³ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 44.

⁴ -محمد يوسف ياسين، البورصة- عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، الطبعة الأولى 2004، ص15.

المتداولة فيها نجد نوعين آخرين وهما السوق النقدية وسوق رأس المال، أما إذا ركزنا على المكان الذي يتم فيه التداول (قاعة التداول)؛ فسيتم تقسيمها إلى السوق المنظمة (داخل المقصورة) والسوق غير المنظمة (خارج المقصورة). في الواقع كل هذه الأنواع متداخلة فيما بينها، ولا يمكن الفصل بينها كلياً كما هو الحال هنا؛ لكن التفصيل فيها يكون بهدف إبراز الجوانب المختلفة للأسواق المالية.

1-أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المالية

حسب هذا التصنيف هناك السوق النقدية وسوق رأس المال.

1-1- السوق النقدية.

تمثل السوق النقدية الصنف الأول للسوق المالية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تمنح حاملها الحق في استرجاع مبلغ من المال سبق له وأن أقرضه، ولا تزيد مدة استحقاق هذه الأوراق عن السنة عادة.

"تمثل أسواق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول القصيرة الأجل"².

تمثل السوق النقدية الميكانيكية التي بموجبها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لأجل قصيرة، يتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل، حيث تنقسم إلى سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لأجل قصيرة بأسعار فوائد تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وشهرته وسمعته، و سوق ثانوية أيضا يجري فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل تحدد أسعارها حسب قانون العرض والطلب، وتتميز بطابع المرونة والسيولة العادية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان³.

¹ -لمزيد من التفصيل أنظر: عاطف وليم اندراوس ، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية ، عبد الحميد عبد الفتاح المغربي الإدارة الإستراتيجية لمواجهة تحديات القرن العشرين، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 1999.

² - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الرضا، دمشق ، آذار 2002، ص10.

³ - أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا لأن قيمتها الاسمية شبه مؤكدة لا سيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني القوي.

1-2- سوق رأس المال.

هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال يمكن تناول بعضها كما يلي:

- "يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، فروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين".¹

- أسواق رأس المال "هي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة وتتعامل بشكل رئيس بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية...".²

- أسواق رأس المال هي "المجال التي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل والمتوسط والطويل".³

من خلال التعاريف أعلاه يمكن استنتاج التعريف التالي لسوق رأس المال:

نعرف سوق رأس المال على أنه المجال الذي يسمح بإصدار وتداول الأوراق المالية بعيدة المدى (ذات الأجل المتوسطة والطويلة) بغض النظر عن نوعية هذه الأوراق أسهما أم سندات، وعن الجهات التي تعود إليها شركات خاصة أو مؤسسات حكومية... .

2- أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول.

يعتمد هذا التصنيف ويركز على المكان الذي يتم فيه التداول (قاعة التداول)⁴: فعلى هذا الأساس يمكن إبراز

السوق المنظمة (داخل المقصورة) والسوق غير المنظمة (خارج المقصورة).

1-2-1- السوق المنظمة (البورصة).

تعرف البورصة كما أسلفنا سابقا بأنها مكان يعقد فيه اجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ عروض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء وللأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعودا أو هبوطا.

كما تعرف البورصة بأنها سوق منظم تشرف عليه هيئة لها نظام خاص يخضع لمجموعة من القواعد واللوائح والقوانين تسمى بـ هيئة سوق المال، كما يمكن النظر للبورصة على أنها عبارة عن سوق يتم فيها تداول

¹ - رشيد بوكساني، المرجع السابق، نفس الصفحة.

² - معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق ص68.

³³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيلية، الرياض، الجزء الأول 2005م - 1425هـ. ص62.

⁴ - يتضح من الأساس الذي يقوم عليه هذا التصنيف (مكان التداول) أن كل هذه الأنواع تمثل أسواقا ثانوية.

الأسهم والسندات التي سبق إصدارها ويجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة ويحكم التعامل فيها مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرق التبادل القانونية، يقوم فيها الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء نيابة عن عملائهم، يعلن بداخل بورصة الأوراق المالية أسعار الأوراق المالية بنظام المزايدة التي تتم أمام جميع الحاضرين حيث تكون مزودة بأحدث الوسائل والأجهزة الالكترونية في مجال الاتصالات السريعة.

2-2- الأسواق غير المنظمة (السوق الثانية).

يطلق مصطلح الأسواق غير المنظمة (السوق الثانية)¹ على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي يتولاها السماسرة، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في الخطوط الهاتفية أو مجموعة من الحواسيب المتطورة أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة.

تتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون نطاق أضيق كما أنه يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة². يمكن القول في هذا الصدد أن ما يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنها لا توجد لديها آليات للحد من التدهور الحاد أو الارتفاعات الجنونية في الأسعار، الذي قد تحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، في المقابل بتحقيق هذا التوازن في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشتريين....، والقرارات الصادرة من إدارة البورصة كإيقاف التعامل في ورقة مالية معينة لفترات محددة حسب القوانين المعمول بها.

تجدر الإشارة هنا إلى الاختلاف الموجود بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة³؛ حيث لا يشترط في هذه الأخيرة وجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، في الحين الذي يشترط ذلك في السوق المنظمة؛ والتي تدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويتطلب التعامل فيها ضرورة تسجيل الأوراق المالية، والأسواق غير المنظمة على عكس كل ذلك.

¹ - من أهداف هذه السوق جذب واستقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذلك الكبيرة، فتعتبر بذلك الإطار الدائم للمؤسسات التي لا تمتلك الشروط الكافية لولوج السوق الرسمية، للمزيد: محمد براق، مرجع سابق، ابتداء من ص 147.

² - انظر: محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات جامعة الإمارات، كلية الشريعة والقانون، مارس 2006، ص 9.

³ - تعتبر تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى منظمة وغير منظمة هو تقسيم للسوق الثانوية وفق معيار مدى الالتزام بالإجراءات القانونية للتداول انظر: المرجع السابق نفس الصفحة.

يتكون السوق غير المنظم- الذي هو أحد الأسواق الثانوية – إلى أسواق فرعية وهي السوق الثالث والسوق

الرابع إضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة أخرى من صناعات السوق وتكون الأسواق غير المنظمة كالتالي:¹

2-2-1- السوق الثالثة.

يمثل السوق الثالثة ذلك الجزء من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة² وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الحقيقة أسواق مستمرة على استعداد لشراء وبيع تلك الأوراق؛ وبأي كمية مهما كان حجمها فمن الواضح أن هذه البيوت تلعب دور المنافس للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما الجمهور من العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك الاستثمارية التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق من خلال بيوت السمسرة الكبيرة؛ التي تعمل في السوق الثالث، ولهذه البيوت- المتعاملة في السوق الثالث – القدرة على منح خصم في العملة لعدة اعتبارات من أهمها أنها غير ملزمة بحد أدنى للعمولة، ولا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة وهو ما يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تؤديها.

2-2-2- السوق الرابعة.

يمثل هذا النوع سوقا للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة وجد متطورة، وهي تشبه إلى حد بعيد السوق الثالثة لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، ولكن بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظمة، في ظل السوق الرابعة هذه تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصالات المباشرة إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات، وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة وغير المنظمة.

3- أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

¹ -يمكن الرجوع إلى: عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، جامعة فيلادلفيا، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2001، ص124-126.

² انظر: محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 10.

3-1- السوق الأولية (أو سوق الإصدار).

يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة من أجل توظيف مدخراتهم¹.

3-2- السوق الثانوية (أو سوق التداول).

تسمى السوق الثانوية كذلك بسوق التداول²، فهي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم بالأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع هذه الأوراق يرجع مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث ويحدث في السوق الأولية. تبرز أهمية هذه السوق في توفير عنصر السيولة نسبيا للإصدارات الجديدة في السوق الأولية وحرية التصرف في تحويل الورقة طبقا للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، عليه فان فاعلية السوق الثانوية وكفاءتها امتداد لكفاءة وفاعلية السوق الأولية ومنه يتحقق الدور المنوط ألا وهو تحقيق النمو الاقتصادي³. يقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق⁴:

- ✓ السوق المنظمة: وتعرف بالأسواق المنظمة التي تجري فيها المعاملات داخل البورصات كما تم تفصيل ذلك في التصنيف السابق للأسواق المالية حسب مكان التداول.
- ✓ وسوق أخرى وهي السوق غير المنظمة كما أشرنا إلى ذلك.
- ✓ السوق الثالثة وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.
- ✓ وسوق رابعة وأخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وأهميتها

¹ - يمكن الرجوع إلى: عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص 47-49.

² - عصام فهد العريبيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ص 21.

³ - See; Andriansyah, A., & Messinis, G. (2014). Equity markets and economic development: does the primary market matter?. Economic Record, 90(s1), 127-141.

⁴ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية: مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 1998-1999، ص 148-149.

تحظى سوق الأوراق المالية بمكانة مرموقة في الوقت الحاضر إذ أصبحت مقياسا لتطور الدول، وهي بذلك تلعب دورا أساسيا في تنمية اقتصاديات الدول بصفة عامة، بما في ذلك اقتصاديات الدول النامية¹ يتم تناول الوظائف التي تقوم بها هذه السوق، ثم أهميتها من خلال تقسيم هذا المطلب إلى العنصرين التاليين: وظائف سوق الأوراق المالية، أهمية سوق الأوراق المالية.

1- وظائف سوق الأوراق المالية.

تقوم سوق الأوراق المالية بوظائف أساسية أو هناك من يطلق عليها الوظائف التقليدية والمتعلقة بطبيعة نشاطها، ووظائف فنية وأخرى اقتصادية تقوم بتفصيلها² كما يلي:

1-1 الوظائف الرئيسية.

➤ تسجيل ونشر الأسعار الرسمية وتداولها لتسهيل عقد الصفقات؛ فمن خلالها يستطيع المحلل المالي تحليل البيانات وقراءتها لإعطاء صورة عن مجمل التطورات التي لها الدور الفعال في القرارات الاستثمارية سواء بالنسبة للمستثمر أو المؤسسة، كما أن نشرات المعلومات المالية تعكس الوجه الحقيقي لأسهم الشركة محل الدراسة.

➤ موازنة الأسعار الرسمية وتداولها لتسهيل عقد الصفقات؛ وتخضع هذه الموازنة لقانون العرض والطلب.

➤ التحوط كأداة للتأمين التجاري على الأصول المالية في بورصة العقود من أجل تخفيض المخاطرة الناجمة عن التغيرات السريعة في الأسواق المالية.

➤ توفير المناخ الاستثماري من أجل التداول على الأوراق المالية استثمارا أو مضاربة أو مقامرة... .

2-1 أهم الوظائف الفنية.

➤ العمل من أجل الانتعاش والرواج الاقتصادي وتنمية الاقتصاد القومي³ عن طريق تشجيع توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية، وكذلك تأمين المعاملات المالية وحماية الأموال؛

➤ تشجيع الادخار وتجنب تآكل المدخرات في الأوعية الادخارية؛

¹- تلعب الأسواق المالية دورا كبيرا من خلال الوظائف التي تقوم بها؛ من بين هذه الأدوار تمويل العجز العمومي للدولة (عجز الميزانية)، الفوائد التي تعود على المستثمرين من جراء التداول في البورصة سواء من منظور المردودية أو من المنظور الضريبي، أو منظور فائض القيمة؛ أنظر: محمد براق، مرجع سابق، ابتداء من ص103.

²محمد براق، مرجع سابق، ابتداء من ص 149

³-See: Ake, B. (2010). The role of stock market development in economic growth: Evidence from some Euronext countries.

- التقليل من آثار التضخم والمحافظة على القوة الشرائية للنقود؛ من خلال استثمار الأموال والعمل على زيادتها ونمائها للحد من تأكلها؛
- إيجاد سوق مستمرة للمنتج وضمان توازن الأسعار؛
- العمل على سرعة واستمرار تداول الأوراق المالية؛
- المساهمة في خلق رؤوس أموال جديدة؛
- المساهمة في زيادة قدرة الشركات الكبرى على الاستثمار.

3-1 أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة.¹

بعد تناول الوظائف الأساسية والوظائف الفنية، نتكلم الآن عن بعض الوظائف الاقتصادية² المهمة للبورصة:

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي³؛
- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى الفئات التي لديها عجز⁴ فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج فإنهم سوف يحصلون على دخول أعلى وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع؛
- تعد أسواق رأس المال مؤشرا لحالة الاقتصاد القومي مستقبلا لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية، فتكون إنذارا مبكرا للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر؛
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما سيصاحبه نمو وازدهارا اقتصاديا⁵؛

¹ نفس المرجع السابق.

² -للمزيد حول الوظائف الاقتصادية للبورصة انظر: محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، جامعة أم القرى، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات -دبي- 8-9 مارس 2007.

³ -تعتبر الأسواق المالية وسيلة تعتمد عليها الدول النامية في زيادة الادخار المحلي، واستقطاب التدفقات المالية من الخارج؛ من أجل التخفيف من الاعتماد على الديون الخارجية والتخلص من وطأة أعباء خدمة الديون.

⁴ انظر منير هندي ، الأوراق المالية. وأسواق رأس المال، ص 106 .

⁵ - See: Caporale, G. M., Howells, P. G., & Soliman, A. M. (2004). Stock market development and economic growth: the causal linkage. Journal of economic development, 29(1), 33-50., p(36)

➤ تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها وعلى ضعف مركزها المالي وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

2- أهمية سوق الأوراق المالية.

تتجلى الأهمية الكبرى للأسواق المالية من خلال الاهتمام الخاص بها من طرف شبكات الإعلام والاتصال والمناهج الدراسية والبحوث والأطروحات العلمية، أضف إلى ذلك القنوات التلفزيونية المتخصصة في هذا المجال، ناهيك عن النشرات الاقتصادية في كل القنوات والإذاعات. يمكن تلخيص أهمية سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:¹

- ✓ يمكن للأسواق المالية تقديم النصح للشركات المصدرة للأوراق المالية اعتمادا على أدواتها ومكاتبها وخبرائها، وذلك بتحديد الاحتياجات وتقديم أحسن الأدوات وأنسب الطرق؛
- ✓ تعتبر أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين²، الذين يتمتعون بالفوائد العالية من الأموال؛
- ✓ تضمن سوق الأوراق المالية للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، كما تسمح للدولة بأداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الفعالية؛
- ✓ توجيه سوق الأوراق المالية للفوائض³ إلى المؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل تطوير نفسها والمساهمة في التنمية، بالإضافة إلى أنها تؤمن موارد إضافية تساعد الدولة على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، ممثلة بذلك أفضل آلية للجمع بين المدخر والمستثمر خصوصا عندما تتسم بالكفاءة العالية؛
- ✓ -تتجلى أيضا أهمية سوق الأوراق⁴ من خلال إتاحة الفرص الاستثمارية المتنوعة ؛ وبهذه الأخيرة تتفاوت من خلال المخاطر المرتبطة بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، باعتبار كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، تصدر البورصة نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم،

¹ لتفصيل أكثر في أهمية وأهداف البورصة أنظر: محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر عمان - بيروت، الطبعة الثالثة، 2005 م-1426هـ، ص 333-335.

² مزيد من التفصيل انظر: عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة. شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبوظبي، 2002، ص 125،

³ محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 21.

⁴ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 81-90.

مبينة بذلك أحجام التداول وحركة الأسعار في السوق، وما يبقى على المستثمر إلا المقارنة بين الأنواع المختلفة من هذه الأوراق قبل اتخاذ القرارات الاستثمارية:

✓ -تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات حيث يتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل¹، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها:

✓ -سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق:

✓ تمثل سوق الأوراق المالية أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك:

المطلب الرابع: شروط إنشاء بورصة الأوراق المالية.

قبل الخوض في شروط إنشاء بورصة الأوراق المالية² نتكلم عن الشكل القانوني لهذه السوق فقد تكون البورصة على شكل شركة مساهمة كما في الولايات المتحدة الأمريكية، أو على شكل مؤسسة عامة كما في فرنسا؛ ففي الحالة الأولى يكون التعامل في البورصة حصرا على المساهمين ويكون من الصعب جدا قبول مساهمين جدد حتى يبقى التعامل في البورصة حصرا على المساهمين القدامى فقط.

يتطلب إنشاء سوق للأوراق المالية مجموعة من الشروط التي تتمكن من خلالها السوق من ممارسة أنشطتها كما ينبغي، لهذا سيتم تناول أهم هذه الشروط من خلال العناصر التالية:توفير مناخ استثماري ملائم، حد أدنى من المتطلبات على المستوى الكلي، بعض المتطلبات المتعلقة بالجانب القانوني، شروط متعلقة بشركات المساهمة والجهاز المصرفي.

1- توفير مناخ استثماري ملائم.

يعرّف المناخ الاستثماري على أنه مجموعة الظروف السياسية والاجتماعية، والسياسات الاقتصادية والتشريعات المختلفة التي تؤثر في المستثمرين، وتكسب ثقتهم وتجلب استثماراتهم إلى المواطن، وتوفير مثل هذا المناخ

¹ - حسام الدين محمد، ألف باء البورصة، تنسيق البحث من الشبكة الذكية www.smart.com، إسلام أون لاين Islamonline.net

² - نفس المرجع، ص 64-65.

مرهون بالسياسات الاستثمارية المتعلقة بالنظام الاقتصادي والنظام السياسي، والقوانين وتشريعات الاستثمار (الحوافز والمزايا والضمانات الخاصة بالاستثمار)، السياسات الاقتصادية (السياسة المالية، السياسة النقدية، سياسات التجارة الدولية...)، بعد التعرف على ماهية المناخ الاستثماري نتناول الآن بعض العناصر المهمة في هذا الشرط:

1-1- الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة.

هذا العنصر مهم جدا لإقامة سوق الأوراق المالية، فكلما تميزت الدولة بالاستقرار السياسي وابتعدت عن الحروب الأهلية والنزاعات الطائفية، وحسنت علاقاتها الخارجية بدء من دول الجوار كلما سمح ذلك بتطوير هذه السوق وترقيتها فضلا عن إقامتها وإنشائها، وذلك من خلال القدرة على الوفاء بالالتزامات المترتبة على توظيف الأموال في البورصة.

1-2- تشجيع القطاع الخاص.

إضافة إلى شرط الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية ذات أطر واضحة ومعالم محددة، يجب أن يفسح المجال للقطاع الخاص¹ بنطاق واسع مع وجوب التخلي عن السياسات الاحتكارية التي تمارسها الدولة للسير قدما نحو التنمية الاقتصادية، وكذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة والفعالية²، للتمكن من دفع عجلة الاستثمار المحلي والمحافظة عليه من الهروب إلى الأسواق الدولية، والعمل على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية.

1-3- وجود عوائد معقولة لاستقطاب المدخرين.

يعتبر هذا الشرط ضروريا باعتبار جملة من العوامل منها:

- ضرورة وجود عدد كبير من شركات مساهمة الناجحة إن لم نقل رائدة، وتغطي جميع القطاعات، بحيث تكون قادرة على المحافظة على استمرارية بقاءها والحفاظ على مكانتها، وتكون محققة لأرباح معتبرة، ومن ثم التوزيعات على الأسهم.

¹-- Zaman, A. (2000). The Role of Financial Markets in Private Sector Development in IDB Member Countries. Islamic Development Bank, Economic Policy and Strategic Planning Department. P10.

² - الكفاءة والفعالية، الفرق بين الفعالية والكفاءة؛ أن الكفاءة هي حسن استغلال الوسائل المتاحة لتحقيق أهداف معينة، أما الفعالية فهي مدى ملاءمة الأهداف المختارة ومدى النجاح في تحقيقها.

- ضرورة تخفيض الأعباء الضريبية على الأموال الموظفة في البورصة أو الإعفاءات الضريبية كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، من أجل العمل على الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة، كما يجب أن تشمل هذه التخفيضات أو الإعفاءات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

4-1- الانفتاح الكبير على الجمهور وتنوع الأدوات المالية.

يقصد بهذا الانفتاح أن تكون هناك كثافة في العرض والطلب على المنتجات المالية من أجل تحقيق المنافسة الحقيقية؛ والتي تعكس مستويات خالية من التأثيرات المصطنعة مثل الاحتكار والمضاربة الفاحشة... أضف إلى ذلك حرية التعامل في السوق المالية؛ فيكون الدخول والخروج من هذه السوق بدون أية قيود تشريعية أو قيود أخرى تحد من روح المنافسة، كما يستلزم أن تتصف السوق بالشفافية والعلانية من حيث النوع والكم والسعر.

2- توفر حد أدنى من المتطلبات على المستوى الكلي.

يمكن تناول المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على المستوى الكلي من الزاويتين التاليتين:¹

1-2 أن تكون هناك معدلات معتبرة في مستويات النمو الاقتصادي: فبملاحظة الدول المتطورة نجد أنها تعتمد على القطاع الخاص بنسبة أكبر مما هو عليه في الدول الفقيرة، إذ كانت الدول المتقدمة في مراحلها الأولى من التطور تعتمد على التمويل من المصارف التجارية، ثم بتزايد النمو الاقتصادي (على سبيل المثال نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى للناتج المحلي، نسبة النظام المالي ككل وسوق الأوراق المالية للناتج المحلي الخام)، لجأت شيئاً فشيئاً للوسطاء الماليين المختصين، وأسواق الأسهم التي بدأت بالنمو والازدهار، حتى أصبحت أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، وقناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة.

2-2 الرفع في مستوى الدخل الحقيقي للأفراد.

يتركز عمل الأسواق المالية على توظيف الأموال وتجميع المدخرات المرتكز أساساً على المستوى المعيشي لأفراد المجتمع، فكلما تحسنت الأوضاع المعيشية، وازدادت المدخرات الفردية المعتمدة أساساً على الزيادة في مستويات الدخل الحقيقي، كلما ازدادت عروض رؤوس الأموال الباحثة عن الفرص الاستثمارية. هكذا تتغير البنية التمويلية للمؤسسات أي المزج بين الوسطاء الماليين وسوق الأوراق المالية بتطور البلد، ويتضح هذا بمقارنة عدة بلدان في مستويات مختلفة من النمو، فكلما انتقلنا من الدول ذات الدخل الضعيف إلى الدول ذات الدخل المرتفع نلاحظ أن دور المصارف التجارية والمؤسسات المالية غير المصرفية في تزايد، بينما ينخفض دور المصرف المركزي.

¹ - يمكن الرجوع إلى: محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص 114-122.

3- المتطلبات المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق الأوراق المالية

يتطلب إنشاء¹ سوق الأوراق المالية إضافة إلى المتطلبات السابقة مقومات أساسية في الجانب التشريعي الذي يحكم وينظم هذه السوق، ومن بين القوانين: قانون الشركات؛ قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها؛ قوانين الأنظمة الضريبية؛ التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي؛ قانون الخصخصة.

فبالنسبة لقانون الشركات يعتبر أهم القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية، حيث يتم بموجبه تحديد الإجراءات التأسيسية والتسجيلية لشركات المساهمة العامة من جهة، ومن جهة أخرى يحدد أنواع الأدوات المالية التي يمكن إصدارها من طرف شركات المساهمة العامة، أضف إلى ذلك شروط ومتطلبات الإصدار وإجراءات التخصيص، وملكية الأوراق المالية بمختلف أنواعها، كيفية تسديد هذا الإصدار، كما يضمن هذا القانون ويوفر الحماية اللازمة لضمان حقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي.

أما قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها، يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم وإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق، والشكل القانوني له، وأهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم جميع العلاقات بين الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية، يتضمن هذا القانون نوعية وطبيعة الأوراق المالية، الإفصاح المالي وإشهار المعلومات، الأحكام المتعلقة بالوسطاء، تعليمات تداول الأوراق المالية، تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها، قانون الخصخصة، التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي، قوانين الأنظمة الضريبية، المخالفات والعقوبات....

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

يقصد بالأدوات المالية الأوراق المالية بصفة عامة، وتتمثل في الأسهم والسندات التي تصدرها الحكومة وغيرها، سواء أكانت السندات طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة، أو أذونات الخزينة، أسهم الشركات العامة، أسهم وسندات شركات المساهمة، ففي حالة تقسيم هذه الأدوات من حيث أجل استحقاقها؛ نجد نوعين من الأوراق المالية: الأوراق المالية قصيرة الأجل والمتعلقة بالسوق النقدية، والأوراق المالية طويلة الأجل والمتعلقة بسوق رأس المال.

المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.

يقوم الجهاز المصرفي بالدور الرئيس في السوق النقدية، ومن أهم الأدوات المتداولة في هذه السوق ما يلي:²

¹- للمزيد من التفصيل حول شروط إنشاء سوق الأوراق المالية أنظر: أماعوز، & حكيمه. (1998). السوق المالية: آلية عملها و شروط انشائها (Doctoral dissertation, Université Ibrahim Soltan Chibout d'Alger 33).

²- لمزيد من التفصيل أنظر: - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص 37-44.

1- حوالات الخزنة (أذونات الخزينة).

تعد أذونات الخزينة أوراقا حكومية قصيرة الأجل، يتم تداولها في السوق النقدية، حيث تعتبر أداة من أدوات الدين الحكومية (وزارة المالية هي التي تصدر هذه الأذونات)؛ لهذا فان اسمها يرتبط بذلك وأن الحكومة تستهدف من إصدارها تحقيق عدة أهداف حسب حاجتها وحاجة اقتصاد الدولة بصفة عامة، من هذه الأهداف تحقيق إيرادات مالية للحكومة وبالأخص عندما يكون لديها عجزا في إيراداتها الاعتيادية، التي تلي متطلبات الإنفاق الحكومي هذا من جهة. ومن جهة أخرى تستهدف تشجيع الادخار عن طريق هذه الأداة المالية، ومن ثم يمكن للحكومة أن تستخدم حصيلة بيعها في تمويل الاستثمارات التي قد تتولى الحكومة القيام بها بنفسها خدمة للمجتمع وأفراده.

تصدر أذونات الخزينة لحاملها، ولذلك يتم تداولها والتعامل بها في السوق الثانوية على أساس الخصم، ولا يتم دفع الفائدة للمستثمر، وإنما تباع بخصم وهي من أهم أدوات التعامل في السوق النقدية لأن مدتها تكون عادة قصيرة الأجل، أي أنها في الغالب ثلاثة أو ستة أشهر ولا تتجاوز السنة عادة¹.

توفر هذه الأذونات مقدارا معين من العائد عند استحقاقها؛ يتمثل في الفرق بين سعر شرائها والسعر الذي يتم استلامه، أي الحصول عليه من قيمتها في موعد استحقاقها إضافة إلى أن هذه الأذونات يمكن خصمها لدى البنوك التجارية، وعادة ما يكون سعر شرائها أقل من قيمتها الاسمية (السعر عند الاستحقاق) وتعتبر من أكثر الأصول التي يتم التعامل بها في السوق النقدية سيولة لأن بالإمكان خصمها لدى البنوك التجارية والحصول على السيولة مقابل تحمل سعر خصم معين.

يشكل هذا النوع من الأدوات مجالا استثماريا انتقاليا وممتازا للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب، وذلك للأسباب التالية:

- كونها استثمارات خالية من المخاطر (Risk-Free)؛ فهي أوراق حكومية في حد ذاتها ضمانا نظرا للمصداقية الكبيرة التي تنطوي عليها.
- تحظى أذونات الخزنة بقبول عام واستمرارية في التداول (سوق ثانوي)؛ فالمتعاملين فيها على استعداد دائم للشراء أو البيع لكل الإصدارات الحالية منها.
- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها إذا رغب حاملها في بيعها بسرعة لمقابلة احتياجات السيولة عنده. وذلك لقصر تاريخ استحقاقها، حتى إذا كانت التغيرات في معدلات الفائدة كبيرة، فإن التغير الذي سيحدث في قيمتها سيكون صغيرا نسبيا.

2-شهادات الإيداع القابلة للتداول.

¹ - انظر أيضا : - محمد الصيرفي، مرجع سابق، 55-56.

تعتبر شهادات الإيداع القابلة¹ للتداول شهادات غير شخصية يصدرها البنك، ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فلا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي، الذي يتضمن البنوك وبيوت السمسرة، وبما أن هذا النوع من الشهادات غير شخصية فإن معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق يحددان من طرف البنك دون تدخل من أي طرف، وبالنسبة لتاريخ الاستحقاق فغالبا ما يكون في حدود ستة أشهر أو أقل.

لعل أهم ما يميز هذه الشهادات أن سعر الفائدة عليها يتم تحديده دون تدخل من البنك المركزي، إذ لا تخضع هذه الشهادات في ظل بعض التشريعات للحد الأقصى للفوائد.

ومما سبق يتبين أن شهادات الإيداع تنقسم بما يلي:

- أنها توفر السيولة لحاملها، حيث يمكنه التصرف بها في أي وقت بعد شرائها؛
- أنها قابلة للتداول بالانتقال من مالك لأخر بسبب أنها تصدر لحاملها؛
- تنوع آجال مستحققاتها ومبالغها وفائدتها بما يتناسب ورغبات فئات المستثمرين.

3- الأوراق التجارية الاستثمارية.

يمكن تعريف الأوراق التجارية على أنها سندات إذنية (أو كمبيالات)، تقوم بإصدارها شركات كبيرة، من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية².

هناك الكثير³ من يفرق بين الأوراق التجارية الائتمانية والأوراق التجارية الاستثمارية؛ وإن أهم ما يدعم التفريق بين هذين المفهومين الغياب المسجل لهذه الأوراق في الأسواق المالية العالمية باستثناء بعض الدول مثل أمريكا وكندا. تجدر الإشارة هنا إلى أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين هذين النوعين حسب هذا الرأي؛ فنجد أن كلاهما يتفقان شكلا ومضمونا، وأن كل منهما يمثل ديناً، أما عن أوجه الاختلاف فالأوراق التجارية الاستثمارية الغرض منها بالنسبة للدائن الاستثمار بالفائدة، ويتم إنشاؤها قبل ثبوت الدين (يتم إنشاؤها ثم عرضها على الجمهور وبعد ذلك بيعها لهم)، كما يتم إصدارها بسعر فائدة أو بخصم أما الأوراق التجارية الائتمانية فالغرض منها توثيق الدائن لدينه؛ من خلال استيفائه له في أجل استحقاقه كما تنشأ من جراء عقد مدينة من بيع وغيره من المعاملات، وتصدر هذه الأوراق بمقدار الدين المحدد والذي نشأ عن عقد المدينة.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 148-134 .

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، 2005، مرجع سابق، 277-280.

³ - من هؤلاء الدكتور محمد مطر في كتابه إدارة الاستثمار، والدكتور ناظم محمد نوري الشمري، د. طاهر فاضل البياتي....

يتم تداول العديد من الأوراق التجارية في السوق النقدية لأنها أداة قصيرة الأجل وأبرزها الكمبيالات¹، والتي هي عبارة عن مستند أو وثيقة يتعهد بموجها محرر المستند والذي يمثل أحد أطراف التعامل (المدين) لصالح الطرف الآخر في التعامل (الدائن) أو لحامله، بدفع مبلغ معين في تاريخ معين، وفي الغالب بدون ضمان والضمان الأساسي في هذه الحالة هو المقدره المالية للمدين على دفع ما يتعهد به والثقة القائمة بين طرفي التعامل بهذه الأداة وهم الدائن والمدين، وفي حالة كون الكمبيالة اسمية أي أن اسم الشخص (الدائن) مثبت فيها فيتم تداولها وانتقالها بالتظهير أي التوقيع على ظهرها، وعندما تكون لحاملها فإنها تنتقل ويتم تداولها بدون حاجة لمثل هذا التظهير بسبب أن حاملها هو صاحب الحق فيها.

4-القبولات المصرفية.

تمثل القبولات المصرفية أدوات دين تنشأ وتستخدم نتيجة التعاملات التجارية، حالها في ذلك حال الأوراق التجارية إلا أن هذه القبولات تستخدم في الغالب خلال التعاملات التجارية الخارجية، رغم أن الحالة الأكثر استخداما في مثل هذه التعاملات التجارية الخارجية هي الاعتمادات المستندية؛ حيث أن المستورد مثلا يطلب فتح اعتماد مستندي لدى المصرف الذي يتعامل معه واستنادا إلى اتفاق سابق بين التاجر المصدر للبضاعة في الخارج ومستورد البضاعة (المتعامل) الذي يطلب فتح الاعتماد، وقد يكون هذا الاتفاق مباشر (شخصي)، أو من خلال وسائل الاتصال غير المباشر عن طريق الوسطاء أو الوكلاء للمصدر في بلد المستورد²، حيث يتم بموجب الاتفاق هذا تحديد ما يلي:

➤ مبلغ الاستيراد (مبلغ الاعتماد) والبضاعة المستوردة كما ونوعا؛

➤ طريقة الشحن ومدة الاعتماد وما إلى ذلك.

تتسم هذه القبولات بالعديد من السمات التي تؤدي إلى اتساع التعامل بها ومن أهمها ما يلي:

- أنها تتيح في الغالب القيام بالعمليات التجارية الحقيقية وبالذات الخارجية منها ذات الصلة بالتصدير والاستيراد ومن ثم فإنها تساهم في توسيع نطاق وحجم هذه التعاملات وخاصة أن القبولات المصرفية هذه تتسم لدرجة مخاطرة أقل بسبب كونها مضمونة بالبضاعة التي يتم التعامل استيراد أو تصديرا؛
- أن القبولات المصرفية هذه قابلة للتداول ومن ثم التعامل بها في السوق النقدية هو الأمر الذي يجعل منها أداة استثمارية هامة في هذه السوق كونها ذات طبيعة زمنية قصيرة الأجل؛
- يمكن خصم القبولات المصرفية هذه لدى المصارف التجارية خاصة وأنها ناشئة عن معاملات تجارية فعلية (حقيقية) وهو ما يوفر لها درجة سيولة أكبر؛

¹ - يوجد كذلك إلى جانب الكمبيالات السند لأمر (السند الإذني)؛ وهو محرر يتعهد فيه محرره بالفاء بمبلغ معين، في تاريخ محدد، أو في تاريخ قابل للتحديد لأمر شخص آخر يسمى المستفيد.

² لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع لـ هوشيار معروف، مرجع سابق، ابتداء من ص 148

- إن القبولات المصرفية نتيجة ختمها بالقبول من قبل مصرف المصدر توفر درجة ضمان أكبر أي درجة مخاطرة أقل من خلال هذا القبول المصرفي لها وذلك لأن المصرف بقبوله لها يكون مستعدا لدفع قيمتها عند عدم تسديدها في تاريخ الاستحقاق؛
- إن القبولات المصرفية بفئاتها المتعددة وسعة تداولها في السوق، يمكن أن يتيح الاستثمار فيها تحقيق عائد مناسب بدرجة مخاطرة أقل، وبسيولة مناسبة وهو الأمر الذي يقود إلى اتساع التعامل بها في الأسواق النقدية بحيث تمثل أداة هامة في ذلك حاليا.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تقسم أدوات الاستثمار في السوق المالي إلى ثلاثة أقسام: أوراق ملكية وأوراق دين وأوراق مهجنة¹:

1-أوراق ملكية.

1-1- الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية² أهم الأدوات والوسائل المستخدمة في تعاملات الأسواق المالية، حيث أنها تعتبر الركيزة الأساسية لعمل هذه الأسواق، نظرا لاتساع الاعتماد عليها في توفير التمويل اللازم للمشروعات الإنتاجية.

تعتبر هذه الأداة من الأدوات المالية طويلة الأجل الأكثر والأوسع استخداما من قبل الشركات من أجل الحصول على الموارد التمويلية، وبالأخص في تكوين رأس المال عند تأسيس الشركات، حيث لا يمكن تصور إنشاء شركة مساهمة دون أن تقوم بإصدار أسهم عادية، والتي قد تقتصر عليها بعض شركات المساهمة، ومن ثم فإن الأسهم العادية هي الأداة التي لا بد منها لتوفير التمويل لشركات المساهمة وبالتالي فإنها الأداة الأكثر استخداما في تعاملات سوق رأس المال، وعادة تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة لها كما يلي:

أولاً: المزايا التي تحققها الأسهم العادية للمستثمر فيها: وتتمثل فيما يلي:

- أنها توفر للمستثمر الحق في الاشتراك في إدارة المشروع، حيث تمنع حامل الأسهم حق حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة المساهمة العادية منها وغير العادية، وكذلك له الحق بموجبه في التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وحتى الترشيح لعضوية مجلس الإدارة ضمن الشروط التي توضع لذلك في بعض الحالات، وله أن يحول حقه في التصويت لأحد الأعضاء الآخرين؛

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص 39-44.

² - نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات "الأسهم"، جامعة القاهرة، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات جامعة الإمارات، دبي، 8-9 مارس 2007، ص 6.

- الحق لمالك السهم العادي في شركات المساهمة في الحصول على حصة من الأرباح التي حققتها الشركة في حالة تقرير توزيعها؛ وبالقدر الذي يتناسب مع حصته في أسهم الشركة؛
- يتمتع أصحاب الأسهم العادية بحق الأولوية على غيرهم في شراء الأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها في الغالب؛
- الحق في الحصول على حصة من موجودات الشركة (المتداولة و الثانية) وعلى قدر المساواة مع المساهمين الآخرين، أي بدون تفضيل أو إعطاء الأولوية لأحدهم على الآخر وبشكل يتناسب مع حصتهم في أسهم الشركة؛
- الحق في مراقبة عمل الشركة ومتابعة هذا العمل وفق آليات وصيغ تنظم هذا الحق وكما ينص عليه النظام الداخلي للشركة.

ثانيا: المزايا¹ التي تحققها الأسهم العادية للشركات المصدرة لها

تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا للشركات المساهمة التي تقوم بإصدار هذه الأسهم ومنها:

- أن الأسهم العادية لا تمثل عبئا ماليا على الشركة المساهمة المصدرة لها، لأنها لا تلتزم بدفع أي مدفوعات لحملة الأسهم بما في ذلك عدم التزامها بدفع أرباح لحملة الأسهم إلا عندما تحقق الشركة مثل هذه الأرباح ويشترط اتخاذ قرار من الشركة بتوزيعها كلاً أو جزءاً؛
- تعتبر هذه الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل وقد ترافق الشركة طيلة فترة ممارستها لعملها واستمرارها فيه.
- أن الأسهم العادية توفر ضمانا للدائنين للشركات المساهمة المصدرة لهذه الأسهم إذا أن ثقة الدائنين تزداد وتتوفر لهم ضمانة أكبر كلما انخفضت نسبة الديون إلى حقوق الملكية.

1-2-السندات.

تعتبر السندات² الورقة الأساسية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وتعتبر مصدرا أساسيا للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو مؤسسات وحتى الحكومات التي تقوم بإصدار السندات والتي جزء مهم منها: سندات ذات طبيعة متوسطة وطويلة الأجل والسندات الحكومية هذه تكون درجة المخاطرة فيها أقل نظرا للثقة المتوفرة في إمكانية سداد الحكومة لالتزاماتها بموجب هذه السندات³ وبالتالي قد يستحيل حصول عجز الحكومة عن سداد هذه الالتزامات وبسبب ذلك ترتفع سيولتها نتيجة ثقة المتعامل بها وإقباله على شراءها والتعامل

¹ - نزيه محمد الصادق المهدي، نفس المرجع السابق ص 8.

² - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2006، ص 493-496.

³ - Jacquillat, B., Solnik, (2002). Marchés financiers-4e éd: Gestion de portefeuille et des risques. Dunod. P11-15.

بها وبيعها في حالة حاجته للسيولة وبالتالي فإنها أقل مخاطرة وأكبر سيولة من السندات التي تماثلها والتي تصدرها الشركات والجهات الخاصة. للسندات عدة خصائص نذكر منها ما يلي:

- أن السند يتضمن التزام بدفع مبلغ معين لجهة معينة أو لأمره أو لحامله في تاريخ الاستحقاق وهذا المبلغ يتمثل بالقيمة الاسمية المثبتة في السند وبذلك فإن مبلغ (القيمة) السند وفتوته محددة في متنه.
- يتضمن السند التزام بدفع فائدة دورية بمعدل محدد وبمواعيد معينة على القيمة الاسمية للسند كأن تكون 5% أو 10% من القيمة الاسمية هذه، أي أن سعر الفائدة على مبلغ السند (قيمتها الاسمية) محددة.
- أن السند يعتبر أحد أدوات الدين، أي أنه يرتب حق مديونية بذمة الجهة المصدرة للسند ولا يحق المطالبة بهذه القيمة للسند قبل موعد استحقاقه، إلا أن هناك إمكانية لبيعه في سوق الثانوية عندما تبرز حاجة السيولة.

2- الأوراق المهجنة.

تعرف الأوراق المهجنة¹ بأنها أوراق مالية جديدة، فلم تعد تتمتع بالصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية فقط، ولا تتمتع بصفات أدوات حقوق الملكية فقط، وإنما نجدها تتمتع بصفات وخصائص من كل منهما²، وبالتالي فإن الأوراق المهجنة تحمل بعض مميزات الأسهم بمختلف أنواعها، كما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات السندات، يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة:

2-1 الأسهم الممتازة.

تعتبر الأسهم الممتازة³ النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية إلا أن الأسهم هذه أقل استخداماً كأداة للتمويل وكذلك تعتبر أقل أهمية في هذا التمويل وبالتالي فهي أقل استخداماً في التعاملات المالية في الأسواق هذه؛ وذلك بالمقارنة مع الأسهم العادية، ذلك لأن شركات المساهمة لا يمكن أن تنشأ لتقوم وتستمر في عملها ونشاطها بدون إصدارها للأسهم العادية، في حين أن هذه الشركات يمكن أن تنشأ وتقوم وتستمر في ممارسة العمل والنشاط بدون إصدارها لأسهم ممتازة.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق 2003، ص 91-109 .

² - لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى: منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.

³ - انظر: عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص: 159-160. و محمود يوسف ياسين، 2004، ص 45-52.

تمثل الأسهم الممتازة جزء من الملكية ولكن ليست ملكية حقيقية، إذ أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية، وليس لهذا السهم نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية، كما يتميز بأنه دائم ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة.

2-3 شهادات الاستثمار: تمثل شهادات الاستثمار جزءاً من رأس مال الشركة المصدر، تشبه في ذلك الأسهم العادية فهي تمنح حاملها حق الحصول على العوائد، ولا تمنحه الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة وتوجيه سياسة الشركة، ولها الحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة التصفية، وتلجأ الشركات إلى هذا النوع من الأدوات المالية من أجل تدعيم رأسمالها الخاص.

3-3 الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي.

تشتمل هذه الأوراق المالية على الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة والمحددة للاستثمار في الأسواق المالية

توجد العديد من العوامل المهمة التي تحدد الاستثمار في كل من السوق النقدية أو سوق رأس المال، من بين هذه العوامل نذكر ما يلي:

1-درجة المخاطرة.

تنخفض درجة المخاطرة عند الاستثمار بالأوراق المالية¹ في السوق النقدية مقارنة بالاستثمار في السوق المالية؛ نتيجة انخفاض مستوى التغيرات التي تحصل خلال فترة استخدام الأموال في السوق النقدية بسبب قصر الفترة الزمنية والعائد أو المروددية المنتظرة، في حين أن مستوى التغيرات هذه يمكن أن ترتفع خلال فترات الاستثمار في السوق المالية بسبب طول الفترة الزمنية. كما أن الأصول التي يتم التعامل بها في السوق النقدية ذات درجة مخاطرة أقل بالمقارنة مع الأصول التي يتم تداولها والتعامل بها في السوق المالية لأن الأصول التي يتم تداولها والتعامل بها في السوق النقدية تصدرها في الغالب جهات حكومية وهي البنك المركزي ووزارة الخزانة (وزارة المالية) وهذه الجهات لا يمكن تصور أنها قد تكون عاجزة عن تسديد قيمة هذه الأصول والتي تتمثل في السندات الحكومية أذونات الخزانة وغيرها من الأوراق المالية التي يتم تداولها والتعامل بها في السوق المالية، في المقابل الاستثمار في الأنواع الأخرى من الأصول قد يحمل مخاطرة أكبر بسبب تمويلها لمشروعات قد تتعرض لأزمات وصعوبات في ممارسة

¹ - لمزيد في تفصيل مخاطر الاستثمارات، وأنواعها، ومعايير قياسها أنظر: هوشيار معروف، 2003، مرجع سابق، ص 254-270.

نشاطاتها وهذا ما يؤدي بالتالي إلى احتمال تعرضها لخسائر قد لا تستطيع معها دفع قيمة التزاماتها. ومن جهة أخرى قد تكون هناك علاقة بين تقاسم المخاطر والحوافز المقدمة لأصحاب المصالح والذي يعكس صراع الملكية¹.

2-درجة السيولة: إن الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق النقدية تكون درجة سيولتها أكبر من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية بسبب قصر الفترة الزمنية للاستثمار واستخدام الأموال في السوق النقدية والذي يوفر للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في هذه السوق درجة سيولة أكبر لأنها تتحول إلى نقود (سيولة نقدية) خلال فترات زمنية أقل بسبب طبيعتها في حين أن الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية تكون درجة سيولتها أقل لأن تحويلها إلى نقود يتم في الأجل المتوسط والطويل بسبب طبيعتها المرتبطة بذلك، وهو يؤدي في حالات ليست بالقليلة إلى زيادة الإقبال على التعامل بالأسواق النقدية لأنه يوفر للمتعاملين درجة سيولة أكبر في حين يقل التوجه نحو التعامل في الأسواق المالية لأنه يتضمن درجة سيولة أقل، وبالتالي عندما تكون الجهات المصدرة للأوراق التي يتم تداولها والتعامل بها في السوق المالية غير موثوق بها حيث يصعب في مثل هذه الحالات تحويلها إلى سيولة نقدية (تقد) لصعوبة بيعها في السوق المالية نتيجة ضعف الثقة في الجهات المصدرة لها الأوراق المالية، ورغم ذلك فإن طبيعة المتعاملين وتوجهاتهم وأهدافها هي التي تفرض وتحدد تعاملاتهم في كل من الأسواق المالية والنقدية.

3-معدل العائد: إن معدل العائد يعتبر أحد الأهداف الأساسية للتعامل في الأسواق المالية والنقدية ومعدل العائد هذا قد يختلف في الأجل القصير عنه في الأجل المتوسط والطويل، إذ أن هناك أوراق قد تحقق عائد أكبر في الأجل القصير مقارنة بالعائد الذي يمكن أن يحققه في الأجل المتوسط والطويل كالسندات مثلا التي قد تعطي عائدا يكون مقبولا في الأجل القصير إلا أنه ينخفض في الأجل المتوسط والطويل بحصول تضخم بمعدلات مرتفعة، حيث ينخفض في هذه الحالة معدل العائد الحقيقي ويصبح الفرق بينه وبين معدل الفائدة النقدي (الاسمي) الذي تتضمنه السندات كبيرا نتيجة معدلات التضخم المرتفعة، في حين أن هناك أوراق مالية قد تحقق عائدا أقل في الأجل القصير إلا أن معدل العائد هنا قد يرتفع في الأجل المتوسط والطويل كما هو الحال في أسهم المشروعات الناشئة حديثا والتي يمكن أن تحقق نجاحا لاحقا².

يكون بصورة عامة معدل العائد على الأوراق المالية التي يتم التعامل بها وتداولها في السوق المالية أعلى بسبب طول الفترة الزمنية؛ والتي تسمح بتوفير الوقت الكافي لاستخدام الأموال للحصول على عائد أكبر نتيجة لهذا الاستخدام، ولأن طول الفترة الزمنية يرفع درجة المخاطرة للاستثمار في هذه الأوراق المالية وهو الأمر الذي يفرض ضرورة تحقيق معدل عائد أكبر لمثل هذه الأوراق حتى يقبل المستثمر بتحميل درجة المخاطرة الأعلى هذه عند الاستثمار فيها.

¹ - Shavell, S. (1979). Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship. The Bell Journal of Economics, pp 55-73.

² - For more about how to determine those rates, see: Diamond, P. A. (2000). What stock market returns to expect for the future. Soc. Sec. Bull., 63, 38.

المبحث الثالث: قواعد تنظيمية في الأسواق المالية

تمثل القواعد تنظيمية في الأسواق المالية العامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم وجب التعرف عليها، لأنها السبيل الوحيد أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة، إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق إلى المستوى المطلوب.

المطلب الأول: أعضاء السوق

يقصد بعضوية البورصة المقاعد المتخصصة، وهي ليست مجانية إذ ينبغي دفع رسوم اشتراك للحصول عليها؛ وتفاوتت هذه الرسوم من سوق لآخر، يكتسب العضوية بهذه العضوية الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما له الحق أيضا في التنازل عن عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة، وفي هذا الصدد يوجد ثلاثة أنواع من الأعضاء وهم: السماسرة، تجار الأوراق المالية، المتخصصون¹.

1- السماسرة.

يعرف السماسر بأنه الشخص أو الهيئة التي تتخصص في البحث والتوصل إلى كيفية الربط بين الراغبين في شراء الأسهم والسندات في بورصة الأوراق المالية وبين البائعين لها، أي أنه يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية في هذه البورصة. يستعمل في الأسواق المالية مصطلح السماسر (كما هو الحال في بورصتي القاهرة والإسكندرية) أو الوسيط (بورصة الكويت والسعودية)، أو الدلال (سوق البحرين للأوراق المالية)، كلها تدل على نفس المصطلح، وهناك نوعان من السماسرة أو الوسطاء؛ السماسرة الوكلاء وسماسرة الصالة.

1-1 السماسرة الوكلاء.

يعرف السماسر الوكيل بتبعيته لأحد شركات السماسرة؛ ولا يتمتع بالاستقلالية التامة مثل سماسرة الصالة كما سيأتي التعريف بهم في العنصر الموالي، يقوم هذا النوع من السماسرة بتنفيذ جميع الأوامر (بيعا وشراء) الصادرة إلى الشركة التابع لها من قبل الجمهور المستثمر. ويحمل هذا السماسر (الشخص) عضوية البورصة، ويعمل كوكيل لأحد بيوت السماسرة، كما قد يعمل تاجرا لحسابه الخاص وليبوت السماسرة الكبيرة.

¹ - للمزيد أنظر: عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، 2001، ص 120-122.

1-2- سمسرة الصالة.

يطلق على سمسار الصالة أحيانا سمسار السمسرة؛ وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينها؛ بل يقدم الخدمة لمن يطلبها، ومن ثم فإن عليه أن يدفع رسم العضوية على حسابه الخاص. وفترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السمسرة خدماتهم للسمسرة الآخرين داخل السوق، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة، وهكذا فإن وجود السمسرة الصالة يسهم في الحد من إمكانية حدوث تراكم المعاملات لدى السمسرة الوكلاء، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطا بعدد قليل من السمسرة الوكلاء، وذلك طالما أمكنها الاعتماد على سمسرة الصالة لإتمام معاملاتها.

2-2- تجار الأوراق المالية.

جاء في معجم الاقتصاد بأن تاجر الأوراق المالية هو: " تاجر يعمل في شراء السندات الدائنة، والأسهم، وبيعها مباشرة في البورصة، ويتخصص هذا التاجر في مجموعة صغيرة من الأوراق المالية مثال ذلك أسهم الشركات في صناعة معينة، ويحتفظ بمجموعة من هذه الأوراق المالية، وهو يحقق دخله من فرق السعر، بين سعر شراء الأسهم وبيعها".¹

تجار الأوراق المالية من أعضاء السوق ويعملون لحسابهم الخاص، نستطيع تمييز نوعين منهم النوع الأول يسمى: تجار الصالة(القاعة) والنوع الثاني: تجار الطلبيات الصغيرة أو تجار التجزئة.

1-2- تجار الصالة.

يطلق على تجار الصالة اسم: المضاربون، فهم من أعضاء السوق ويعملون لحسابهم الخاص، كما يطلق عليهم أحيانا التجار المسجلون، هم يشبهون سمسرة الصالة في إنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة ولكنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، ويقتصر عملهم داخل قاعة التداول. يحصل تجار الصالة على أرباحهم من فارق الأسعار؛ شأنهم في ذلك شأن المضاربين، لا يتلقون أوامر البيع والشراء من الجمهور مثل ما يفعل السمسرة الوكلاء، كما لا ينفذون الأوامر نيابة عن السمسرة متجنين عمل سمسرة القاعة، بل يبيعون ويشتررون لأنفسهم ولا يدفعون عمولة لأحد، محققين بذلك فوئد عديدة للسوق؛ منها زيادة السيولة من جراء تفعيل الاستثمارية في هذه السوق بالأدوات التي يتاجرون فيها، أضف إلى ذلك الحد من تقلبات الأسعار.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 417.

2-2-تجار الطلبيات الصغيرة.

يقصد بتاجر الطلبيات الصغيرة: "مضارب في كسور مجموعات الأسهم"،¹يسمون كذلك بتجار التجزئة أو المضاربين في كسور الأسهم، إذ لا يسمح في التعامل مثلاً في بورصة نيويورك بأقل من وحدة تداول (مائة سهم)، لذلك نجد هذا النوع من تجار الأوراق المالية يعملون كتجار تجزئة؛ يمكن تمييز طبيعة عملهم حسب الحالتين الآتيتين:

أ- في حالة وجود طلبيات شراء أوراق مالية تقل عن وحدات التداول يقوم تاجر الطلبيات الصغيرة يقوم بشراء وحدات تداول كاملة، ومن ثم تجزئتها حسب احتياجات طالبي الشراء، فهم بذلك يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة.

ب- أما في الحالة المعاكسة حيث تكون هناك عروض بيع أوراق مالية تقل عن وحدة التداول؛ فإن هؤلاء التجار يعملون على شراء هذه الأوراق وتجميعها حتى تصل إلى وحدات التداول، ثم يقومون ببيعها في قاعات التداول.

3-المتخصصون.

يقصد بالمتخصصين² أعضاء السوق الذين يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، يختص كل منهم في التعامل بورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق؛ بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من متخصص واحد، وبما أن كل مقصورة من المقصورات الموزعة في البورصة تتعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، فيكون بجوار كل مقصورة متخصص في هذا النوع من الأوراق، وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأوراق المالية التي يتعامل فيها.

يجمع المتخصص في نشاطه بين نشاط السماسرة، ونشاط تجار الأوراق المالية، ففي الحالات التي تكثر فيها الأوامر على السماسرة بحيث تكون هذه الأوامر أوامر بيع أو شراء بأسعار محددة ومتعلقة بمقصورات متفرقة، يلجأ السمسار للمتخصص من أجل تنفيذ هذه الأوامر؛ فتوضع في بادئ الأمر عند هذا الأخير ويسجلها في دفتر الأوامر، ويتقاضى مقابل ذلك جزء من العمولة التي يأخذها من موكله.

كما يعمل المتخصصون عمل تجار الأوراق المالية عندما لا تكون لديه أوامر مقيدة في دفاتره، ففي هذه الحالة يبيع ويشترى الأوراق المالية لحسابه الخاص بهدف تحقيق الربح، كما يبدي دائماً استعداداً للبيع والشراء بالأسعار المعلنة؛ محققاً بذلك الفوائد والمكاسب المرجوة منه للسوق؛ والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

➤ توفير السيولة العالية والحفاظ على استمرارية السوق لذلك أطلق عليه اسم صانع السوق؛

¹- أصل التعريف من معجم المصطلحات التجارية والمالية، حسن النجفي وعمر الأيوبي؛ مقتبس من: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ص 509.

² - محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص 142.

- العمل على تحقيق التوازن بتحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية يعتمد المتخصصين إلى تخفيض هامش الربح لجذب مشترين جدد كما يبدي في ذات الوقت استعدادة لشراء ما يعرض منها ليضيفه إلى المخزون. وذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن، ومن الناحية الأخرى عندما يزيد الطلب عن العرض يلجأ المتخصصين إلى استخدام ما لديهم من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد.
- العمل على استقرار الأسعار وتقليل الفوارق بين أسعار البيع والشراء.

المطلب الثاني: أوامر البيع والشراء وأنواعها

1- التعريف بأوامر البيع والشراء.

يمكن تعريف الأوامر¹ على أنها تعليمات يوجهها المستثمر للوسيط المالي من أجل شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر، ومدة صلاحية الأمر وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند إصدار أي أمر للوسيط قصد تنفيذه، فعندما يقصد المستثمر يقوم بإجراءات معينة مع الوسيط، والتي تختلف من سوق لآخر، ولعل من أهم هذه الإجراءات ما يلي:

- ملء استمارة أمر البيع، أو استمارة أمر الشراء؛ حيث تتضمن الاستمارة المعلومات الكاملة حول المستثمر بالإضافة إلى رقمها ونوعية وعدد الأسهم المراد شراءها أو بيعها، اسم الشركة المصدرة لها الحد الأعلى للسعر في حالة الشراء والحد الأدنى في حالة البيع، مدة صلاحية الأمر، تاريخ إصدار الأمر توقيع البائع والمشتري... الخ.
- تسليم شهادات الأسهم في حالة البيع، حيث تقع عملية التأكد من ملكية البائع على عاتق السمسار أو الوسيط. بعد استكمال هذه الإجراءات يكون الوسيط ضامناً لثمن الأسهم في حالة عدم وفاء المشتري، لأن من مهمته التحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالتزاماته؛ ففي مصر تنص تعليمات التداول على إلزامية قيام شركة السمسرة بالتحقق من قدرة المشتري بحيث تكون هذه الأخيرة ضامنة في جميع الأحوال لسداد ثمن الأوراق المالية التي اشترتها لحساب عملائها²، أما في سوق الكويت للأوراق المالية تنص تعليمات قانون رأس المال على إلزامية وضرورة تحقق الوسطاء من حيابة المشتري للأموال التي تمكنه من إتمام التداول³ يأتي بعد ذلك دور أو عمل السمسار؛ الذي يقوم بإجراءاته هو الآخر من أجل تنفيذ الأوامر المسجلة عنده ويكون الحق لمصدر الأمر في التعديل أو الإلغاء خلال المدة المحددة ما لم يتم تنفيذها الأمر من طرف السمسار.

2- أنواع أوامر البيع والشراء في الأسواق المالية.

¹ - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، 2001، ص 47-49.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ص 528.

³ - المادة رقم 262 من اللائحة التنفيذية من قانون رأس المال (بورصة الأوراق المالية في الكويت) رقم 95 لسنة 1992.

تختلف أوامر البيع والشراء وتتنوع حسب الوجه أو الأساس الذي ينظر إليه من خلاله؛ فقد نجد أمرا واحدا يندرج تحت اسم نوعين من هاته الأوامر أو أكثر من ذلك¹، فمن أجل المعرفة الجيدة لهذه الأنواع نعرض التصنيفات المختلفة للأوامر؛ فهناك من يصنفها على أساس تحديد السعر وهناك من يصنفها على أساس توقيت الأمر، وعلى أساس الكمية المطلوبة من الأوراق المالية في تصنيف ثالث، التصنيف الرابع حسب الشروط المقترنة بالأمر.

1-2. تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس تحديد السعر.

يقصد بالأوامر في هذا التصنيف تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده الموكل أو العميل هو الأساس في تنفيذ الصفقة من عدم ذلك؛ فحسب ذلك نجد الأنواع التالية: الأمر المحدد بسعر، الأمر السوقي، الأمر بسعر الافتتاح أو الإغلاق، الأمر الموقوف².

من أهم هذه الأوامر الأمر السوقي والذي يتميز بالسرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم ما يأخذ عنه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر؛ إلا عند إخباره بذلك، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر³.

يقصد بالأمر الموقوف⁴ الأمر الذي يتوقف تنفيذه من قبل السمسار على بلوغ مستوى الأسعار في السوق حدا معيناً؛ بحيث يكون التنفيذ بعد هذا الحد حسبما يقتضيه الحال وحسب السعر السوقي، فيمكن اعتباره أمرا سوقيا من هذه الجهة كما يمكن اعتباره أمرا محمداً.

2-2- تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس توقيت الأمر.

يقصد بهذا النوع من الأوامر تلك التي يكون الزمن أو الفترة المحددة هي الاعتبار الذي تنفذ على أساسه. وقد تكون هذه المدة يوما أو أسبوعا أو شهرا، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، نجد حسب هذا التصنيف نوعين من الأوامر: الأمر المؤقت بمدة زمنية معينة والأمر المفتوح.

1 - مثال ذلك: الأمر السوقي هم نوع مصنف حسب تحديد السعر، وهناك من يصنفه من الأوامر الفورية على أساس تنفيذه فور تسلمه، وهناك من يراه من الأوامر اليومية على أساس أنه ينقضي في اليوم الذي صدر فيه.

2 - زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، داروائل للنشر، عمان، 1998، ص: 191.

3- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 95.

4 - هناك من يطلق عليها أوامر إيقاف الخسائر، أنظر: عاطف وليم اندراوس، 2006، مرجع سابق، ص 44-46.

2-3- تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس الكمية.

يأخذ هذا التصنيف في الحسبان حجم الأوامر، حيث تقسم الأوامر حسب عدد الأوراق المالية إلى نوعين: أوامر الكميات العادية (غير الكسرية)؛ والتي يفوق فيها عدد الأوراق المالية وحدات التداول المعمول بها، والنوع الآخر أوامر الكميات الخاصة بمجموعات كسور الأسهم؛ والتي يقل فيها عدد الأوراق المالية على وحدات التداول المعمول بها؛ ويتاجر في هذا النوع (كسور الأسهم) تجار التجزئة أو المضاربين في كسور الأسهم، أو تجار الطلبات الصغيرة والذين تم التعريف بهم وكيفية تعاملهم مع هذه الأوراق في المبحث السابق.

2-4- تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس الشروط المقترنة بالأمر.

حسب هذا التصنيف نجد الأنواع التالية من الأوامر: الأمر بالبيع أو الشراء مع شرط التنفيذ فور تسلمه من المستثمر أو العميل، وإلا سيتم إلغاؤه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك، الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، وذلك من خلال بيع العدد المنصوص عليه من الأوراق المالية أو إلغاؤه، الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه فور تسلمه وإلغاء ما بقي منه، الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط أن يكون السمسار قد باع أو اشترى أوراقا مالية أخرى قد وكل بها قبل ذلك، الأمر المطلق: هو الأمر بالبيع أو الشراء بدون اشتراط؛ بحيث تكون الحرية التامة للسمسار في تنفيذ ما يراه مناسباً.

المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية وأشكاله

1- المقصود بتسعير الأوراق المالية¹.

يقصد بالتسعير عند المتعاملين في البورصات تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على ورقة مالية معينة (سهم)؛ بحيث يتم تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم عند التعامل، ليتم بعد ذلك تدوين هذا السعر على لوحة الأسعار، وله أشكال مختلفة². كما يمكن تعريف هذا السعر (سعر البورصة) بأنه القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة الأسعار، ويعكس هذا السعر القيمة التوازنية التي تلتقي عندها عروض البيع وطلبات الشراء مما يؤمن عقد صفقات لأكبر كمية ممكنة يمكن اللجوء إلى ثلاث وسائل مختلفة لتحديد سعر الورقة.

هناك عوامل عديدة تؤثر على أسعار الأوراق المالية منها ما يلي:

¹ - انظر: بن عزوز عبد الرحمن. (2016). دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس.

² - شريط، صلاح الدين. (2013). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية. رسالة دكتوراه. جامعة الجزائر 3- الجزائر. ص 107.

- من العوامل المؤثرة في سعر الورقة المالية عوامل خاصة بالورقة في حد ذاتها، كالربح الذي تحققه، وملاءة المؤسسة التي صدرت عنها، ونوع العملة التي تدفع أو تسدد بها قيمتها، وتوزيعات الأرباح المتعلقة بها...
- هناك عوامل عامة يكون تأثيرها على مجموع الأوراق المالية، فقد يكون هناك مخاطر نظامية والتي تؤدي إلى تدهور الأسعار، وقد تكون عوامل أخرى منها ما هو ذو صفة اقتصادية كأسعار المواد الأولية، ومخطر هبوط سعر الصرف (العملة)، والتضخم النقدي وارتفاع معدل الفائدة وانخفاضه... ومنها ما هو ذو صفة سياسية كتولي الحكم من قبل حزب من الأحزاب، ومخاطر الحروب وغير ذلك¹ ...

بعد التعرف على العوامل المؤثرة على الأسعار، نتعرف على بعض التدابير الخاصة التي يلجأ إليها للحيلولة دون إحداث تأثيرات كبيرة على الأسعار:

رقابة جمعية الوسطاء على وسطاء الأوراق المالية التي يمكنها رفض التسعير، أو بمعنى آخر رفض الاعتراف بالعملية التي أجريت؛ وذلك عند حدوث التجاوزات للقوانين أو للنظام المعمول به. يمكن التأثير كذلك على الأسعار عن طريق شراء سندات أو بيعها من قبل الصناديق العامة، أو مصرف الإصدار وذلك للتأثير على سعر الإسناد وسعر العملة في آن واحد.

2- أشكال التسعير.

يقصد بطرق التسعير الكيفيات المختلفة التي من خلالها يمكن تحديد أسعار الأوراق المالية؛ محققة بذلك أعظم قيم متداولة، وخوفاً من التذبذبات الحادة في الأسعار، تضمنت أنظمة البورصات المختلفة أحكاماً خاصة بالتقلبات القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض، بشكل لا يتجاوز فيه نسبة معينة نصت عليها أنظمة تلك البورصات.

لمعرفة طرق وأشكال التسعير² يمكن التمييز بين طريقتين من طرق التسعير وهما: التسعير الدوري والتسعير المستمر.

1-1. التسعير الدوري.

وفق هذه الطريقة لا يتم تنفيذ الأوامر من طرف السماسرة تنفيذاً مباشراً؛ بل تبقى مدة معينة إلى غاية إتمام التبادل المتعدد الأطراف، والتسعير الدوري بدوره له عدة أنواع: التسعير بالمناداة، تسعيرة الدرج تسعيرة الصندوق، تسعيرة المقابلة (المعارضة).

¹ - للمزيد حول تسعير الأوراق المالية أنظر: محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2004، بيروت لبنان، ابتداء من ص 104.

² - انظر: أ. بن الضيف محمد عدنان. (2013). نظم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة - الجزائر، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013، ص 60.

1-1-2 التسعير بالمناداة.

تتم طريقة التسعير بالمناداة¹ بمواجهة بين ممثلي كل مكاتب الوسطاء داخل جلسات صغيرة ذات مدرجات مصممة على شكل نصف دائري، يقف وسطها حكم (وسيط مختص) يسمى مسعر البورصة ومعه مكبر الصوت كي يتواصل مع الشخص الذي يكتب على لوحة الأسعار المعدة لكل سهم، وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد أخذ مقعده، في هذه الأثناء يفتح المسعر المختص باب المبادلة بالمناداة على سهم معين؛ مقترحا سعر إغلاق ذلك السهم في اليوم السابق، ريثما تستقر الأسعار وتتوقف الأصوات؛ يتم إبلاغ الموظف (الشخص) المختص بهذا السعر ومن ثم تدوينه على لوحة الأسعار، تستعمل بعض الألفاظ المتفق عليها؛ كأن يقول البائع: عندي كذا، للتعبير عن استعداده لبيع عدد معين من الأوراق و ذلك بصوت عال، بنفس الطريقة تقريبا يعبر المشترون عن استعدادهم للشراء مستعملين في ذلك: أخذ كذا، يخلق بذلك عرض وطلب على الورقة المالية المتداولة، ويتحدد سعر توازنها الأول الذي تباع به، ووفقا لهذه الطريقة من التعامل و التسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة بالبورصة واحدة تلو الأخرى، أي بمجرد الوصول إلى سعر توازن أول للورقة الأولى يأتي دور الورقة الثانية، وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

2-1-2. التسعير بالإدراج.

تعتبر الطريقة الأكثر استعمالا حيث تستعمل في تحديد أسعار غالبية الأوراق المالية التي يتم تداولها نقدا، وتختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في الدرج المخصص لها، إذ يخصص لكل ورقة في البورصة درج خاص، وترتكز كل المعاملات على العروض والطلبات، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة والذي يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، وفي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر البيانية من الحصة السابقة التي ما زالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك، وبعد أن يتم تسجيل سعر اليوم على الدرج يعيد الكاتب المتخصص إلى زملائه بطاقات الأوامر التي سلموه إياها من قبل تامة حسب القواعد المعمول بها؛ ببيان الأسعار والكميات المتداولة. ويشمل هذا النوع من التسعير التسعير بالصندوق و التسعير بالمقابلة².

¹ - السحيباني، محمد بن إبراهيم، العمراني، & عبد الله بن محمد. (2008). قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي. دراسات اقتصادية إسلامية، 14، 67-111.

² - للمزيد: شريط، صلاح الدين. (2013). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية. المرجع السابق، ص 108-09

2-2 التسعير المستمر.

تجدر الإشارة إلى أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي¹، إذ جهزت معظم البورصات بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى موكله، وأصبح الحاسب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعاً من الاستمرارية في التعامل والتسعير مع وصول أوامر العرض والطلب الجديدة إلى البورصة، وهكذا أدى النظام الآلي إلى سهولة الأداء في السوق، وزيادة دقة العمليات المنفذة والحد من تقلبات الأسعار وفق حدود وضوابط معينة تفادياً للأزمات.

يمكن تعريف التسعير المستمر على أنه إتمام عمليات تبادل بشكل مستمر وذلك بمجرد التقاء أمرين مختلفين؛ أمر شراء وأمر بيع، عند سعر معين، وتكون بذلك تقنية لتجنب انتظار تراكم الأوامر؛ وانتظار التسعيرة الجديدة دائماً، ويمر نظام التسعير المستمر على مرحلتين؛ مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة ومرحلة ما بعد افتتاح الجلسة، ففي الأولى يتم تجميع الأوامر الصادرة قبل افتتاح الجلسة الرسمي، أما المرحلة الثانية -ما بعد الافتتاح- تعقد فيها الصفقات على أساس السعر الافتتاحي الذي يحقق التوازن بتلقي العرض والطلب. تحقق هذه الطريقة قدرًا من الشفافية من خلال إجراء مختلف العمليات إلا أنه مما يؤخذ عنها إحداث التغييرات المختلفة في الأسعار خلال الجلسة الواحدة؛ مما يتعب حاملي الأوراق الصغار، وتفادياً لذلك تم الاحتفاظ بتسعيرة الافتتاح للعمليات الصغيرة والتي لا تؤثر على توجهات السوق.

المطلب الرابع: التسوية والمقاصة ونقل الملكية

يقصد بالتسوية كافة الإجراءات المتخذة من أجل تسليم الأوراق المالية واستلام الثمن بين السمسار البائع و السمسار المشتري، وكذا الإجراءات المتخذة لكشف القيود المانعة للتداول أو أساليب الغش والاحتيال. تنشأ بين السماسرة من خلال تعاملاتهم اليومية علاقة دين؛ دائنية ومديونية، وذلك بسبب أثمان الأوراق المالية التي لا تسدد مع عقد الصفقة مباشرة؛ وإنما تتم تسويتها بالمقاصة، وبالتالي هذه الأخيرة هي التسوية المالية فيما بين الوسيطين طرفي الصفقة، كما يمكن تعريف المقاصة على أنها إسقاط كل سمسار ماله من دين تجاه وسيط ثان، مقابل ما على هذا الأخير من دين².

¹ للمزيد حول الجانب الإلكتروني في التداول انظر: السحبياني، محمد بن إبراهيم، العمراني، & عبد الله بن محمد. (2008). المرجع السابق.

² -مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 599.

بعد تعرفنا على التسوية والمقاصة¹ تبقى عملية نقل الملكية؛ والتي يقصد بها من خلال تسميتها تحويل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري، وبصفة عامة فإن التسوية والمقاصة ونقل الملكية تتم في جميع الأسواق، ولكن تختلف إجراءاتها من سوق لآخر؛ وسنتطرق لهذه الإجراءات في البورصة المصرية بشكل من الاختصار. تختلف إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية المطبقة سابقا في ظل نظام التداول المباشر عم هي الآن في ظل نظام التداول الإلكتروني في البورصة المصرية كسائر البورصات الأخرى.

1- إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية في ظل نظام التداول المباشر.

بعد تنفيذ الصفقة يقوم السمساران بإشعار عميلهما بذلك، ليقوم العميل بتسليم الأوراق المالية إذا كان بائعا، أو تسليم الثمن إذا كان مشتريا في ظرف يومين من أيام عمل البورصة²، وخلال هذين اليومين يسلم السمسار المشتري ثمن الأوراق المالية، ويسلم السمسار البائع الأوراق المالية المباعة، وتتم هذه العملية داخل مكتب السمسار المشتري.

بعد ذلك يستعين السماسرة بغرفة المقاصة على النحو التالي:

- يشرع كل سمسار في تسوية كل العمليات التي حان موعد تسويتها؛ يتلقى الأوراق المالية التي اشتراها ويرسل الأوراق المالية التي باعها عن أو لبقية السماسرة، وذلك ما بين الساعة التاسعة والثانية عشر والنصف، بحيث كل عملية تكون مصحوبة بالفاتورة المناسبة.
- يسحب السمسار المشتري إذنا لأمر البائع على غرفة المقاصة، ويتعهد باسترداد هذا الإذن من غرفة المقاصة مقابل دفع قيمته نقدا حتى الساعة الرابعة؛ وإلا يعيدها إلى صاحبها.
- يرسل السمسار على الساعة الثانية عشر والنصف كشفا إلى غرفة المقاصة بتفاصيل الأذونات التي سيسحبها والأذونات التي تسلمها، فينتج عن هذا الكشف رصيد دائن أو مدين، ومتى اكتملت الكشوف في غرفة المقاصة تمت الموازنة، وتساوى مجموع الأرصدة الدائنة بمجموع الأرصدة المدينة.
- تصدر بعد ذلك غرفة المقاصة تحويلا على السمسار صاحب الرصيد المدين إلى السمسار صاحب الرصيد الدائن في حالة التطابق أو تقوم إدارة غرفة المقاصة بخصم قيمة الرصيد المدين وإضافة قيمة الرصيد الدائن من وإلى حساب كل سمسار مباشرة، كي يتسنى لكل سمسار دائن استلام مبالغه مع الساعة الرابعة بعد الظهر.

2- إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية في ظل نظام التداول الإلكتروني.

¹ - تجرى عملية التسوية والمقاصة بين الحقوق والالتزامات المترتبة للمتعاملين من قبل بعضهم البعض في أيام محددة، حتى يتمكنوا من التعامل علي أرصدهم سواء النقدية أو من الأسهم علي أن تجري التسوية النهائية للحقوق خلال فترة محددة تختلف من سوق لآخر.

² - أيام عمل البورصة المصرية هي أيام الأسبوع ماعدا السبت والأحد، مثلا عمليات يوم الاثنين تسوى يوم الأربعاء، وعمليات يوم الخميس تسوى يوم الاثنين.

تم هذه الإجراءات¹ بفضل الوسائل الالكترونية المتطورة، وتكون بين شركات السمسرة، من خلال شركة مصر للمقاصة والتسوية؛ والتي يركز عملها على أساس التسليم مقابل الدفع، حيث يقوم السمسار البائع بتسليم الأوراق المالية المباعة لشركة المقاصة، وتقوم هذه الأخيرة بتسليمها للسمسار المشتري، وفي المقابل يقوم السمسار المشتري بإيداع ثمن الأوراق المالية المشتراة في حساب التسوية لدى بنك² المقاصة، ليقوم هذا الأخير بخصم ذلك الثمن من حساب السمسار المشتري وإضافته إلى حساب السمسار وذلك بأمر من شركة المقاصة.

يتضح مما سبق أنه يلزم على السمسرة (شركات السمسرة) أن يقوم بفتح حساب نقدي للتسوية لدى أحد بنكي شركة المقاصة والتسوية، من أجل تطبيق وتنفيذ إجراءات التسوية والمقاصة، ويتطلب فتح هذا الحساب القيام بتفويض أو تخويل شركة المقاصة والتسوية بعض الصلاحيات من بينها الحق في الحصول على البيانات المتعلقة بالرصيد، والحق في إعطاء تعليمات لبنك المقاصة في إجراء عمليات التسوية لهذا الحساب (الخصم أو الإضافة).

تتم الإجراءات المتعلقة بتسوية الأوراق المالية المتداولة في البورصة في اليوم الرابع ليوم التداول، وهذا بالنسبة لتلك الأوراق غير المقيدة في نظام الحفظ المركزي³، أما بالنسبة للأوراق المقيدة في هذا النظام فيتم تسويتها في اليوم الثالث فقط من أيام التداول، نتناول هذه الإجراءات بشيء من الاختصار في الحالتين:

2-1- الإجراءات المتبعة إذا كانت الأوراق المتداولة غير مقيدة في نظام الحفظ المركزي.

نلخص هذه الإجراءات في الخطوات الأساسية التالية:

- تستلم شركة المقاصة الأوراق المباعة من مندوب السمسار في أجل لا يتعدى الساعة الرابعة بعد الظهر من اليوم الثاني من التداول، وذلك من أجل مراجعة وفحص الأوراق المالية من حيث الصلاحية، ومن حيث وجود بعض الموانع.
- في نهاية عمل اليوم الثالث من التداول تتسلم شركة المقاصة أرصدة السمسرة المشتريين من بنك المقاصة ومن ثم إدخالها في النظام الآلي لشركة المقاصة.

¹ -تختلف هذه الإجراءات من بورصة لأخرى وحسب القواعد والنصوص التشريعية لكل واحدة منها، وهذه الأخيرة تمثل العائق الكبير أمام تكامل البورصات العربية؛ لهذا السبب قمنا باختيار البورصة المصرية كمثال لتوضيح هذه الإجراءات.

² - يمكن أن يكون هذا البنك أحد البنكين: بنك مصر أو البنك الأهلي.

³ - يقصد بالحفظ المركزي: النظام الذي يقوم بتحويل الأوراق المالية من صورتها المادية العادية إلى صورة محاسبية من أجل تسهيل عمليات التداول، ولكي تصبح الأوراق المالية مقيدة بهذا النظام تتقدم الشركة المصدرة لها من الشركة القائمة على هذا النظام والقيام بالإجراءات اللازمة.

- تتم التسوية في اليوم الرابع للمعاملات التي جرت بين السماسرة (التسوية بين حساباتهم)، وبعدها مباشرة يتم إبلاغ كل سمسار بنتائج التسوية سواء كان خصم أو إضافة، وفور ذلك كله يتسلم السمسار المشتري الأوراق المالية.

2-2- الإجراءات المتبعة إذا كانت الأوراق المتداولة مقيدة في نظام الحفظ المركزي.

قبل عرض هذه الإجراءات يجب التعرف على إدارة حفظ السجلات، الشركات القائمة على ذلك يقصد بإدارة السجلات "إدارة حسابات جارية للأوراق المالية الخاصة بالعملاء؛ وذلك بفتح حساب أوراق مالية لكل عميل، ولكل ورقة مالية على حدة"¹ أما شركات إدارة السجلات فيشكل عملها حلقة الوصل بين العملاء والقائمون على نظام الحفظ المركزي (وهذا العمل يمكن القيام به من طرف السماسرة).
نلخص هذه الإجراءات في الخطوات الأساسية التالية:

- عند تلقي السمسار الأمر بالبيع، يرسل نسخة منه إلى شركة إدارة السجلات القائمة على حساب العميل، للتأكد من كفاية الرصيد من الأوراق المالية، ومن ثم هذه الأوراق بالكمية المراد بيعها وإبلاغ السمسار بذلك.
- بعد الانتهاء من جلسة التداول يبلغ السمسار البائع شركة إدارة السجلات بتنفيذ عملية البيع للعميل المذكور.
- تحول شركة إدارة السجلات الأوراق المباعة من حساب العميل إلى حساب السمسار الذي باع هذه الأوراق في أجل لا يتعدى نهاية تداول اليوم الثاني.
- تقوم شركة المقاصة والتسوية بالتسوية لجميع العمليات التي تمت بين السماسرة، وذلك بعد التحقق من كفاية أرصدها النقدية والورقية.

المبحث الرابع: نظرية كفاءة الأسواق المالية

مما لا شك فيه وفي الكثير من الحالات أن أسواق الأسهم في الدول الناشئة تعاني من الكثير من الاختلالات الناتجة عن نقص الشفافية وافتقار السوق إلى العمق والسعة، بسبب قلة الأسهم المعروضة للتداول كنسبة من الأسهم المصدر؛ مما سهل على المضاربين التحكم في الأسعار؛ ولهذا كانت تلك الأسواق جاهزة لحدوث عمليات تصحيحية كبيرة بسبب أسعار بعض الأسهم التي أصبحت بقيم مبالغ فيها قياسا على ما تملكه من قدرة على تحقيق

¹ -مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 653.

عائد مرض، أو على قدرة كامنة للنمو، أو كونها أسهما في شركات لا تدار بشكل مربح ولا تلتزم بمبادئ الحكم الرشيد المتفق عليها دوليا في إدارة الشركات، ويرجع هذا الأمر لعدم كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية

يعرف السوق المالي الكفاء على أنه السوق المالي الذي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فإذا ظهرت معلومات جديدة عن إحدى الشركات المتداول أسهمها يتحرك سعر السهم بسرعة وبرشد في الاتجاه المناسب ليعكس أثر هذه المعلومات، وهناك أربعة شروط أساسية (فرضات السوق الكفاءة)¹ يجب توافرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة هي:

1- مفهوم كفاءة السوق المالية

يعتبر مفهوم كفاءة السوق "Market Efficiency" من المفاهيم التي تمخضت عنها الدراسات المالية والمحاسبية فقد أوضح فاما² عن كفاءة الأسواق المالية أن هناك كفاءة كاملة على مستوى سوق الأوراق المالية وعلى مستوى كل ورقة مالية على أساس أن كفاءة السوق هي سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل فعندما تنشر معلومة، سواء كانت سارة أو سيئة فإنها تنتشر بسرعة وتنعكس بصورة فورية في أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة.

يقال عن السوق أنه كفاء عندما يكون هناك انعكاس كلي للمعلومات في أسعار الأسهم، بحيث يستعمل المستثمرون المعلومات المتوفرة عن السهم في تحديد القيمة العادلة له، بحيث تتضمن هذه الأخيرة كل المعلومات المتوفرة أو المتوقعة؛ وبالتالي يكون في السوق الكفاء وصول للمعلومات بشكل عشوائي لتحديث تغير في الأسعار بشكل عشوائي³، تعني كفاءة السوق أن الأسعار المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين تعكس المعلومات المتاحة عن تلك الأوراق المالية حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة ستنعكس وبصورة فورية على الأسعار فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق⁴، وهذا يعني أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للأسعار، وينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للأسهم. ويوضح أكثر باحثي المحاسبة والمالية⁵ أن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا إنما تعني أمور كثيرة في غاية الأهمية منها:

¹ - هناك من يضيف شرطا آخر هو: (وجوب تغير الأسعار تبعا للمعلومات الواردة للسوق؛ وتعبير رياضي يجب أن تكون الأسعار دالة في المعلومات) ويطلق أحيانا على هذه الشروط أيضا معايير كفاءة السوق.

² - www.7lil.com/provacy-policy-10/05/2012

³ - Bassam I. Azab, **The Performance of the Egyptian Stock Market**, The University of Birmingham, September 2002, Submitted in part fulfilment of the degree of Master of Business Administration, International Banking and Finance, p19...

⁴ - لمزيد من التفصيل أنظر: حسين طه غنيم، مرجع سابق، ص 29، وكذلك: عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 149.

⁵ - أمثال منير إبراهيم هندي، الحناوي، حمادى عبد العال وغيرهم.

- تقترب القيمة السوقية للورقة المالية فيظل كفاءة السوق من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة. أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.
- أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية.
- أن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدراتهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة،

2-شروط كفاءة السوق المالية

- توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة مما يمكن الحصول على المعلومات بشكل متاح وبدون تكلفة لكافة المشاركين بالسوق في نفس الوقت(الكفاءة المعلوماتية)؛
- يجب أن لا تكون هناك تكاليف للمعاملات المالية وأن لا تخضع الأرباح للضرائب وألا يتم تحميل الصفقات المالية بأية أعباء أخرى(الكفاءة التشغيلية)؛
- يجب أن يتسم السوق بالمنافسة النزهاء بشرط ألا تتأثر الأسعار بالعمليات الفردية للتداول
- أن يتسم كافة المشاركون في السوق بالتصرف الرشيد وأن يكون الهدف من التعامل في السوق هو تعظيم المنفعة المتوقعة.

3-الكفاءة التامة والكفاءة الاقتصادية

نستطيع القول أن هناك نوعين من الكفاءة¹؛ الكفاءة التامة (الكاملة) والكفاءة الاقتصادية:

3-1-الكفاءة التامة

- تتعين هذه الكفاءة في ظل المنافسة التامة بين المستثمرين في السوق المالي، بحيث يكون من المستحيل لأي مستثمر أن يغلب السوق، ولا يمكنه تحقيق عوائد غير عادية انطلاقاً من الفروقات السعرية، ومن هنا لكي تتحقق الكفاءة السعرية يجب أن تتوافر شروط المنافسة التامة والتي يمكن إيجازها كما يلي²:
- أن تكون المعلومات متاحة للجميع، وبتكاليف منعدمة؛

¹- عاطف، نفس المرجع السابق، ص152.

²-لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية: ص494.
محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه 1999/98، ص188.

- أن ترفع القيود على التعاملات، حتى لا يتحمل المستثمرون أية أعباء كالضرائب مثلا، وأن تكون لهم حرية الدخول والخروج من السوق، كما يمكنهم التعامل بالكميات التي يرغبون فيها بيعا وشراء؛
- يشترط وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين للأوراق المالية بحيث لا يمكن لأي منهم التأثير على أسعار السوق، ومن ثم يتعين عليهم التسليم بهذه الأسعار (price taker) المعلنة في السوق والمحددة بموجب قوى العرض والطلب؛
- كما تشترط أيضا رشادة المتعاملين والتي يسعى كل واحد منهم إلى تقويم تصرفاته الاستثمارية من أجل تعظيم منفعته في إطار موارده المتاحة؛ من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن.

2-3-الكفاءة الاقتصادية

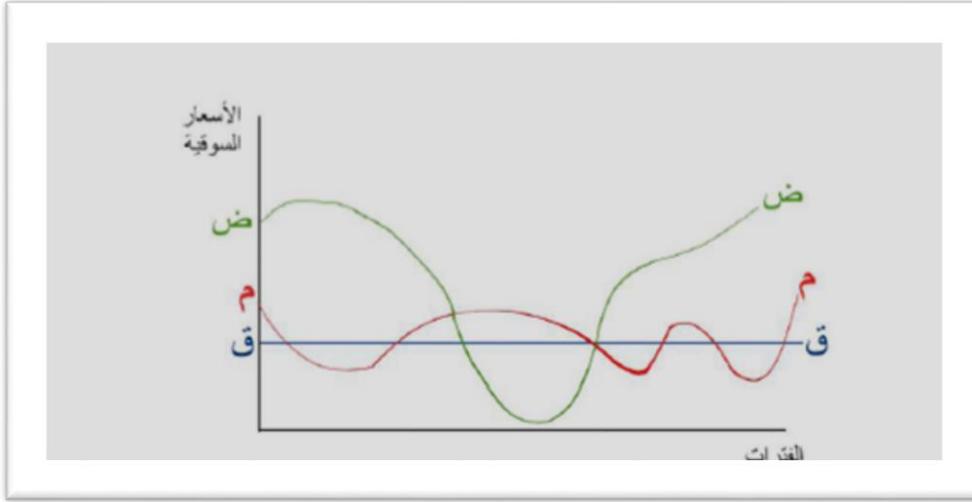
نلاحظ أنه من غير المعقول توافر شروط الكفاءة الكاملة باستثناء الشرط الأخير والمتعلق برشادة المتعاملين، ومن ثمة نكون أمام كفاءة اقتصادية؛ عادية إن صح التعبير، يتوقع في ظلها أن يمضي فاصل زمني قصير على وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة قصيرة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

المطلب الثاني: مستويات أو أشكال الكفاءة

هناك ثلاث مستويات للكفاءة¹، المستوى الأعلى أو الشكل القوي للكفاءة، المستوى المتوسط أو الشكل شبه القوي، المستوى الأدنى أو الشكل الضعيف للكفاءة؛ ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

¹-Steve Ambler, Le modèle d'évaluation par l'arbitrage (MÉA), Université du Québec à Montréal, Automne 2007, (22.10.2007) <http://www.er.uqam.ca/noble/r10735/6080/referance.pp4-5>,

الشكل (1-1): الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق المالي



المصدر: عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 163.

1- الشكل الضعيف للكفاءة.

نقول عن سوق ما أنها ذات مستوى كفاءة أدنى، أو أنها كفاءة عند المستوى الضعيف¹ إذا كانت الأسعار السوقية تعكس المعلومات التاريخية فقط، وأنه في ظل هذا الوضع لا يمكن للمتعاملين تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات التاريخية، وأن دراسة هذه الأخيرة لا تجدي نفعا في تحديد الأسعار المستقبلية لهذه الأوراق؛ والسبب أن هذه الصيغة تعرف بنظرية الحركة العشوائية حيث أنّ المعلومات التاريخية لا تمكن من معرفة الأسعار مستقبلا؛ أي أن الأسعار المستقبلية مستقلة تماما عن الأسعار الماضية، كما أن هذه الصيغة تعترف كليا بفلسفة لتحليل الفني وهنا يكون الهدف هو اختبار مدى عشوائية الأسعار، ويمكن صياغة السلسلة الزمنية للأسعار كما يلي

$$Z_{t+1} = Z_t + \varepsilon_t \quad (2-1)$$

حيث

ε : تمثل البواقي حيث تشكل تشويش أبيض "Bruit blanc"، و Z تمثل شعاع قيم السلسلة الزمنية.

وقد أثبتت الدراسات الإحصائية التي أجريت على الحركة العشوائية للأسعار أن كافة الأسواق المالية تحقق

هذا المستوى من الكفاءة.²

¹ -يمكن الرجوع إلى: عاطف وليم، مرجع سابق، ص 157، وكذلك: حسين طه، مرجع سابق، ص 30، عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص 205.

² - راجع محمد براق -مرجع سابق؛ ص 198.

لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف هناك مجموعة من الاختبارات¹ الإحصائية؛ من أهمها:

أ- اختبارات معامل الارتباط للسلاسل.

يهتم معامل الارتباط للسلاسل بقياس العلاقة الموجودة من خلال دراسة تغير الأسعار خلال فترة زمنية محددة؛ فإذا كانت نتائج تحليل تلك السلاسل تؤكد وجود ارتباطات، أو أنماط للتغير في الأسعار فيكون دليلاً على نفي نظرية الاستقلال بين الأسعار (م ينفي النظرية العشوائية)، والعكس صحيح، مع مراعاة أن الاهتمام منصب على الأجل القصير.

ب- اختبار مدى الاسترشاد بحركة الأسعار اعتماداً على تقنية التصفية.

قبل الحديث عن هذا الاختبار لابد من التعرف على المقصود من تقنية التصفية؛ وهذه الأخيرة من أهم الدراسات التي أجراها الفنيون للتأكيد على إمكانية الاسترشاد بحركة الأسعار التاريخية من أجل ضبط قواعد المتاجرة، ومن ثم تحديد مواقيت أوامر البيع والشراء في البورصة مما يتيح لهم فرصة تحقيق أرباح غير عادية. هذا النوع من الاختبارات² مستلهم من نظرية داو الشهيرة، حيث قام بها Alexander 1961-1964 في الولايات المتحدة الأمريكية، وطبقها على مؤشر داو جونز للصناعة باستخدام قواعد التصفية، وأشارت الدراسة إلى أن هناك تحقيق أرباح غير عادية أثناء فترات الدراسة؛ مما يعني وجود ارتباط بين الأسعار وهذا ما يتنافى مع فرضيات الحركة العشوائية للأسعار.

ج- اختبار مجال اتجاه السعر بالاعتماد على الأنماط الطارئة والمجاري المتتابة.

جاء هذا الاختبار على غرار الاختبارين السابقين (معامل الارتباط، وتقنية التصفية)، إذ أنه جاء انتقاداً لهما لما لهما من قصور في التعرف على الحركات المفاجئة للأسعار والتي تكرر من حين لآخر، حيث نجد الكثير ممن اهتموا بهذا الاختبار وعلى رأسهم فاما والذي طبقه على سوق نيويورك سنة 1970، وتوصل إلى أنه لا يوجد أي ارتباط بين التغيرات في الأسعار التاريخية والحاضرة والمستقبلية؛ مما لا يدع الفرصة للمستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية على حساب أقرانهم، كما يمكن الإشارة في هذا السياق إلى هناك من اهتم بظاهرة الدورية مثل: Effet ، Effet Janvier³ ، Week-end.

2- الشكل شبه القوي للكفاءة.

¹ تم الاقتصار في هذه النقطة على اختبارين من الاختبارات الكلاسيكية لكفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف، وبالنسبة للاختبارات الجديدة مثل: DF، ADF، PP، KPSS، سيأتي تفصيلها في الدراسة التطبيقية؛ في المبحث الفصل الرابع.

² - هناك اختبارات عديدة في هذا المجال مثل: اختبار Kendall، g، Moor 19962، Grager et Mongenster 1963.

³ - Steve Ambler، Le modèle d'évaluation par l'arbitrage (MÉA)، Université du Québec à Montréal، Automne 2007، (22.10.2007) <http://www.er.uqam.ca/noble/r10735/6080/referance.p13>،

لا تعكس أسعار الأوراق المالية وفق هذا النوع المعلومات التاريخية فقط، والمتعلقة بالأسعار وأحجام التداول، بل تشمل كافة المعلومات الحالية والمتاحة للجمهور بصفة عامة، من أهمها ما يلي:

- الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي؛
- الظروف والسياسات الاقتصادية على الصعيد الوطني؛
- ظروف الصناعة التي تنتهي لها الشركة؛
- التقارير المالية، والقوائم المالية المتعلقة بالشركة، التفسيرات والتحليلات المتعلقة بها؛
- الأخبار المتعلقة بالقرارات التمويلية المتخذة من طرف المؤسسة مثل رفع/تخفيض أو إلغاء توزيعات الأرباح، بيع أو إعادة شراء الأسهم أو التوزيع المجاني لها؛
- ظروف الشركة الداخلية؛
- نشر معلومات متعلقة بالشركة مثل عمليات الإدماج Fusion، إنشاء فروع.....الخ.

يستخدم المستثمرون أو المتعاملون في السوق المالي في ظل هذه الفرضية ما أتيح لهم من معلومات تاريخية وحالية للتقويم، وفي نفس الوقت لا يستطيع أي منهم تحقيق أرباح غير عادية¹؛ لقد دار الكثير من الجدل حول هذه الصيغة حيث إذا اتصف السوق بهذا المستوى فإن المحلل المالي الذي يحاول تفسير التسعير غير العادل للسهم باستخدام القوائم المالية هو مضيع للوقت لأن المعلومات المنشورة منعكسة في السعر الحالي للسهم.

توجد العديد من الدراسات التي تختبر هذا المستوى من أهمها اختباران لمدى تحقيق عوائد غير عادية: الأول في حالة عمليات اشتقاق الأسهم، والثاني في حالة الإعلان عن التوزيعات عن الأرباح:

أ- اختبار مدى تحقيق أرباح غير عادية في حالة عمليات اشتقاق الأسهم.

يقيس هذا الاختبار مدى تحقيق أرباح غير عادية في حالة عمليات اشتقاق الأسهم؛ أو ما يسمى بالتوزيع المجاني لها؛ حيث تنطبق هذه العملية على الأسهم ذات القيمة المرتفعة، وتهدف إلى توسيع قاعدة المتعاملين لتشمل صغار المتعاملين لأجل زيادة حجم التداول ومن ثم زيادة حجم السيولة، أهم بحث أجري في هذا الصياغ كان من طرف كل من فاما وجونسون ورول (Fama, Jensen, Roll 1969)، حيث تم في هذا الاختبار تتبع الأسعار وسلوكها فور عملية الاشتقاق، حيث شملت هذه الدراسة 940 عملية اشتقاق مطبقة على 622 سهم ببورصة نيويورك (NYSE)، خلال الفترة الممتدة 1927-1959، افترضت هذه الدراسة أن تقسيم الأسهم سيفسر من طرف المستثمرين أنه يؤدي إلى ارتفاع الأسعار والتوزيعات وبالتالي تحقيق عوائد أفضل للشركة على الدوام، وخلصت الدراسة إلى أن الأسعار استجابت وبسرعة للمعلومات والمتمثلة أساسا في الإعلان عن عملية الاشتقاق، وفي نفس الوقت لم تمنح هذه الأخيرة أية فرصة لتحقيق أرباح غير عادية مم يؤكد فرضية كفاءة السوق عند المستوى المتوسط.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 284.

ب- اختبار مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية للشركة والتوزيعات على أسعار الأسهم.

يتم في هذا الاختبار تتبع مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية للشركة؛ والتوزيعات على أسعار أسهمها، ومدى سرعة استجابة هذه الأخيرة لتلك الإعلانات، وقد طبق هذا الاختبار كل من Ball & Barown 1968، في دراسة تحليلية حول أثر الإعلان عن التوزيعات من خلال النتائج السنوية لـ 261 شركة أمريكية لمدة عشرين سنة، خلصت هذه الدراسة إلى آليات السوق توقعت التغيير في النتائج قبل وصول تلك المعلومات للسوق، إذ أن الشركات التي حصلت على نتائج جيدة كانت أسهمها تتجه نحو الصعود قبل فترة الإعلانات، والشركات التي كانت لها نتائج غير مرضية اتجهت أسهمها نحو النزول في الفترة ما قبل التوزيعات، مما يدل على كفاءة السوق المالية؛ إذ لا أثر في الأسعار إثر صدور الإعلانات الخاصة بالأرباح والتوزيعات.

3- الشكل القوي للكفاءة.

يرى فاما مؤسس نظرية الكفاءة أنه حسب هذا الشكل فإن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية والمعلومات الخاصة "المميزة" والعامية؛ بحيث هذين النوعين الأخيرين يُفترض أنهما غير موجودتين، لكن فاما يذهب إلى أن حتى وجودهما عند هذا المستوى لا يجدي نفعاً أي أن مستخدموها لا يستطيعون العمل على فروقات الأسعار؛ وهكذا يكون التصور الرياضي لهذا النوع كما يلي:

$$E(P_j / \phi) = P_j \dots\dots\dots(2-1)$$

حيث:

Φ : المعلومات: z : ورقة مالية: P : سعر الورقة المالية: E : التوقع الرياضي.

تعني هذه المعادلة أن سعر الورقة المالية z باستخدام المعلومات مهما كان نوعها ما هو إلا السعر المتوقع أو التوقع الرياضي الشرطي للسعر السوقي.

المطلب الثالث: دور ومتطلبات السوق المالي الكفاء

تدل الشواهد على أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فجوة زمنية بين زمن ورود المعلومة واستجابة السعر لذلك وأنه يمكن تحقيق أرباح غير عادية غير مغالي فيها كما رأينا سابقاً، لكن حتى الآن لم يمكن تحديد أبعاد كفاءة السوق، وفي هذا الصدد يشير فرانسيس وسامليس وولكس إلى أن السوق الكفاء هو الذي يقوم بتخصيص كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر مردودية.

1- بعض الأدوار للسوق المالي الكفاء:

يلعب السوق المالي دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر¹.

¹ منير إبراهيم هندي – الأدوات المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992، ص 95.

1-1- الدور المباشر للسوق المالي الكفاء.

يتمثل هذا الدور في توفير مناخ استثماري للمهتمين بالسوق المالي وقيامهم بشراء أسهم المؤسسة بغية تحقيق عوائد مستقبلية اعتمادا على أن القرار واعد والأداء جيّد، وهذا بالاعتماد على الأخبار السوقية مما يدفع بالمؤسسة إلى المزيد من إصدار الأوراق المالية وبيعها بسعر مناسب أي توفير التمويل غير المباشر وتراجع معدّل المردودية المطلوب¹.

1-2- الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء.

إنّ إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات يعتبر مؤشر أمان للمقرضين مما يعني زيادة القدرة الاقتراضية للشركة من خلال إمكانية الحصول على قروض أو سندات من مؤسسات مالية وعادة ما تكون تكلفة الاستدانة معقولة نوعا ما، وفي الجهة المقابلة المؤسسات غير المسعّرة تواجه صعوبة في تصريف الأسهم، وحتى إن تم ذلك يكون بتكلفة عالية وعند اللجوء للاستدانة كمصدر بديل أو مكمل فسوف تكون بتكلفة مرتفعة².

2-متطلبات كفاءة السوق المالي.

لتحقيق الهدف المنشود للسوق الكفاء والمتمثل في التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة لابد أن يتميّز السوق بخاصيتين أساسيتين أو أن يكون كفاء على المستويين الداخلي والخارجي³ وهما:

1-الكفاءة الداخلية.

تسمى كذلك بكفاءة التسعير⁴ وهي أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وأن السوق كفاء من منظور تسعيري لو أن جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين أو المتعاملين بحيث يصعب على كل واحد منهم أن ينفرد بمعلومات خاصة ليحقق من ورائها أرباح غير عادية على حساب الآخرين؛ هذه الأرباح صعبة المنال على مستوى هذا النوع، إلا أنّها أمر غير مستحيل، فقد يحقق مستثمر عديم الخبرة أو كسول لخسائر فادحة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة

¹ - عبد الغني ددان، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007/2006، ص180.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الإسكندرية الدار الجامعية، 2004/2003، ص183.

³ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص32-33، وكذلك عاطف وليم، مرجع سابق، ص155.

⁴Scott Hendry, Michael R. King , The Efficiency of Canadian Capital Markets: Some Bank of Canada Research , Bank Of Canada Review 2004.p3,

السوق بل إلى جهل وعدم خبرة المستثمر أو المتعامل ذاته، أو يستطيع عدد من المستثمرين استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات "Inside Information" قبل غيرهم واستخدامها للمضاربة، لكن هذه العملية تكون من طرف فئة محدودة ولفترة محددة.

كما أن سلوك بعض المستثمرين يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية كون بعض المتعاملين من يشتري هذه الأسهم على أساس ما حققته سابقا وليس على أساس القيمة الحقيقية.¹ يؤدي ارتفاع الطلب على هذه الأوراق إلى ارتفاع مؤقت في أسعارها ثم البيع بالسعر السابق وهو ما يعرف بظاهرة الارتداد "Reversion".²

2-2- الكفاءة الخارجية.

تسمى كذلك بالكفاءة التشغيلية³ ويقصد بها قدرة السوق على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة للمعاملات أو للصفقات، بحيث يكون السوق مفتوح أمام جميع المتعاملين مع حرية الدخول والخروج من وإلى السوق المالي، حيث يرى محمد عبده محمد مصطفى⁴ أن سوق مصر المالي غير كفء من الناحية التشغيلية بسبب وجود تكلفة مرتفعة للمعاملات تتمثل في مصاريف الإصدار، عمولة السمسار... الخ وكلها يتحملها المستثمر، لذا فإن صفار المتعاملين تحول تكلفة المعاملات دونهم ودون التعامل في البورصة.

كما يمكن تعريف الكفاءة التشغيلية على أنها قدرة السوق على خلق التوازن بين قوى العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.⁵

إن وجود كفاءة خارجية أو كفاءة تسعير يتطلب أولا وجود كفاءة داخلية أو كفاءة تشغيلية، لكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات المتاحة ينبغي أن تكون تكلفة المعاملات عند حدها الأدنى بما يشجعهم على للحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان تأثيرها وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيل جدا ولا يكفي لتغطية⁶ تلك التكاليف

¹- وذلك بدراسة سلوك أسعار هذه الأصول، والأداء السابق للشركات التي تنتمي إليها (The Past Performance)، وهذا ما يقوم به أصحاب التحليل الفني.

²- محمود الداغر، مرجع سابق، ص 287.

³- Bin Gu And Lorin M. Hitt, Transaction Costs And Market Efficiency, Twenty-Second International Conference On Information Systems University Of Pennsylvania, , 2001,p5,

⁴ دكتور بكلية التجارة بجامعة عين شمس، الإسكندرية.

⁵ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 184.

⁶- نفس المرجع السابق ص 185.

خاتمة الفصل

بخصوص ماهية الأسواق المالية، وردت في الدراسة عدة تعاريف للأسواق المالية؛ منها أن الأسواق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية؛ ومن ثمة إلى رفع مستوى الرفاهية، كما تم تصنيف أنواع هذه الأسواق على حسب عدة اعتبارات؛ نجد النوعين السوق الأولية والسوق الثانوية على حسب جهة الإصدار والتداول، وعلى أساس نوع الأدوات المتداولة نجد السوق النقدية وسوق رأس المال، كما تم تقسيمها على أساس مكان التداول إلى السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، وفي الواقع العملي لا يمكن الفصل التام بين هذه الأنواع؛ فهي متداخلة إلى حد كبير جداً. بعد ذلك تناول هذا المبحث أهمية وفوائد الأسواق المالية من خلال الوظائف التي تؤديها (الوظائف الأساسية، الوظائف الاقتصادية، الوظائف الفنية)؛ فهي بذلك توفر قنوات مما يتيح الفرص أمام صغار المستثمرين، وتمثل أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول.

للأسواق المالية أهمية بالغة، من خلال ما تؤديه من وظائف وذلك بالاعتماد على محفظة من الأدوات المالية؛ بما في ذلك أدوات السوق النقدية من جهة؛ حوالات الخزنة وشهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية الاستثمارية... وأدوات سوق رأس المال من جهة ثانية؛ الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة والأوراق التي تصدرها صناديق الاستثمار....

في هذا الفصل محاولة للإلمام بمعظم الجوانب المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية؛ بدء بمفهومها والركائز التي تقوم عليها، ثم أنواعها، المتطلبات المتعلقة بها، يقصد بكفاءة السوق المالية أن تكون المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية منعكسة في الأسعار المتداولة إلى غاية التاريخ الحالي؛ وأن أية معلومات جديدة تنعكس فوراً في هذه الأسعار وقت وصولها، وبذلك تكون القيمة السوقية دالة في المعلومات المتاحة، وليس هناك فارق كبير بينها وبين القيمة الحقيقية للورقة المالية؛ بحيث يزول هذا الفارق مع آلية السوق.

تأخذ الكفاءة ثلاث مستويات (أو أشكال)؛ المستوى الضعيف والمستوى شبه القوي (المتوسط) والمستوى القوي؛ نقول عن السوق المالية أنها كفأة عند المستوى الضعيف إذا كانت الأسعار السوقية فيها تعكس المعلومات التاريخية فقط؛ وأن هذه الأخيرة لا تجدي نفعاً في تحديد الأسعار المستقبلية، ونقول عنها أنها كفأة عند المستوى المتوسط إذا كانت الأسعار السوقية فيها تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وتكون كفأة عند المستوى القوي إذا كانت تعكس المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتوقعة والمعلومات الخاصة. تتمثل متطلبات الكفاءة في الخاصيتين الأساسيتين للسوق المالية الكفاءة؛ وهما الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية.

الفصل الثاني

الفصل الثاني: التكامل المالي

مقدمة الفصل

عرف موضوع تكامل الأسواق المالية اهتماما كبيرا من طرف الباحثين الاقتصاديين والمهتمين بالجانب المالي وبالأخص خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، ويرجع ذلك إلى تزايد وتنامي ظاهرة العولمة المالية والمستويات العالية لتدفق رؤوس الأموال عبر الحدود.

أصبحت هناك درجة عالية من الارتباط بين البورصات العالمية؛ وذلك مع التطور الكبير الذي شهدته والإصلاحات التي مرت بها خصوصا ما تعلق منها برفع القيود على رؤوس الأموال، وشكلت هذه البورصات تكتلات دولية وإقليمية، وهكذا مع هذه الحرية في تدفق رؤوس الأموال انتقلت هذه الأموال إلى الدول الناشئة على شكل استثمارات مباشرة وغيرها مما زاد من ارتباط الأسواق المالية الناشئة بالأسواق المالية العالمية.

أدت العولمة المالية إلى ارتباط الأسواق المالية العالمية؛ مما أثر على ميل المستثمرين وبختمهم عن معدلات العوائد المرتفعة واغتنام فرص تنوع محافظهم على المستوى الدولي بحثا عن العوائد المرتفعة وتجنبنا للمخاطر من خلال هذه العملية المعروفة باسم التنوع الدولي وهذا ما تعكسه نسب الأصول الأجنبية في البورصات.

وجدت الكثير من الدراسات أن الأسواق المالية على ارتباط وثيق مع البورصات في الدول المتقدمة، وأن أسواق الولايات المتحدة الأمريكية الأكثر والأكثر تأثيرا من الدول الأخرى مثل بريطانيا وفرنسا واليابان...

أدى التطور الكبير في مجال العولمة المالية بالدول الناشئة إلى التفكير في تشكيل تكتلات إقليمية من أجل على الحفاظ استثماراتها وتجارتها بصفة عامة، وعيا منها وإدراكا لما تعود به هذه العملية من منافع بزيادة الفرص الاستثمارية بالإضافة إلى حصولها على الميزات التنافسية، وذلك على غرار ما انتهجته الدول المتقدمة وما وصل إليه الاتحاد الأوروبي؛ وها هي دول مجلس التعاون الخليجي تسعى حثيثا من أجل الوصول إلى مرحلة التكامل المالي الخليجي وتجاوز مراحل التعاون سعيا منها لتكوين ساحة من الساحات المالية الدولية.

هناك من يتكلم عن موضوع تكامل الأسواق المالية ويقصد به ارتباط أو دمج هذه الأسواق على مستوى معين قد يكون إقليميا أو دوليا وتكون التداولات على ذلك المستوى وتتولى البورصات مهامها بالاعتماد على وسائل الاتصال المتطورة والمؤسسات الخاصة بها، لكن المعنى الحقيقي لتكامل البورصات فهو ذلك الوضع الذي تكون فيه الأوراق المالية بنفس السعر عند نفس درجة المخاطرة في جميع هذه البورصات.

نقول أن هناك تكامل بين الأسواق المالية إذا كانت هناك مطابقة أو مساواة في تسعير الأصول المالية، بحيث تكون هذه المساواة بشرط الإحلال بين هاته الأصول.

تعرف سوق الأوراق المالية المتكاملة من الناحية العملية على أنها ذلك الجزء من الأسواق المندمجة أو المترابطة والتي لها تطابق في أسعار الأصول، أما التكامل من الناحية النظرية فهو في حالة التساوي للعوائد المتوقعة.

وهناك من يرى أن حالة التكامل للأسواق المالية تكون في حال وجود قانون السعر الواحد¹ في كل من هذه الأسواق أي يكون للورقة المالية نفس العائد عند نفس الدرجة من المخاطرة. تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث؛ حيث خصص الأول للتعرف على ظاهرة العولمة المالية ومراحلها، آثارها وأدرج موضوع التحرير المالي في المبحث الثاني من أجل الوقوف حقيقة علاقته بالنمو والتطور الاقتصادي بصفة عامة، أما المبحث الثالث فكان حول تكامل الأسواق المالية ومحاولة الإحاطة بأهم الجوانب المتعلقة به.

المبحث الأول : العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية من أكثر المواضيع التي تتم مناقشتها في العصر الحالي، وهي ذات أهمية كبيرة وفوائد جمة إذ استطاعت الدول المتقدمة الاستفادة منها؛ مشكلة تكتلات اقتصادية وتحدث واقع هذه الظاهرة العالمية، بينما بقيت الدول الناشئة تتخبط وتخطط من أجل الاستفادة منها ومجابهتها بشكل محتوم بما يتماشى مع اقتصادياتها المحلية .

المطلب الأول: تعريف العولمة المالية.

1- ماهية العولمة المالية.

تعرف العولمة المالية بأنها تلك الروابط العالمية التي تكون من خلال التدفقات المالية العابرة للحدود²، كما يقصد بها العملية التي يتم من خلالها تقليص القيود التي تفرضها الحدود الجغرافية على الأنظمة الاقتصادية والثقافية والاجتماعية؛ أي أنها كل المستجدات والتطورات التي من شأنها أن تجعل الاقتصاد العالمي اقتصادا موحدًا.

تعني العولمة تزايد الاعتمادات الاقتصادية المتبادلة بين دول العالم بوسائل متعددة؛ منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، والتدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا المتقدمة، وتتيح العولمة أيضا فرصا وتحديات جديدة أمام الاقتصاديات وصانعي السياسات، وبوجه عام فإن مزايا العولمة تشبه مزايا التخصص وتوسيع نطاق الأسواق عن طريق التجارة، وهو ما يشدد عليه الاقتصاديون الكلاسيكيون. فعن طريق زيادة التقسيم الدولي للعمل وزيادة كفاءة تخصيص المدخرات، تؤدي العولمة إلى رفع

¹ -Stulz, R. M. (1981). On the effects of barriers to international investment. The Journal of Finance, 36(4), 923-934.

²- See : Yeyati, E. L., & Williams, T. (2011). Financial Globalization in Emerging Economies, P4.

الإنتاجية ومستويات المعيشة، في حين تتيح زيادة الحصول على المنتجات الأجنبية الفرصة لكي يتمتع المستهلكون بمجموعة كبيرة من السلع والخدمات بتكلفة أقل.

يعتبر ظهور العولمة المالية نتيجة أساسية لعملية التحرير المالي والتحول إلى الانفتاح مما أدى بدوره إلى ظهور ما يسمى بتكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومنه أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق المال أكثر ارتباطًا وتكاملاً¹. تعرف العولمة بأنها مصطلح يعمل للترويج لما يعرف باقتصاد السوق، كما أنها ظاهرة اقتصادية وسياسية ومعلوماتية، ظاهرة لأحكام السيطرة على العالم بأجمعه لصالح الأقوياء دون الضعفاء، وبالتالي فالعولمة في بعدها السياسي أحد أشكال السيطرة السياسية خاصة مع ظهور القطب الواحد والمتمثل في الولايات المتحدة الأمريكية. بعد التعرف على العولمة المالية نقف على بعض أسبابها ومظاهرها؛ ولعل من أهمها التطورات الكبيرة التي شهدتها النصف الثاني من القرن الماضي؛ والتي زادت من أهمية الأسواق المالية، فالثورة التكنولوجية والمستوى المتقدم في ميادين شتى المواصلات والاتصالات والمعلوماتية وحرية الحركة الدولية لرؤوس الأموال وتخفيف القيود المفروضة على الصرف الأجنبي والأدوات الاستثمارية المستحدثة كل ذلك قاد إلى ما يسمى بعولمة الأسواق المالية وارتباط دول العالم بشبكة واسعة من العلاقات المالية والتجارية بعد ما كانت أنشطة تلك الأسواق على المستوى المحلي فقط.

2-تطور ومراحل العولمة المالية.

لا تعتبر العولمة المالية من المنظور التاريخي ظاهرة جديدة؛ ولكنها في التاريخ الحديث أصبحت بعوامل وأثار غير مسبوقة؛ ومثال ذلك التدفقات المالية بالمستويات العالية ومشاركة المؤسسات المالية الدولية للوساطة، والتعامل مع أنظمة مالية متطورة جدا، أما في الماضي فكانت الأصول المالية متوفرة ولكن كانت السيطرة على الاستثمار الدولي من قبل عدد محدود جدا من الشركات؛ وبالأحرى المجموعات أو الشركات العائلية، أضف إلى ذلك اعتماد النظام المالي العالمي على قاعدة الذهب.

تعتبر الحرب العالمية الأولى النكسة الأولى لظاهرة العولمة المالية؛ وما أعقب تلك الفترة من عدم استقرار² وحدثت أزمة الكساد الكبير سنة 1929، ثم تلتها بعد ذلك الحرب العالمية الثانية. مما أدى بالحكومات إلى فرض

¹ - See: M. Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2009). Financial globalization and economic policies. Centre for Economic Policy Research.

² - See: - Schmukler, S. L. (2004), Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries, World Bank, , <http://worldbank.org/research/bios/schmukler/>.

ضوابط على تدفقات رؤوس الأموال؛ بهدف السيطرة على سياساتها النقدية، حيث بلغت تدفقات رؤوس الأموال إلى أدنى مستوياتها¹ خلال الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي.

تعتبر سنة 1970 والسبعينيات بصفة عامة بداية حقبة جديدة للنظام المالي العالمي؛ وذلك لما شهده العالم من تغيرات جذرية خلال هذا الفترة والظروف التي سبقت ومهدت لذلك خلال عقد الستينيات، وابتداء من تلك الفترة يمكن التمييز بين المراحل الآتية التي مرت بها العولمة المالية² وهي مرحلة تدويل التمويل غير المباشر، ومرحلة التحرير المالي، وأخيرا مرحلة بدايات ربط الأسواق المالية.

1-2-مرحلة تدويل التمويل غير المباشر

امتدت هذه المرحلة من (1960-1979) وتعتبر هذه المرحلة ميلادا جديدا للعولمة المالية وللنظام المالي العالمي بصفة عامة، إذ ظهرت موجة جديدة لهذه الظاهرة؛ والتي بدأت من خلال الفوائض النفطية والتي وظفت في البنوك الدولية، وإن أهم ما تميزت به هذه الفترة تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية مع الحفاظ على صفة الاستقلالية، ظهور وتوسع أسواق (العملات الأوروبية، الدولار) ابتداء من لندن ثم إلى بقية الدول الأوروبية؛ وسيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي اعتماد الدول على اقتصاديات الاستدانة.

كذلك نجد من بين أهم ما ميز هذه المرحلة انهيار نظام بريتون وودز في 15 أوت 1971، وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم، وظهرت سندات الخزينة والإقبال الواسع عليها في الأسواق المالية، أضف إلى ذلك إنشاء البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم، والتي منحت العديد من القروض.

2-2-مرحلة التحرير المالي (1980-1985)

وأهم ما تميزت به هذه المرحلة ظهور اقتصاد السوق، وبداية تطبيقه من طرف أغلب دول العالم، وصاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية بعضها ببعض، و الانتشار الواسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي وذلك بعد رفع الدول الكبرى للرقابة على حركة رؤوس الأموال، وشهد العالم توسعا كبيرا في أسواق السندات وصناديق المعاشات المختصة في جمع الادخار وهي تتوفر على أموال ضخمة وغايتها تعظيم إيراداتها في الأسواق العالمية.

¹- See: Schmukler, S. L. (2008). The Benefits and Risks of Financial Globalization. The Initiative For Policy Dialogue Series, 48.

²-صالح مفتاح، (2002)، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص206.

2-3-مرحلة بداية ربط الأسواق المالية.

تشمل هذه المرحلة سنة 1986 وما بعدها وأهم ما تميزت به ضم العديد من الأسواق الناشئة من أوائل التسعينيات وربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية؛ وتحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها؛ زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة وذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية، تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الانطلاقة من بورصة لندن 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.

عرفت سنوات التسعينيات من القرن الماضي ازدهارا كبيرا على مستوى تدفق المحافظ الاستثمارية والاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأسواق الناشئة، وفي الوقت الحالي فإن النظام المالي العالمي غير متكامل بشكل تام بالرغم من إدراك أهمية العولمة المالية؛ ويبدو أن هذا النظام يعمل بتحيز وأن هناك حالة اللاتكامل في أسواق رأس المال؛ إلا إن هناك حالات التكامل غير التام والتي تعكسها العلاقة بين الادخار المحلي والاستثمارات الأجنبية أضف إلى ذلك التقدم التكنولوجي على مستوى الخدمات المالية وعمليات رفع القيود على الأنظمة المالية وغيرها....، وهكذا مع زيادة وتوسع قنوات العولمة المالية أصبح التخلي عنها والرجوع إلى الوراء من المستحيلات¹، وأن كبح هذه الظاهرة المالية لا يؤدي سوى للعزلة عن العالم ومنه التأثير السلبي على المتغيرات الاقتصادية الكلية؛ وبالتالي حدوث أزمة داخلية، في حين أو على العكس من ذلك نجد أن الدول في العالم أصبحت تبحث عن التكتلات الدولية القوية وتحاول الانضمام إليها، أو محاولة تشكيل تكتلات جديدة.

مهما تكن مراحل العولمة المالية فإن هذه الظاهرة قد انتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم وشملت معظم الدول لتسيطر هذه الظاهرة المالية على الاقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا، وينتظر أن يصبح الاقتصاد العالمي ممولا في قسط منه بواسطة الأدوات المالية، فبعد تعرفنا على تطور العولمة المالية، نتعرف على أهم الأسس ومظاهر العولمة المالية.

3-آثار ومظاهر العولمة المالية.

3-1-آثار ومظاهر العولمة المالية.

نتكلم في البداية عن الروابط النظرية والتجريبية للعولمة المالية والمخرجات والمدخلات على مستوى الاقتصاد الكلي، ومن أجل على الوقوف هذه الآثار يمكن مقارنة حصص الديون وحصص الاستثمار الأجنبي المباشر، حصص الأسهم عند كل من الدول المتقدمة والدول الناشئة.

¹ - See: Sergio L. Schmukler, Op.Cit, p8-10

من آثار العولمة المالية على الاقتصاد الكلي الزيادة في معدلات النمو، بالإضافة إلى التدنجات في المتغيرات الاقتصادية الكلية على العموم ، وظهور العديد من أنماط تقسيم المخاطر ، كما يعتبر حدوث الأزمات المالية من هذه الآثار وبالذات عند الدول الناشئة بسبب عدم الاستقرار وضعف السياسات الاقتصادية المتبعة ، وعدم قدرتها على السيطرة على تحولات هذه الظاهرة.

تؤثر العولمة المالية على النمو الاقتصادي من خلال التجارة المباشرة المعتمدة على تدفق رؤوس الأموال من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة على أساس توقع ارتفاع العوائد على رأس المال واستنفاد الادخار المحلي في هذه الدول، كما تعمل العولمة المالية من خلال التدفقات المالية وزيادات الاستثمارات على إحداث تأثيرات غير مباشرة؛ مثل ما يتعلق منها بالجانب التكنولوجي واكتساب الخبرات الإدارية وغيرها من المكتسبات من الدول المتقدمة، وفي هذا السياق نجد تحليلات كثيرة تدعم الآثار غير المباشرة للتدفقات المالية وأنها لا تقل أهمية عن الآثار المباشرة؛ فبالرغم من أن فوائدها جانبية فهي تعمل على زيادة مستويات النمو بسبب العولمة المالية¹، وتتجلى تلك في تطوير النظام المالي وتطوير المؤسسات بما فيها المؤسسات الحكومية وسيادة القانون ، أضف إلى الفعالية في السياسات الاقتصادية الكلية.

تعتبر هذه الآثار المتعلقة بالعولمة المالية من المواضيع التي تمس مباشرة قضية التكامل المالي وتأثيره على تطوير القطاع المالي²، وكذلك نجد أن العولمة المالية تضعف من صراع الوكالة ويرجع ذلك التأثير إلى التمويل الخارجي.

2-3- مظاهر العولمة المالية.

مظاهر العولمة المالية كثيرة ومتعددة؛ من أهمها:

• ظهور الأدوات المالية الجديدة؛ أو ما يعرف بالهندسة المالية، وبالتالي ساهمت العولمة المالية في خلق أدوات مالية جديدة حيث استقطبت المستثمرين؛ ومثال ذلك المبادلات والخيارات والمستقبلات بالإضافة إلى الأدوات التقليدية التي تتداول في الأسواق المالية والمتمثلة أساساً في الأسهم والسندات.

¹ - See: Kose, M. A., Prasad, E. S., & Terrones, M. E. (2006). How do trade and financial integration affect the relationship between growth and volatility? Journal of International Economics, 69, 176–202.

² - See:

- Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. Handbook of economic growth, 1, 865-934.

- Mishkin, F. S. (2006), The next great globalization: How disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich. Princeton: Princeton University Press, Princeton, NJ 08544-2098 USA.

• بروز فوائض نسبية لرؤوس الأموال: إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية غير المستثمرة فأصبح من الضروري البحث عن منافذ لاستثمارها، فراحت تبحث عن فرص استثمارية على الصعيد الدولي لتجني أرباحاً أفضل مما لو بقي في الداخل أو بقيت مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول الأصلية.

• وصول الرأسمالية المالية إلى أوجها؛ ونعني بذلك الأهمية المتزايدة لرأس المال التي تتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية، وأصبح تحرك الاقتصاد العالمي مبني على مؤشرات ورموز البورصات العالمية (داو جونز، ناسداك، نيكاي، داكس) والتي تؤدي إلى نقل ملكية الثروة العينية من يد إلى أخرى داخل البلد الواحد وعبر الحدود الجغرافية دون أي عراقيل تذكر.

• أصبح استخدام التكنولوجيا في الحصول على المعلومة ونقلها من أهم الركائز التي تسهل تبادل الأوراق المالية؛ بل من الأساسيات في كفاءة الأسواق المالية، فأصبح أمراً يسيراً للمستثمر أن يعقد في دقائق معدودة صفقات مالية ضخمة في الأسواق المالية العالمية، بواسطة جهاز التلكس والتلفون أو الانترنت.

• زيادة دور وأهمية المنظمات العالمية في إدارة وتوجيه الأنشطة العالمية.

• انتشار الشركات المتعددة الجنسيات مع سيطرتها على الاستثمار والإنتاج والتجارة الدولية والخبرة التكنولوجية.

المطلب الثاني: اتجاهات العولمة المالية والسياسات الاقتصادية

1-1- اتجاهات العولمة المالية وكيفية القياس.

يتطلب واقع العولمة المالية بالمفهوم الحقيقي مجابهة العديد من المشاكل الاقتصادية من خلال السياسات الاقتصادية الفعالة، ومن ثم تحليل الآثار المترتبة عنها، ونتكلم هنا عن كيفية قياس العولمة المالية وبعد ذلك نتناول العوامل المؤدية إليها.

1-1. قياس العولمة المالية

نتكلم عن هذا القياس في الحدود التي تعتمد عليها الدراسات القياسية والتجريبية بصفة عامة في بناء النماذج وإجراء التقديرات بالاعتماد على متغيرات معينة؛ ومن خلال تلك النتائج يتم الكشف عن محددات هذه الظاهرة

1-1-1-ضوابط رأس المال

نجد معظم الدراسات التطبيقية في مجال العولمة المالية والتكامل المالي تعتمد على مدى فرض القيود على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود لتقييم درجة الانفتاح المالي، ويمكن أن تكون هذه الضوابط على خروج التدفقات الرأسمالية أو مستويات الأسعار أو تكون في شكل قيود مفروضة على الأصول للأجنبية، أما عن الدراسات الأولى في هذا المجال اعتمدت على عنصر تحرير رأس المال باستخدام النظام الثنائي 0/1 أو 1 للتعرف على مدى الانفتاح في حساب رأس المال، وهناك الآن الدراسات الكثيرة والمتعددة حول الموضوع إلا أنها لا تخلو من العيوب وبعض أوجه القصور والنتيجة عن صعوبة ودقة القياس من هذه الانتقادات: تعتمد معظم الدراسات في هذا الموضوع على درجة الانفتاح والتي يصعب تحديدها بدقة، وأحيانا تعتمد على بعض المتغيرات التي لا تؤثر على تدفق رأس المال.

• هناك صعوبة كذلك في تحديد درجة القيود والضوابط على تدفق رأس المال أي اختلاف قوة تأثيرها، كما أنها قد تكون متغيرة عبر الزمن.

• نجد حالات أخرى لا تعبر فيها هذه القيود على الدرجة الحقيقية للتكامل المالي فمثلا رغم وجود هذه القيود في بعض الدول في فترات زمنية معينة ولم تستطع وقف التدفقات الرأسمالية المضاربة.

1-1-2-التدفقات المالية.

إن الدراسات القائمة على البيانات الكمية في قياس التكامل والمعتمدة على التدفقات المالية تناسب موضوع تكامل الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية ، ويستحسن في ذلك استعمال التدفقات المالية الإجمالية (التدفقات الداخلة والخارجة) أو استعمال صافي التدفقات (أي الفرق بينهما)، كما ينصح باستعمال النسبة من تلك من المتغيرات إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ من أجل تفادي أخطاء القياس والتذبذبات التي تحدث في المتغيرات السنوية، هناك مجموعة من الانتقادات للدراسات التي تستعمل التدفقات المالية والتي قد نكون أحيانا في علاقة مع متغيرات أخرى مما يؤدي إلى الصعوبة في تحديد الآثار المسببة ، كما أنه الاعتماد على هذا المتغير لوحده لدراسة التكامل المالي.

2-الأطراف الداعمة للعولمة المالية وعواملها.

1-2-العوامل الأساسية للعولمة المالية.

نقصد بعوامل العولمة المالية تلك المتغيرات التي تعمل على تسريعها؛ ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

• الزيادة في التدفقات الرأسمالية للدول النامية؛

• التغير في تركيبة التدفقات الرأسمالية؛ ونقصد بها التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة وتسمى أيضا

تدفقات السحب وتدفقات الدفع؛

• كما نجد أيضا عوامل أخرى مثل التطورات السياسية في البلدان النامية؛ وبالأخص تلك التي تتعلق بالتجارة الخارجية وحسابات رأس المال، وتطور المؤسسات والممارسات السليمة للحكم والتداول على السلطة؛ والتي تعتبر مؤشرا على الاستقرار السياسي، أضف إلى ذلك مدى نوجه تلك السياسات نحو الخصخصة.

2-2. الأطراف ذات العلاقة والعملة المالية

شهدت العملة المالية في السنوات الأخيرة تطورات كبيرة، بسبب التقدم التكنولوجي وتحريك القطاعات المالية المحلية، أضف إلى ذلك التطور الملحوظ في حساب رأس المال، ولهذه الظاهرة عوامل رئيسة نسميها الأطراف ذات العلاقة وأهمها: الحكومات والمؤسسات المالية، والمستثمرين والمقترضين.

تسمح الحكومات بفتح المجال للعملة المالية من خلال تحرير القيود على القطاع المالي وحساب رأس المال في ميزان المدفوعات، وكل الضوابط التي كانت تفرض في السابق بأي شكل من الأشكال؛ مثل تقييد تخصيص الائتمان من خلال الرقابة على الأسعار والكميات، والرقابة المفروضة على حركة رؤوس الأموال والأدوات المستخدمة بنطاق واسع للحد أو السيطرة على حساب رأس المال، بما في ذلك القيود المفروضة على الصرف الأجنبي، والمعاملات بالمشتقات ومشاركة المستثمرين الأجانب.

يعتبر المستثمرون والمقترضون من الأطراف المؤثرة والفاعلة في ظاهرة العملة المالية، وذلك من خلال الاقتراض من الخارج بالنسبة للمقترضين، وبالتالي تمكين الشركات والأفراد من الاعتماد على الخارج في ظل رفع القيود مما يضمن أو يحدث نوعا من التوسع في المجال الاستهلاكي، أما بالنسبة للمستثمرين شركات أو أفراد فإنهم يحصلون على بدائل تمويلية؛ قد تكون بجمع الأموال مباشرة من خلال التعامل بالسندات أو من خلال الفرص المتاحة في الأسواق المالية اغتناما لفرص التكاليف المتدنية والمستويات العالية للسيولة ومن ثم توسيع المجالات الاستثمارية وتنوع المحافظ المالية.

نجد كذلك أيضا المؤسسات المالية من الجهات الفاعلة والداعمة لتنامي لظاهرة العملة المالية وذلك من خلال تدويل الخدمات المالية، وتعمل هذه المؤسسات على الحصول على أكبر قدر من المكاسب من خلال استعمال تكنولوجيا المعلومات والسيطرة على عقبات المواقع والحدود الجغرافية مما يسمح لها بخدمة العديد من الأسواق من موقع واحد، وقد أدت المنافسة المتزايدة بين المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية إلى توسيع الحصص السوقية لدى هذه المؤسسات وجلب الزبائن من الدول الأخرى مما يتيح من فرص لتنوع المخاطر.

3-السياسات الاقتصادية والعملة المالية.

تساعد السياسات الاقتصادية في الإدارة الفعالة لظاهرة العملة المالية، إذ أن العلاقة بين السياسة الاقتصادية والتكامل المالي علاقة معقدة للغاية بسبب التوترات الكامنة والتي يستحيل تفاديها في أغلب الأحيان أثناء تقييم مخاطر ومنافع العملة المالية، كما أن سياسة الاقتصاد الكلي والتحكم في المتغيرات الاقتصادية الكلية شرط

ضروري من أجل ضمان التكامل المالي ، والسياسات الاقتصادية تختلف من بلد لآخر على حسب ظروف كل منها؛ فكل واحد يضع السياسة الاقتصادية التي يراها مناسبة والتي يجتهد في وضعها بغية اغتنام الفرص وتجنب المخاطر أثناء عمليات التكامل المالي.

التكامل المالي لا يمكن أن يكون سياسة معزولة بهدف التكامل من أجل التكامل ؛ وإنما هو جزء لا يتجزأ من جملة الإصلاحات الكلية التي تدعم الاقتصاد المحلي.

تعتبر العولمة المالية من المواضيع ذات الأهمية الكبيرة، فهناك من الاقتصاديين الأكاديميين¹ من يرى أن تزايد عمليات تحرير رؤوس الأموال والتدفقات الرأسمالية غير المقيدة تعتبر عائقا خطيرا على الاستقرار المالي المحلي والعالم، مما يستوجب فرض ضوابط على تدفق رأس المال مثل فرض ضرائب على تجارة الأصول المالية الدولية. وعلى العكس من ذلك هناك من يقول² أن زيادة الانفتاح على التدفقات الرأسمالية يؤدي إلى رفع مستويات الدخل ويؤدي أيضا إلى رفع وتعزيز الاستقرار بين الدول الكبرى.

تعتبر العولمة المالية ذات أهمية سياسية كبيرة وتظهر هذه الأهمية بشكل واضح مع اقتصاديات الدول الكبرى، فعلى سبيل المثال الخطوات التي اتخذتها من تحرير وإلغاء القيود على تدفق رؤوس الأموال، كما نجد الهند تحذو هذا الحذو في الآونة الأخيرة، وهكذا نجد الكثير من الدول النامية لازالت في المراحل الأولى في مواجهة العولمة المالية؛ إذ تواجه وتدرس العديد من القرارات وجملة من السياسات الاقتصادية من حيث التوقيت والوتيرة التي تسير بها وبما يناسبها سعيا منها للوصول إلى التكامل المالي، ووضعت مجموعة الرهانات ذات درجة مرتفعة على القرارات السياسية بسبب هذه العولمة المالية؛ وفي غالب الأحيان تواجه هذه السياسات بالانتقاد الشديد خصوصا أثناء الأزمات مثل تلك التي هزت العديد من الدول؛ كالتي حدثت في أواخر الثمانينيات من القرن الماضي في أمريكا اللاتينية وفي أواخر التسعينيات في المكسيك وجملة من الدول الآسيوية، وأزمة الرهن العقاري التي نشبت في الولايات المتحدة الأمريكية وضربت بهزات ارتدادية بقية دول العالم سنة 2008؛ إن الوضعية المضطربة التي شهدتها العالم وما نتج عنها من حالات إفلاس لكبرى الشركات وتداعيات متعددة، جعل أصابع الاتهام تتوجه إلى السياسات المتسارعة التي اتخذتها بعض الدول النامية ومنها على الخصوص رفع القيود والضوابط على تدفق رؤوس الأموال بشكل غير مدروس لا من حيث الوتيرة ولا من حيث التوقيت، مما يعرضها لإملاءات خطيرة تفرضها هذه التدفقات الرأسمالية وبالتالي تتعرض أسواقها المالية لأثار جسيمة بسبب عدم قدرة هذه الأخيرة على التحكم في رؤوس الأموال المضاربة.

تعتبر دراسة العولمة المالية موضوعا مناسباً لدراسة اقتصاديات التنمية للأهمية التي تحضها من جهة ومن جهة أخرى للفوائد المترتبة عن هذه الظاهرة من جلب وتبادل الخبرات المتباينة بين الدول وغيرها ... ؛ إذ أن هذه الأخيرة تعتبر من أثار التكامل المالي.

¹ -For example: stiglitz 2002, rodrik 1998 , bhagwati 1998

² - fisher 1998, summers 2000

نجد الكثير من الدراسات التي تناولت موضوع السياسات الاقتصادية والدور الذي تلعبه في الإدارة الاقتصادية الفعالة لمسايرة سيرورة العولمة المالية بما يخدم ويساعد الدول الناشئة؛ وبالتحديد البحث عن السياسات الهيكلية وسياسات الاقتصاد الكلي التي تحقق أكبر مستوى من الاستقرار ومعدلات النمو، من أجل مسايرة ركب الدول المتقدمة باغتنام أكبر قدر ممكن من ايجابيات ومنافع العولمة المالية.

المطلب الثالث: فوائد العولمة المالية ومخاطرها

هناك الكثير من المؤيدين والمعارضين لهذا الظاهرة مما أثار العديد من النقاشات الحادة في هذا الموضوع ولكل فريق أدلة حول رأيه، فالمؤيد لها ينظر إلى المزايا المحققة من خلالها والمعارض ينظر السلبيات؛ ومن هنا يمكننا النظر في فوائد ومخاطر هذه الظاهرة.

بخصوص الفوائد والمخاطر التي تسببها ظاهرة العولمة المالية والمسايرة عادة لتطور البلدان، فإن لها فوائد جمة منها على سبيل المثال الأثر الكبير في تطوير القطاع المالي، كما أن للعولمة عدة سلبيات مثل حدوث ظاهرة العدوى أثناء الأزمات المالية، ولكن حاصل الأمر بالنسبة للعولمة المالية أنها ذات أثر إيجابي ويكون ذلك على الأرجح في المدى الطويل.

1-فوائد العولمة المالية.

من الفوائد المرجوة من العولمة المالية المزيد من الترابط على المستوى المالي، وتعميق التكامل للأسواق المالية للدول الناشئة مع أسواق الدول المتقدمة، كما نجد من الفوائد الأساسية لهذه الظاهرة تطوير الأنظمة المالية في الدول الناشئة؛ بحيث يشمل ذلك النهوض بأسواقها المالية وتطويرها بمزيد من العمق والاستقرار. من الواضح الارتباط والتشابه بين العولمة المالية وتكامل الأنظمة المالية للدول مع الأسواق والمؤسسات المالية الدولية، ويتطلب حدوث هذا الأخير أن تعمل الحكومات على تحرير القطاع المالي وحساب رأس المال لتزيد بذلك حركة رؤوس الأموال ومنه تنشيط مشاركة المقترضين والمقترضين في الأسواق المحلية والدولية مع العمل واسع النطاق لشركات الوساطة المالية الدولية والمحلية.

تؤدي العولمة المالية إلى تطوير القطاع المالي؛ ليصبح ذا دور فعال فيؤدي وظيفته بشكل جيد، وبالتالي توفير الأموال للمقترضين الذين يملكون الفرص الاستثمارية وبالخصوص تلك الموجهة للقطاعات المنتجة، إلا أن المشكلة التي يعاني منها عادة النظام المالي هي عدم تناظر المعلومات، فنجد هنا أن العولمة المالية تخدم القطاع المالي من جهة تحسين البنية التحتية المالية والعمل على الحد من مشكل عدم تناظر المعلومة إضافة إلى توفير الأموال والتخصيص الأمثل لها من جهة ثانية.

يمكن أن نلمس فوائد العولمة المالية في كل ما يتعلق بالتنوع الدولي، وتدويل الخدمات المالية والتي تعني أو تشمل استخدام المؤسسات المالية للوساطة الدولية من المقترضين والمستثمرين المحليين، ويتحقق ذلك من خلال

وجود هذه المؤسسات في الأسواق المحلية والمتمثلة غالبا في البنوك الأجنبية، ومن ثم استخدامها والتعامل معها من طرف المستثمرين المحليين، مما يسهل عمليات تداول الأسهم المحلية في الأسواق العالمية.

تعمل العولمة المالية على تطور القطاع المالي من خلال الآثار التي يحدثها تدفق رؤوس الأموال، بسبب تشكيلها لمصادر تمويل جديدة وبكميات هائلة من الأصول سواء المحلية منها أو الأجنبية، وتكون بذلك السوق أقوى سواء على مستوى القطاع المالي أو على مستوى الاقتصاد الكلي.

إن توافر رؤوس الأموال بهذا القدر الهائل جراء العولمة المالية أدى بالدول النامية إلى تطوير أسواقها المالية خصوصا في مجال الأوراق المالية المتداولة من أسهم وسندات ومشتقات مالية؛ وهكذا أصبحت المؤسسات المالية تحظى بأهمية كبيرة في هذه الدول.

تؤدي العولمة المالية إلى تحسين البنية التحتية للقطاع المالي من عدة جوانب؛ الجانب الأول أنها تعمل على زيادة المنافسة في جلب الأموال واتي تولد بدورها نوعا من الكفاءة في تحقيق المكاسب، والجانب الثاني زيادة الشفافية وإضفاء المصداقية من خلال تطبيق المعايير الدولية المحاسبية، ثالثا إدخال شركات الوساطة الدولية والتي من شأنها أن تدفع القطاع المالي إلى الحدود الدولية (stulz 1999)، ومن جانب رابع أدت العولمة إلى تطبيق قوانين حوكمة الشركات مما يزيد من رصد ومراقبة إدارة هذه الشركات، كما أن العولمة المالية تؤدي إلى الزيادة في القدرات الفنية للتمويل، أضف إلى أنها تفرض الصرامة في الأعمال مما له من عواقب على بيئة الأعمال فضلا عن المتغيرات في الاقتصاد الكلي.

تعتبر دخول البنوك الأجنبية من الوسائل التي تعمل على تحسين البنية التحتية للقطاع المالي في الدول النامية، حيث يرى Mashkin 2003 أن تدخل البنوك الأجنبية يعزز التطور المالي لعدة أسباب منها:

➤ أن هذه المؤسسات أو البنوك لها محافظ مالية متنوعة جدا وتمتلك فرص للتمويل من جميع أنحاء العالم، كما إن نسب المخاطر للأصول التي يمتلكونها تكون أقل.

➤ دخول المؤسسات يحتم ويؤدي إلى اعتماد أفضل السياسات في القطاع المصرفي، فهي لا تخضع لعمليات الإنقاذ في حال مشكلة عدم الملاءة، لذلك فهي تعتمد على أعلى مستويات الحيطة والحذر في تعاملاتها (الانضباط، تخفيض المخاطر.....).

2-مخاطر العولمة المالية.

في الوقت الحالي لم يستفد إلا البعض من الدول النامية؛ وفي مجالات معينة قد تكون قطاعات أو شركات في تلك البلدان من هذه الظاهرة، وذلك بسبب ضعف الأنظمة المالية فيها والمتأثرة أساسا بالأنظمة المالية العالمية،

وأصبحت بذلك الحكومات غير متحكمة تماما في أدوات السياسة المالية، وهكذا نجد أن مخاطر العولمة المالية في تزايد مع ازدياد والتوسع في عمليات التحرير المالي¹.

تحمل العولمة المالية بعض المخاطر ويحدث هذا غالبا في المدى القصير لبعض الدول أثناء عمليات وسياسات الانفتاح، وأهم هذه المخاطر علاقتها بالأزمات المالية سواء أكانت السبب المباشر أم بسبب ظاهرة العدوى، ومن الأمثلة على ذلك الأزمة الآسيوية 1997-1998 وأزمة روسيا وكذلك البرازيل 1998 وكذلك الأكوادور 2000 وتركيا 2001، الأرجنتين 2001 والأرغواي 2002 والأمثلة كثيرة عن الأزمات، إلا علاقة الأزمات المالية بالعولمة المالية يكون في حالة البنية المالية الهشة؛ والتي يكون حينها التحرير المالي والتكامل المالي سببا في تدهور القطاع المالي والواقع تحت هجمات المضاربة المصاحبة للتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، لذلك فالتحرير المالي الناجح يكون بعد الاعتماد على الأسس الاقتصادية الصحيحة.

قد يكون هناك وجها سلبي آخر للعولمة المالية والمتمثل في المساهمة في إحداث حالات اللاتكامل من خلال إحداث تفرقة بين فئات المستثمرين القادرين على مواكبة النظام المالي الدولي ممن يحملون القدرات التنافسية العالية والخبرة العالمية، وبين أولئك الذين هم في حاجة للاعتماد على الأنظمة المالية المحلية ويفتقدون إلى تلك القدرات.

3- الأثر الايجابي للعولمة المالية.

تغلب منافع العولمة المالية على مخاطرها وأن منافعها أكثر بكثير من مساوئها وذلك بسبب أن المخاطر تكون عابرة في ظل الاقتصاديات المتينة، إلا أن هذه الظاهرة تشكل تحديا كبيرا؛ وبالأخص فيما يتعلق بإدارتها ولا يكون ذلك إلا من خلال العمل من أجل الاستفادة الكاملة من الفرص المتاحة من خلالها من جهة والعمل على التقليل من مخاطرها من جهة ثانية. إذ يعتبر بالأهمية بمكان، وأن هذه الظاهرة بصفة عامة تزداد عمقا وتعقيدا مما يشكل تحديا آخر للعولمة المالية يتمثل في مدى التعاون المالي الدولي في عالم أصبح أكثر ترابطا وتكاملا.

¹ - خاصة في البلدان الناشئة ذات السياسات الاقتصادية الضعيفة، وتضعف وتقل مخاطر العولمة المالية في الدول المتقدمة إذ تعتبر المستفيد الأكبر من هذه الظاهرة.

المبحث الثاني: التحرير المالي

تعتبر قضية التحرير المالي من أكثر القضايا إثارة للجدل في مجال التمويل الدولي، ويشمل التحرير المالي سياسات متعددة منها: اعتماد أسعار الفائدة السوقية، منح المزيد من التسهيلات (السهولة) في الدخول للقطاع المصرفي لتشجيع المنافسة، القضاء على جميع برامج الائتمان الموجه، خفض الضرائب الجبائية للدولة على النظام المصرفي مع مزيد من السماح للقطاع الخاص، دمج الأسواق الرسمية وغير الرسمية، والتوجه نحو التوازن لأسعار الصرف مع اعتماد نظام سعر الصرف المرن في نهاية المطاف وفتح حساب رأس المال.

يمكن القول بأن الدول النامية تحمل العبء الأكبر لهذه السياسات، نجد على سبيل المثال تبني سياسات التحرير المالي من قبل العديد من هذه الدول أدى إلى هشاشة وعدم استقرار النظام المصرفي، كما لوحظ نشوب الأزمات المالية كذلك التي حدثت في المكسيك وتايلاند، ماليزيا، كوريا الجنوبية، اندونيسيا، روسيا، تركيا، الأرجنتين، حيث تزامنت هذه الأزمات مع تدابير التحرير المالي من أجل تطوير البلاد. حيث تم السماح للمستثمرين الدوليين بالدخول، والذين يبحثون عن العوائد المرتفعة (مع ارتفاع المخاطر) وحرية الاستثمار.

الذي يدرس موضوع التحرير المالي يرى أن هناك انتشار واسع للتحرير المالي في الدول النامية وبشكل ملحوظ، كما أن هناك اختلاف كبير حول طرق تطبيق سياساته سواء من حيث التدرج في التطبيق والوتيرة المتبعة أو من حيث الحزم في الموضوع برمته فهناك بعض الدول التي تتقدم خطوات في هذا الموضوع وتتحفظ أحيانا إن لم نقل تراجع أحيانا أخرى وهذا بسبب الشكوك حول جدوى سياسة التحرير المالي: ولأن الموضوع يحمل مخاطر مع ضعف الأدلة حول أضرار التحرير المالي باستثناء تلك المخاطر في المدى القصير والتي تتزامن عادة مع الأزمات المالية.

المطلب الأول: ماهية التحرير المالي

1-التعريف بسياسة التحرير المالي.

يأخذ مصطلح التحرير المالي معاني مختلفة في الأدب المالي، يمكن تعريفه بأنه رفع القيود على حساب رأس المال للقطاع الأجنبي والقطاع المحلي، بحيث يصبح قطاع أسواق الأسهم منفصل عن القطاع المالي المحلي، ويعتبر تحرير حساب رأس المال فتح المجال للمؤسسات المالية وغير المالية الدولية وإمكانية استحوادها على عملية الإقراض والاقتراض، والتحكم في تدفقات رؤوس الأموال؛ ففي النظام الذي يعتمد سياسة التحرير لحساب رأس المال بالكامل يسمح للشركات بالإقراض والاقتراض من الخارج بحرية ودون الحاجة إلى إبلاغ السلطات وتكون العملية تلقائية. كما تتصف الأنظمة المحررة كليا بعدم وجود أية قيود للعمليات المصرفية إقراضا واقتراضا أو أي تحكم في معدلات أسعار الفائدة؛ أي عدم وجود الرقابة على الائتمان بحيث لا وجود لإعانات دعم بأي شكل من الأشكال لقطاعات

معينة دون غيرها، وتسمح هذه الأنظمة بالودائع بالعملة الأجنبية وإجراء معاملات مالية للأسهم المحلية¹ من طرف المستثمرين الأجانب مع الحرية التامة في ترحيل الفوائد والأرباح في آجال متوسطة على أكبر تقدير.

يرجع مفهوم التحرير المالي إلى دراسة وأعمال كل من (1973) Ronald Mckinon (1973) Edward Show (1973) وأصبحت تعرف باسم فرضيات ماكينون - شاو للتحرير المالي. وقد وضع الإطار النظري لذلك، والذي اعتمد تطبيقه في الدول النامية بإيعاز من البنك وصندوق النقد الدوليين، حيث كان هناك اتجاه نحو إزاحة وإلغاء إجراءات الكبح المالي. ويكمن جوهر هذه الأعمال في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بما يتلاءم مع اقتصاديات الدول النامية؛ والتي تكون في ظلها الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي أهم مصادر تمويل الاستثمار، وتمثل النقود مصدر تراكم رأس المال؛ وهذا ما أطلق عليه ماكينون تكاملية النقود ورأس المال، في الوقت الذي يركز فيه شاو (Show) على تحرير معدلات الفائدة الحقيقية والتي تتحقق من خلال العرض والطلب على الموارد المالية، ومن خلال ذلك تتحدد العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي².

مضمون هذه النظرية أن الأنظمة المالية الرسمية في الدول النامية تمارس القمع العام أو الكبح المالي بحيث أن غالبية مواطنها يضطرون إلى طلب المساعدة من خارج القطاع المصرفي الرسمي بسبب أن الائتمان المصرفي، يوجه لجهات خاصة فقط دون غيرها، وتراخيص الاستيراد لأطراف بعينها ... وغيرها من سياسات الكبح المالي (القمع المالي).

2- بعض جوانب وشروط سياسة التحرير المالي.

1-2. جوانب التحرير المالي

يشمل التحرير المالي جوانب متعددة نوجز أهمها في النقاط التالية³:

- إلغاء الرقابة على الائتمان
- تحرير أسعار الفائدة
- حرية ولوج القطاع المصرفي وبصفة عامة ترك الحرية لاستعمال أدوات صناعة الخدمات المالية.
- استقلالية البنوك ومنها التسيير الذاتي مع معايير الحوكمة.
- الملكية الخاصة.
- تحرير تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

¹ - Arestis, P., & Caner, A. (2004). Financial liberalization and poverty: channels of influence, p 3-4.

² - Op Cit P5;

³-Williamson, J., & Mahar, M. (1998). A survey of financial liberalization (No. 211). Princeton Univ International Economics.p.....

2-2. شروط سياسة التحرير المالي

أدت عمليات التحرير المالي بدء من السبعينيات والثمانينات إلى أزمات مالية حادة؛ مما استلزم على أصحاب نظرة التحرير المالي إلى وضع شروط لإنجاح هذه العملية ومن هذه الشروط ضرورة التدرج في سياسات التحرير، استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية، الإشراف والرقابة على النظام المصرفي خلال مراحل التحول.

كما نجد من بين شروط نجاح سياسة التحرير المالي ما يلي:¹

- توافر أجواء الاستقرار الاقتصادي العام؛
- وجود قطاع مالي كفاء ومستقر؛
- توفر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة؛
- التنظيم المحكم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية؛
- توافر المعلومات وإضفاء عنصري الشفافية والإفصاح.

أخذ موضوع التحرير المالي أهمية كبيرة في الدول النامية خلال الثمانينات والتسعينيات من القرن الماضي وكان ذلك ضمن الاتجاه العام الذي يدفع على أن يكون هناك الدور الأكبر للأسواق المالية في عملية التنمية، مما يتيح تفاعلا أكبر لجوانب مختلفة متعلقة بالتمويل؛ منها ما هو متعلق بالتكاليف ومستويات الفساد، انعدام الكفاءة على جميع المستويات، المطالبة بتحسين طرق التمويل، تخفيض الضرائب أضف إلى ذلك الضغوط الممارسة على سياسات الكبح المالي.

نجد غالبا الإصلاحات المالية وراء تحرير أسعار الفائدة ولكن بدرجات متفاوتة نتيجة لما يسمى باتفاق واشنطن Washington consensus ، وسمحت الحكومات باستخدام أدوات متعلقة بالعملة الأجنبية وفتح حساب رأس المال. أنتجت تلك الإصلاحات بعض المكاسب بالتأكيد لكن الفوائد من الإصلاحات المالية وغير المالية لم تكن بالشكل المتوقع خصوصا في تسعينيات القرن الماضي، بسبب الأزمات المالية مما يثير التساؤلات العديدة حول جدوى عمليات التحرير المالي بين المشككين والمناصرين لها ، إلا أنه من المرجح أن هذه العملية تستغرق وقتا طويلا من أجل تحقيق المكاسب الكبيرة.

3-من الكبح المالي إلى التحرير المالي.

3-1-التحول من الكبح المالي إلى التحرير المالي: ساد الكبح المالي في الدول النامية في سبعينيات وثمانينيات القرن الماضي وكذلك في تلك الدول التي كانت تعيش مراحل انتقالية، وكان ذلك انعكاسا للسياسات القومية لحماية الدولة؛ حيث كان النظام المالي يعمل كأداة للخزينة العامة كما عملت بنوك تلك الدول على تنفيذ

¹ للمزيد من التفصيل أنظر: بريري محمد وطرشي محمد: التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني 11-12 مارس 2008، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص ص 7-11.

مخصصات الائتمان الموجه والحد من الاعتماد على الأجانب ، وبالتالي فإن هذه الحكومات خصصت الائتمان بأسعار أقل من أسعار الفائدة السوقية بغية تحقيق أهداف اجتماعية مثل تحسين مستويات توزيع الدخل وغيرها من الأهداف الاجتماعية، إلا أن هذه السياسات شكلت نوعاً مع التعقيد مع بعض المتطلبات ، وكان هذا في الغالب من باب اعتماد قواعد الحيطة والحذر.

يعتبر تمويل عملية الكبح المالي ضريبة ضمنية، من خلال نظام الدعم الذي تقوم به حكومات تلك الدول بنقل الموارد من المودعين (والذين يتلقون معدلات فائدة أقل أو منخفضة) إلى المقترضين بمعدلات كذلك منخفضة كذلك في القطاع العام مقارنة بالقطاع الخاص. وبالتالي الزيادة والمساهمة في زيادة الطلب على القروض، وتكون هذه السياسات من أجل حماية المدخرات الوطنية (في حين ميل المستثمرين وتفضيلهم للقطاع الخاص)، وفي حقيقة الأمر أن الكبح المالي بسياساته المختلفة أدى إلى نتائج كارثية انتشار الفساد وارتفاع معدلات التضخم

بصفة عامة هناك ثلاث عوامل أساسية تعتبر حافزا للانتقال من الكبح المالي إلى التحرير المالي ؛ وهي النتائج السيئة والتي عكسها المؤشرات الاقتصادية المتدهورة في تلك الدول وارتفاع التكاليف، والضغط المسيرة لظاهرة العولمة المالية، فبالنسبة للنتائج السيئة للمؤشرات فبسبب التخصيص غير الكفء والتعبئة المحدودة المسبب الرئيس في تدهور معدلات النمو الاقتصادي أضف إلى ذلك معدلات الفائدة المنخفضة والتي أدت إلى تثبيط حشد الموارد وإضعاف القدرة التمويلية، وتباطؤ نمو الودائع المصرفية. أما بالنسبة لارتفاع التكاليف فنجد أن البنوك الحكومية أثقلت كاهل الدول وشكلت أعباء إضافية عليها وذلك من عمليات إعادة الهيكلة في كل مرة، أضف إلى ذلك سيطرة الحكومات على الديون الخارجية، الضغوط السياسية والفساد المستشري على نطاق واسع، ضعف معدلات تسديد الديون من خلال تمويل الأنشطة غير فعالة. كما تعتبر كذلك ضغوط العولمة المالية من عوامل التحفيز للانتقال إلى التحرير المالي، سواء على المستوى التجاري أو الأسفار أو الهجرة وغيرها... وكذلك تطور وسائل الاتصال الحديثة مما سهل وزاد في فرص التمويل الدولي.

يعتبر التحرير المالي نتيجة لسعي الدول النامية من أجل اجتذاب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى اقتصادياتها. أضف إلى ذلك الزيادة الكبيرة لحجم السيولة خاصة بعد منتصف السبعينات من القرن الماضي، وبالتالي شهدت البلدان النامية فرصاً جديدة خاصة بسبب الطفرة النفطية مما ألجأها إلى عملية التحرير المالي وتصحيحاً منها لعمليات الكبح المالي التي تعرضت لها قطاعاتها المالية لعدة عقود¹.

تتمثل عملية تحرير حساب رأس المال في إزالة القيود على تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وأخذت هذه العملية الكثير من الانتقادات؛ منها أن الصندوق النقد الدولي يشجع عملية تحرير حسابات رأس المال وفي ذات الوقت تسمح قوانينه للدول الأعضاء في استخدام ضوابط رأس المال في نطاقات معينة.

1- See : Chandrasekhar, C. P. (2005). Financial Liberalization, Fragility and the Socialization of Risk: Can Capital Controls Work?. Social Scientist, 3-39.. P16.

2-3- جذور التحرير المالي: تاريخيا، هناك حكمة قديمة في التمويل مفادها أن التحرير للقطاع المالي كان لا يناسب الدول النامية، ولكن نضرب المثال عن التصنيع في روسيا في القرن 19th حسب GASHEM Kron كانت ندرة رأس المال في روسيا وعدم نجاح النظام المصرفي في جذب الأموال الكافية للتصنيع، مع تدني لمعايير الصديق في الأعمال التجارية ووصلت البنوك لمستويات كارثية حيث لم تستطيع جلب حتى رؤوس الأموال الصغيرة بسبب فقدان الثقة لدى الجمهور وهكذا تأثرت السياسات الائتمانية على المدى الطويل، وفي هذه الظروف تطلب الأمر آلية إلزامية من طرف الحكومة، والتي نجحت في ذلك من خلال السياسات الضريبية لتوجيه الدخل نحو الاستثمار (عوض الاستهلاك فقط)، وظل خيار تدخل الدولة الخيار الأنجع من أجل تعزيز التنمية الاقتصادية وكانت فكرة التحرير غير كافية لمعالجة أوجه القصور لهذه الاقتصاديات، وكانت تعتبر فكرة ثانوية، وهكذا كانت تدفقات رؤوس الأموال الدولية ليست قضية ولا تحض بالأهمية بمكان، وإنما كان الاهتمام في الدراسات الأكاديمية في دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي (داخليا).

مع مرور الوقت لوحظت بوادر التنمية الاقتصادية مع تبني سيرورة عمليات اقتصاد السوق: من خلال اعتماد آلية تسعير لتخصيص الموارد، وذلك بزيادة عدد المؤسسات المالية وتنوعها والارتفاع الكبير في الأموال والأصول المالية نسبة إلى الناتج الإجمالي الخام إلا النسبة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي لم تكشف كليا بشكل واضح لا نظريا ولا تجريبيا، لكن كل ذلك تغير مع ظهور عائدات النفط في (6) 1970 وخصوصا من دول الخليج وأصبحت تبحث عن المنافذ الاستثمارية، وظهر ما يعرف بالبترول دولار والذي كان من جذور أزمة الديون في أمريكا اللاتينية في 1980 (6) وتشكل ضغوطا للدول النامية لتبني سياسة التحرير المالي، وكان هذا بدون شك للمساعدة على خلق فرص استثمارية لعوائد النفط غير المستغلة في البنوك الغربية في الدول النامية.

هناك اختلاف كبير وجدل قائم حول سياسة التحرير المالي إلا أن هذا الجدل بسبب طريقة التعامل مع سياسة التحرير المالي حول الأسلوب فقط وليس رفضا للعملية برمتها، أي أنه من الواجب إتباع الأسلوب التدريجي في تطبيق سياسات التحرير المالي مع أخذ بأسباب الحيطة والحذر الشديد.

لا يزال تحرير حساب رأس المال يمثل مصدر قلق لبعض الحكومات، فالاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة ترى أن التحرير واحدة من أولويات سياساتها العليا، فالاتحاد الأوروبي يضغط ليكون في سياق مفاوضات الانضمام؛ وواشنطن تصر على أن يكون اتفاقيات التجارة مع التشيلي وسنغافورة وكوريا الجنوبية، وكذلك في حواراتها مع الصين، ونجد في هذا السياق بعض التباين بين الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة من جهة وصندوق النقد الدولي من جهة ثانية إذ أن هذا الخيار يفرض فقط (يسمح به) بضوابط انتقائية الأمر الذي تعارضه الولايات المتحدة للضغط على الصين من أجل العمل على رفع عملتها.

مما لا شك فيه أن الدول النامية يجب عليها توخي الحذر تجاه سياسة التحرير المالي (تحرير حساب رأس المال)، كما يجب عليها مناقشة الأطر المؤسسية والسياسات الاقتصادية الكلية التي يجب وضعها للحد من تعرضها للأزمات المالية بسبب انتكاسات تدفق رؤوس الأموال المفاجئة ، ومن ثم التدرج في عمليات التحرير المالي.¹

3-3- بعض مخاوف الدول النامية تجاه التحرير المالي.

هناك عدة اهتمامات ومخاوف للدول النامية متعلقة بالتحرير المالي بشكل عام منها على سبيل المثال:

- أن التحرير المالي سوق يقضي على الشركات الصغيرة والمتوسطة والقطاع غير الرسمي في عملية تخصيص الائتمان.
 - ربما تشكل عملية التحرير المالي تهديدا للمؤسسات المالية المحلية بسبب نقص رؤوس الأموال ونقص السمعة والخبرة، فلا تستطيع المنافسة أمام الشركات الأجنبية.
 - التوقع بأن التحرير المالي عملية تعبئة الودائع المحلية وخاصة في المناطق الصحراوية.
 - الاعتقاد أن البنوك الأجنبية يمكن استخدامها كقنوات لتدفق رؤوس الأموال من خلال المعاملات المالية أو سوق رأس المال لتسيطر على حساب رأس المال في تلك الدول.
 - الجزم بأن الهيئات النفطية المحلية ليس لها التجهيز الكافي لمراقبة تعقيدات عمليات البنوك الأجنبية.¹³
- هناك دراسة تجريبية أن التحرير المالي يؤدي إلى التحسين الملحوظ في معدلات النمو لاقتصادي وتمت الدراسة في نيجيريا، ومن توصيات هذه الدراسة أن تكون هياكل مالية متينة، والتأكد من ذلك قبل اعتماد سياسة التحرير المالي للاستفادة من هذه الأخيرة بشكل أفضل.²

المطلب الثاني: آثار التحرير المالي

حسب ماكينون 1973 و شاو 1973 فإن الاقتصاد الذي يحمل معدلات فائدة أقل أسعار الفائدة السوقية يولد معدلات ادخارية في المستويات الدنيا ولا تكون قيم مثلئى للدخار وبالتالي التأثير السلبي على الاستثمار أي نقص الكفاءة في تخصيص الاستثمار والعكس صحيح.³

خلصت الكثير من الدراسات التجريبية أن التطور المالي يساهم في النمو الاقتصادي¹، حيث وجد ارتباط كبير بين المستويات العالية للتطور المالي ومستويات النمو وتراكم رأس المال المادي والكفاءة الاقتصادية.

¹- chibuikveche, (2011), Financial sector liberalization in developing countries International trade centre, university of Nigeria (2011/2)

²- Okpara, G. C. (2010). Relative potency of financial repression and liberalization on financial development and economic growth: An empirical survey. American Journal of Scientific and Industrial Research, 1(3), 643-650.

³. Loc Cit.

1-التحرير المالي وبعض جوانب الاقتصاد الكلي،

نتكلم عن هذه آثار التحرير المالي على المتغيرات الاقتصادية من الأبعاد الثلاثة، جهة معدل النمو ومستوى التذبذب والارتباط فيما بينها.

1-1. الآثار المتعلقة بالنمو الاقتصادي

يفترض أن تحرير حساب رأس المال يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة بحيث تكون عوائد رأس المال بشكل أكبر، ومنه تكملة المستويات المحدودة للادخار المحلي في تلك الدول والحد من تكلفة رأس المال ومنه السماح بزيادة مستويات الاستثمار، وفي جانب آخر للآثار غير المباشرة نقل الخبرات والتكنولوجيا وغيرها مما يدعم الجانب الإداري والتنظيمي.

هناك أيضا قنوات أخرى للتحرير المالي يدعم بها مستويات النمو وذلك من خلال تعزيز التخصص من خلال تقاسم المخاطر للدخل ومنه زيادة الإنتاجية وبالتالي زيادة النمو. أضف إلى ذلك تعزيز وتطوير القطاع المالي المحلي نتيجة فرض الانضباط في سياسات الاقتصاد الكلي ومنه تبتي سياسات اقتصادية مستقرة. وعموما أن هذه الآثار نظريا لأنه من الصعب الحكم على سياسة التحرير المالي بالنجاح إلا في الشروط المعينة لأن من المعلوم إذا لم تكن سياسات التحرير المالي ناجحة فإنها تكون مدمرة في بعض الأحيان.

2-1- الآثار المتعلقة بتذبذب الاقتصاد الكلي.

تؤدي سياسة التحرير المالي إلى تذبذب بعض متغيرات الاقتصاد الكلي ولكن قد يكون ذلك في صناعات محددة؛ وما تعلق منها بالتجارة والتكامل المالي (القطاع المالي)، في حين هذه التذبذبات غير واضحة وبعيدة عن الإنتاج وخصوصا أن الدول الناشئة تعتمد على الزراعة أو على الموارد الطبيعية.

بالنسبة لتأثير التحرير المالي على التقلبات في الاستهلاك فإنه يقلل من هذه التقلبات فقط في الدول المتقدمة حيث تكون هناك استحقاق الرعاية الصحية والاجتماعية لمستوى عال والتي في ظلها يمكن تقليل تقلبات الاستهلاك.

3-1-مدى ارتباط المتغيرات الاقتصادية الكلية.

في حالة التحرير المالي والتكامل بصفة عامة أن ارتباطات المجاميع للاقتصاد الكلي غير مؤكدة من الناحية النظرية؛ وذلك يعتمد في الحقيقة على طبيعة الصدمات وأنماط التخصص، وعلى أي حال فإن التكامل المالي

¹مثال ذلك، دراسة Robert King and Ross Levrine (1993).

يساعد على التنوع بعيدا عن المخاطر الخاصة بكل بلد، وأن الارتباطات القوية يؤدي إلى زيادة معدلات نمو الاستهلاك بسبب تلك السياسات لا بسبب علاقات الإنتاج أو الدخل.

كشفت الأزمات المالية في نهاية القرن الماضي العديد من المشاكل مما استلزم إعادة النظر في الإجراءات المتخذة في تلك الفترة، بسبب تدهور النظام المصرفي وظهور انهيارات اقتصادية (أزمات) سريعة واجهت الكثير من البلدان حالة من الركود الحاد.

أدت هذه الأزمات المالية إلى المناداة بوضع القيود على تدفقات رؤوس الأموال وبالأخص أن تلك الأزمات تزامنت مع إجراءات التحرير المالي، في ذات الوقت أو ليس ببعيد كانت توصف تلك القيود بغير الفعالية، فمثلا هناك من يقول¹ أن ضوابط على رأس المال قد تساعد في التحكم والإدارة ولكن بصفة مؤقتة. إلا أنه (من المثير للاهتمام) لا يزال الكثير من أنصار التحرير المالي² الذين يؤكدون على مزايا التكامل والتحرير المالي وأن هذا الأخير يساعد على تحسن أداء الأنظمة المالية، وزيادة توفر الأموال (رؤوس الأموال) والسماح بالمزيد لتنوع المخاطر، أضف إلى ذلك أن أسواق رؤوس الأموال الدولية لها القدرة على توجيه المدخرات العالمية إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية، بصرف النظر عن المواقع الجغرافيا، كما أن التحرير المالي يعزز الشفافية ويدعم المساءلة والشفافية.

والحد من الاختبارات السيئة والمخاطر الأخلاقية وعلاوة على ذلك أن أسواق رأس المال الدولية تساعد على انضباط صانعي السياسات الاقتصادية.

2-هيكل رأس المال وأثار التحرير المالي.

يستند على هيكل رأس المال للتحقق من أثار التحرير المالي، فلا يمكن أن نضع جميع أنواع التدفقات لأدوات المالية في كفة واحدة وأن لها نفس الفائدة، أي هناك اختلاف بين هذه التدفقات؛ فالتدفقات المفيدة وذات الأهداف المرجو من عمليات التحرير المالي هي الأسهم التي لها ميزات خاصة وتلك التي تولد الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي من المفترض أن تكون أكثر استقرارا وأقل عرضة للانتكاسات أضف على ذلك التمكين من نقل الخبرات الإدارية والتكنولوجية.

فتدفقات الأموال على شكل تدفقات الأوراق المالية الاستثمارية والاستثمار الأجنبي المباشر هي الأكثر استقرارا من تمويل الديون وبالتالي أبعد ما يكون عن الصدمات (أبعد ما يكون من عمل القاطعة (is far fromconesive)).³

¹.Krugman سنة 1998.

².من أنصار التحرير المالي (Stulz 99) و (Mishkin 2001).

³- Mirdala, R. (2006). Macroeconomic aspects of financial liberalization. Panoeconomicus, 53(4), 439-456., P :8.

- See also : chipote Precious, Mgscekwa Bahle, and Godza Praise, (2014), Impact of Financial liberalization on Economic Growth (A case study of south Africa), University of fort Hard, South Africa, Mediterranean Journal of social science MCSER publishing, Rom-Italy Vol 5_n°23.

يلعب التحرير المالي دورا أساسيا في تحفيز النمو الاقتصادي، في هذا الإطار فحصت الدراسة أثر التحرير المالي على أداء الاقتصاد الكلي في جنوب إفريقيا وتوصلت إلى أنه في ظل عمليات التحرير المالي هناك أثر إيجابي لمعدل التضخم ومعدل الإقراض والعمق المالي (GDP/M_2) على النمو الاقتصادي وهناك أثر سلبي لسعر الصرف على النمو الاقتصادي، ومنه التوصيات التي خرجت بها على الحكومات العمل على تحفيز الاستثمارات من خلال الأسعار الفائدة العادلة.

يجب التمييز بين (التحرير) رفع القيود على حساب رأس المال وتدويل القطاع المالي، فيعرف هذا الأخير بإزالة الحواجز التي تعيق دخول الاستثمار الأجنبي وكل المعاملات التمييزية التي تحد المنافسة الأجنبية في توفير الخدمات المالية عبر الحدود¹.

يعتبر عملية تحرير حساب رأس المال إلغاء الحظر على المعاملات في هذا الحساب والحسابات المالية في ميزان المدفوعات (مختلف أشكال رأس المال الديون، المحافظ الاستثمارية²) إن الدارس لموضوع التحرير المالي يجد من الواضح أن هناك فهم غير واضح ورؤية غامضة للآليات الأساسية الكامنة للانتقال من الكبح المالي إلى التحرير المالي، وما يحمله من تأثيرات كامنة على بسطاء المجتمع بصفة خاصة وهذا في حال تطبيق إجراءات التحرير المالي دون اتخاذ التدابير اللازمة لتطوير القطاع المالي المحلي.

3-التحرير المالي والنمو الاقتصادي.

في إطار نظرية التحرير المالي، والتخلص التدريجي من القمع المالي، فإن التشوهات في المتغيرات الاقتصادية الكلية (أسعار الفائدة مثلا) تقلل من حجم الحقيقي للنظام المالي مقارنة بتلك المتغيرات غير المالية. استنادا لنظرية شاو وماكينون 1973 إذ يفترض أن الادخار هو دالة متزايدة في سعر الفائدة الحقيقي على الودائع والمعدل الحقيقي للنمو، وأن الاستثمار هو دالة متناقصة في سعر الفائدة الحقيقي للقروض، وهو دالة متزايدة لمعدل النمو في مرحلة أولية للقمع المالي تتم عملية إصلاح سعر الفائدة الاسمي إداريا، مما يجعل المعدل الحقيقي دون مستويات التوازن.

- يؤدي العمل بسياسات القمع المالي إلى انخفاض مستويات الادخار والعكس مع سياسة التحرير المالي.
- إذا شمل التحرير المالي سوق العملات الأجنبية فإن ذلك يحفز على تدفق رؤوس الأموال بشكل أكبر.
 - تشجيع تحرير أسعار الفائدة يؤدي إلى تشجيع ترشيد الاستهلاك، وبالتالي التأثير على الدخل بشكل متبادل.
 - تحرير سوق الأوراق المالية من شأنه توفير مجموعة واسعة من القنوات الادخارية من القطاع الرسمي وغير الرسمي.

¹- I bid, p18.

² -Romkishen S.Rajan, (2002), International Financial liberalisation in developing countries: lessons from Recent Experiences, centre for International Economic studies, Paper n° 0220, Adelaide University Australia. July 2002. P66).

تجد الكثير¹ من ينقد نظرية التحرير المالي ويقول أنها الاستثمار في اقتصاد يتميز بالقمع المالي وذلك استنادا إلى النظرية النيو كينزية، وأن هناك فشل على مستوى الاقتصاد الجزئي نتيجة لبعض السياسات المنتشرة في الأسواق المالية، أي أن في النماذج الكينزية هناك تأكيد على دور الطلب الكلي الفعال، وفي هذه النماذج الزيادة في معدلات الفائدة على الودائع يؤدي على ارتفاع الميل الحدي للادخار ومنه يقلل من الطلب الكلي ومنه انخفاض مستويات الاستثمار².

ترتبط دراسة التحرير المالي وعلاقته بالنمو بدرجة الانفتاح في حساب رأس المال، حيث كان قياس هذه الأخيرة يشكل تحديا في حد ذاته، إذ كان بعض الباحثين يستفيدون من المعلومات الموجزة من خلال التقارير السنوية عن إجراءات عمليات الصرف والقيود المفروضة من أجل بناء مؤشر لقياس ذلك³ وكان ذلك يعكس فترة زمنية معينة. كما نجد Guinn الذي استخدم مقياس كمي من خلال التقارير الأدبية الكتابية وكان هذا القياس بمستوى أعلى من سابقه خلال الفترة من 1997 إلى 2003. ثم رفع مستوى التقنية بأعمال كل من (Shinn and Ito 2005) حيث طور مؤشر الانفتاح المالي الذي يعتمد على المكونات الأساسية المستخرجة على حسب تصنيف رؤوس الأموال وإجراءات القيود أو الضوابط على الحساب الجاري، على الرغم من تزايد التطور في إيجاد مؤشر لقياس الانفتاح في حساب رأس المال إلا أنها تعاني في مجملها من أوجه قصور متماثلة؛ تتمثل في عدم الدقة في حساب درجة الانفتاح و ربما يرجع ذلك لعدة أسباب منها:

○ أغلب المحاولات تستند على مختلف القيود المرتبطة بسعر الصرف الأجنبي: وهذه الأخيرة لا تمثل عائق بالضرورة لتدفق رؤوس الأموال.

○ صعوبة تحديد درجة تطبيق الضوابط على رأس المال: وتغيرها عبر مرور الزمن، أي أن هذه القيود قد تكون مطبقة في فترات دون أخرى بغض النظر عن حجم هذه القيود؛ وأن التدابير والإجراءات المتخذة لضبط حركة رؤوس الأموال قد لا تعكس الدرجة الفعلية لتكامل الاقتصاد ومثال ذلك الصين فرغم القيود المطبقة بشكل واسع على رأس المال إلا أنها لم تستطع وقف تدفق رؤوس الأموال المضاربة في السنوات الأخيرة في العقد الماضي. ومن الطرق المستعملة لقياس (حديثا) الانفتاح المالي هي طريقة فروق الأسعار أي السعر الواحد بين الأسواق وهي الطريقة التي تعكس درجة التكامل المالي.

المطلب الثالث: إجراءات التحرير المالي وعلاقته بالأزمات.

1- تصنيف إجراءات التحرير المالي

¹ مثال ذلك: (Gibson and Tsakalotos 1994).

² - Philip Arestis and Asena caner ; Financial Liberalization and poverty : Channels of influence, Op Cit , P 5.

³- see : (Grilli and Melesi ferrelti 1995, Rodrik 1998, and Klein and Olivei 2006).

نجد من هذه الإجراءات ما هو على المستوى الداخلي؛ وهو ما يتعلق بالشؤون المحلية، ومنها ما هو على المستوى الخارجي؛ ويشمل كل ما له صلة بالعمليات الدولية.

1-1- الإجراءات على المستوى الداخلي.

يشمل التحرير المالي كل التدابير التي تستهدف رفع وفك كل أشكال الرقابة سواء على المؤسسات أو أدوات مالية أو أنشطة أو عملاء (وكلاء) وغير ذلك ممن لهم علاقة بالقطاع المالي، ونبين بعض هذه الإجراءات¹ المتعلقة بالتحرير المالي على المستوى الداخلي.

- خفض أو إزالة القيود على أسعار الفائدة المتخذة من طرق البنوك المركزية من أجل تشجيع المنافسة (تخلي البنوك المركزية عن تعديلات سعر الخصم وسياسات السوق المفتوحة).
- رفع الدولة هيبتها على أنشطة الوساطة المالية وخصخصة القطاع العام والبنوك بصفة خاصة، من أجل القضاء على سياسة الائتمان الموجه.
- تسهيل والتشجيع على المشاركة في دخول سوق الأسهم من طرف الشركات والمستثمرين والتخلص من الشروط والعراقيل على المستوى الداخلي.
- الإلغاء التدريجي للرقابة على الاستثمارات والتي تنفذ من خلال الأعوان الماليين، كما يجب القضاء على التفرقة بين الأنشطة المصرفية وغير المصرفية.
- توسيع مجال مصادر التمويل من خلال تسهيل الوصول على الأموال: ومنه انتشار الأدوات المالية مثل الأوراق التجارية وشهادات الإيداع الصادرة عن السوق المحلية.

2-1- الإجراءات الخارجية للتحرير المالي.

أما عن الإجراءات الخارجية² فتشمل جميع التدابير التي نكون على المستوى الدولي ومنها ما يلي:

- اعتماد نظام سعر الصرف العائم، وذلك أن يتحدد سعر الصرف عن طريقة آلية السوق كمرحلة نهائية يجب أن يصل لها الاقتصاد وقد تكون ذلك عبر عدة مراحل في إطار التحرير التدريجي، وذلك أن المستويات الحقيقية للاقتصاد تنعكس من خلال العملة المحلية.

¹- Jayati Ghosh, (2005), The Economic and Social Effects of Financial Liberalization : A primer for developing Countries Economic & Social Affaire , DESA, working paper n° : 04 STLESA/2005, DW p/4. P, 3 – 5

²- بريس عبد القادر، طرشي محمد، (2009)، التحرير المالي وعدوى الأزمات (أزمة الرهن العقاري) الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً. 5-6 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة-الجزائر.

○ فتح الأسواق المالية وحساب رأس المال، ويشمل ذلك السماح للأجانب المقيمين بإجراءات المعاملات المالية على الأصول المالية المحلية على جميع أنواعها (الأصول)، أضف إلى ذلك منح حرية أكبر للشركات المحلية للمساهمة في عمليات الاقتراض التجاري الخارجي.

2-التحرير المالي والأزمات المالية.

يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً، يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية، مسببة بذلك أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المالية والموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية والتي قد يعقبها انهيارات للمؤسسات المالية.¹

من خلال النظرة الإيجابية لموضوع التحرير المالي وتقليداً لشاو وماكينون 1973، ومع ذلك حدث هنا نوع من الهشاشة المالية عند عديمي الخبرة في الكثير من البلدان مما أحدث عدة أزمات مالية في الثمانينات والتسعينات أعقاب تبني سياسات التحرير المالي.²

قد يؤدي التحرير المالي إلى الأزمات المالية كما حدث في بعض دول أمريكا اللاتينية وشرق آسيا والتي اتصفت بمعدلات نمو سريعة وعانت حالات من الركود. وفقدت رؤوس أموال كبيرة جراء ذلك بسبب التسرع وعدم إتباع التدرج في تطبيق تلك سياسات.

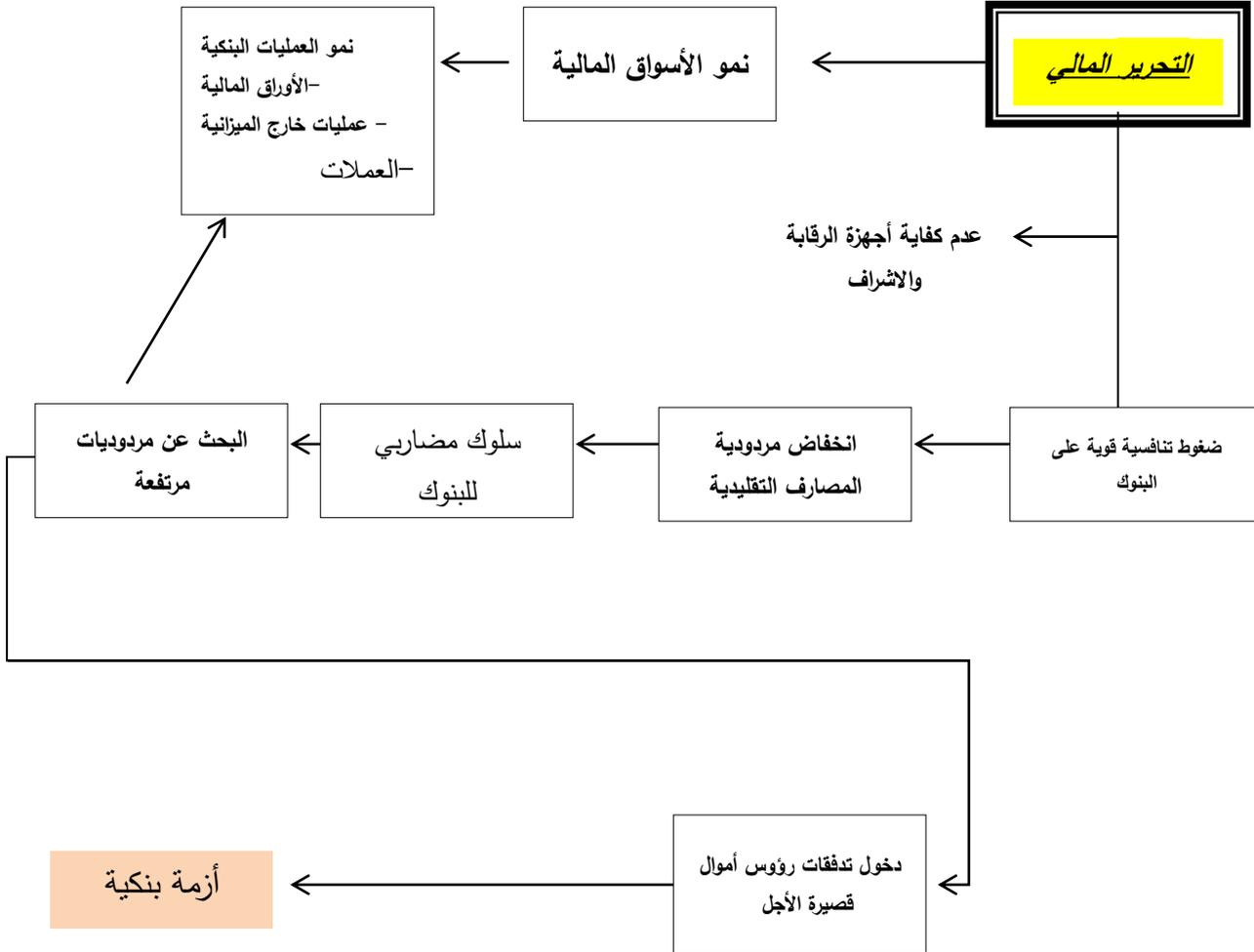
يسمح التحرير المالي بسهولة الحصول القروض والخدمات المالية، مما يساعد عمل المنظومة المصرفية، كما يؤدي إلى آثار عميقة في توفير الائتمان والخدمات المالية، ويرى أنصاره أنه يزيد من درجة العمق في الأسواق المالية وتحسين فرص الائتمان وتأطير جوانب من لم تكن في السابق بل كانت في غاية التهميش، أضف إلى ذلك تحفيز البنوك على تقديم تلك الخدمات بفضل المنافسة بين مؤسسات الوساطة المالية بفضل هذه السياسة.

على الرغم من ذلك هناك الكثير من يربط التحرير المالي والأزمات وذلك من خلال تزامنه معها خاصة في التسعينات والمخطط التالي يبين العلاقة بين التحرير والأزمات البنكية:

¹- يوسف أبوفاورة، (2009)، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة / فلسطين، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 4.

²- Philip Arestis And Asena Caner ; Financial Liberalization And Poverty : Channels Of Influence, Op Cit , P 14.

الشكل(1-2): العلاقة بين التحرير والأزمات البنكية



المصدر: نسيم الحاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، مذكرة غير منشورة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصصه اقتصاديات بنكية ومالية، جامعة بومرداس- الجزائر.

المبحث الثالث: تكامل الأسواق المالية

يحظى التكامل المالي بأهمية كبيرة لعدة اعتبارات؛ فمثلا ضمان السلاسة في السياسة النقدية، وذلك من خلال الدور الفعال للنظام المالي جراء تلك الممارسات الاقتصادية؛ ومن هنا فإن درجة التكامل المالي مهمة جدا في تحديد وضمان الانتقال السلس في السياسة النقدية وتطبيقها على أرض الواقع، أضف إلى ذلك أنه يؤثر على هيكل وبنية النظام المالي، وما قد يسببه وما قد ينعكس على الاستقرار المالي وبالأخص مع التزامن مع الأزمات المالية. كما نجد الأهمية الكبرى للتكامل المالي تحت الإشراف (المراقب) بالنسبة للمنظمين وأصحاب القرار والبنوك المركزية.

المطلب الأول: ماهية تكامل أسواق رأس المال العربية

1-تعريف تكامل وربط الأسواق المالية.

يقصد بتكامل أسواق رأس المال الحالة التي تكون عليها الأسواق بحيث يسمح للمستثمرين بيع أو شراء الأسهم في أي سوق، وبدون أي قيود أو عراقيل، كما أن الأوراق المالية في كافة هذه الأسواق يتم إصدارها وتداولها بنفس السعر مع مراعاة أسعار الصرف، وبمعنى أدق تصبح هذه الأسواق سوقا واحدة خاصة من الناحية التشريعية. يمكن تعريف تكامل أسواق رأس المال العربية كالتالي: "هو استنباط وتطوير نظم وآليات تسمح وتسهل - بل وتشجع - عمليات التداول في الأسواق والأدوات المالية العربية المختلفة وذلك من خلال منظور يتناولها كسوق واحد متكامل"¹¹. أما عن ربط الأسواق فهي الحالة التي تكون عليها الأسواق وكأنها متكاملة لكن كل سوق يحتفظ بقوانينه وتشريعاته الخاصة مع العمل على مقارنة هذه القوانين والتشريعات؛ حيث يستطيع المستثمرون بيع وشراء الأوراق المالية في أي سوق دون اللجوء إلى السفر ويعتبر ربط أسواق رأس المال من الإجراءات التي لجأت إليها أسواق رأس المال العربية عند فشلها في تحقيق التكامل فيما بينها، حيث نجده لا يتعدى الربط الثنائي أو الثلاثي بين هذه الأسواق.

¹¹ - محمد عبد السلام، إمكانية قيام تكامل أسواق رأس المال العربية، حلول واقعية لأسواق أفضل، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،

http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

تعتبر أن الأسواق متكاملة في الحالة التي لا توجد بها عوائق بين هذه الأسواق بدء من القيود القانونية وتكلفة معاملات الضرائب- الرسوم الجمركية، وجميع الضوابط على الأصول الأجنبية، وفي هذه الحالة يجب أن جميع لأصول المالية في نفس المستوى من العوائد والمخاطرة فوفي جميع الأسواق المالية.

أغلب الدراسات التي تكلمت في مفهوم التكامل التام للأسواق المالية تناولت مفهوم السعر الواحد law of one price (loop) . أي أننا إذا وجدنا تكاليف المعاملات نفسها ،، وعدم أخذ الضرائب بعين الاعتبار فإن الأوراق المالية ستأخذ نفس السعر في جميع الأسواق¹.

نقول عن مجموعة أواق مالية أنها متكاملة كلياً سواء من حيث الأدوات أو الخدمات المالية إذا توافرت لجميع المشاركين في هذه الأسواق المميزات² التالية:

- جميع المشاركين أو المتعاملين في هذه الأسواق يواجهون نفس قواعد وإجراءات التعامل؛
 - المساواة في الوصول إلى تلك الأدوات أو الخدمات المالية، أي يجب أن يكون هناك تطبيق لمبدأ تكافؤ الفرص؛
 - إلى جانب المساواة أعلاه يجب أن تكون هناك مساواة أيضاً في المعاملات وعدم وجود التمييز بين الاستثمار الأجنبي والاستثمار المحلي.
- لا يختلف هذا التعريف كثيراً عن تعريف التكامل على قانون السعر الواحد (LOOP) إلا أن هذا الأخير لا يكشف عن مدى وجود التمييز بين الاستثمار الأجنبي والاستثمار المحلي.

2-سمات تكامل أسواق رأس المال.

يتسم التكامل المشترك بين أسواق رأس المال العربية بعدة مميزات؛ لكن أهم هذه المميزات³ والتي لا يمكن أن يتم هذا التكامل بدونها:

- وجود قانون موحد لجميع أسواق رأس المال العربية: بحيث يشمل أنظمة التسعير، أشكال أو أنواع الأوامر، تقسيمات السوق الثانوية.

- ووجود لوائح موحدة لتداول الأوراق المالية: منها لائحة الإفصاح الموحدة، تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام.

¹- Hazem Ali Marashdeh, , Op.Cit p30.

See also: Kate Phylaktis, Fabiola Ravazzolo, measuring financial and economic integration with the equity prices in emerging markets, the Financial Management Association, the Oxford University.

²- Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova and Cyril Monnet, measuring financial integration in the euro area, European Central Bank, occasional paper series no. 14 / april 2004, p7

³- إسماعيل بن أحمد البلوشي، (2007)، أهمية التشريعات والقوانين في تكامل أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، نفس الموقع الإلكتروني.

- وجود تنظيم موحد لحماية المتعاملين ومركز موحد للمعلومات عن الشركات المدرجة: من خلال الارتقاء بكفاءة سوق المال وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة والاستناد على المرجعية الواحدة لكافة الشركات المدرجة بالأسواق العربية، ثم إيجاد وسيلة سهلة لاستخراج المعلومات.
- شركات وساطة مرخصة تستطيع التعامل بكافة الأسواق: بحيث تتمكن أية شركة وساطة مرخصة من أي سوق عربي بالتعامل في جميع الأسواق العربية، كما يجب أن تتطابق متطلبات شركات الوساطة في كل الأسواق العربية؛ وبذلك يكون هناك ترخيص واحد من أي سوق عربية لعمل الوساطة المالية في أية سوق عربية.
- نظام موحد لإدارة الأزمات: في ظل تكامل أسواق رأس المال العربية من الضروري أن هناك فريق عربي موحد لإدارة الأزمات المالية، بدء من تحديد مؤشرات الإنذار المبكر¹ إلى توحيد الجهود في إدارة الأزمات وكيفية الخروج منها.
- التقاص والتسوية: يستلزم تكامل أسواق رأس المال توحيد أنظمة التقاص والتسوية المعمول بها في كل الدول العربية، أضف إلى ذلك توحيد آليات التعاقد والتنفيذ في هذه الأسواق، والعمل على إيجاد نظام موحد للإيداع والحفظ المركزي.
- ميثاق موحد لحوكمة الشركات: بما أن قواعد الحوكمة² تشكل وسيلة فعالة للاطمئنان على أوضاع الشركات العربية، والتي تعتبر المجال الاستثماري للمتعاملين في كافة الدول العربية، فإن الميثاق الموحد لحوكمة الشركات أصبح يشكل التحدي الرئيس أمام أسواق رأس المال العربية للالتزام به وتطبيق قواعده بكل حزم وصرامة، ومن هنا بات من الضروري تكامل الجهود في هذا المجال من أجل تحقيق التكامل في الأسواق العربية³. يجب أن يكون هناك دليل موحد لحوكمة الشركات كما يقترح إعداد مؤشر قياسي يستخدم كوسيلة لقياس مدى تطبيق هذه القواعد، وتوحيد الجهود في مجال التدريب والتوعية للشركات في هذا المجال مع إعطاء الأولوية للشركات المدرجة. مع هذا يجب أن لا ننسى المبادئ الدولية التي يجب يتضمنها هذا الميثاق والمتعلقة بالشروط الأساسية على مستوى الشركات والصناعة ونخص بالذكر مبادئ الإفصاح والشفافية⁴.

¹- من مؤشرات الإنذار المبكر لأزمات الأسواق: الارتفاع غير حقيقي، الارتفاع أو انخفاض حاد، أزمات الشركات المدرجة، الحروب، سعر الفائدة وسعر الصرف، ضعف القطاع المصرفي، ندرة السيولة.

²-عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD الحوكمة بأنها مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها وأصحاب المصالح Stakeholders وهي تتضمن الهيكل الذي من خلاله يتم وضع أهداف الشركة والأدوات التي يتم بها تنفيذ هذه الأهداف، ويتحدد بها أيضاً أسلوب متابعة الأداء.

³-عبد الحميد إبراهيم، (2007)، دور الإفصاح ومعايير الحوكمة في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

⁴-حددت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (IOSCO) مجموعة المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية، والتي من بينها: - الإفصاح الكامل والدقيق في الأوقات المناسبة عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر التي يتم على أثرها اتخاذ القرار الاستثماري. -ضرورة حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصاً في ما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى. -العمل على إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دولياً.

المطلب الثاني: دواعي تكامل الأسواق المالية

1-أهمية تكامل أسواق رأس المال.

تطرح العديد من التساؤلات حول الجدوى من تكامل أسواق رأس المال العربية والخليجية بصفة خاصة وفرص نجاحه، في الوقت الذي نجد فيه هذه الأخيرة متباينة أشد التباين في درجة الكفاءة التشغيلية، والعمق المالي بتباين درجة التنافسية الاقتصادية، والطاقة الاستيعابية لاقتصادياتها المحلية، تظهر أهمية تكامل أسواق رأس المال الخليجية من خلال ما تجنيه السوق المالية المحلية عندما تعمل تحت مظلة تكتل مجموعة من الأسواق المالية¹، يمكننا أن نبين قدرا من هذه الأهمية في النقاط التالية:

- يسهم تكامل أسواق رأس المال في تقليل التكلفة وزيادة العوائد الاستثمارية. يعود السبب الرئيس إلى دور هذا التكامل في زيادة عدد شركات الوساطة المالية المتاحة أمام المستثمرين، ومن ثم زيادة حدة المنافسة بين هذه الشركات.

- تجبر هذه المنافسة شركات الوساطة المالية مع مرور الأيام على تنويع خدماتها ومنتجاتها الاستثمارية، وتقليل تكلفة الحصول على هذه الخدمات والمنتجات بهدف الاستحواذ على أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

- يساهم تكامل أسواق رأس المال أيضا في تقليل درجة المخاطرة الاستثمارية، كما أن تكامل أسواق رأس المال يفتح المجال أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية من خلال زيادة الفرص الاستثمارية القادمة من أسواق مالية مختلفة.

- تمتد الفوائد الاقتصادية لتلقي بثمارها على الشركات المدرجة. فعلاوة على زيادة عدد شركات الوساطة، وانعكاسات ذلك على تكلفة التمويل، والترتيب المالي، والإدراج، والتداول، فإن تكامل أسواق رأس المال يساعد الشركات المدرجة على تحقيق ميزتي اقتصاديات الحجم، وفسح المجال من خلال التواصل مع شريحة عريضة من المستثمرين، مما يساعد على زيادة إمكانية الحصول على فرص تمويلية أفضل من تلك الفوائد عندما تدرج أسهم الشركة في سوق مالية منفردة.

- تضاف هيئات أسواق رأس المال إلى الفئات المستفيدة من تكامل الأسواق المالية، حيث تستفيد هيئة السوق المالية من تكامل سوقها المالية مع مجموعة من أسواق رأس المال في تقليل تكلفة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية.

¹ - Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova and Cyril Monnet, measuring financial integration in the euro area, Op.Cit, p9.

- يسهم تكامل أسواق رأس المال في زيادة كفاءة السوق المالية¹، وتدعيم عمقها المالي، وتوسيع طاقتها الاستيعابية من خلال ما يوفره من السيولة اللازمة لدعم دور السوق المالية في منظومة الاقتصاد المحلي.

- تعود بداية مشروع تكامل أسواق رأس المال العربية إلى 1976م عندما أوعزت القمة العربية الثامنة إلى مجلس الوحدة الاقتصادية العربية دراسة جدوى قيام المشروع، وقبل هذا التاريخ كانت هناك مجموعة من المعاهدات كمعاهدة الدفاع المشترك والتعاون الاقتصادي، واتفاقية السوق العربية المشتركة.

- وعقب هذا التاريخ مجموعة أخرى من المعاهدات الاقتصادية كالإعلان عن إقامة منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى بحلول عام 2008، وما أعلن مطلع الشهر الحالي في أبوظبي حول تأسيس اتحاد هيئات الأوراق المالية في الدول العربية.

- وعلى الرغم من الجدوى الاقتصادية التي تجنّبها السوق المالية المحلية عندما تعمل تحت مظلة تكتل مجموعة من الأسواق المالية، إلا أن تاريخ الاتفاقيات والمعاهدات الاقتصادية العربية تحد من فرص نجاح مشروع تكامل أسواق رأس المال العربية، ناهيك عن الجدوى الاقتصادية على السوق المالية، حيث يواجه عدد ليس بالقليل من أسواق رأس المال العربية مجموعة من التحديات الإستراتيجية التي نستخلصها من قراءة التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006 الصادر عن صندوق النقد العربي في كانون الأول (ديسمبر) من العام الماضي، و مقارنتها بإنجازات الاتفاقيات والمعاهدات الاقتصادية العربية.

- من أهم هذه التحديات كفاءة السيولة المستثمرة في أسواق رأس المال العربية، والقيود المفروضة على عدد ليس بالقليل من الأنظمة المصرفية العربية، وتلك المفروضة على التدفقات الاستثمارية من وإلى عدد كبير من الاقتصادات العربية.

- مشروع تكامل أسواق رأس المال العربية هو تطلع اقتصادي محسوس، معرفة كفاءة الاقتصاديات العربية في تحويل هذا التطلع إلى طموح ستحددها تنافسية أسواق رأس المال العربية في تفادي التحديات واستثمار الفرص المقبلة.

2- فوائد تكامل الأسواق المالية.

من خلال تكامل البورصات يتم التوصل إلى التخصيص الأمثل للموارد ، كما يتم تكوين هناك العوائد المرتفعة، من خلال انتقال رؤوس الأموال إلى الأسواق الأكثر سيولة. وهذا كله من خلال المنافسة التي تنطلق من خلال هذا التكامل ومن ثم التوازن الاقتصادي للسوق، (نفس المرجع). يساهم التكامل في الأسواق المالية في تحويل

¹ - Hazem Ali Marashdeh, *Financial Integration of the MENA Emerging stock markets*, passim.

في تحويل مخاطر السوق (المخاطر المنتظمة) مخاطر غير منتظمة (مثل ما الحال في مخطر شركة معينة)أي أنه يسمع بعملية التنوع الدولي في تشكيل المحافظ الأوراق المالية¹.

أصبح بناء الاستراتيجيات المالية للشركات يعتمد على حالة الأسواق حالة التكامل أو اللاتكامل. ففي الحالة الأولى مثلاً يمكنها زيادة رؤوس أموالها مع انخفاض في التكاليف مقارنة حالة اللاتكامل، كما أن التكلفة الحدية لرأس المال في الشركات التي تعتمد على الأسواق المالية الدولية تكون أقل من التكلفة الحدية لرأس مال في الشركات التي تعتمد على الأسواق المحلية فقط أو أسواق غير متكاملة .

يمكن النظر إلى تكامل أسواق رأس المال العربية على أنه سوق عربية مشتركة ذات بعد إقليمي تتضمن كل الصفقات التي تتم بين هذه الأسواق، وهذه السوق تعتبر بمثابة مركز مالي رئيسي في المنطقة العربية ومن خلالها يمكن تداول الأوراق المالية العربية المصدرة في أي دولة عربية وبالعملة التي صدرت بها الورقة المالية في باقي الدول الأخرى بحرية كاملة وكأنها تتداول في سوقها المحلية. تكتسب أسواق رأس المال عدة مزايا عندما تعمل تحت مظلة مجموعة أسواق عربية متكاملة، كما أنها لا تخلو من المخاطر من أهم المزايا ما يلي:

- سهولة انتقال رؤوس الأموال بين أسواق رأس المال العربية؛
- انخفاض تكلفة الحصول على رأس المال المطلوب لتمويل الاحتياجات الاستثمارية؛
- يؤدي التكامل إلى زيادة تقوية جانب الطلب على الأوراق المالية في أسواق رأس المال ذات العرض الكبير، والعكس بالعكس؛
- زيادة فرص تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال التنوع الإقليمي العربي؛
- تشجيع توجه المستثمرين الأجانب للاستثمار في سوق رأس المال العربية المشتركة مما يكفل القضاء على التنافس عليه، وبالتالي تحويل الروح التنافسية على جلب الاستثمار الأجنبي إلى الروح التكاملية؛
- زيادة عرض الأوراق المالية المتاحة أمام الطلب العربي والأجنبي وذلك من خلال تقديم الأوراق المالية من مختلف الأسواق العربية في ظل قيام سوق عربية مشتركة.
- يؤدي تكامل أسواق رأس المال العربية إلى التوجه نحو زيادة مستوى الكفاءة في الأسواق المحلية حتى تسير على ركب باقي الأسواق العربية؛
- زيادة معدلات النمو في الاقتصاديات العربية من توجه فائض الأموال العربية إلى الاستثمارات العربية ذات العوائد المرتفعة.

¹- Mohamad H. Atyeh, The Theoretical Considerations Of Financial Markets Integration: The Case Of Arab Countries, journal of economics and sustainable development www.iiste.org vol.3, no.1, 2012, p50.

وبصفة عامة فإن أهم ما يمكن أن نجنيه من التكامل المالي السماح بالمزيد من فرص تقاسم المخاطر¹؛ والتي بدورها تعمل على تعزيز تخصيص الموارد ومن ثم تخصيص الإنتاج، أضف إلى تنوع وتقسيم المخاطر نجد التوزيع الأمثل لرؤوس الأموال على الفرص الاستثمارية، وتحقيق مستويات عالية للنمو الاقتصادي.

3-دواعي اعتماد سياسة التكامل المالي بالإشراف . Monitoring Integration

1-3. التكامل المالي وعدوى الأزمات

ينبغي في هذا الوضع التعرف على العوامل التي تسبب انتقال الصدمات من السوق الواحد إلى الأسواق الأخرى² نذكر منها عوامل التالية:

- هيمنة القوى الاقتصادية الكبرى والإجراءات التي تتخذها من شأنها التأثير على جميع أنحاء العالم.
 - التأثير المباشر بسبب التغيرات المشتركة في متغيرات الاقتصاد الكلي.
 - وجود المجموعات الاستثمارية المشتركة من حيث القرب أو نوعية الاستثمارهم الأكثر عرضه للتأثير عن بعضهم البعض ، وليس بالضرورة أن وجود هذه المجموعات يؤدي بالأسواق المحلية أن تأخذ نفس الاتجاه العشوائي.
 - الإدراج المتعدد للأوراق المالية (في نفس الوقت) من شأنه أن يزيد من انتقال الصدمات.
- يرجع انتقال الصدمات عبر الأسواق المالية لعوامل متعددة إضافة إلى العوامل السابقة نذكر الأحداث العالمية الكبرى ، والأحداث السياسية مثل حرب الخليج، أحداث 11 سبتمبر....الخ.

2-3. ضرورة اعتماد التكامل المالي بالإشراف.

عادة فإن ارتفاع مستويات المخاطر يكون بارتفاع نسب العوائد وذلك أساس في النظرية المالية؛ وينطبق الحال على قضية تكامل الأسواق المالية فبالرغم من المزايا التي يوفرها تكامل أسواق رأس المال العربية إلا أنه ينطوي على جملة من المخاطر نوجز أهمها فيما يلي:

- الصعوبة في إدارة الأزمات الناتجة عن أطراف خارجية تستمر في الأسواق المحلية؛ خصوصا عند استغلال المعلومات الداخلية Insider Information على مستوى الشركات مثل التلاعب¹ في الأسعار؛

¹ - See: Sebnem Kalemli-Ozcan, and Simone Manganelli, Financial Integration and Risk Sharing: The Role Of The Monetary Union, the 5th european central banking conference on the euro at ten: lessons and challenges, european central bank october 2008. p 25.

² .Hazem AliMarashdeh,2006, Op Cit P 40.

- إمكان انتقال الآثار السلبية التي تحدث في الأسواق المحلية إلى الأسواق الأخرى بكل سهولة أو ما يعرف بمصطلح العدوى²؛

- المخاطر الناتجة عن عدم استقرار سعر صرف العملات المحلية وأثر ذلك على المكاسب الممكن تحقيقها نتيجة الاستثمار في هذه الأسواق؛

- التخوف من تصفية مراكز المستثمرين العرب واندفاعهم للخروج من أسواقهم المحلية للدخول في الأسواق العربية الأخرى بما ينعكس على أداء هذه الأسواق.

- قد تكمن بعض مخاطر التكامل المالي في قضية تقسيم المخاطر في حد ذاتها والتي تعتبر من مزاياه وذلك في عدم إدارة العملية بطريقة غير كفأة مما ينعكس سلباً على الأسواق المالية، هذا ومن جهة أخرى فقد تكون هناك مخاطر متعلقة بعملية توسيع الأدوات المالية في الحالة التي تكون فيها الأسواق غير مكتملة إلا إذا كانت الأدوات الجديدة وأقصد الصكوك الدولية الجديدة تجلب معها ما يكفي من فرص للتحوط لاستكمال الأسواق المالية.

- يعتبر التكامل المالي من أكثر المسائل تعقيداً وفوق كل التصورات؛ فهو يؤثر على الأنظمة المالية في جميع المناطق ويحدث تغيرات جذرية كما أن فوائده تبقى أحياناً نظرياً فقط وبالأخص تأثيره على مستويات النمو وعلى الرعاية الاجتماعية؛ لذلك ينبغي أن يكون التكامل المالي مراقباً عن كثب، ومتابعة بنية الأسواق المالية ما إذا كانت تتجه نحو الهيكله الفعالة أم لا.

المطلب الثالث: بعض المتطلبات لتكامل أسواق رأس المال

1- ضرورة تنسيق التشريعات المالية.

نتناول في هذا العنصر بعض الأمثلة عن الاختلافات الحاصلة بين التشريعات المالية في أسواق رأس المال العربية، والتي يجب السعي من أجل القضاء على هذه الاختلافات وتوحيد التشريعات، حيث تجد هذه الأخيرة مختلفة من دول إلى أخرى بدءاً من الإدارة ومتطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير وهذا الوضع لا يخدم إطلاقاً تكامل الأسواق المالية، وبالتالي بات من الضروري السعي من أجل تنسيق هذه التشريعات كما سنرى لاحقاً في تجارب الربط بين الأسواق من أجل تحقيق هذا التكامل ولعل أهم هذه التجارب تجربة الربط الكويت ولبنان ومصر رغم المصاعب التي واجهتها.

¹ اقترح Nelemans (2007) تعريفاً للتلاعب يتضمن ما سماه ضغط السعر (price pressure) والذي يعبر عن إسهام التداول في تغيير السعر ويساوي: عدد الأسهم التي تداولها المتهم (بيعاً أو شراءً) مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم المتداولة، مع ضرب الناتج بالتغير في السعر خلال فترة التداول محل التحقيق. فإذا كان ضغط السعر كبيراً، ينظر في وجود معلومات تبرره من عدمه. وبعد تلاعباً، بناءً على التعريف، كل تداول يولد ضغط كبير على السعر غير مدعوم بمعلومات تبرره.

² جبار محفوظ، تكامل أسواق رأس المال العربية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 04.

مما يشجع استثمار رأس المال في الدول النامية وجود بيئة قانونية واقتصادية علاوة على البيئة الاجتماعية والثقافية، لعل السبب الرئيسي في اختلاف التشريعات والقوانين أسواق رأس المال العربية يرجع إلى هذه البيئة، كما يرجع السبب أيضا إلى حداثة معظم هذه الأسواق، يختلف التنظيم القانوني في أسواق رأس المال العربية من حيث الإدارة والإشراف على أنشطة التداول (الأداة والهيكل المؤسسي) فهناك مجموعة من الدول العربية التي تتولى إدارة الأسواق الوظيفيتين معا التنفيذية والإشرافية تحت مسؤولية لجنة أسواق رأس المال والبورصات؛ ومن هذه الأسواق الكويت قطر البحرين لبنان حيث تتبع هذه المجموعة النموذج البريطاني في توحيد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه في نطاق هيئة واحدة للخدمات المالية أما المجموعة الثانية من الدول العربية فهي عكس الأولى حيث قسم الدوران السابقان على جبهتين الأولى مكلفة بإدارة القطاع المالي والثانية مكلفة لمهمة الإشراف عليها فقط، ومن دول هذه المجموعة الأردن، مصر، وبلدان مجلس التعامل الخليجي وتتبع دول هذه المجموعة المنهج الأمريكي¹.

إن الاختلافات بين أسواق رأس المال العربية في القوانين والتشريعات يتطلب العمل على توحيدها تحديد متطلبات الأدرج في الأسواق المالية؛ فالنسبة لمتطلبات مساهمات رأس المال متباينة من دولة لأخرى، في أبوظبي يكون إصدار أسواق رأس المال المدرجة من شركات مساهمة برأس المال المدفوع لا يقل عن 50% من القيمة المدرجة بحد أدنى 20 مليون إماراتي، في مصر مثلا ينص قرار الهيئة العامة لسوق رأس المال بخصوص قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية في البورصتين على أن تكون الأسهم المتاحة للإصدار العام تعادل على الأقل 30 بالمائة من مجموع أسهم الشركة مع دفع رأس المال المصدر بالكامل (20 مليون جنية كحد أدنى)، في الكويت يشترط القرار 1 لسنة 1993 بخصوص إقرار وإدرج الأسهم للتداول ألا يقل رأس المال المدفوع للشركة المدرجة عن مليون دينار كويتي، وفي بورصة عمان يجب ألا يقل رأس المال المدفوع (إجمالي القيمة السوقية للشركة) عن مليوني دينار أردني وهذا تبعا للمادة 50 من توجيهات الإدارة الأوراق المالية في بوصة عمان².

كما أن هناك اختلافات أخرى في الأسواق سواء تلك التي تخص إدراج الشركات الأجنبية أو أرباح الشركات حقوق المساهمين....

نجد أيضا أسواق رأس المال العربية كغيرها من الأسواق الناشئة تتباين من حيث الحجم والأداء الخصائص الهيكلية فعلى سبيل المثال تختلف هذه الأسواق من حيث عدد الشركات المدرجة الشركات الجديدة التي تدرج كل عام، إجمالي القيمة السوقية للأسهم ورغم هذه الاختلافات إلا أنه يوجد هنالك نقاط تشترك فيها البورصات العربية، لم نتكلم عنها لأنها تدرج في إطار فرص تكامل أسواق رأس المال العربية ونحن في هذا المطلب أمام تحدي عقبة تنسيق التشريعات.

¹- بوكساني رشيد؛ معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر؛ مرجع سابق.

²-(تشمل بورصة عمان ثلاثة أسواق؛ القائمة الأولى والثانية تجري فهما تداول الأوراق المالية وفقا للقواعد إدراج خاصة أما القائمة الثالثة فتتناول الأوراق المالية المدرجة في السوق).

2-مطابقة بنية الأسواق المالية.

تتمثل عناصر الهيكل الأساسي لسوق الأوراق المالية في ثلاثة¹ نقاط: نظام التداول والإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد التسوية والمقاصة؛ وهي كما يلي:

- **نظام التداول:** هو نظام الذي يتم من خلاله تنظيم وتنفيذ عمليات الأوراق المالية المدرجة في السوق، حيث تمكنت الكثير من أسواق الأوراق المالية العربية من تعديل أنظمة تداولها بما يتماشى مع التطورات الدولية، إذ طبقت نظام التداول الإلكتروني؛ مما زاد في كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول. وينبغي تعميم وتوحيد الأنظمة الإلكترونية ليتسنى لكافة الدول العربية الربط بين هذه النظم على مستوى العربي والعالمي. تستخدم ثلاثة أنواع من أنظمة التداول في العالم العربي؛ نظام شركة Computer share الاسترالية؛ والمستخدم في سوق السعودية، الدوحة أبوظبي، دبي، البحرين، القاهرة، فلسطين، نظام شركة Effect Invest Bank النمساوية؛ المطبق في سوق الكويت، نظام شركة Atos Euronext الفرنسية؛ طبق هذا النظام في سوق مسقط المغرب، تونس، بيروت، عمان².

- **نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية:** يعمل هذا النظام على حفظ جميع الأوراق المالية التي يتم عليها التداول لدى جهة مركزية واحدة بدلاً من تداول الأوراق من متعامل إلى متعامل آخر، وبالتالي يتم تبسيط العملية لتصبح مجرد قيد بالدفاتر ومنه يكون الإيداع المركزي للأوراق المالية تمهيداً وامتداداً لقواعد المقاصة والتسوية. يمثل هذا النظام دعامة أساسية في زيادة كفاءة السوق، ومنه زيادة درجة السيولة؛ مما يؤدي جذب المتعاملين المحليين والأجانب.

- **المقاصة والتسوية:** من توصيات مجموعة الثلاثين G30 الإسراع بعملية التسوية وذلك بمقابلة أوامر الشراء والبيع في اليوم الثاني من عملية التداول (T+1) وتتم تصحيحها من قبل ISSOA³ بحيث يتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في نفس يوم التداول، وتنتهي عملية التسوية والمقاصة في (T+3)، كما أوضحت أيضاً أن النظام الكفء في عملية التسوية هو النظام الذي يتسم بالدقة العالية (لا يحدث أخطاء) ويحكم على كفاءة النظام القائم من خلال نسبة العمليات التي تنطوي على الأخطاء والتي لم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي يتم فيها تصحيحها، فكلما كانت هذه النسبة منخفضة جداً كلما دل ذلك على كفاءة النظام القائم⁴.

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 28-29.

² - هاني هاشم العناني، تقييم تجربة الربط الإلكتروني بين سوق أبوظبي ومسقط للأوراق المالية - دراسة حالة، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

³ - المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (IOSCO)

⁴ - بوكساني رشيد؛ مرجع سابق ص 327.

تتطلب عمليات التسوية نظاماً مركزياً لحفظ المعلومات والمستندات، لذلك قررت البلدان العربية الثلاثة التي ربطت أسواقها (الكويت ولبنان ومصر) إنشاء شركات خاصة مستقلة عن السوق، لأداء وظائف التسوية والإيداع والمقاصة. وأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة لتسوية في عام 1982، أما لبنان فكان ذلك في عام 1994 ومصر في عام 1696. وتعتمد أنشطة الشركات الثلاث على توصيات "مجموعة الثلاثين" التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة والتسوية.

المطلب الرابع: بعض النماذج القياسية المالية المتعلقة بتكامل الأسواق المالية

في الآونة الأخيرة ركزت كثير من البحوث على موضوع تكامل الأسواق المالية، وكيفية معالجة هذا الموضوع باستعمال الاقتصاد القياسي والكشف عن محدداته كما يتضح جلياً في الدراسات السابقة للموضوع. يشير مصطلح تكامل الأسواق المالية ويبين مدى العلاقات التبادلية بين أسواق الأسهم، وهناك من يستخدم موضوع اندماج الأسواق المالية للدلالة على التكامل أضف إلى ذلك مدى ارتباط عوائد الأسهم في الأسواق المحلية بالعوائد في الأسواق العالمية كمؤشر للتكامل.

أحدث التطور في النظرية المالية ثورة في مجال نظرية المحفظة، وكانت البداية استحداث أول نماذج تسعير الأصول المالية CAPM كما تم اعتماد هذا النموذج وتطبيقه على المستوى الدولي ليأخذ تسمية نموذج تسعير الأصول المالية الدولية (ICAPM)¹، ثم نظرية التسعير المرجحة (APT) والذي يفترض أن أسعار الأسهم لا تتأثر بمخاطر السوق فقط وإنما يمكن أن تتأثر بمخاطر أخرى يمكن أن يكون مصدرها مخاطر منتظمة في الاقتصاد.

في حالة التكامل العام تكون الأصول لها نفس العائد بغض النظر عن الموقع الذي تتم فيه التداول، ويعرف وضع التكامل التام بين الأسواق المالية في حالة تكافؤ الفرص في هذه الأسواق أي نفس المستوى من الأسعار ونفس مستوى المخاطر وكذلك يعتبر أكثر تكاملاً إذا كان هناك نقل للصدمات² في الأسواق العالمية الذي يتطلب القضاء التام على جميع الجواز على تدفق رأس المال.

1- اعتمد هذا النموذج كغيره من نماذج تسعير الأصول المالية من طرف عدة باحثين في اختبار تكامل الأسواق المالية ومثالاً على ذلك دراسة Elaine Buckberg سنة (1995) بعنوان: Emerging Stock Markets and International Asset Pricing ، أنظر <http://wber.oxfordjournals.org/content/9/1/51.short> (31/05/20016).

2- عادة ما تكون نماذج GARCH مناسبة للتعرف على تلك الصدمات والأثار المترتبة عنها مثلًا دراسة (2002) Fratzsher, Marcel تحت عنوان Financial market integration in Europe on the effect of EMU, on markets ، في الموقع: <https://ideas.repec.org/a/ijf/ijfiec/v7y2002i3p165-93.html> (31/05/2016).

يعتبر التطور الهائل لتكنولوجيا الاتصالات والحوسيب واستخدام الانترنت على نطاق واسع عاملا هاما في جعل الأسواق المالية أكثر تكاملا ، مما يتيح للمستثمرين إمكانية الحصول على المعلومات وسعة الاتصالات ومنه القدرة على إدارة المحافظ المالية بكل كفاءة.

إن المهم كذلك تقليل العوائق الحكومية، كل ما من شأنه يسيطر ويؤثر على حركة رؤوس الأموال أي المبادرة بتحرير أسواق رأس المال والتي سبقت بها الدول المتقدمة في السبعينات والثمانينات من القرن الماضي¹

1- نموذج تسعير الأصول المالية CAPM.

وفقا لنماذج تسعير الأصول، تعتبر الأسواق المالية المتكاملة إذا تم تسعير الأوراق المالية بنفس الخصائص مع نفس المخاطر بما ذلك الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المختلفة. اعتمادا على عمل ماركويتز، في مجال السوق المحلية، وعمل (Sharp 1964) و lintner 1965 و (1966 MOSIN)، ولراحل مستقلة، تم تطوير نموذج (CAPM) حتى أصبح بالشكل المشهور والمعروف باسم نموذج توازن الأصول المالية. يفترض هذا النموذج أن الأسواق مجزأة (غير مترابطة) وهو النموذج الذي لعب دورا هاما في إرساء الأسس النظرية للمحفظة المالية الحديثة. وضع نموذج CAPM على افتراض الأسواق المحلية فقط، أي على أساس بلد واحد فقط، فيكون سعر مخاطرة وحدوي.

من أبرز الدراسات المعنية بأهمية تنوع المخاطر كانت من طرف ماركويتز (1952)، ومنها كانت ثورة في مجال نظرية المحفظة. وكذلك ما جاء به (1958) markowitz, tobin أن المتعاملين بإمكانهم التنوع بالجمع بين الأصول الخالية من المخاطر مع الأصول المحفوفة بالمخاطر،

يدرس ويحلل نموذج تسعير الأصول المالية طبيعة العلاقة بين العوائد المتوقعة والمخاطر (المنتظمة وغير المنتظمة)² وهو نموذج التوازن الاقتصادي لتقييم الأسهم بواسطة العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع ويتم تمثيل هذا النموذج بيانيا بواسطة خط سوق رأس المال الممثل بالعلاقة:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

العائد المتوقع للورقة المالية:

العائد المتوقع لمحفظة السوق:

العائد على الأوراق م خالية لمخاطر:

مقياس حساسية الورقة بالنسبة إلى مخاطر السوق:

¹ Akdogan, Haluk, , the integration of international capital marketstheory and empirical, evidence, Edward Elgar publishing limited, USA, 1995.

² -حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة المحافظ الأوراق المالية ، الطبعة الأولى، 2005، المكتبة الأكاديمية، مصر، ص 465.

وبالتالي:

هناك المخاطر غير المنتظمة و المخاطر المنتظمة

- المخاطر المنتظمة لا يمكن تفاديها (بالتنوع) لأنها متعلقة بكامل السوق، أما المخاطر غير المنتظمة يمكن تفاديها بسياسة التنوع في المحافظ المالية. نموذج CAPM يستند على الافتراضات¹ التالية:
- (1) يهتم المستثمرون فقط (جل اهتمامهم) بعالمي المتوسط والتباين مما يعني أن قراراتهم الاستثمارية مبنية على العائد المتوقع وتباين محافظ الأوراق المالية.
 - (2) يتجنب المستثمرون المخاطرة عادة، وأن جميع المستثمرين لهم فترة واحدة كافية (أفق زمني)؛
 - (3) عوائد الأصول المالية تتبع التوزيع الطبيعي؛
 - (4) يمكن للمستثمرين الإقراض والاقتراض بدون مجازفة؛
 - (5) توجد أصول (أوراق مالية) خالية من المخاطر؛
 - (6) الأسواق في حالة المنافسة التامة، وجميع المعلومات تنعكس كليا في الأسعار؛
 - (7) أسواق رأس المال في حالة توازن، وتتميز انعدام تكاليف الصفقات والضرائب.

2-نموذج التسعير بالمراجعة

تم بناء نموذج التسعير بالمراجعة (APT) من طرف روبن 1976 والذي يقول أن هناك عدة عوامل للمخاطر المنتظمة لا يمكن الاعتماد على عوائد السوق لوحدها، من هذه العوامل التضخم، بعض المؤشرات الاقتصاد الكلي معدل ت الفائدة ويعتبر هذا النموذج كبديل عن نموذج تسعير الأصول المالية CAPM .

الشكل العام لنموذج التسعير بالمراجعة (APT)²:

$$E(R_i) = \beta_i + \sum_{i=1}^n \beta_i F_i + \mu_i$$

تمثل باقي النموذج، قيم العوامل، تمثل معدلات حساسية العوامل (ثوابت)، أما فيمثل العائد المتوقع نجد أن معظم البحوث الأولى حول تكامل الأسواق المالية وكذلك الدراسات الحديثة³ كانت على أساس نموذج تسعير الأصول المالية ونموذج التسعير بالمراجعة، إذ يعتمد هذا النموذج في بناءه على أساس السوق الواحدة

¹J. David Cummins, *Asset Pricing Models And Insurance Ratemaking*, Astin Bulletin, Vol. 20, No. 2, The Wharton School Of The University Of Pennsylvania, Philadelphia, USA, pp134-35

²Mishkim, Fredric S, Eakins Stanley G, 1998, *Financial markets and institution*, 2^{eme}edition, Addison, Westhay, US.

³ For example :

(مجزأة) فهو يفترض حالة التكامل التام للأسواق المالية¹ في الإطار الدولي، وقد تم اعتماده من أجل اختبار التكامل المالي في دراسات عديدة منها على سبيل المثال: (Solink1983) و (Cho, Eun, and Senbet 86) في الواقع من المستحيل أن نجد حالة التكامل التام بين الأسواق المالية، ومن المستبعد أن يكون حالة سوق اللاتكامل التام (أي في معزل عن جميع الأسواق العالمية، وأن الحواجز على تدفق رؤوس الأموال وتكلفة المعاملات والضرائب تحد من عمل المستثمرين من أجل تنويع محافظهم الدولية، فعلى حسب هذه نوعية ووجود هذه القيود تكون الاستثمار في المحافظ الدولية أو المحلية فقط.

يجد المتبع لدراسات اختبار التكامل المالي أن هناك تزايد كبير في أدبيات تكامل الأسواق المالية، فأغلب الدراسات الحديثة تعتمد على نماذج الاقتصاد القياسي مثل طريقة التكامل المشترك، الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم تجانس التباين (نموذج GARCH) السببية لقرانجر، ونموذج الانحدار المتعدد VAR وتحليل التباين في قياس هذا التكامل بين الأسواق.

3-الانحدار المتعدد ومعاملات الارتباط

استخدمت أساليب مختلفة في اختيار تكامل الأسواق المالية، فنجد عدة دراسات استعملت الانحدار البسيط ونماذج الانحدار المتعدد، ويكون معاملات الارتباط إما مقابل لأسعار الأسهم أو الانحرافات المعيارية لأسعار الأسهم من أهم هذه الدراسات دراسة akdogan (1995) ثم جاءت دراسته الثانية 1996 والتي اعتمدت² أو اقترحت طريقة

-
- stephen A, Ross, The Arbitrage Theory of capital Asset pricing, University of Pennsylvania, journal of Economic Theory, 13, pp 341-360(1976).
 - Gur Huberman, Zhenyu Wang, Arbitrage Pricing Theory, Columbia University , the Federal Reserve Bank of New York, August 15, 2005,
 - *Faruque, Muhammad* ,An Empirical Investigation Of The Arbitrage Pricing Theory In A Frontier Stock Market: Evidence From Bangladesh. Indian Journal Of Economics And Business , Vol. 10, No. 04 (1.December 2011): Pp. 443-465.
 - ¹.Solink, Bruno, 1974, An Equilibrium model of the international capital market, Journal of Economic theory, 8, PP, 500-524.
 - ².-See:
 - Marashdeh, omar, 1994, "international financial market intergration: An Examination of six stock markets "journal Pengurusan 13, PP 89-100.
 - Hazem Ali Marashdeh, Financial integration of the MENA emerging stock markets, PhD thesis, Op.Cit p37.
 - Gregory Birg, Brian M Lucey, (2006), Integration of Smaller European Equity Markets : a time-varying integration score analysis, school of business studies and institute for international integration, university of dublin, trinity college, dublin, paper no.136/ pp 6-7.

مختلفة عن الدراسات التي سبقتها، حيث اعتمدت على نموذج التحليل الدولي للمخاطر بطريقة كمية أعطت هذه الدراسة ترتيباً للبلدان قيد الدراسة من حيث مستوى التكامل بالخطوات التالية:

$$R_i = \alpha_i + B_i R_w + \varepsilon_i$$

أولاً: تبدأ بإبراز عوائد المؤشر الفردي المعطى بالعلاقة التالية¹:

الدولة ذات الترتيب i^{th} المقابل للمؤشر الإجمالي العالمي، و: يمثل المؤشر العالمي الإجمالي، و: يمثل حد الخطأ العشوائي

تباين المحفظة i^{th} يتكون من عنصرين حسب المعادلة التالية

$$\begin{aligned} Var(R_i) &= \beta_i^2 Var(R_w) + Var(\varepsilon_i) \Rightarrow \\ 1 &= \frac{\beta_i^2 Var(R_w)}{Var(R_i)} + \frac{Var(\varepsilon_i)}{Var(R_i)} = P_i + q_i \\ P_i + q_i &= 1 \end{aligned}$$

هو جزء من المخاطر المنتظمة في البلد i المقابل لمحفظة المؤشرات العالمية الإجمالية وبعبارة أدق مقياس تكامل السوق i مع السوق العالمي، فإذا كانت لها قيمة صغيرة فإن السوق يكون في حالة لا تكامل (تجزئة) مع السوق العالمية وإذا كانت لقيمة أكبر تكون هذه السوق أكثر تكاملاً مع السوق العالمية.

4- نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR.

حسب بنية نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR فإنه لدينا نظام يتكون من مجموعة معادلات يكون فيها كل متغير داخلي له معادلة بحيث أن عدد معادلات النموذج تساوي عدد المتغيرات الداخلية، كما أن كل متغير داخلي يعامل على أنه دالة في القيم المبطل لكل المتغيرات الداخلية وكل المتغيرات الأخرى الخارجية².

اعتمدت دراسة akdogan(1996) على عينة مكونة من 26 دولة خلال الفترة (1972 – 1989)، والنتائج التي توصلت إليها أن الأسواق الأوروبية الصغيرة والمتوسطة الحجم إضافة إلى معظم الأسواق الناشئة غير متكاملة (segmentation).

1. Priscilla Swartz (2006), "Global Version Regional Systematic Risk International asset Allocation in Asia", *annals Economics and finance* 1, 77-89; p 81.

² نجد الكثير من الكتاب من الذين لهم تفصيل ودراسات معمقة لنموذج VAR، (Banerjee et al. (1993، Hamilton (1994)، Hendry، (1995)، Johansen (1995)، Hatanaka (1996)، وفي ما يخص استعمال هذا النموذج لاختبار تكامل الأسواق المالية نجد عمل kasa (1995)،، (اعتماداً على نموذج VAR) وفق الشكل التالي: 92

$$\begin{aligned} X_t &= \mu + A_1 X_{t+1} + \dots + A_k X_{k+1} + \varepsilon_t \\ \Delta X_t &= \mu + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \Pi X_{t-k} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

ويأخذ¹ نموذج VAR الشكل الرياضي التالي:

$$y_t = a_1 y_{t-1} + \dots + a_p y_{t-p} + b x_t + \varepsilon_t$$

حيث :

:شعاع عمودي لعدد k من المتغيرات مصفوفات المعلمات المقدرة للمتغيرات الداخلية، :شعاع المتغيرات الخارجية، B :مصفوفة المعلمات المقدرة للمتغيرات الخارجية، p :طول فترات الإبطاء للمتغيرات، :شعاع الحدود العشوائية ويطلق عليها الصدمات في إطار نموذج الانحدار الذاتي.

يعتبر شعاع (أو متجه) تصحيح الخطأ نموذج متجه انحدار ذاتي VAR لكنه مقيد ويتم تصميمه للاستخدام مع السلاسل المعروفة أنها متساوية التكامل. بمعنى آخر أن نموذج VAR له علاقات تكامل متساوي تم توصيفها بحيث تقيد على المدى الطويل سلوك المتغيرات الداخلية لتتجمع حول علاقتها التكاملية مع السماح بالتعديل الديناميكي في المدى القصير.

حد التكامل المتساوي يعرف بحد تصحيح الخطأ حيث أن الانحراف عن التوازن في الأجل الطويل يتم تصحيحه تدريجياً من التصحيحات والتعديلات الجزئية في الأجل القصير

وفي الأجل الطويل فالمكون سوف يساوي الصفر وكل متغير من المتغيرات الداخلية (غير الساكنة) سوف يتكيف ليحقق علاقة التوازن بشكل جزئي.

5-نموذج GARCH

بمأن هذا النموذج ما هو إلا نموذج الانحدار الذاتي ذو التباين الشرطي غير المتجانس ARCH المعمم؛ فلنتعرف عنه أولاً ثم نموذج GARCH.

: يمثل متجه المتغيرات غير المستقرة.

$$\Gamma_i = (I - A_1 \dots \dots \dots A_k); i = 1 \dots \dots \dots k - 1$$

$$\Pi = (1 - A_1 \dots \dots \dots A_k)$$

وتلخص معلومات المدى الطويل للسيرورة (السلسلة) x_t في المصفوفة، ورتبة هذه المصفوفة تمثل عدد أشعة التكامل المشترك. إذا كانت للمصفوفة Π رتبة r نستنتج أن هناك علاقات تكامل مشترك بين عناصر x_t ونقول أن هناك $(n-r)$ من الاتجاهات العشوائية المشتركة.

¹-See: Bernhard Pfaff, VAR, SVAR And SVEC Models: Implementation Within R Package Vars, Journal Of Statistical Software 27(4):1-32 · July 2008

نموذج ARCH : قدم هذا النوع من النماذج من طرف Engle 1982 حيث تهدف في مضمونها إلى تحديد أو التنبؤ بالتشويش (للبنوك)؛ الذي يعتبر متغير شرطي عشوائي تابع في مشاهداته السابقة،

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{h_t} \dots \dots \dots 1$$

$$h_t = c + \sum_{i=1}^q a_i \varepsilon_{t-i}^2 \dots \dots \dots 2$$

يعرف النموذج ARCH (p;q) بالمعادلات التالية:

$$v_t \xrightarrow{iid} N(0;1)$$

يمكن القول أن العلاقة 1 أعلاه هي نتيجة فرضية عدم تجانس التباين، حيث تم اعتبار البنوك ε_t حاصل جداء تشويش أبيض v_t في متغير عشوائي $\sigma_t = \sqrt{h_t}$ ، ويتميز هذا الأخير بارتباط ذاتي خطي بين مربعات البنوك.

$$\begin{cases} \varepsilon_t / \varepsilon_{t-1} \longrightarrow N(0; h_t) \\ h_t = c + \sum_{i=1}^q a_i \varepsilon_{t-i}^2 \end{cases}$$

يمكن كتابة نموذج ARCH على الشكل التالي:

$$E(\varepsilon_t / \varepsilon_{t-1}) = 0$$

$$\text{var}(\varepsilon_t / \varepsilon_{t-1}) = h_t$$

وله الخصائص الإحصائية التالية:

$$h_t = c + \sum_{i=1}^q a_i \varepsilon_{t-i}^2$$

نموذج GARCH.

يسمى هذا النموذج بنموذج الانحدار الذاتي ذي التباين الشرطي غير المتجانس المعمم (ARCH المعمم)؛ ويعتبر من النماذج القياسية شائعة الاستعمال والتي تستخدم في دراسة وفحص عوائد الأصول المالية؛ إذ يستعمل كذلك في نمذجة تباينات الأخطاء الشرطية بهدف قياس حجم المخاطرة وضبطها ومن ثم التنبؤ بها، كما استخدم أيضا في اختبار¹ تكامل الأسواق المالية عبر الزمن ومدى وعلاقة التحرير المالي بالتكامل المالي. ويمكن شرح الصيغة الرياضية لهذه النموذج كما يلي:

¹ - See: Carrieri Francesca, Errunza Vihang and Hogan Ked, "Characterizing world market integration through time", Mc Gill University, Working Paper, No 467, 2002.

ناقشت هذه الدراسة موضوع تكامل الأسواق عبر الزمن (time varying market integration) لـ 8 أسواق مالية ناشئة خلال الفترة 76 - 2000 باستخدام منهجية GARCH-M في للقياس التجريبي لتكامل الأسواق المالية.

انطلاقاً من الخصائص الإحصائية للنموذج نضع: $v_t = \varepsilon_t^2 - h_t$ وبالتالي يكون: $\varepsilon_t^2 = v_t + h_t$

وبالتعويض بما يعادل h_t نجد: $\varepsilon_t^2 = c + \sum_{i=1}^q a_i \varepsilon_{t-i}^2 + v_t$ وبما أن $\varepsilon_t^2 = v_t^2 h_t$ فإن:

$$v_t = (v_t^2 - 1) h_t \text{ ومنه: } v_t = \varepsilon_t^2 - h_t \Rightarrow v_t = v_t^2 h_t - h_t \Rightarrow v_t = (v_t^2 - 1) h_t$$

ونتيجة لذلك فإن: أي متغير عشوائي χ_t هو دالة في انحرافه المعياري المتغير عبر الزمن وتشويش أبيض

$$\chi_t = f(h_t, v_t) = \sqrt{h_t} v_t \text{ ونكتب ما يلي: اعتماداً على نموذج ARCH}$$

○ الطريقة المتبعة في تطبيق نموذج GARCH على أسعار الأسهم: لنعبر مردودية أصل مالي محل

$$R_t = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right) * 100 \text{ حيث } S \text{ تمثل قيمة الأصل المالي. التعاقد كما يلي:}$$

حسب نموذج ARCH المردودية R_t هي متغير عشوائي تابع لانحرافه المعياري وتشويش أبيض

$$R_t = \sqrt{h_t} v_t$$

$$v_t \xrightarrow{iid} N(0,1)$$

وفي هذه الحالة يأخذ نموذج GARCH الشكل التالي: $h_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} + \sum_{k=1}^q \gamma_k R_{t-k}^2$

$$h_t = \alpha + \beta h_{t-1} + \gamma R_{t-1}^2 \text{ كحالة خاصة يمكن أخذ النموذج GARCH(1,1):}$$

α, β, γ معاملات حقيقية موجبة، الثابت α يمثل قيمة التباين في المدى الطويل، إذا كان

$$\alpha + \beta < 1 \text{ فإن سلسلة مربعات المردودية } R_t^2 \text{ مستقرة.}$$

تكلّمنا في ما سبق عن اختيارات التكامل المالي باستخدام نماذج التسعير للأصول المالية CAPM والنماذج التي

تلّمها والمذكورة آنفاً، أما الآن فنتكلم عن الدراسات الحديثة في هذا الموضوع والتي استخدمت تقنيات الاقتصاد

القياسي تتميز أسعار الأسهم في الفترات الطويلة بالاتجاه الصعودي¹ في كل المؤشرات فحاولت العديد من الدراسات حساب عدد من الاتجاهات العشوائية المشتركة .

عندما تتكامل الأسواق المالية فمن المتوقع أن تعكس هذه المؤشرات الاتجاهات المشتركة، ومن هذا الوضع جاءت فكرة عدم استقرارية المؤشرات وأصبح من الضروري استخدام طريقة التكامل المشترك (DICKINSON 2000) يشير وجود التحركات المشتركة لأسعار الأوراق المالية إلى وجود تكامل أسواق الأسهم ، مما يعني أن تحرك السوق الواحد يساعد في توقع أسعار السوق الآخر في حالة التكامل بين سوقين اثنين، ويكون هناك نموذج تصحيح الخطأ، كما أن لهما اتجاه مؤشر عشوائي مشترك واحد على الأقل، (وأنهما يميلان إلى الانحراف معا على مر الزمن).

6-طريقة التكامل المشترك في اختبار تكامل الأسواق المالية.

هناك عدة طرق لاختبار التكامل المشترك، نتناول منها تلك التي استعملت في اختبار تكامل الأسواق المالية على حسب اطلاعنا؛ فنجد طريقة انجل- غرانجر Engle-Granger (E-G: 1987) وتسمى أيضا أسلوب المرحلتين، وطريقة ثنائية؛ طريقة جوهانسن-جسليوس Johansen-Juselius (J-J:1990) ؛ إذ تعتمد هذه الأخيرة على اختبارين؛ اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى²، بالنسبة لاختبار الأثر λ_{Trace} ، يحسب كما يلي:

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i)$$

حيث λ_i : القيمة الذاتية رقم المصفوفة التباين-التباين المشترك التي تسمح بحساب القيم الذاتية. و K يمثل عدد المتغيرات ، و r يمثل رتبة المصفوفة ، و n تمثل حجم العينة. فرضيات الاختبار هي $H_0: \lambda_{trace-C} < \lambda_{trace-T}$ عدد معادلات التكامل المشترك يساوي أو يقل عن r، أي $r=0$. و $H_1: \lambda_{trace-C} > \lambda_{trace-T}$ عدد معادلات التكامل المشترك $r=1$.

¹Saini,Azman, Azali, M. HabibullahM , S,Matthews.K, G 2002, 'Financial integration and the ASEAN-5 equity markets,' Applied Economics, 34, pp 2283-2289

² - Alsuhaibani, Saleh I, (2004) Financial integration of stock markets in the Gulf Cooperation Council countries, A doctoral thesis, UMI Microform 3143808, Colorado State University, July 10, p88.

أما بالنسبة لاختبار¹ القيمة الذاتية العظمى λ_{max} :

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -n \ln(1 - \lambda_{r+1})$$

حيث $H_0: \lambda_{max-C} < \lambda_{max-T}$ عدد أشعة التكامل المشترك هو r و $H_1: \lambda_{max-C} > \lambda_{max-T}$ عدد أشعة التكامل المشترك هو $r+1$. فأول دراسة في هذه المجال هي دراسة kasa² سنة 1992، كما نجد هناك طرق أخرى لاختبار التكامل منها نهج التكامل المشترك باستخدام بيانات البنائ المعتمدة في دراستنا هذه؛ وسيتم بيان هذا النهج بشيء من التفصيل قبل الدراسة التطبيقية، وكذلك تقنية التكامل المشترك³ غير الخطي.

خاتمة الفصل

تناولنا في هذا الفصل ظاهرة العولمة المالية كمدخل لدراسة التكامل المالي، حيث تم التعريف بها على أنها تزايد الاعتمادات الاقتصادية المتبادلة بين دول العالم بوسائل متعددة؛ منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، والتدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا المتقدمة، وتتيح العولمة أيضا فرصا وتحديات جديدة أمام الاقتصاديات وصانعي السياسات، وبوجه عام فإن مزايا العولمة تشبه مزايا التخصص وتوسيع نطاق الأسواق عن طريق التجارة، وهو ما يشدد عليه الاقتصاديون الكلاسيكيون. فعن طريق زيادة التقسيم الدولي للعمل وزيادة كفاءة تخصيص المدخرات، تؤدي العولمة إلى رفع الإنتاجية ومستويات المعيشة، في حين تتيح زيادة الحصول على المنتجات الأجنبية الفرصة لكي يتمتع المستهلكون بمجموعة كبيرة من السلع والخدمات بتكلفة أقل. وقد تم شرح وكشف عدة جوانب متعلقة بهذه الظاهرة، ثم انتقل الحديث حول موضوع التحرير المالي، والذي يعتبر من مسببات العولمة المالية؛ ماهية التحرير المالي وعلاقته بالنمو الاقتصادي، التطور المالي بما ذلك تطور الأسواق المالية، أضف إلى ذلك مناقشة الآراء المختلفة والجدل القائم حوله؛ إذ أن الإجراءات المتعلقة به والمتبعة من أجله ما هي مراحل متقدمة لنهج اقتصاد السوق.

¹ - أحمد سلامي، محمد شيخي، (2013)، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث العدد 13، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 127.

² - انظر الدراسات السابقة للموضوع ص... في المقدمة العامة.

³ - For example: See Mohamed El Hedi AROURI, and Fredj JAWADI, Stock Market Integration in Emerging Countries: Further Evidence from the Philippines and Mexico, Amiens Graduate Business School, France

كما تمت مناقشة موضوع التكامل المالي والذي عرف بأنه تطوير نظم وآليات تسمح وتسهل عمليات التداول في الأسواق والأدوات المالية المختلفة وذلك من خلال منظور يتناولها كسوق واحد متكامل. ومن ثم تمت دراسة بعض الجوانب المتعلقة به؛ من حيث الأهمية وكذا التعرف على خصائصه وصفاته، ومتطلبات التكامل بين البورصات، كما نود الإشارة على نقطة على درجة كبيرة من الأهمية وهي ضرورة تبني سياسات التكامل بالإشراف. وكخاتمة لدراسة هذا الموضوع تم التعرف على أهم الأدوات المالية الكمية (النماذج الكمية) المستخدمة في قياس التكامل بين الأسواق المالية والتي تعتبر نماذج قياسية مالية؛ نموذج تسعير الأصول المالية، التسعير بالمراجعة، نماذج الانحدار الخطي، نماذج الانحدار الذاتي ذي التباين الشرطي غير المتجانس المعمم (ARCH المعمم)؛ نهج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ و... ، والتي يمكن اتخاذها تمهيدا لتطبيقات اقتصادية مالية.

الفصل الثالث



الفصل الثالث: لمحة عن دول مجلس التعاون الخليجي

مقدمة الفصل

تعتبر الدول الخليجية من الدول الربيعة والتي تعتمد على الثروات الطبيعية كمصدر رئيس لدخلها، إذ يعتمد ناتجها المحلي الإجمالي على المحروقات بشكل أساسي، وهي تسعى جاهدة للتخلص من هذه التبعية الاقتصادية منذ سنوات؛ وتعتبر دولة الإمارات العربية المتحدة السبابة في هذا الشأن، وعموما ألزمت الأزمة الأخيرة والتي تدهورت فيها أسعار النفط بشكل غير مسبوق هذه الدول التفكير بجديّة والتخطيط للخروج من هذا المأزق.

تسعى هذه الدول من أجل مسابرة ركب التطور ورفع مستويات النمو الاقتصادي، وفي الإطار ونظرا لمتطلبات العولمة الاقتصادية نجد أن التنسيق لا زال قائما ومستمرًا بين اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي؛ إذ نجد قادة هذه الدول قد وضعوا نصب أعينهم مخططات التجارب السابقة للتكتلات الاقتصادية العالمية وبالتحديد تجربة الدول الأوروبية في تحقيق الوحدة الاقتصادية. وهكذا أصبح الهدف واضحا بالنسبة لهم ومصرح به؛ بل تجسد ذلك في السعي الحثيث نحوه رغم العراقيل التي يواجهونها وتشكل بذلك إصرارا من أجل الوصول إلى السوق المشتركة والوحدة النقدية.

تناولنا في هذا الفصل الدول الخليجية في محاولة للإمام ببعض الجوانب الاقتصادية لها؛ حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث؛ خصص المبحث الأول لإلقاء نظرة حول الأسواق المالية في هذه الدول، وفي الثاني نظرة اقتصادية حول هذه الدول وتطور المتغيرات الاقتصادية فيها خلال السنوات الأخيرة، كما تمت مناقشة الجهود المبذولة من قبل مجلس التعاون الخليجي نحو التكامل المالي في المبحث الثالث.

المبحث الأول: نظرة عن الأسواق المالية الخليجية

شهدت الأسواق المالية الخليجية الكثير من الإصلاحات الاقتصادية والمزيد من الأحداث والتطورات على هذا المستوى؛ حيث عرفت نوعاً من التحرير المالي المتزايد، مما أثر وزاد في حجم الطلب على الأسهم في هذه الأسواق، مما أضفى عليها نوعاً من الحركية والنشاط؛ وفي هذا الصدد تعتبر سوق الأسهم السعودية الأكثر نشاطاً في المنطقة، وعموماً يرجع سبب هذا النشاط إلى دخول المستثمرين الأجانب إلى هذه الأسواق إذ كان التعامل في السابق مقتصر على الامتيازات الممنوحة لمواطني دول الخليج، في حين كانت يقتصر نشاط المستثمرين الأجانب على صناديق الاستثمار المشتركة، وهكذا شهدت الأسواق المالية الخليجية تحرراً في ملكية رأس المال للأجانب وصلت مائة بالمائة في المملكة العربية السعودية.

المطلب الأول البورصة الكويتية

تم تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية منذ حوالي ربع قرن؛ وذلك تبعاً للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، حيث جاء فيه أن سوق الكويت للأوراق المالية هو مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، وذلك طبقاً للقوانين والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق¹.

يتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم، ومراقبة السوق المالي، وله على وجه الخصوص ما يلي²:

تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛

تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛

تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين؛

تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛

تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق³.

كما يهدف سوق الكويت إلى تحقيق جملة من الأهداف⁴ هي :

ترشيد التعامل في الأوراق المالية؛

تنمية التعامل في الأوراق المالية، واتخاذ الإجراءات الضرورية لتنمية واستقرار التعامل، والعمل على السير الجيد

لتفادي الأزمات؛

تقديم الرأي والمشورة إلى الأجهزة الحكومية المختصة؛

¹ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الكويت : www.kwaitse.com (05/09/2008)

² المادة (3) من المرسوم (بدون رقم) الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 و الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والمعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.

³ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الكويت : www.kwaitse.com (05/09/2008)

⁴ القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الأول، المواد 1-6.

العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار، وتنمية الوعي الاستثماري، والعمل على حماية المدخرات.

تعتبر لجنة السوق أعلى سلطة في إدارة سوق الكويت للأوراق المالية، وتتمثل المهام أساسا في وضع القواعد، والسياسات العامة للسوق في إطار الأهداف المحددة، وطبقا للمادة 06 من المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، و المعدلة بالمرسوم رقم 158 لسنة 2005 تتولى اللجنة القيام بالمهام التالية :

- الإشراف والرقابة على التعامل بالأوراق المالية؛
- الرقابة على الإيداع، والحفظ المركزي، والسيولة والمقاصة؛
- النظر في طلبات قيد الأسهم، وقيد الوسطاء؛
- الرقابة على تعامل الصناديق، والمحافظ الاستثمارية في الأوراق المدرجة؛
- إعداد البيانات المالية للشركات المدرجة، وصناديق الاستثمار، والإفصاح عنها والرقابة عليها؛
- وضع ومراقبة ضوابط الاستحواذ على نسب مؤثرة في رؤوس أموال الشركات؛
- وضع ضوابط منع التعامل بناء على معلومات داخلية، أو غير معلنة أو لتضارب المصالح؛
- وضع ضوابط السلوك الممنوع، والالتزام بالسرية لموظفي السوق، والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛
- إعداد ونشر التقارير المالية، والتحليلات، والضوابط التي يتعين الالتزام بها في الإعداد والنشر؛
- ضبط الإجراءات التي يتعين على إدارة السوق اتخاذها لمواجهة أية ظروف استثنائية بما في ذلك وقف العمل مؤقتا في السوق أو في سهم شركة أو أكثر؛
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق، واعتماد الحسابات الختامية، وتعيين محافظ الحسابات.
- يتمتع مدير السوق بكافة الصلاحيات اللازمة لإدارة السوق¹، وإصدار التعليمات الخاصة بذلك، وهو المسؤول على تنفيذ قرارات اللجنة، كما يعتبر الممثل القانوني للسوق ويحق له التوقيع عنه، وتوجد للمدير صلاحيات أخرى هي:
- تقديم الاقتراحات للجنة السوق، وكذلك الدراسات، والأنظمة اللازمة لقيام السوق بالمساهمة مع الجهات المتخصصة في تحقيق التنسيق، والتعامل بين النشاطات المالية، والاقتصادية، وحركة رؤوس الأموال، بل وكل ما من شأنه العمل على ازدهار السوق لتحقيق أهدافه على أحسن وجه ممكن؛
- يحق لمدير السوق اتخاذ ما يراه مناسبا من الإجراءات لوقف أو لإلغاء أو تعديل أية عملية تداول جرت خلافا للقانون، أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها في السوق، ولا يترتب على السوق أية مسؤولية من جراء ذلك، ويعرض الأمر على اللجنة في أول اجتماع لها للبت فيه بصفة نهائية؛

¹ القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الخامس، المواد 42-43-44-45.

- يحق لمدير السوق تفويض أي موظف بالسوق لمزاولة بعض صلاحياته بعد موافقة اللجنة. يتم على مستوى السوق المالي إنشاء إدارة للدراسات المالية والاقتصادية في السوق؛ تتضمن كافة الأجهزة الفنية المتخصصة¹ التي تعاون السوق على القيام بمهامه على أحسن وجه ممكن وهي: جهاز متابعة الأسعار، وجهاز مراقبة البيع بالأجل، جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات، جهاز التحقيقات. يتمثل نشاط جهاز متابعة الأسعار الرئيس في تجميع البيانات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية المقيدة، والمتداولة في السوق، وإعداد المؤشرات الإحصائية الخاصة بتحركات الأسعار لهذه الأوراق². يتولى جهاز مراقبة البيع بالأجل حركة البيع بالأجل، واقتراح الأسس، والقواعد المناسبة لترشيد عمليات البيع بالأجل من حيث حجم المعاملات، و آجالها، وأسعارها، واتجاهاتها، وتباينها مقارنة بالأسعار الفورية. يقوم جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات بالإضافة إلى مهمة جمع، وتحليل، ونشر المعلومات، بإعداد الدراسات، وإصدار النشرات اليومية، والدورية، كما يقوم كذلك بنشر المؤشرات المالية للشركات، والمعبرة عن الوضعية المالية لها.

يتولى جهاز التحقيقات والتحقيق في الأمور التي يكلفه بها مدير السوق عن مدى صحة المعلومات، والبيانات الصادرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، كما يتولى إجراء التحقيقات اللازمة في المنازعات المعروضة للجنة التحكيم بالإضافة إلى تقديمه تقريراً مفصلاً عن النزاع المعروض للجنة التحكيم، كما قد يكون لهذا الجهاز مهام أخرى محددة من قبل مدير السوق.

بخصوص تطور ونمو هذه السوق هناك من يرى أنها مازالت مقيدة بسبب نقص صناع السوق، واقتصار دخول الأجانب على مواطني دول مجلس التعاون، أضف إلى ذلك محدودية التعامل بالمكشوف والمشتقات المالية³. بالنسبة لعضوية السوق فيعتبر عضواً في السوق كل من الشركات الكويتية الطارحة أسهمها للاكتتاب العام، وكذلك الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة قبول عضويتها، ووسطاء الأوراق المالية المرخص لهم بأعمال الوساطة؛ طبقاً لما جاء في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق في الفصل الثالث، المواد من 13-30.

يعتبر الوسيط الشخص الذي يقوم بأعمال نيابة عن الشركة مرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق؛ ولهذا الوسيط مساعد هو الشخص الذي يتبع الشركة التي ينوب عنها الوسيط، ويجوز له مساعدة الوسيط، كما يشترط في شركات الوساطة ما يلي⁴ : أن تكون الشركة كويتية، وجميع الشركاء فيها من الكويتيين؛

¹ القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الخامس، المادة 46.

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الكويت : www.kwaitse.com (05/09/2008)

³- Hassan, K. M., Al-Sultan, W. S., & Al-Saleem, J. A. (2003). Stock market efficiency in the gulf cooperation council countries (GCC): The case of Kuwait stock exchange. Development, 1(1). P08

⁴ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الكويت : www.kwaitse.com (05/09/2008)

أن يكون القائمون بأعمال الوساطة كويتيين، وحاصلين على مؤهل علمي لا يقل عن الثانوي أو ما يعادلها، أو لديهم الخبرة، والمران الكافيين بحيث تقبلها اللجنة، وذوي سمعة طيبة، ومتفرغين لأعمال الوساطة؛ أن لا يكون مديرها أو الشركاء المفوضون بالإدارة أو القائمون بأعمال الوساطة قد أعلن إفلاسهم في الكويت، أو في الخارج، أو حكم على أحد منهم بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف، أو الأمانة ما لم يكن قد رد اعتباره؛ أن يكون رأس المال المدفوع لا يقل عن ذلك المحدد من قبل اللجنة؛ أن تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول بقيمة محددة من قبل اللجنة؛ أن توفر أي شروط أخرى تم تحديدها من قبل لجنة السوق.

يتم التقييد في سجل الوسطاء عن طريق طلب مصحوبا بالمستندات التي تثبت الشروط المطلوبة، وتنظر اللجنة في هذه الطلبات، وتكون القرارات التي تصدرها اللجنة نهائيا وغير مسببة، ولا يجوز للشركة التي تم رفض طلبها إعادة الطلب قبل مضي سنة من تاريخ الإخطار بالرفض، كما يشترط في الوسطاء الالتزام بشروط مزاوله المهنة المنصوص عليها في القانون¹.

في إطار قيد وقبول الأوراق المالية يقتصر التداول في سوق الكويت للأوراق المالية طبقا للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، على الأوراق المالية التالية:

أسهم شركات المساهمة الكويتية؛

أسهم الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة قبول عضويتها؛

أسهم شركات المساهمة غير الكويتية التي ترخص اللجنة تداول أسهمها؛

سندات الدين التي تقرر لجنة السوق قبول التعامل فيها؛

الأذون و السندات الصادرة عن حكومة الكويت أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العمومية؛

يجوز بقرار من لجنة السوق قبول تداول سندات الدين وبالأخص :

السندات الصادرة عن الشركات الكويتية؛

شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية؛

السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية؛

الأوراق التجارية المقبولة من البنوك².

يكون قبول التداول في هذه السندات وفقا للقواعد الموضوعية من قبل لجنة السوق بعد أداء الرسوم المقررة، كما يتعين على اللجنة عند بحث طلب القيد للأوراق المالية، أو قبولها للتداول أن تراعي المركز المالي للشركة، وأهميتها للاقتصاد الوطني ومدى تقدمها في تحقيق أغراضها، وربحيته، وغير ذلك من الأمور التي تراها اللجنة ذات أهمية. يجب التداول في الأوراق المالية المقيدة، والمقبولة للتداول في السوق داخل قاعة السوق، ومن خلال وسيط مقيد بالسوق، ويستثنى من ذلك حالات الإرث، الوصية، و أي حالات أخرى تقرها لجنة السوق، كما يتم تسجيل كافة

¹ القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الخامس، المواد من 21-30.

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الكويت : www.kwaitse.com (05/09/2008)

المعاملات التي تجرى على هذه الأوراق حتما عند انتقال ملكيتها في سجلات السوق في جميع الأحوال بناء على ما جاء في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 في نص المواد من 31-36..

كما يجب تواجد مراقب أو أكثر من إدارة السوق في القاعة بصفة مستمرة في خلال جلسات السوق، ويتعين على المراقب إخطار مدير السوق، أو من يفوضه بالمعاملات التي يثار النزاع بشأنها بغية اتخاذ القرارات، والإجراءات اللازمة، كما يراقب جهاز التسعير هو الآخر حركة التداول، والأسعار بما يكفل انتظام المعلومات، واستقرارها، وذلك على ضوء الأوامر من الوسطاء.

يجوز للجنة عند الضرورة تحديد نسبة تقلبات الأسعار، بما يؤدي إلى استقرار المعاملات في السوق، ولمدير السوق أن يوقف عمليات التداول في حالة تجاوز النسب المحددة، ولمدة لا تزيد عن ثلاثة أيام عمل لكل حالة. تتولى إدارة السوق الإعلان عن الصفقات، والكميات التي تم تداولها في كل من الأوراق المالية المقيدة، أو مقبولة التداول في السوق، وغير ذلك من المعلومات، والبيانات التي تراها ضرورية لصالح المتعاملين في السوق¹. على الرغم من كل المؤشرات الإيجابية لسوق الكويت للأوراق المالية إلا أنه يحتاج إلى إعادة هيكلة سوق المال بحيث يتم فصل التشريع والرقابة عن الإدارة وترك الأسواق للقطاع الخاص ومنه تشكيل هيئة سوق مال واعدته².

المطلب الثاني: سوق مسقط للأوراق المالية

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88 53 /بتاريخ 21 يونيو 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العُمانية، وليساهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، العمل على إرساء أسس العدالة في التسعير، سلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصوليا فيما بين أطراف التعامل - بائعين ومشتريين، وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين . استمرت السوق على هذا النحو إلى أن صدر المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 والذي نصت المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. أما سوق مسقط للأوراق المالية الحالية فقد أصبحت كيانا قانونيا

¹ - في هذا الإطار وفي محاولة لمنع التلاعب والممارسات السيئة تم إصدار القانون رقم 7 في عام 2010، إلا أن هذا القانون لم يشمل جميع أشكال التلاعب في الأوراق المالية ما عدا استقرارية الأسعار؛ انظر:

Al Shuraian, F. A. (2014). Market manipulation in Kuwait stock exchange: an analysis of the regulation of market manipulation prior and under Law no. 7 of 2010 (Doctoral dissertation, School of Law).

² - حامد صالح السيف(2008)، دور اتحاد الشركات الاستثمارية في تفعيل إنشاء هيئة أسواق المال في دولة الكويت، للمؤتمر الثاني: تطوير السوق الرأسمالي في الكويت "مشروع هيئة أسواق المال"، اتحاد الشركات الاستثمارية-الكويت. ص5.

لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السلطاني السامي رقم (80 / 98)، حيث نصت المادة (9) منه¹ على الآتي:

- يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى "سوق مسقط للأوراق المالية" وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية يكون مقرها مدينة مسقط، وتتبع السوق الهيئة أيضا شركة مسقط للمقاصة والإيداع التي تم إنشاؤها وهي عبارة عن شركة مساهمة عمانية مغلقة (ش.م.ع.م) تأسست بالمرسوم السلطاني السامي رقم: (98/80) بتاريخ 25- فبراير- 1998 وتمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 40% من رأسمالها، كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار الحصة الباقية من رأسمالها².

- نصت المادة (11) من قانون سوق رأس المال³ على أن يقوم على إدارة السوق وتنظيم شئونها مجلس إدارة يختص بتصريف أمورها واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها في حدود السياسة العامة للهيئة ويتولى مجلسها- فيما بين أمور أخرى - إعداد مشاريع اللوائح والأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لتنظيم السوق وعرضها على مجلس إدارة الهيئة لاعتمادها، ويشكل مجلس إدارة السوق من مدير عام السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي العماني وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق كما يصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين كل من مدير عام السوق ورئيس مجلس إدارتها، أما الجمعية العامة للسوق فتتكون من شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق والوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني .

ظلت حكومة السلطنة تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية العماني، وذلك بتبني إصلاحات واسعة جعلتها مواكبة للأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا من أجل استقطاب المدخرات المحلية، وجذب الاستثمارات الخارجية. قد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما فيها أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى الوساطة المالية

نتيجة لهذه الإصلاحات أصبحت سوق السلطنة مؤهلة لان تلعب دورا هاما في تنفيذ سياسة الدولة الرامية إلى تخصيص مؤسسات القطاع العام. أما على صعيد العلاقات الإقليمية والدولية فان خطط إدارة سوق مسقط للأوراق المالية هي توطيد العلاقات الإستراتيجية بالبورصات العالمية فهي الآن عضو في اتحاد البورصات الأوروبية والأسبوية واتحاد البورصات العربية هذا فضلا عن توقيعها مذكرات تفاهم مع بعض البورصات العالمية منها بورصة لندن، والبورصة المصرية والإسكندرية وبورصة كوالالمبور؛

¹ - قانون سوق رأس المال (العماني) رقم 80 لسنة 1998 الباب الأول؛ تسوية المعاملات ونشر المعلومات، الفصل الأول، المادة 09، سوق مسقط للأوراق المالية.

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة مسقط (19/10/2012) www.msm.gov.om

³ - انظر: قانون سوق رأس المال (العماني) رقم 80 لسنة 1998 الباب الأول؛ تسوية المعاملات ونشر المعلومات، الفصل الأول، المادة 11، سوق مسقط للأوراق المالية.

كانت سوق مسقط للأوراق المالية تتولى دور الرقابة على السوق والتداول وتعمل في نفس الوقت كمركز للإيداع المركزي. أما الآن فقد تم الفصل بين البورصة وشركة الإيداع المركزي والسلطة الرقابية حيث توجد الآن ثلاث جهات منفصلة لكل منها شخصية اعتبارية قائمة بذاتها¹.

يعود السبب الرئيسي لإعادة الهيكلة هو الفصل بين تلك الأجهزة وتوضيح أهداف ووظائف كل منها حيث تكون مهمة أي منها واضحة وأكثر فعالية. وقد سميت السلطة الرقابية بالهيئة العامة لسوق المال وهي هيئة رقابية مستقلة تقوم بالرقابة على أعمال السوق وشركة الإيداع المركزي والمتعاملين فيهما. كما احتفظت البورصة باسمها وهو سوق مسقط للأوراق المالية بعد إعادة هيكلة سوق رأس المال العماني بموجب قانون سوق رأس المال رقم 80/98. كما تقوم حالياً بوظائف هامة تتمثل في الرقابة على شركات الوساطة والشركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى مواصلة دور إدارة البورصة وخدمة الأعضاء².

أكملت السوق في مجال تقنية المعلومات إجراءاتها المتعلقة باستبدال نظام التداول الإلكتروني المستخدم حالياً منذ عام 1998 بنظام آخر أكثر حداثة وكفاءة، ويعمل وفقاً للمعايير الدولية المطبقة في الأسواق المتقدمة ويتماشى مع تطورات السوق في تطوير صناعة الأوراق المالية في السلطنة، وقد تم تشغيل نظام التداول الإلكتروني من شركة أتوس يورونيكتس؛ وهو نظام فرنسي متطور، وقد تم اختيار النظام الفرنسي وهو نظام متطور تستخدمه العديد من البورصات العالمية المتقدمة، ويضمن النظام الجديد توفير البيانات والمعلومات بشكل فوري للجهات الرقابية تمكّنهم من تفعيل دورها الرقابي على التعاملات في السوق أولاً بأول، كما يقوم النظام على بث بيانات التداول بشكل فوري لجميع المستخدمين. كما سيمكن السوق من إضافة العديد من أدوات الاستثمار الجديدة مستقبلاً وكذلك سهولة الربط مع الأسواق المالية الخليجية والعربية،

أنشأت سوق مسقط للأوراق المالية كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مقرها مدينة مسقط، تعمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري وحماية المستثمرين، كما تعمل على تهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع المشترك على الاقتصاد الوطني والمستثمرين. وذلك في رسالة تتمثل في توفير بيئة ذات كفاءة جاذبة للاستثمار، ورؤية مواكبة العصر للارتقاء بالأداء. حيث تتيح السوق المجال لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها حكومة السلطنة أو شركات القطاع الخاص، بالإضافة إلى وحدات صناديق الاستثمار³ وأية أدوات استثمارية محلية أو غير محلية يوافق عليها السوق. ولتحقيق ذلك يعمل السوق على ما يلي :

¹ - تتمثل الجهات الثلاثة في: الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية وشركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية، انظر: حامد صالح السيف (2008)، دور اتحاد الشركات الاستثمارية في تفعيل إنشاء هيئة أسواق المال في دولة الكويت، للمؤتمر الثاني: تطوير السوق الرأسمالي في الكويت "مشروع هيئة أسواق المال"، اتحاد الشركات الاستثمارية-الكويت، ص5.

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة مسقط (19/10/2012) www.msm.gov.o

³ - يحدد القانون كل ما يتعلق بصناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية انظر: قانون سوق رأس المال (العماني) رقم 80 لسنة 1998 الباب الثالث، الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الفصل الثاني: صناديق الاستثمار وحسابات العهدة؛ المواد 33-45.

- تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات وحماية المتعاملين.
- تنمية الوعي الاستثماري من خلال التفاعل مع المتعاملين والمؤسسات التعليمية والاقتصادية لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية
- خلق بيئة عمل مهنية وترسيخ قواعد السلوك المهني بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية
- مواكبة التطورات في الأسواق المالية بغية تطبيق التقنيات التي توفر مستوى عال من الأداء .
- تعميق السوق من خلال تشجيع إدراج شركات جديدة وتنويع أدوات الاستثمار .

المطلب الثالث: سوق الأسهم السعودي

كانت بداية الشركات السعودية المساهمة في منتصف عام 1930، عندما تم تأسيس "العربية للسيارات" شركة باسم شركة مساهمة أولاً. وبحلول عام 1975 كان هناك حوالي 14 شركة عامة. والتوسع الاقتصادي السريع، إلى جانب استعادة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية، ولقد أدت زيادة رأسمال البنوك في عام 1970 إلى إنشاء عدد من الشركات الكبرى والبنوك المساهمة¹.

ظلت السوق غير الرسمية حتى أوائل عام 1980، عندما شرعت الحكومة في تشكيل سوق منظم للتداول جنباً إلى جنب مع أنظمة المطلوبة. ففي عام 1984 تم إنشاء لجنة وزارية مكونة من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وتشكلت وزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) لتنظيم وتطوير السوق. كانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية التي تتولى مسؤولية تنظيم ومراقبة أنشطة السوق حتى تم تأسيس هيئة سوق المال (CMA) في يوليو 2003 تحت قانون سوق رأس المال (CML) بموجب المرسوم الملكي رقم (M/30) هيئة السوق المالية هي المنظم الوحيد والمشرف على سوق رأس المال، تصدر قواعد واللوائح المطلوبة لحماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

يتمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية في هيئة السوق المالية والتي تأسست في 31 / 7 / 2003 م الصادر بموجب " نظام السوق المالية " بالمرسوم الملكي رقم (م / 30)، وتهدف هذه الهيئة إلى تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، من خلال فرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين². انطلاقاً من الأثر الإيجابي لنظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية نجد أن السوق المالي السعودي يتمتع بنظام تداول مرناً جداً إذا تم النظر إلى أنواع الأوامر التي يوفرها للمتداولين، غير أن المفعل منها فقط الأوامر

¹ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة السعودية (19/10/2012) <http://www.tadawul.com>

² حامد صالح السيف (2008)، مرجع سابق ص6.

³ - حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد الرابع 2013. جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر.

المحددة السعر والسوقية¹، من هذه الأوامر على سبيل المثال: أمر السوق ، الأمر المحدد السعر، الأمر ذو الكمية غير المعلنة....

تعمل السوق السعودية بكفاءة وتقديم الخدمة المتميزة من أجل تحقيق أهدافها ومن هذه الأهداف ما يلي :

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية
- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائنا (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم)
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية

يتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء وترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل من وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة، ويبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال، مقسماً إلى 120 مليون سهم مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة. كما ينص النظام الأساسي للشركة بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة².

المطلب الرابع: السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة

1- سوق أبوظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2003، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبوظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2004/11/15.

¹ - انظر: محمد بن إبراهيم السحيباني (2007)، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ندوة السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد 3-4 ذي القعدة 1428هـ (13 - 14 نوفمبر 2007).

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة السعودية (19/10/2012) <http://www.tadawul.com>

³ سعدوني محمد (2015)، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان- الجزائر، ص 187.

⁴ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة أبوظبي (19/11/2012) <http://www.adx.ae>

يهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية، بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها، ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل، وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، ويساهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي .

تتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات ، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000، وتمثل مهمة السوق في تطوير سوق رأس المال في إطار بيئة قانونية تضمن الإفصاح والشفافية والمصداقية والقيم كما إن إدراج الشركات المساهمة العامة يوفر لها العديد من المزايا والإيجابيات؛ وفيما يلي أهم مزايا إدراج الشركات في سوق أبوظبي للأوراق المالية :

الترويج والدعاية: يعتبر الإدراج فرصة ترويجية ودعائية للشركات المدرجة من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وفي كافة مطبوعات السوق، وبالتالي تزداد المعرفة الوثيقة بها والمتابعة المستمرة لنشاطاتها ومنتجاتها المختلفة من جمهور المستثمرين والمتعاملين.

التقييم العادل: توفر السوق تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الشركات المدرجة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية للأسهم، كما أن الضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة.

كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الإلكترونية: إن سوق أبوظبي للأوراق المالية بما يوفره من نظام إلكتروني للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال من خلال اعتماده على أحدث الأنظمة الإلكترونية، التي جلبت من كبريات الشركات العالمية في هذا المجال. بحيث يستطيع المستثمرون تسجيل أسهمهم بسهولة ويسر من خلال تجميع عروض البيع وطلبات الشراء لدى السوق وتفاعلها إلكترونياً، ومن ثم تنفيذها ونقل الملكية من حسابات المشترين إلى حسابات البائعين في نفس اللحظة (T+0) كما يتم إنهاء التسويات المالية بين الوسطاء في اليوم التالي (T+1) وهو زمن قياسي مقارنة بغيره من الأسواق المالية، وقد حل هذا الأسلوب بدلاً من الأسلوب التقليدي الذي كان يتم فيه تجميع الأوامر من خلال الوسطاء بشكل يستغرق فترة زمنية طويلة للتداول والتسوية والمقاصة.

فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة: تستطيع الشركات من خلال معرفة الجمهور بها وإطلاع المتعاملين على أخبارها وإنجازاتها وتقييم السوق لأسعارها أن تحصل على الزيادات التي تحتاجها لرؤوس أموالها وبطريقة يسهل توزيعها مما يوفر لها فرص تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية بتكاليف تقل كثيراً عن تكاليف الاقتراض من الجهات الممولة¹.

فرص التملك والاندماج : تستطيع الشركات المدرجة أن تستفيد من مزايا السوق في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك؛ من خلال إجراءاته التنظيمية والفنية والتشريعات التي تحكم التداول والمقاصة ونقل وتسجيل

¹ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة أبوظبي (19/11/2012) <http://www.adx.ae>

الملكية: حيث يتم معالجة هذه العمليات وفق نظم إلكترونية حديثة ووفق تشريعات قانونية تراعي العدالة وتوفر الحماية لكافة الأطراف ذات العلاقة.

تلتزم الشركات أو الجهات التي تم إدراج أوراقها المالية¹ في السوق في مواجهة الهيئة وتلك السوق بما يلي :

- التقييد بكافة النظم والتعليمات الصادرة عن كل من الهيئة والسوق.
- تقديم كافة البيانات والمعلومات والإحصائيات التي تطلبها الهيئة وإدارة السوق.
- موافاة الهيئة والسوق بأية تطورات جوهرية تؤثر على أسعار أوراقها المالية المدرجة حال وقوعها عليها.
- نشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وبأنشطتها بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طلب منها ذلك.
- إخطار الهيئة والسوق عن ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة خلال (15) يوماً من تاريخ توليهم العضوية، وكذلك في نهاية كل سنة مالية، وعن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية.
- إخطار السوق بقرار مجلس إدارة الشركة الخاص بتوزيع الأرباح على المساهمين أو الإعلان عن الأرباح والخسائر وذلك لأخذ الموافقة على نشرها.
- إخطار إدارة السوق فوراً عن تفصيلات بيع أو شراء بعض الأصول الكبيرة التي تؤثر على وضع الشركة.
- إخطار إدارة الهيئة والسوق فوراً عن أية تغييرات في مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية.
- سداد رسوم القيد والإدراج السنوية في المواعيد المحددة لذلك.
- موافاة الهيئة والسوق بكافة المطبوعات المخصصة للمساهمين في الشركة بمجرد إصدارها.
- موافاة الهيئة والسوق بالوثائق الخاصة بالتعديلات التي أدخلت على نظامها الأساسي وذلك بمجرد إقرارها.
- موافاة الهيئة والسوق بتقارير سنوية ونصف سنوية وربع سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها بما يفصح عن مركزها المالي وذلك حال صدورها.
- موافاة الهيئة والسوق فوراً بأسماء من يملكون أو تصل مساهماتهم مع أولادهم القصر 5 في المائة فأكثر من أسهم الشركة وذلك مع مراعاة التقييد بهذا الالتزام في كل مره تصل فيها المساهمة إلى 1 في المائة من أسهم الشركة علاوة على الـ 5 في المائة، وإذا كان المالك أو الذي ستصل مساهمته إلى 5% فأكثر من أسهم الشركة مصرفاً أو مؤسسة مالية تمارس أعمالاً مصرفية وجب أولاً الحصول على موافقة مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي.

¹ - للمزيد حول إدراج الأوراق المالية في سوق أبوظبي انظر: شبور، & إسماعيل محمد أحمد. (2007). تقييم أهمية المعلومات المالية لأسواق الأوراق المالية (رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا).

كان سوق أبوظبي للأوراق المالية سباقاً في مجال الإفصاح والشفافية¹ حيث كانت الشركات المدرجة تفصح عن بياناتها السنوية فقط، وفي فترة محددة من العام حيث جاء السوق ليكتشف جهوده بهذا الاتجاه إدراكاً منه بأهمية المعلومات الإفصاحية لتتوالى المعلومات المالية في أربعة مواسم خلال العام والتي يمكن تلخيص فوائدها بما يلي²:

توفير المعلومات المالية للمستثمرين في خمسة فترات على مدار العام، في حين كانت تلتزم الشركات بتزويد المساهمين بتقاريرها المالية خلال الأربعة أشهر الأولى من كل عام، أصبح سوق أبوظبي للأوراق المالية يوفر المعلومات الربعية وفي أربعة مواسم، من خلال إصدار التقارير المالية للربع الأول، الثاني، الثالث والرابع حيث توفر هذه المعلومات البيئة الصحية للتداول، حيث يستطيع المستثمرون بناء قراراتهم الاستثمارية على أسس علمية وقد ساهمت فعلياً هذه التقارير في تنشيط التداول، والحد من الإشاعات، المعلومات المضللة وقد انعكست هذه المعلومات إيجابياً في تقييم أسعار الأسهم.

خلق جو من الثقة بين المتعاملين؛ من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة البيانات المالية للشركات المتداولة، وجهود السوق في الإشراف على وسائل الإعلام المختلفة، ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للجمهور، حيث يحرص السوق على دراسة البيانات المالية للتأكد من شموليتها واحتوائها على تقارير مراقبي الحسابات، ومن ثم يتيح المجال للشركات بالنشر في الصحف المحلية.

تعتبر القوائم المالية مصدراً رئيسياً للمعلومات لفئات متعددة من الأشخاص والجهات خارج الشركة؛ كالمساهمين الحاليين والمستقبليين، المقرضين، الأجهزة الحكومية والرقابية، شركات الوساطة وطلبة العلم لتساعدهم كل حسب اختصاصه على الإطلاع والمعرفة واتخاذ القرارات الرشيدة، ففي غياب معيار الإفصاح في المحاسبة تصبح قدرة هؤلاء محدودة مما يؤدي بالتالي إلى توجيه الاستثمارات وجهة غير صحيحة، ويخلق بيئة ضبابية تنعكس سلباً على العديد من مناحي الحياة المختلفة.

التقييم العادل للأسعار؛ حيث أن غياب المعلومات بشكل بيئة خصبة للإشاعات والمضاربات الضارة الأمر الذي أدى إلى حدوث العديد من الأزمات التي عصفت بالأسواق المالية؛ حيث أدى ارتفاع قيمة أسهم العديد من الشركات إلى درجة جنونية بسبب غياب المعلومات أو التلاعب في التقارير المالية إلى اكتشاف حقيقة هذه الشركات فهبطت أسعارها هبوطاً حاداً؛ مما أدى إلى إفلاس أعداد كبيرة من المستثمرين وانهيار هذه الشركات.

تستطيع الشركات إبراز الأحداث الهامة بالاعتماد على قنوات سوق أبوظبي للأوراق المالية، حيث لا يقتصر دور السوق على نشر البيانات المالية الدورية، بل يتعدى ذلك إلى نشر أية أحداث أو تطورات إنتاجية هامة لدى الشركة، مما يساهم في رفع قيمة أسعارها من خلال تعميم هذه المعلومات على الجمهور.

¹ - لمعرفة العوامل المؤثرة على الإفصاح المحاسبي انظر: الطويل، ليلي، زحلوط، & عفراء. (2013). تأثير حجم الشركة ونشاطها في سوق الأوراق المالية على الإفصاح المحاسبي دراسة تجريبية. سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ISSN: 2079-3073، (3)35.

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة أبوظبي (19/11/2012) <http://www.adx.ae>

أما بخصوص التقارير المالية؛ فوفق الأنظمة الخاصة بالسوق تلتزم الشركات المدرجة بتزويد السوق بالبيانات المالية السنوية المتضمنة تقريرها السنوي خلال ثلاثة شهور من انتهاء السنة المالية وبالتقارير المالية المرحلية (الربع سنوية) خلال شهر من نهاية الربع المالي على أن تكون هذه البيانات وفق المعايير الدولية المحاسبية وبشكل ورقي والإلكتروني وان تتضمن كحد أدنى قائمة الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول التدفقات النقدية، جدول تغيرات الموال الخاصة، ربحية السهم والتوضيحات العامة.

2- سوق دبي للأوراق المالية

تأسست سوق دبي المالي DFM كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بقرار من وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. كما تعمل DFM كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية أو أي من الحكومات المحلية والمؤسسات العامة في الدولة و وحدات صناديق الاستثمار وأي أدوات مالية أخرى المحلية أو الخارجية، والتي يقبلها السوق . بدأت عمليات السوق منذ 26 مارس 2000. وفقا لقرار المجلس التنفيذي بالمرسوم 27 ديسمبر 2005 يتعين DFM بزيادة كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة مع رأس المال المدفوع من 8 مليارات درهم ، بقيمة اسمية درهم 1.6 فيسهم، وأن عرضت عشرين بالمائة (20%) من أسهم سوق دبي المالي للاكتتاب العام. هذا الاكتتاب، وهو الأول من نوعه في المنطقة، تمت تغطية المبلغ المطلوب للغاية ولدت أكثر من 20100000000 درهم . بدأ تداول أسهم سوق دبي المالي (DFM) يوم الأربعاء 7 مارس 2007¹.

تم افتتاح ناسداك دبي كبورصة عالمية في المنطقة سنة 2005²، حيث أصبحت منتجاتها تتضمن الأسهم ومشتقاتها، كما يمكن إدراج صناديق الاستثمار المشتركة والمنتجات المالية المهيكلة في البورصة، وفي سنة 2010 تم دمج عمليات سوق دبي المالي مع ناسداك دبي مما أدى إلى تسريع وزيادة فرص وصول مستثمري المنطقة للأسهم المدرجة³.

تتجسد رؤية السوق في بلوغ موقع تسوق من الطراز العالمي الإقليمي. كما ان بيان المهمة هو توفير خدمات مبتكرة مع الجهات المعنية في إجراء التداول والمقاصة والتسوية والحفظ للأوراق المالية، في بيئة تتسم بالكفاءة والشفافية والسائلة.

أما قيم السوق فهي خمس قيم رئيسية تعمل على توجيه سلوك البورصة داخليا وخارجيا وهي :

شفافية : حيث تعطي الأولوية الشفافية في جميع أنشطتنا والقرارات.

كفاءة : نركز على بناء الكفاءة في كل جانب من جوانب عملياتنا.

¹ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة دبي (19/11/2012) <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801>

² - سوق دبي المالي، وناسداك دبي ، كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي، الكتيب للتعرفي للمستثمرين،

³ - كان هذا الدمج من أجل استقطاب أكبر عدد من المستثمرين من أنحاء العالم؛ مما يشكل مركزا حيويا لكل أطراف المستثمرين، وهذا بالرغم من أنهما يتبعان لهجتين تنظيميتين مختلفتين؛ هيئة الأوراق المالية والسلع لسوق دبي المالي في حين تخضع ناسداك دبي للمعايير الدولية تحت سلطة دبي للخدمات المالية.

خصوصية : إعطاء أكبر قدر من السرية لعملائنا ومصالحهم.
ابتكار: نعتقد أن المستقبل يعتمد على الابتكار ونحن تمكن اليوم.
سلامة : نضع أنفسنا بتصرف غير المشروط مع السلامة والأخلاق.

المطلب الخامس: سوق البحرين للأوراق المالية

تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية في العام 1957، ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات، وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق الجوهرة"، الذي شهد انهياراً حاداً متزامناً مع الانهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينات في القرن الماضي، الأمر الذي قامت معه حكومة البحرين في ذلك الوقت بإجراء دراسة بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لتأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، ونتيجة للتوصية التي توصلت إليها الدراسة قامت حكومة مملكة البحرين بتأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987 بموجب مرسوم رقم (4)، ليباشر السوق عمله بشكل رسمي في يونيو 1989، حيث كان عدد الشركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية، وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك¹.

ومع بدأ عمل البورصة في عام 1989 تحت مسمى (سوق البحرين للأوراق المالية)، كان نظام التداول المطبق هو نظام التداول اليدوي والذي كان يطلق عليه "نظام المزايمة المكتوبة". ويقوم الدلالون وفقاً لهذا النظام بكتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقونها من المستثمرين في الأماكن المخصصة لها في قاعة التداول، ويتم إتمام الصفقات عندما تتماثل أسعار العرض والطلب.

ومع تطور البورصة، بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية، مستفيدة من البنية التشريعية والفنية التي أرسها البورصة، حيث شهدت البورصة إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية وتكون "بورصة البحرين" الأولى في المنطقة التي تدرج هذه الأدوات.

وفي العام 1999 بدأت "بورصة البحرين" بتطبيق نظام التداول الآلي، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي الذي كان يُطبق سابقاً.

كما شهد العام 2002 انتقال المسؤوليات التشريعية والرقابية على قطاع رأس المال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي، لتصبح "بورصة البحرين" بذلك خاضعة لرقابة وإشراف المصرف المركزي.

وفي العام 2010، انتقلت "بورصة البحرين" إلى مقرها الجديد في مرفأ البحرين المالي، وذلك بعد تجهيز المقر بأحدث التجهيزات الفنية والتقنية وأكثرها تطوراً بشكل يدعم جهود البورصة لتقديم مجموعة متنوعة ومتطورة من الخدمات التي تلبى احتياجات مصدري الأوراق والأدوات والمالية بالإضافة إلى الوسطاء والمستثمرين.

¹ الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة البحرين (13/10/2012) <http://www.bahrainbourse.net>

ومنذ تأسيسها انضمت البورصة إلى العديد من المنظمات الإقليمية والدولية مثل اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والإتحاد الدولي للبورصات (WFE) وإتحاد البورصات الآسيوية والأوروبية (FEAS) ومنظمات الإيداع لأفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA)، ومؤسسة الترميز العالمية (ANNA)، مما أتاح لها الإطلاع بشكل دائم على آخر المستجدات التشريعية والفنية والإدارية في قطاع رأس المال.

المطلب السادس: سوق الدوحة للأوراق المالية

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997م¹ ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج².

قامت شركة قطر القابضة وفي يونيو 2009، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

يتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري³ من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمن إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم. لقد تزامن إنشاء هيئة قطر للأسواق المالية تم تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية في بداية أبريل 2007 إلى شركة مساهمة تمتلكها الحكومة من أجل القيام الجهة التنظيمية المشرفة والمسؤولة عن عمليات الإدراج، أضف إلى ذلك منح التراخيص في السوق المحلية، والعمل على تحقيق الشفافية من خلال السهر على احترام تشريعات وقوانين سوق رأس المال⁴.

تمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر، وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً، حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها.

¹ - عبد القادر محمد أحمد، بنجلون، هشام عبد الوهاب، الخوري، رتاب سالم فرحان، عبد القادر، & خالد شمس. (2008). توقيت ومدة التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية: دراسة استطلاعية. ص 07

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الدوحة (19/11/2012) <http://www.qe.com.qa>

³ -انظر: الخوري، رتاب سالم فرحان، عبد القادر محمد أحمد، بنجلون، هشام عبد الوهاب، عبد القادر، & خالد شمس. (2008). سياسات الترخيص لمؤسسات الوساطة المالية في سوق الدوحة للأوراق المالية. ص 12.

⁴ - حامد صالح السيف (2008)، مرجع سابق ص 5.

تخضع بورصة قطر لأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية¹؛ وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على سوق رأس المال القطري. حيث في 14 سبتمبر 2005 صدر القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي يقتضي بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية. أما في 3 إبريل 2005 صدر قانون بتعديل بعض أحكام القانون رقم (13) لسنة 2000 والخاص بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25% من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول².

كما تسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها، حيث تسعى جاهدة لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات، وذلك من أجل أن تكون البورصة سوقاً رائدة في منطقة مجلس التعاون الخليجي، وسوقاً جاذبة للمستثمرين والجهات المصدرة على الصعيد المحلي وفي جميع أنحاء أوروبا وآسيا وأمريكا. كما تشكل البورصة أداة هامة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر والمنطقة، كما أنها ستكون جزءاً أساسياً من هدف الحكومة في خلق صناعة عملية للخدمات المالية وسوق رأسمالية تنافسية تهدف لتنويع الاقتصاد القطري. كما يجري العمل على تطوير منتجات إضافية ومؤشرات متطورة جاذبة للمستثمرين في قطر وأسواق مجلس التعاون الخليجي.

وفيما يلي أهم مراحل التطور :

- بدء أول يوم تداول للأوراق المالية في قاعة سوق الدوحة للأوراق المالية بشكل منظم في سنة 1997؛
- إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق في سنة 1998.
- السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في اليوم التالي ليوم الشراء (T+1) في سنة 1999.
- تنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الإنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج في سنة 2000.
- الشروع في تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحاسب الآلي في سنة 2001.
- أنشأت السوق موقعها الإلكتروني على شبكة الإنترنت في سنة 2002.
- السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في نفس اليوم في سنة 2002.
- اعتمدت السوق مؤشراً جديداً لها يعكس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة بموثوقية ودقة أكبر.
- انتقال السوق لمبنى جديد يوفر بيئة أفضل للاستثمار في سنة 2003.

¹ - للمزيد حول هيئة قطر للأسواق المالية انظر: عقبة خضير (2015). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة-قطر-للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2013)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، ص 155-156.

² الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الدوحة (19/11/2012) <http://www.qe.com.qa>

- السماح لغير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق في سنة 2005.
- دمج السوقين العادي وغير العادي في سنة 2006.
- انضمام السوق إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات كما تم توقيع اتفاقية الشراكة الإستراتيجية مع NYSE Euronext بهدف تحويل قطر إلى سوق مالية عالية الطراز في سنة 2009.

المبحث الثاني: نظرة حول دول مجلس التعاون الخليجي

شهدت اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي في العقود الماضية مزيدا من التكامل الاقتصادي نتيجة لارتفاع أسعار النفط، وفي غضون ذلك سعت هذه الدول إلى تنوع نطاقات الإنتاج لديها سواء منها التي تعتمد على الموارد الطبيعية المتمثلة في النفط والغاز أو حتى منها التي لا تعتمد على ذلك، إلا أن هذه الأخيرة ضعيفة جدا، وهذا ما كشفته المرحلة الأخيرة حيث تدهورت أسعار النفط بشكل غير مسبوق ولا تزال متدنية وتشهد مرحلة من اللااستقرار لا يعرف إلى ما تؤول إليه .

المطلب الأول: العلاقات التجارية بين دول مجلس التعاون الخليجي.

اعتمدت دول مجلس التعاون وعقدت العديد من الاتفاقات التجارية بينها خلال العقود الماضية، وذلك من أجل رفع مستويات التجارة البينية الخليجية سعيا منها لتجسيد سياسات التكامل الاقتصادي. وذلك من خلال الزيادة في التدفقات التجارية

1-العلاقات التجارية بين دول مجلس.

من أهداف إنشاء مجلس دول التعاون الخليجي تحقيق الوحدة بين دول الأعضاء وإقامة علاقات قوية بينهم من خلال التعاون والتكامل والعمل على تطوير اقتصادياتها وزيادة الروابط التجارية والثقافية، من خلال دعم العمل والتبادل المشترك في جميع المجالات الاستثمارية والسياحية وغيرها، وذلك لا يكون إلا من خلال إجراء عمليات توافق في المجال التشريعي والممارسات الإدارية، وتعزيز التقدم العلمي والتقني وبالأخص ما يتعلق بالموارد الصناعية والتعدين والمياه والزراعة والثروة الحيوانية.

تناولت دراسات كثيرة موضوع التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي وأغلبها تتفق حول ضعف هذه التجارة فنجد دراسة (sahib and kari 2012) والتي أظهرت أن مؤشر الكثافة التجارة له إشارة سالبة باستثناء

الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية، وأن السياسة الاقتصادية الموحدة لدول المجلس لم تحقق هدفها من حيث التجارة البينية بسبب الاعتماد الكبير على عائدات النفط في صادراتها¹.

تعتبر التجارة المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي لما لها من أهمية ودور كبير على الصعيد الإقليمي والدولي ومنه الزيادة في مستويات الناتج المحلي الإجمالي وتعزيز مستويات النمو بصفة عامة، لذا وجب على دول المجلس تحسين مستويات التجارة الخارجية في ظل اعتمادها الكبير على العالم الخارجي؛ سواء من حيث استيراد السلع الاستهلاكية أو حتى من جهة رؤوس الأموال.

إذا تكلمنا عن دور التجارة الخارجية بصفة عامة في تعزيز النمو الاقتصادي نجد دراسة فيشر؛ والتي تتم من خلالها تحليل العلاقة بين سياسة استبدال الاستيراد وأثرها على النمو وذلك على أعقاب الحرب العالمية الثانية، كما أن تعزيز مستويات النمو ومستويات الدخل مرتبطة بمستويات الانفتاح²، ويحدث التأثير الإيجابي حسب فيشر من خلال رفع مستوى التجارة للدول الراغبة في النمو ودمجها في الاقتصاد العالمي للاستفادة من الأسواق الخارجية وتدفقات الاستثمار الأجنبي، كما يجب أن يكون مبدأ تشجيع الصادرات هو جزء من السياسة التجارية. لذلك كان التنوع الاقتصادي لدول مجلس التعاون مهم جدا إذ أن إنتاج النفط لوحده لا يمكن أن يدعم التنمية الاقتصادية للبلد وخصوصا مع التزايد السكاني للمنطقة³ والذي يعتبر من أسرع المعدلات في مما يشكل تحديا آخر لهذه الدول.

اعتمدت الدول في منطقة الخليج العربي على حشد الموارد من القطاع الخاص وتنوع اقتصادها وخلق فرص جديدة من أجل التطور الاقتصادي ودفع برامج التنمية، إلا أنها لا زالت تعاني من سيطرة القطاع العام؛ إذ يستحوذ القطاع الحكومي على الأنشطة المتعلقة بالنفط والغاز، بينما يشمل القطاع الخاص الصناعات الصغيرة والأسواق الداخلية في المقام الأول، فيقودنا الحديث إلى مفهوم الدولة الريعية الذي تتخبط في مشاكلها أغلب دول المجلس محاولة التغلب والتخلص التدريجي منها؛ فنجدها مرت بعدة مراحل كل مرحلة ومميزاتها والظروف الدولية الخاصة بها وكذا السياسات الاقتصادية المتبعة، وبصفة عامة نجد أن دول مجلس التعاون قد تغيرت تدريجيا⁴. حسب دراسة (Kurbursi 84) أنه لا توجد علاقة قوية وبدلالة إحصائية بين نمو إيرادات النفط ونمو الناتج المحلي غير النفطي⁵. كما تشير دراسة (Abdelkarim 99) أن كميات معتبرة من عائدات النفط في الخليج العربي قد استخدمت في تمويل برامج التصنيع، مما أدى إلى دعم تلك السياسات⁶ إلى حد ما في تنوع الاقتصاد.

¹- Sahib, A. S. A., & Kari, F. (2012). Analysis of Intensity of Intra-Regional Trade in GCC Countries, 1998-2008. International Journal of Trade, Economics and Finance, 3(3), 204.

² - See : Fischer, S. (2003). Globalization and its challenges. The American Economic Review, 93(2), 1-30.

³ - Abdulla, K. M. (1999). The state in oil rentier economies: The case of Bahrain. In Change and Development in the Gulf (pp. 51-78). Palgrave Macmillan UK.

⁴ - Gray, M. (2011). A Theory of "late Rentierism" in the Arab States of the Gulf. pp 22-24.

⁵- For more on this topic see: Kubursi, A. (2015). Oil, Industrialization & Development in the Arab Gulf States (RLE Economy of Middle East). Routledge

⁶- ABU-HUSSIN, M. O. H. D. (2010). Exploring international trade between Malaysia and GCC countries: Empirical analysis on trends, developments and challenges (Doctoral dissertation, Durham University). P74.

2-حجم التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي.

عموما نجد سياسات دول مجلس التعاون الخليجي في إطار تنوع اقتصادياتها تتمحور وتنصب حول تنشيط القطاع الخاص؛ مما استوجب عليها إصلاحات واسعة النطاق، ويتم الكشف عن هذا التنوع من خلال الكشف عن الحواجز الهيكلية الموجودة والتي لها علاقة بالنمو الاقتصادي ومعالجة قضية الازدواجية في الأنشطة الاقتصادية بين هذه الدول. وتبدو الحواجز كبيرة التي تعيق التجارة البينية بسبب الدور المهيمن للقطاع الحكومي مما ينعكس على الممارسات التجارية ، إلا أن هذا لا يستبعد تنفيذ استراتيجيات التنوع الاقتصادي شيئا فشيئا في المستقبل¹.
يبين الجدول الموالي حجم التجارة البينية² بين دول مجلس التعاون الخليجي (إجمالي الواردات) إحصائيات 2014:

الجدول(1-3): حجم التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي
(الوحدة مليار دولار أمريكي)

الدولة المستوردة	الإمارات	البحرين	السعودية	عمان	قطر	الكويت	الدولة المصدر
							الإمارات
الإمارات	---	1110,6	8271,7	9515,1	2492,6	2874,7	الإمارات
البحرين	762,4	---	1937,6	200,3	327,7	198,8	البحرين
السعودية	3963,3	8371	---	1201,4	1390,2	1525	السعودية
عمان	1744,6	201,2	1449,3	---	385,2	474,9	عمان
قطر	843,7	95,8	562,4	441,8	---	113,6	قطر
الكويت	961,5	130,7	524	158,4	235,9	---	الكويت
المجموع	8275,5	9909,3	12745	11517	4831,6	5187	المجموع

المصدر: المركز الإحصائي الخليجي.

من خلال هذا الجدول بلغ حجم الصادرات للتجارة البينية لدول مجلس التعاون الخليجي مقدار 52465,4 مليار دولار لسنة 2014، فبدء من الإمارات فقد ساهمت بنسبة 45.79 % من إجمالي الصادرات البينية، والبحرين بـ 6.46 %، السعودية 31.04 %، وعمان بنسبة 8.03 %، قطر 3.88 %، الكويت 3.79 % وبذلك تكون أعلى نسبة الصادرات للتجارة مسجلة في الإمارات العربية ثم تليها مباشرة المملكة العربية السعودية. أما من جهة الاستيراد فنجد تباين في مساهمات دول مجلس التعاون كما في النسب السابقة، ساهمت دولة الإمارات العربية المتحدة بنسبة 15.77 % من إجمالي الواردات البينية، والبحرين بـ 18.88 %، السعودية 24.29 %، وعمان بنسبة 21.95 %، قطر 9.20 %، الكويت 9.88 % . لازالت دول مجلس التعاون تعاني من الضعف في مستويات التجارة البينية وقد يعود ذلك لضعف المؤسسات لديها، وعدم وجود التنوع الاقتصادي مما يضيف عليها صفة من التشابه في الهياكل الاقتصادية، مما يشكل تحديا لها من أجل العمل على تحسين هذه المستويات ودعم التكامل الاقتصادي الخليجي.

¹- Hvidt, M. (2013). Economic diversification in GCC countries: Past record and future trends

²- للمزيد من التفصيل حول التجارة البينية انظر: الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، السوق الخليجية المشتركة حقائق وأرقام، قطاع شؤون المعلومات إدارة الإحصاء، الرياض، ديسمبر 2014، ص 92-99.

تشير بعض النتائج التطبيقية¹ إلى أنه على الرغم من حقيقة أن حصة التجارة البينية الخليجية صغيرة جدا من حيث القيمة المطلقة، فمن الواقع أن تكون أعلى مما كان متوقعا على أساس محددات التجارة الأساسية والجهود المبذولة، لكن مستوى التجارة البينية الخليجية لم يتغير كثيرا على مر السنين وربما تكون قد وصلت طاقتها الكاملة خلال العقد الأول من إنشاء مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الثاني: بعض الحسابات الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي.

نلقي نظرة حول بعض الحسابات الاقتصادية لدول مجلس التعاون من أخذ صورة للمجريات الاقتصادية؛ وذلك من خلال تناول صور كمية بالاعتماد على قاعدة بيانات المركز الإحصائي الخليجي، ومعطيات البنك الدولي، بعض الحسابات القومية متمثلة في الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه وكذا المساهمات القطاعية في هذا المؤشر، وبعض الحسابات النقدية والمالية مثل حسابات رأس المال ومستويات عرض النقود.... .

1- بعض الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي.

1-1- الناتج المحلي الإجمالي.

الجدول(2-3): الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال 2006-2013

الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الأساسية (مليون دولار)							
السنوات	الإمارات العربية المتحدة	مملكة البحرين	المملكة العربية السعودية	سلطنة عمان	دولة قطر	دولة الكويت	المجموع
2006	222 116	18 323	373 458	37 227	60 140	101 276	812 540
2007	257 916	21 517	412 541	41 961	78 628	118 207	930 770
2008	315 474	25 449	515 813	60 544	114 297	146 730	1 178 308
2009	253 547	22 717	425 659	48 340	96 943	105 305	952 511
2010	286 049	25 445	522 900	58 657	124 080	124 823	1 141 954
2011	347 454	28 799	664 897	71 434	168 728	166 160	1 447 472
2012	372 314	30 453	728 224	80 080	189 384	188 465	1 588 920
2013	402 340	32 591	738 689	82 683	202 398	191 680	1 650 381

المصدر : بيانات المركز الإحصائي الخليجي

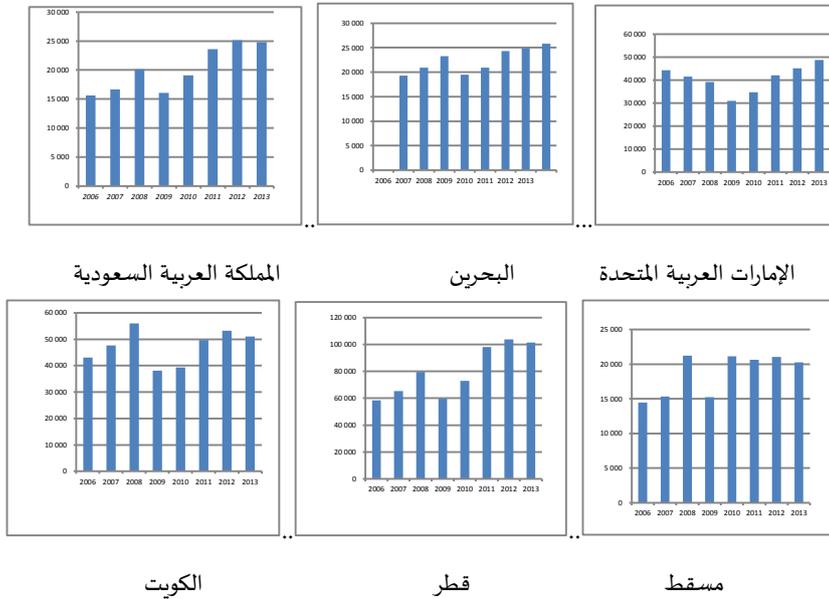
¹- For example see: Boughanmi, H. (2008). The trade potential of the Arab Gulf Cooperation Countries (GCC): a gravity model approach. Journal of Economic Integration, 42-56.

بمقارنة ترتيب دول المجلس لسنة 2013 نجد المملكة العربية السعودية يشكل الناتج المحلي الإجمالي لديها نسبة 44.75 بالمائة بالنسبة لإجمالي الناتج لدول مجلس التعاون في المرتبة الأولى؛ ثم الإمارات العربية المتحدة بـ 24.37%، تليها قطر بنسبة 12.26%، الكويت 11.61%، سلطنة عمان 5% وأخيرا البحرين بنسبة 1.97% .
نجد من الجدول أعلاه معدلات النمو التالية ما بين 2006-2013: 81.13%، 77.86%، 97.79%، 12.21%، 122.10%، 236.54%، 89.26% لكل من الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، المملكة العربية السعودية، سلطنة عمان، دولة قطر، دولة الكويت على الترتيب. إذ سجلت دولة قطر معدل النمو الأكبر للناتج المحلي الإجمالي من بين الدول الخليجية.

2-1- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون.

الشكل (3-1): التمثيل البياني لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (دولار) خلال الفترة 2006-2013.

2013.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

التعليق: من خلال الشكل البياني أعلاه يتبين أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي قد شهد ارتفاعا معتبرا في السنوات الأخيرة اعتبارا من سنة 2011 هذا كتحليل عام لكل دول مجلس التعاون؛ ونجد اختلافا بين كل دولة من تلك الدول قبل هذه السنة فأكثر الدول تأثرا بالأزمة العالمية 2008 حسب هذا المؤشر نجد الإمارات العربية المتحدة وتليها مباشرة المملكة العربية السعودية، أما الدول المتبقية فكانت انعكاسات الأزمة عليها في سنة 2009 و2010.

3-1- مساهمة النشاطات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي.

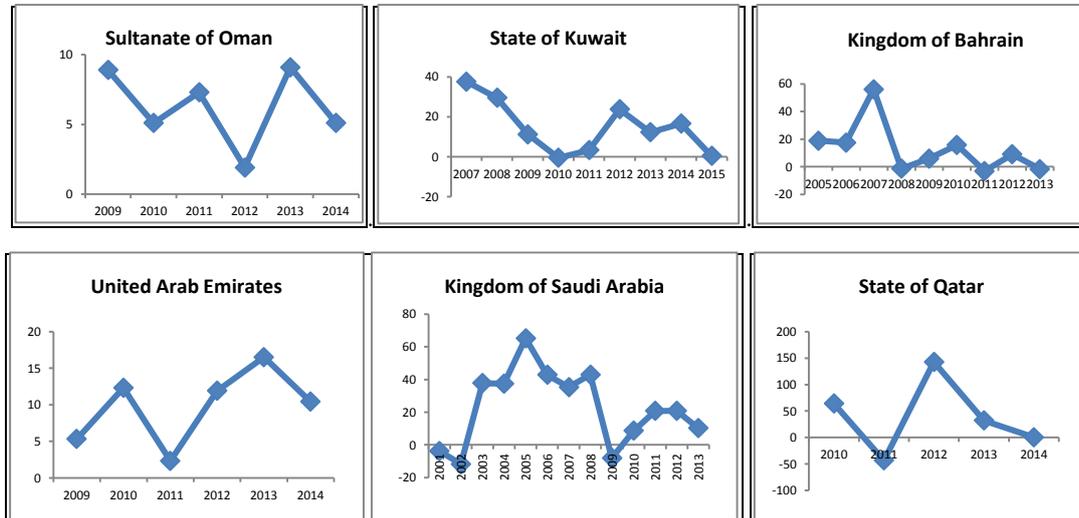
اعتمادا على الملحق رقم 10-02 ؛ تتراوح نسب مساهمة النشاط الاقتصادي في الناتج المحلي الإجمالي لدول المجلس مجتمعة ما بين 1.1- 1.8 % بالنسبة للزراعة والأسماك خلال 2006-2013، و ما بين 36.7% و 48.9% في المناجم والمحاجر(النفط والغاز والتعدين)، أما في النفط والغاز فتتراوح ما بين 36.4% و 48.7%، وفي المناجم والمحاجر فتتراوح النسب ما بين 2.0 % و 0.3%، الصناعة التحويلية فتتراوح النسب ما بين 8.7% و 9.8%، الكهرباء والغاز والمياه فتتراوح النسب ما بين 1.1% و 1.6%، التشييد والبناء فتتراوح النسب ما بين 5.2% و 7.1%، أما تجارة الجملة والتجزئة والمطاعم والفنادق فنجدها ما بين 8.2% و 10.2%، النقل والتخزين والاتصالات ما بين 5.1% و 6.9%، الخدمات المالية والتأمين ما بين 5.2% و 7.3%، الأنشطة العقارية وخدمات الأعمال ما بين 5.8% و 7.2%، الخدمات الحكومية ما بين 7.6% و 10.7%، خدمات أخرى ما بين 2.4% و 3.1%، خدمات الوساطة المالية المقاسة بصورة غير مباشرة¹ ما بين -2.2% و -3%،

نلاحظ أن المساهمة الأكبر في الناتج المحلي الإجمالي كانت نشاطات المناجم والمحاجر(النفط والغاز والتعدين) وأنشطة النفط والغاز، وهذا ما يفسر تبعية هذه الدول للنفط والغاز.

2- بعض المتغيرات المالية والنقدية لدول مجلس التعاون الخليجي.

1-2- إجمالي أصول البنوك المركزية في دول مجلس التعاون.

الشكل(3-2): تطور معدلات النمو لإجمالي أصول البنوك المركزية في دول مجلس التعاون



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

¹ يتم خصم خدمات الوساطة المالية المقاسة بصورة غير مباشرة فقط إذا كانت غير موزعة على الاستخدامات.

يبرز هذا الشكل تطور معدلات النمو لإجمالي الموجودات في البنوك المركزية الخليجية، في البحرين كان الارتفاع بمقدار 38.6% ما بين سنة 2006 و2007، ثم شهدت انخفاض حاد إلى ما تحت الصفر في سنة 2008 سنة الأزمة المالية العالمية ومنذ هذه الفترة وهي تتأرجح بحيث شهدت بعض التحسن سنة 2010 وسنة 2012. أما في الكويت فشهد البنك المركزي تناقصا حادا في معدل نمو موجوداته بمقدار -38.1% ما بين 2007 و 2010 ، لتزايد بعد ذلك بمقدار 24.2% إلى غاية 2012 ثم تتراجع بعد ذلك إلى مستويات متدنية جدا مع نهاية 2015 باستثناء انعطاف ما بين 2013 و2014، بالنسبة لسلطنة عمان نجد كذلك تدهور معدل موجودات البنك المركزي بمقدار 7% ما بين 2009 و2012 باستثناء تحسن طفيف سنة 2011، لتشهد بعد ذلك ارتفاعا غير مسبوق خلال هذه الفترة لتبلغ المقدار (9.1%) سنة 2013 وما لبثت أن تراجعت بقيمة 4% سنة 2015. نجد تراجع كبير لمعدلات نمو موجودات المصرف المركزي القطري بقيمة (-107.4%) ما بين 2010 و2011، ليرتفع بمقدار 185.8% مع نهاية 2012، ثم يشهد تراجعا حادا بمقدار (-142.3%) مع نهاية 2015. بالنسبة لتطور معدلات نمو هذه الموجودات في المملكة العربية السعودية نجد تزايد كبير في المرحلة من 2002 إلى غاية 2005 حيث بلغت القيمة القصوى 65.2%، ثم مرحلة التراجع إلى مستويات متدنية جدا (-8.1%) وهذا إلى غاية سنة 2009، ثم تشهد بعد ذلك نوعا من التزايد لتستقر عند مستوى 20.7%، 20.8% ما بين سنتي 2011 و2012، لتتراجع إلى مستوى 10.2% في 2013. في الإمارات العربية المتحدة سجل معدل نمو موجودات البنك المركزي ارتفاعا بقيمة 7% ما بين 2009 و2010، ثم تراجع بقيمة 10% مسجلا بذلك أدنى مستوى لها خلال كامل الفترة (2.3%)، ثم تزايد وبلغ القيمة 16.5% مع نهاية 2013 لتتراجع إلى مستوى (10.4%) سنة 2014.

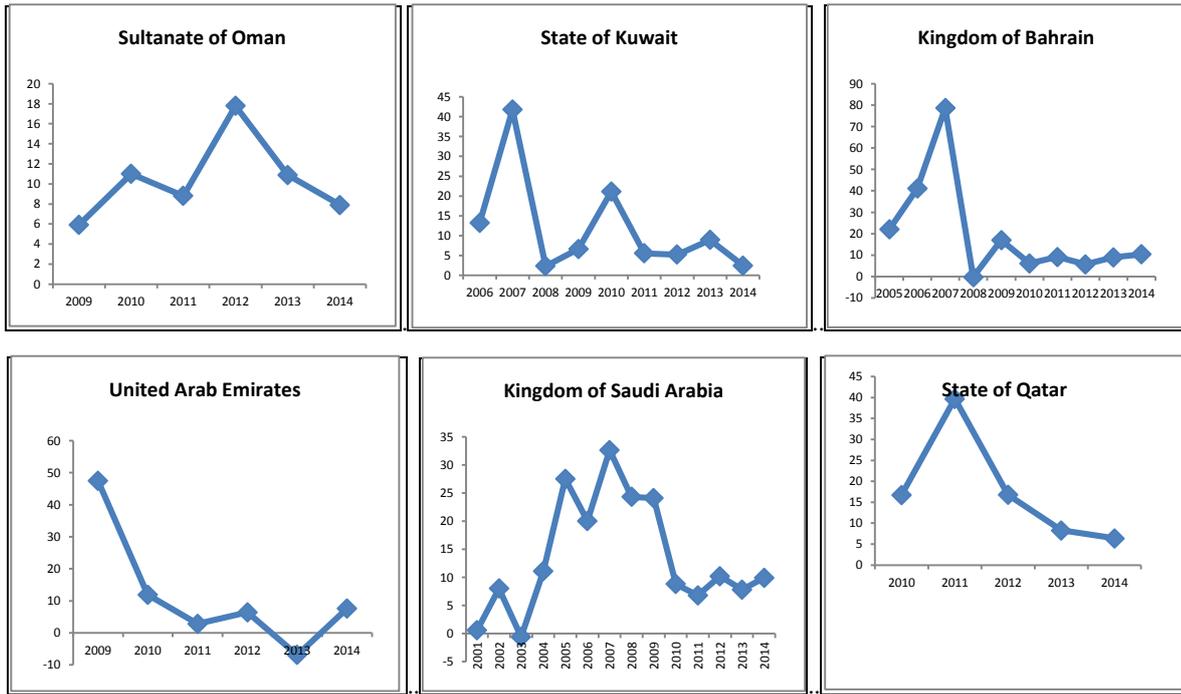
يجد المتتبع لتطور معدل نمو الأصول الأجنبية البنوك المركزية في دول مجلس التعاون اتجاه متقارب جدا لتطور معدل النمو لإجمالي الموجودات في هذه البنوك كما أن هناك ارتباط مباشر بينهما وذلك لما تعتمد عليه البنوك المركزية من احتياطات بالعملة الأجنبية¹

2-2- رأس المال واحتياطيات البنوك في مجلس التعاون الخليجي.

نتابع تطور حساب رأس المال واحتياطيات البنوك في دول مجلس التعاون الخليجي اعتمادا على بيانات المركز الإحصائي الخليجي كما هو موضح في الشكل الموالي:

¹ - انظر الملحق رقم(20): تطور الأصول الأجنبية في البنوك المركزية الخليجية.

الشكل (3-3): تطور حسابات رأس المال في دول مجلس التعاون



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

رغم الإجراءات المتخذة من طرف الدول الخليجية من أجل مواكبة موجات التحرير المالي إلا أننا نلاحظ تدني وتذبذب مستويات حساب رأس المال واحتياطات البنوك بمستويات غير مسبوقه خصوصا في السنوات الأخيرة¹، إذ أن البحرين رفعت مستوى ملكية الأعمال التجارية للأجانب من 49% إلى 100% باستثناء القطاعات الإستراتيجية، وتم إصدار قانون السماح للأجانب بتملك نسبة 100% من رأس المال في الكويت، كما تم السماح بهذه النسبة لجميع القطاعات في سلطنة عمان، أما في قطر والسعودية فتم السماح بتلك النسبة في أغلب القطاعات، وعلى العكس في الإمارات العربية المتحدة حيث كانت النسبة مسموح بها في قطاعات محددة فقط.

يظهر أثر الأزمة المالية على تطور حساب رأس المال واحتياطات البنوك لدول الخليج من الشكل أعلاه؛ إذ تراجعت مستويات معدلات النمو لهذا الحساب في أغلب دول المجلس؛ تراجع بمقدار 25.8% خلال 2007-2011 للمملكة العربية السعودية والتي سجل أعلى قيمة له (32.6%) سنة 2007، نجد كذلك تراجع حاد في الكويت ما بين 2008-2007 بمقدار 39.5% وكان أعلى مستوى 41.8% سنة 2007، وبلغ مقدار التراجع في البحرين 78.9% خلال نفس الفترة، وبلغت القيمة القصوى 78.6% سنة 2007.

¹ ويرجع ذلك إلى الانخفاض الشديد لأسعار البترول وما نتج عنه سواء التأثيرات المباشرة على النفطية أو غير المباشرة على الاقتصادات العالمية ومن تأثير على الاقتصاد الخليجي ومبادلاته التجارية، وكذلك لا ننسى ما تميزت به هذه المرحلة من الاستقرار في الوطن العربي بصفة عامة مما انعكس على تدفق رأس المال.

2-3- عرض النقود في مجلس التعاون.

يتضمن عرض النقود كل وسائل الدفع؛ وهو الكمية المتداولة من النقود في المجتمع الاقتصادي، وتأخذ وسائل الدفع الصور الثلاثة للنقود M1، M2، M3، ويتأثر عرض النقد بتطور النظام المالي وبالسياسة المالية المتخذة من طرف الحكومات، وكذلك السياسات النقدية على مستوى البنوك المركزية؛ من أجل الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وإبقاء معدلات التضخم في حدودها الدنيا، كما أن لنمو النقود العلاقة المباشرة¹ مع التضخم حسب النظرية الاقتصادية. نحاول هنا استعراض تطور المعروض النقدي بمفهومه الواسع لدول مجلس التعاون الخليجي حسب المعلومات المتاحة كما هو مبين في الجدول الموالي.

الجدول(3-3):نسب عرض النقود بمفهومه الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول المجلس خلال

الفترة 2000-2015

اسم الدولة	الإمارات العربية	البحرين	الكويت	عمان	قطر	العربية السعودية
2000	33,14	63,29	70,55	32,05	44,48	44,59
2001	41,23	69,81	86,05	35,62	62,37	48,25
2002	43,06	71,78	83,23	36,30	61,48	53,95
2003	43,93	66,40	72,90	34,62	53,38	51,43
2004	45,76	58,24	66,71	31,48	47,81	50,01
2005	48,86	58,50	55,47	30,51	48,68	44,65
2006	48,95	58,00	54,02	31,71	49,71	46,87
2007	59,72	68,81	58,19	37,77	52,98	50,99
2008	58,20	69,60	55,40	32,17	43,85	48,10
2009	79,54	82,54	81,68	42,41	60,42	64,57
2010	74,86	81,38	77,49	38,96	58,12	55,31
2011	64,51	74,49	65,27	37,73	50,15	49,30
2012	62,88	73,20	60,63	37,17	55,01	52,38
2013	74,32	74,05	65,65	39,38	62,01	55,97
2014	77,79	76,65	72,20	42,17	65,90	61,79
2015	88,65	82,89	100,43	56,07	85,82	74,20

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

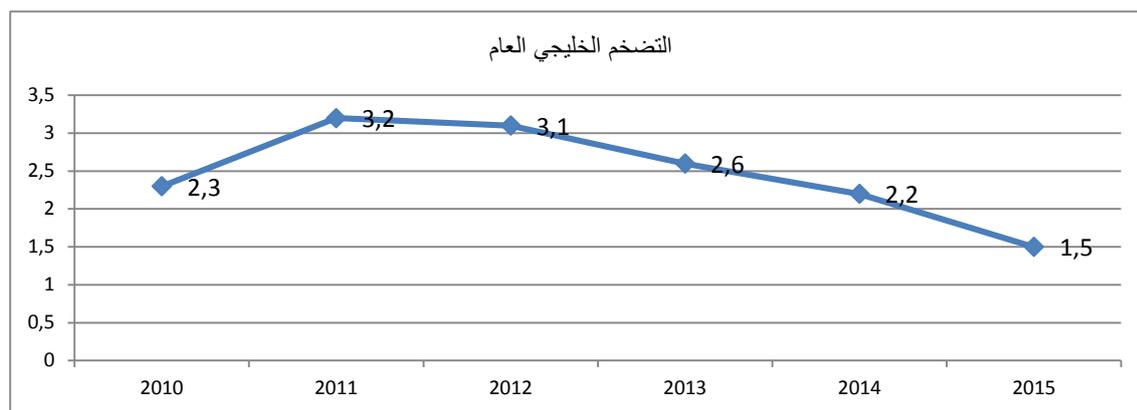
¹ نجد كذلك من الدراسات التجريبية الحديثة حول علاقة نمو المعروض النقدي والتضخم دراسة (Ali Yousfat 2015) والتي أشارت إلى وجود علاقة طويلة المدى بينهما وذلك بتطبيق اختبارات حديثة في الاقتصاد القياسي؛ التكامل المشترك لجوهانسن واختبار السببية. أنظر:

Ali Yousfat, Money growth and inflation: empirical evidence from gcc region, European Journal of Business and Social Sciences, Vol. 4, No. 07, October 2015. <http://www.ejbss.com/recent.aspx/>, P.P. 142 – 153.

تتميز نسب عرض النقود بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي باتجاه عام صعودي خلال الفترة 2000-2015 وذلك لجميع دول المجلس، حيث نجد قيمة التغير لهذه النسبة في الإمارات العربية المتحدة لكامل الفترة المذكورة %55.51 ، وكانت النسبة القصوى %88.6 والنسبة الدنيا %33.14 ، أما بالنسبة للبحرين نجد قيمة التغير لكامل الفترة %19.6 ، وكانت النسبة القصوى %82.89 والنسبة الدنيا %58 ، وفي الكويت نجد هذه النسبة للمعروض النقدي قد تزايدت بمقدار %29.88 ، وتراوحت جميع النسب ما بين 100.43 و54.02. وفي عمان فتزايدت بمقدار %24.02 ، وتراوحت نسب المعروض ما بين 56.07 و30.51. كما ارتفعت نسبة هذا المعروض في قطر خلال كامل الفترة بمقدار %41.34 حيث تراوحت ما بين 85.82 و43.85. وارتفعت نسبة المعروض النقدي في السعودية بمقدار 29.61 وكانت أكبر نسبة 74.20 وأصغر نسبة 44.5. نلاحظ أن القيم القصوى لنسب المعروض النقدي كلها في سنة 2015 ومع تزايد مستمر بصفة عامة؛ ولوجود الاتجاه العام لهذا السلسلة الزمنية فإن الأمر يعكس نوعاً من التطور المالي لدول مجلس التعاون الخليجي؛ وذلك يعود لعدة أسباب منها السياسات المالية والنقدية المنتهجة من طرف هذه الدول.

4-2- التضخم الخليجي العام .

الشكل (3-4): معدل التضخم الخليجي العام خلال الفترة 2010-2015



المصدر: المركز الإحصائي الخليجي

نلاحظ أن معدل التضخم الخليجي العام¹ شهد ارتفاعاً ملحوظاً من 2.3 إلى 3.2 مما يعني الارتفاع في مستويات الرقم القياسي لأسعار المستهلك للدول الخليجية مجتمعة وهذا ما بين سنة 2010 و2011؛ ومنه تدني القدرة الشرائية للمواطن الخليجي، ونستطيع القول بأن هناك نوع من الاستقرار ما بين سنة 2011 و2012؛ تدهور بسيط جداً، وتواصل الانخفاض في معدلات التضخم إلى سنة 2015 حيث سجل معدل التضخم الخليجي معدل منخفض وغير مسبوق منذ سنة 2010 (1.5).

¹ انظر الملحق رقم (18) والذي يبين معدل التضخم الخليجي العام والرقم القياسي العام لأسعار المستهلك لدول مجلس التعاون.

المطلب الرابع: الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون

يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دورا كبيرا في التجارة العالمية ويوفر للشركات أو يربطها مع أسواق جديدة من خلال دعم القنوات التسويقية أضف إلى ذلك الاستفادة من مرافق إنتاج جديدة والحصول التكنولوجيات الحديثة بالنسبة للدول المستقطبة لهذا النوع من الاستثمارات.

1-تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر سابقا على أنه بناء مصانع وفروع للشركات خارج حدود دولتها؛ إذ يعتبر هذا التعريف تقليديا نظرا للتقدم العلمي والتكنولوجي والمستوى الذي وصلت إليه العولمة، ولربما يتداخل تعريفه مع تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر إذا نظرنا له من الناحية التمويلية وتشكيل المحافظ الدولية، إلا أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتمثل في الممارسة الفعلية في إدارة الشركات خارج البلد الأصلي مما يكسبها قوة إدارية دائمة في تلك الشركات، وقد يأخذ هذا النوع عدة أشكال منها شراء شركة أجنبية مثلا أو بناء منشأة استثمار في مشروع مشترك، أو أي نوع من التحالفات مع الشركات¹. كما يعرف أيضا أنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في معين في مشروع مقام في اقتصاد آخر، وحسب صندوق النقد الدولي يشترط في الاستثمار الأجنبي أن يمتلك المستثمر الأجنبي 10% على الأقل من أسهم رأس المال في إحدى مؤسسات الأعمال، إذ تكون النسبة من عدد الأصوات مما يكفل له رأيا في إدارة هذه المؤسسة².

مع التطور الهائل للتكنولوجيا في العالم كان للاستثمار الأجنبي المباشر دورا هاما في تدويل التجارة والأعمال خصوصا مع تطور الأطر التنظيمية التي تنظم الاستثمار في المشاريع، ويشير أنصار هذا الاستثمار إلى أن فائدته دولية أي أن ثماره يجنيها كل من بلد المنشأ والبلد المستقبل له، في الوقت الذي يرى فيه المنتقدين أن السيطرة تكون للتكتلات متعددة الجنسيات ولا مجال للاقتصاديات الصغيرة مما يؤثر على المنافسة المحلية.

2-أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي.

نجد أدلة متضاربة بخصوص مدى تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي، فنجد تأثيره المباشر على النمو من خلال المساهمة في تراكم رأس المال ونقل التكنولوجيات³ الجديدة للبلد المضيف والتدريب على العمل واكتساب مهارات وممارسات إدارية جديدة، وكذا الترتيبات التنظيمية، كما أن هناك اعتراف واسع النطاق بأن

¹ - Graham, J. P., & Spaulding, R. B. (2005). Understanding foreign direct investment (FDI). as contributors to bizzed international gateway for CITIBANK, <http://www.going-global.com/jpgconsulting/services.htm>. P01-02

² - أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، (دراسة مقارنة تركيا - كوريا الجنوبية - مصر)، الدار الجامعية، مصر، 2005. ابتداء من ص19.

³ - عبد الرزاق حمد حسين الجبوري ، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع ، الأردن، 2014. ص ص 79-82.

الاستثمار الأجنبي المباشر مورد هام للنمو الاقتصادي من خلال سد الفجوة ما بين الاستثمارات المطلوبة والتعبئة المحلية للدخار للخروج من الحلقات المفرغة للتخلف ومن أصحاب هذا الرأي نجد (Hayami 2001) و (Todaro and Smith 2003) ، ووجد أن هناك علاقة ضعيفة بين الاستثمار الأجنبي والنمو والاقتصادي حيث تم التعبير عن هذا الأخير بالنتائج المحلي الإجمالي وهذا في دراسة (Hussein, M. A. 2009)¹.

شهدت دول مجلس التعاون الخليجي زيادة معتبرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في السنوات الأخيرة مما يعكس الأفق الاقتصادية القوية لها وأن السياسات التي اتخذتها بدأت تؤتي أكلها مثل الحد من الحواجز التجارية وتحسين السياسات والبيئة التنظيمية لتكون أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، أضف إلى ذلك سهولة الحصول على التأشيرة وتعديل القوانين المحددة للحدود الدنيا لرأس المال إلا هذه الدول تعاني من نوع من التأخر في مجال الخصخصة وبعض القوانين الداعمة للعمالة الوطنية.

3- بعض التدابير لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر في دول GCC.

تم التخفيف من القيود المتعلقة بتملك المباني في دولة البحرين وتأخير الأراضي للشركات غير الخليجية، كما اعتمدت منصة واحدة لتسهيل إجراءات التراخيص، وتم رفع مستوى الملكية مستوى الملكية المسموح بها في الأعمال التجارية من 49% إلى 100% باستثناء القطاعات الإستراتيجية (النفط والألمنيوم مثلاً)، وبالنسبة الكويت فقد تمير قانون السماح للأجانب بتملك نسبة 100% من رأس المال، وتخفيض الضرائب على الشركات من 55% إلى 25%، وتم تخصيص مكتب دراسة طلبات المستثمرين الأجانب. نجد كذلك في سلطنة عمان السماح بنسبة 100% لتملك الأجانب في أغلب القطاعات، وتقليص الفارق في ضريبة الدخل بين الشركات المحلية والأجنبية؛ حيث تمت هذه الملكية الأجنبية الكاملة تماشياً مع اتفاقية المنظمة العالمية للتجارة، وكانت بداية تطبيق هذا الاتفاق في سنة 2003 بقطاع تكنولوجيا المعلومات. أما في دولة قطر تم كذلك السماح بالملكية الأجنبية بنسبة 100% في الزراعة والصناعة والصحة والتعليم والسياحة، وعملت السلطات على تبسيط إجراءات الموافقة، وخفض الحد الأقصى للضريبة على الشركات من 35% إلى 30% سنوياً، أما المملكة العربية السعودية فأنشأت الهيئة العامة للاستثمار من أجل تسهيل واستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وتخصيص محطة واحدة لذلك، والسماح بالتملك في معظم القطاعات؛ على سبيل المثال الغاز وتوليد الطاقة، تحلية المياه، والبتروكيمياويات، وتخفيض ضريبة الشركات من 45% إلى 30%، كما تم السماح لغير السعوديين بتملك العقارات لإقامتهم وأعمالهم باستثناء المدن المقدسة، وفي الإمارات العربية المتحدة فكانت الإجراءات المخففة في مجال الاستثمار الأجنبي تشمل قطاعات محددة، في تم

¹ - Hussein, M. A. (2009). Impacts of foreign direct investment on economic growth in the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. International Review of Business Research Papers, 5(3), 362-376. P 02.

Hayami, Y., & Godo, Y. (2005). Development economics: From the poverty to the wealth of nations. Oxford University Press.

See :

<https://books.google.fr/books?hl=fr&lr=&id=W3iIEI6TCLIC&oi=fnd&pg=PR8&dq=Development+Economics:+From+the+Poverty+to+the+Wealth+of+Nations&ots=GjwAE-> (13/09/2016).

اعتمادها لعدة مناطق للتجارة الحرة الجديدة بهدف إنشاء إمارة كمركز عالمي للتجارة في سبائك الذهب والبحوث وتطوير التكنولوجيا¹

4-قنوات تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو.

يمكن أن يؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو والتنمية بشكل مباشر من خلال المساهمة في تكوين إجمالي رأس المال الثابت، كما نجد أثره على أجزاء مختلفة من اقتصاد البلد المستقبل له في إطار تحفيز النمو، كما لهذا النوع من الاستثمارات عدة تأثيرات؛ أولاً: أن الاستثمار الأجنبي المباشر يؤدي إلى تحريك أسواق المال المحلية ويبرز ذلك جلياً في حال احتياج الشركات متعددة الجنسيات للتمويل، وقد يكون الأمر سلبياً في حال محدودية الموارد المالية المحلية، ويظهر تأثيره أيضاً في الحالة مع المنتجات المحلية المقابلة، أضف إلى ذلك خلق الطلب على السلع الوسيطة المنتجة محلياً والزيادة في مستوياته، كما يؤدي إلى ندرة العمالة الماهرة في حال دعم ورسم العمالة الماهرة بعيداً عن الصناعة المحلية. ثانياً: نجد تأثير هذا الاستثمار من جهة الروابط التي يشكلها والتي قد تلعب دوراً هاماً في نقل التكنولوجيا الجديدة، وهذه الأخيرة من شأنها زيادة الإنتاجية ورفع مستويات النمو؛ مما يؤدي إلى نوع من الانتشار الإيجابي مبدئياً والاستعانة بالمصادر الأجنبية حيث تتعامل الشركات متعددة الجنسيات مع الموردين المحليين والمصممين وغيرهم. ثالثاً: يؤثر هذا الاستثمار بطريقة غير مباشرة على الرأس المال البشري من التدريب ونقل المهارات والخبرات للموظفين المحليين².

عموماً فإن للاستثمار الأجنبي المباشر الأثر الإيجابي كبيراً؛ إلا أن ذلك يعتمد على عوامل مساعدة في البلد المستقبل له من أجل اغتنام ما أمكن من الفرص، ومن هذه العوامل القدرة الاستيعابية لهذا البلد والمستوى التعليمي وطبيعة البنية التحتية والتطور المالي والمؤسسي... . مثلاً التطور المالي للبلد يسمح للشركات بالحصول على الموارد المالية اللازمة.

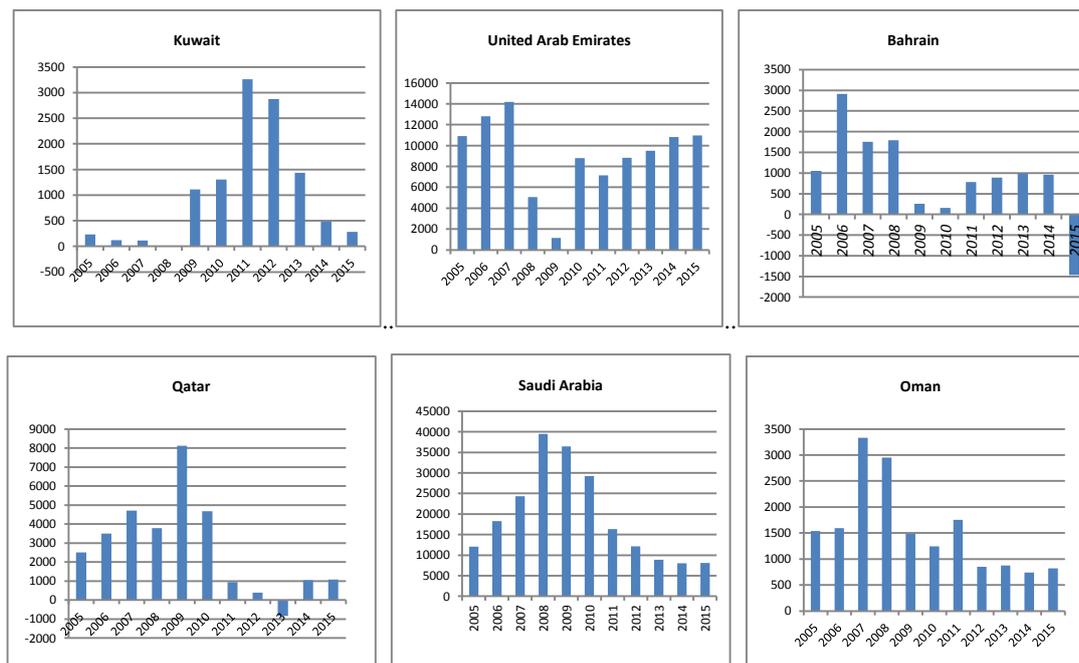
5-مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي

يبين الشكل الموالي مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي:

¹-Idem ,p.7, 8

² - Ibidem.

الشكل (3-5): حجم صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد لدول مجلس التعاون الخليجي.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

من الشكل أعلاه في البحرين نجد الحد الأقصى لمستويات صافي الاستثمار الأجنبي¹ المباشر سنة 2006 ثم شهدت تناقص كبير سنة 2008 و 2009 بأقل من 250 مليون دولار وهذا تزامنا مع الأزمة العالمية للرهن العقاري الأمريكي، لتتعافى بعض الشيء لتصل مستوى 957 مليون دولار سنة 2014؛ وكانت التوقعات على زيادة هذا الرقم إلا انه حدث ما لم يكن في الحسبان (1462,76- م دولار) وقد يرجع إلى ضعف الاستثمارات الجديدة والزيادة في الاستثمارات التي يتم سحبها في الإمارات العربية المتحدة نجد مستويات الاستثمار معتبرة وفي تزايد من سنة 2005 لتبلغ أقصاها سنة 2007 بقيمة (14186,52 م دولار)، والمستوى الأدنى سنة 2009 بقيمة (1134,28 م دولار) ثم ترتفع مباشرة وبشكل تصاعدي إلى غاية 2014 لتشهد نوع من الاستقرار سنة 2015 إلا أنها لم تصل إلى ما قبل الأزمة. شهدت الكويت مستويات متدنية جدا في بداية هذه الفترة إلى غاية 2008؛ مما يعكس عدم تشجيع وعدم ملائمة المناخ الاستثماري، ثم عرفت انتعاشا معتبرا ومتزايدا خلال الفترة 2009-2011 لتبلغ (3259,06 م دولار) كحد أقصى لتتخفف تدريجيا إلى سنة 2015 بمستوى (284,64 م دولار). بالنسبة لسلطنة عمان فكانت أكبر المستويات سنة 2007 (3332,11 م دولار) ثم التناقص التدريجي إلى 2010 ثم مرحلة استقرار في نهاية الفترة ما 600 و 800 مليون دولار. في السعودية نجد الارتفاع المتواصل في صافي هذه الاستثمارات وصولا إلى أعلى المستويات سنة 2008

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

بقيمة (39455,86م دولار) وبعد تناقصها تدريجياً إلى سنة 2014 بقيمة (8011,78 م دولار) مع زيادة طفيفة في السنة التي تليها. كانت مستويات صافي الاستثمار في قطر في تزايد مستمر من سنة 2005 إلى 2009 ما عدا فترة الأزمة العالمية، ثم التناقص المتتالي إلى غاية 2013 ثم شبه استقرار سنة 2015 عند مستوى (1070.87 م دولار).

استنتاجاً من هذا الشكل فالدول التي لها تأثير مباشر بالأزمة العالمية 2008 في صافي استثماراتها الأجنبية هي الإمارات العربية المتحدة بشكل مباشر والبحرين وسلطنة عمان تأثرتا ارتدادياً سنة 2009 ثم تتوالى دول المجلس الأخرى بدرجات متفاوتة، أما الفترة الأخيرة ما بعد 2011 فتتميز بضعف وتذبذب مستويات صافي الاستثمار في كامل دول مجلس التعاون مما يعكس أثر تدهور أسعار النفط كعامل رئيس وعدم استقرار المنطقة العربية وتخوف المستثمر الأجنبي¹ بسبب ما يعرف بالربيع العربي وأحداث الثورات الشعبية العربية.

المطلب الخامس: الأزمة المالية العالمية ودول مجلس التعاون الخليجي

اتجه الاقتصاد العالمي الذي عانى من أزمة مالية ائتمانية حادة إلى وضع متأزم ومعقد جداً، وهو ما هدد التقدم الذي تحقق في مجال التنمية في السنوات الأخيرة في الكثير من البلدان، حيث تقلصت معدلات النمو في البلدان النامية، وفي ظل استمرار تداعيات هذه الأزمة آنذاك والتي أدت إلى انكماش الأنشطة الاستثمارية والإنتاجية في شتى قطاعات دول العالم : ظهرت موجة من تسريح العمالة للشركات العالمية، والتي زادت من عدد العاطلين عن العمل في العالم إلى 20 مليون فرد لتصل البطالة العالمية إلى 210 مليون شخص في نهاية 2009.²

1-تعريف الأزمة المالية 2008.

الأزمة المالية العالمية هي الشدة والقحط في الأموال في سنة 2008 التي كانت بسبب أزمة الرهون العقارية التي ظهرت في عام 2007 وذلك إثر تعثر المقترضين في تسديد الديون للبنوك والتي أدت إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، والتي انتقلت تداعياتها إلى أوروبا وآسيا مما أدى إلى سقوط الكثير من البنوك والمؤسسات المالية العالمية.³ يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً، يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية، مسببة بذلك أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح ويتطلب هذا الخلل

¹ كما تم تسجيل قيم سالبة لصافي قيم سالبة ومنخفضة جداً في البحرين وهذا ما يمكن تفسيره بانسحاب وهروب الاستثمارات الأجنبية بسبب التوتر المشبوه في هذه الدولة، كما نجد هذه الملاحظة في قطر سنة 2013 ولكن بدرجة أقل بكثير.

² فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية .. التنبؤ بالأزمة فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، جامعة سكيكدة الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

³ خديجة جمعة الزويبي وحسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.ص 23.

تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المالية والموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية والتي قد يعقبها انهيارات للمؤسسات المالية.¹

2- أهم محطات الأزمة المالية 2008

بعد تعريفنا لهذه الأزمة نتكلم عن بعض المحطات الكبرى² التي مرت بها بشيء من الاختصار؛ من أجل التعرف عليها أكثر وهي كما يلي:

- تباطؤ السوق العقاري الأمريكي بعد عامين من ارتفاع الفائدة، مع ازدياد نسب التخلف عن دفع قروض الرهن العقاري عالي المخاطر خلال سنة 2006، وإعلان بنك بير ستيرنز عن تعثر صندوق استثمار تابعين له، وإعلان بنك آي كي بي الألماني عن خسائر بسبب الائتمان العقاري في جوان 2007؛
- إعلان بنك بي إن بي باريبا الفرنسي تبخر سيولة 3 صناديق استثمار تابعه له، وضخ البنك المركزي الأوروبي 136 مليار يورو ثم 109 مليار، خفض بنك الاحتياط الأمريكي سعر الفائدة على قروضه 0.5%، أوت 2007؛
- سبتمبر 2007: إعلان إفلاس بنك نورزرن روك البريطاني المتخصص في تمويل الرهن العقاري، وخفض سعر الفائدة الأمريكية 0.5% للمرة الثانية؛
- أكتوبر 2007: بنك ميريل لينش الأمريكي يعلن عن خسائر 4 مليار دولار، سيتي جروب الأمريكية يعلن عن خسائر 6.5 مليار دولار؛ بنك يوبي اس السويسري يعلن عن خسائر 3.4 مليار دولار، وقام المركزي الأمريكي بضخ 47 مليار دولار بالجهاز المصرفي كأكبر ضخ منذ أحداث 11 سبتمبر، وذلك في نوفمبر 2007؛
- إعلان 5 بنوك مركزية عالمية تنسيق جهودها لضخ مليارات الدولارات بالبنوك التجارية، وبنك إنجلترا يخفض الفائدة على القروض، ديسمبر 2007.³ وفي يناير 2008: إعلان بوش عن خطة إنعاش قدرها 150 مليار دولار.
- اجتماع زعماء الدول الصناعية السبع في فيفري 2008 وتقدير حجم أزمة القروض المعدومة 400 مليار دولار.
- أحداث وقعت في الفترة ما بين 3-15 أكتوبر 2008: موافقة مجلس النواب على خطة الإنقاذ بمبلغ 700 مليار دولار، اجتماع القمة الرباعية الأوروبية في باريس لبحث الأزمة، 7 بنوك مركزية تخفض سعر الفائدة 0.5%، إفلاس شركة ياماتو لايف اليابانية للتأمين، اجتماع وزراء مالية ومحافظي بنوك الدول السبع الصناعية، اجتماع رؤساء دول اليورو الـ15، اجتماع رؤساء دول الاتحاد الأوروبي الـ27.

¹- يوسف أبو فارة ، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة / فلسطين، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 4.

²- لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى موقع الموسوعة الحرة ويكيبيديا <http://ar.wikipedia.org/wiki/%>

³- أنظر: ممدوح الولي، الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد المصري، ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية»، 11 أكتوبر 2008م، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، ص 2-6.

- مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، ويورصة وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، أعلن بنك "سيتي جروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- في أول نوفمبر، 2008م: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة¹.

3-أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

لا يوجد هناك سبب وحيد لهذه الأزمة وإنما هناك أسباب وعوامل متعددة مسببة لها، ومتداخلة فيما بينها أدت إلى تفجيرها، إلا أن البداية كانت بسبب أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية كما أسلفنا سابقاً، ومن أهم هذه الأسباب² ما يلي: فساد البيانات المالية الخاصة بالرهن العقاري وفساد عقود المضاربات على الأسهم التي كانت لها علاقة بتلك الرهون؛ مما يعكس عدم التقيد بالسياسات المصرفية الصارمة في إدارة السيولة والربحية ومن ثم الانجرار نحو الأرباح السريعة الضخمة؛ عن طريق الإقراض غير المنضبط وغير المسؤول³. التركيز على العمل في مجال اقتصاد النقود وخلق النقود والأرباح الناشئة عنها، وفي المقابل الابتعاد عن الجوانب الإنتاجية والخدمية ومنه التخلي عن العمل في مجال الاقتصاد الحقيقي بسبب انتشار ثقافة الربح السريع بالاعتماد على الديون. يعتبر توريق الديون⁴ من الأسباب التي عمقت الأزمة؛ والتي من خلالها أصبحت الديون قابلة للتداول وعلاوة على ذلك التصنيفات التي وضعت لها (ABC) على أساس درجة المخاطرة.

هناك أسباب أخرى تدعى الأسباب الحقيقية⁵ يمكن ذكرها على النحو التالي: تفشي الفساد الأخلاقي الاقتصادي وتنامي ظاهرة الجشع في الأسواق المالية، سيطرة حب الذات والتركيز على المنفعة الفردية، ولا مجال للمصلحة الاجتماعية، أساس النظام المصرفي العالمي المبني على نظام الفائدة في الإقراض والاقتراض، قيام النظام المالي والمصرفي العالمي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع؛ قيام النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية، ظهور تلاعبات كبيرة في الأسواق المالية؛

¹-<http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8,08/2010>

²- للمزيد انظر: عبد الله إبراهيم نزال، رائد جميل جبر، إدارة مخاطر المصارف الإسلامية الائتمانية في ظل الأزمة المالية العالمية، جامعة الزرقاء الخاصة، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الخاصة 10، 11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 6-9.

³- خديجة جمعة الزويبي وحسن عبد الكريم سلوم، مرجع سابق، ص 29-31.

⁴- التوريق من المصطلحات المالية الحديثة؛ وتعني جعل الديون المؤجلة صكوكا قابلة للتداول في الفترة ما بين الثبوت في الذمة وحلول الأجل في سوق ثانوية متحولة إلى نقود بعدما كانت التزاما.

⁵- نجد الأسباب الحقيقية تلك الأسباب التي تتنافى والاقتصاد الإسلامي؛ انظر: كمال رزيق وراغب أحمد الخطيب، إشكالية العلاقة بين الأخلاق والاقتصاد في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10، 11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 9-12.

خاصة السلوكيات السيئة لمؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على أساليب متنوعة من أجل إغراء المتعاملين والتدليس عليهم، التوسع والإفراط في عمليات السحب على المكشوف؛ إذ استفحل تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد.

4- آثار هذه الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العالمية.

تعدت آثار هذه الأزمة¹ إفلاس كبريات الشركات ولم تقف عند هذا الحد، بل وصلت إلى جميع القطاعات الزراعي، الصناعي، النقل، القطاع العائلي...، وتأثر الجانب الاجتماعي بارتفاع نسب البطالة، وانخفاض الإنفاق الكلي بسبب انكماش الطلب الكلي على جميع السلع والخدمات، وبالتالي تأثر الدخل الفردي ومنه انخفاض الضرائب مما أدى إلى العجز في الميزانية الفدرالية؛ حيث تشير الإحصائيات إلى بلوغ هذا العجز حد 500 مليار لعام 2008، أما الدين العام فتجاوز حد 10 تريليون. أضف إلى ذلك التراجعات الحادة في معدلات نمو الدول الكبرى من 1.4 بالمائة سنة 2008 إلى حدود 0.3 بالمائة سنة 2009.²

4-1- آثار الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية العربية.

تأثرت أغلب الدول العربية بهذه الأزمة³؛ لكن هذا التأثير كان بدرجات متفاوتة على حسب درجة انفتاح الأسواق المالية التي تملكها هذه الدول، فنجد التأثير الكبير في الأسواق المالية العربية المنفتحة على الأسواق العالمية، إذ نجد التأثير الكبير في الدول البترولية ودول الخليج بصفة خاصة؛ التي تأثرت وتضررت بفعل انخفاض أسعار البترول؛ والذي تسبب في تراجع الفوائض لديها مما انعكس سلباً على مشاريعها التنموية، حيث هوى سعر البرميل من مستوى 150 دولار للبرميل عام 2008 إلى مستوى 40 دولار للبرميل في نهاية ديسمبر من نفس السنة، مما انعكس سلباً على اقتصاديات هذه الدول من جراء تراجع الفوائض من جهة والخسائر التي تكبدتها أثناء توظيفها جراء هذه الأزمة من جهة ثانية، أما بالنسبة للدول غير المنفتحة بدرجة كبيرة على الأسواق العالمية فنجد أن تضررها من الأزمة كان محدوداً جداً، إلا في حدود ارتباطها مع الدول التي لها علاقة مع الدول المنفتحة مع الأسواق الدولية، وعلى العموم تأثرت الدول العربية كافة جراء هذه الأزمة والتي بلغت أوجها في سبتمبر 2008، وذلك بفعل تباطؤ الاقتصاد العالمي (ومنه انخفاض أسعار النفط الخام والسلع الغذائية...): الذي انعكس بطرق متباينة ومتفاوتة على الإيرادات والنفقات العامة خصوصاً تلك الدول التي توسعت في جانب الإنفاق (زيادات في الأجور، ودعم السلع...)، كما أن هناك انعكاسات أخرى للأزمة؛ على المديونية العامة، الموازنات العامة، الإيرادات الضريبية وغير الضريبية،

¹ حسن يعلي خربوش، دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية، الجامعة الهاشمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10، 11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 10-11.

² علي فلاح المناصير ووصفي عبد الكريم الكساسبة، جامعة الزرقاء الخاصة، المؤتمر الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الأهلية، سبتمبر 2009، ص 13-20.

³ وفيق حلبي الأغا وسمير مصطفى أبو مدللة، أثر الأزمة العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، جامعة الأزهر - بغزة، المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 16.

الإيرادات النفطية¹، لكن نقتصر هنا على التطورات في مجال أسواق الأوراق المالية العربية؛ إذ شهدت تقلبات حادة خلال عام 2008 على أعقاب هذه الأزمة وخاصة في الثلث الأخير من هذه السنة، وهوت مؤشرات الأسواق العربية وتدهورت أحجام التداول فيها، وخسرت خلال سنة 2008 حوالي 569 مليار دولار من قيمتها السوقية وهذا ما يعكسه انخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية إذ وصل إلى مستوى 166.2 نقطة في نهاية سنة 2008، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية سنة 2007..

2-4- أثار الأزمة المالية العالمية 2008 على دول مجلس التعاون الخليجي

بدأت الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية سوف ثم ألفت بظلالها على جميع دول العالم، المتقدمة منها والنامية. في دول مجلس التعاون اختلفت هذه الآثار من بلد إلى آخر لعدة اعتبارات منها خصوصية كل بلد، وبشكل عام لم تفلت هذه دول من الآثار السلبية لهذه الأزمة الحادة والتي يعتبرها الاقتصاديون أكبر أزمة بعد أزمة الكساد الكبير. من أهم جوانب الآثار السلبية الانخفاض في أسعار النفط مما انعكس على إيراداتها وبالتالي تأثر برامج التنمية في هذه البلدان. الثانية، أضف إلى ذلك انخفاض في قيمة الدولار الأمريكي مما أدى إلى تدني كبير في الأصول التي تملكها لما لها من ارتباط بالدولار الأمريكي، ومن جهة أخرى ما سببته هذه الأزمة من الركود الاقتصادي الذي ساد العالم انعكس سلبا على القطاع الحقيقي في الاقتصاديات مشكلا سلسلة من الآثار السلبية من خلال انخفاض الطلب العالمي على صادرات دول مجلس التعاون الخليجي من النفط والبتروكيماويات والألومنيوم. وأخيرا، زيادة معدلات التضخم مع انخفاض أسعار الفائدة سيؤدي إلى انخفاض في الفائدة الحقيقية مع انخفاض المصاحب في الحوافز الدافعة إلى الادخار والاستثمار والتنمية².

يعتمد قياس مدى الآثار السلبية للأزمة المالية على بلد معين على عاملين رئيسيين هما³: العامل الأول مدى دور القطاع المالي في الاقتصاد الوطني؛ كلما زاد هذا الدور، بقدر ما يزداد تأثير الأزمة على القطاع ونقل هذه الآثار إلى القطاع الحقيقي في الاقتصاد، والعامل الثاني يتمثل في درجة انفتاح الاقتصاد الوطني؛ كلما كانت درجة أكبر من الانفتاح، كلما يتأثر الاقتصاد بالأزمة من خلال علاقاتها مع دول العالم.

5-مواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 .

نتكلم في هذا العنصر عن بعض الإجراءات المتخذة من طرف الدول الخليجية لمواجهة هذه الأزمة، بعد أن نتناول خطة الإنقاذ الأمريكية، وخطط الإنقاذ الأوروبية، وخطط الإنقاذ الآسيوية؛ وهذه الخطط من أهم الإجراءات

¹-للتفصيل يمكن الرجوع إلى التطورات المالية في الفصل السادس من التقرير العربي الموحد 2009 ، صندوق النقد العربي، ص103-116.

²- Abdelbaki, H. H. (2010). Assessing the impact of the global financial crisis on GCC countries. Journal of Business & Economics Research, 8(2).

³- Idem ,p.141, 3

التي اعتمدها الدول والمجموعات الاقتصادية لمواجهة هذه الأزمة المالية¹؛ فخطة الإنقاذ الأمريكية هي تلك التي قام بصياغتها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون، من أجل إنقاذ النظام الأمريكي، بعد أزمة الرهون العقارية، كان الهدف منها أخطر أزمة شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929، وتهدف هذه الخطة أيضا إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية؛ والتي تعود لدافعي الضرائب، كما وضعت الخطة من أجل مساعدة المقترضين الذين يواجهون صعوبات في تسديد أقساطهم. جاءت المعارضة الفورية لهذه الأزمة من طرف الرئيس الأمريكي جورج بوش الابن، وما لبث أن تراجع عن قراره بعد قول هنري بولسون بأن دعم الشركتين (فاني ماي (Fany May)، وفريدي ماك (Fredy Mac)) أمر ضروري وحتمي لتهدئة الأسواق المحلية والخارجية². أعتد مجلس الشيوخ نص خطة الإنقاذ بأغلبية 72 صوتا مقابل معارضة 13 صوتا عقب موافقة مجلس النواب، تقوم الخطة على شراء الديون الهالكة التي هددت بانهيار السوق المالية الأمريكية، تضمنت خطة الإنقاذ جانبا خاصا بشركتي فاني ماي وفريدي ماك كبرى شركات التمويل لقاء الرهن والمعروضتين للإفلاس، بعدما شارفتا على الانهيار آنذاك، وتبلغ قيمة الرهون العقارية التي تملكها وتدعمها الشركتان المتضررتان ما يقارب خمسة تريليونات دولار أي ما نسبته 50% من الرهون العقارية في الولايات المتحدة³. ومن أهم بنود الخطة (السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة سبعمائة مليار دولار، وتكون مرتبطة بالرهن العقاري؛ ويتم تطبيق ذلك على مراحل).

انتقلت أزمة الثقة من الأسواق الأمريكية إلى الدول الأوروبية والأسبانية⁴؛ فكان لزاما عليها مواجهة هذه الأزمة، وحسب ما جاء في بنود الخطة الأمريكية من تكليف وزير الخزانة الأمريكية بوجوب التنسيق مع دول العالم بوضع خطط مماثلة للخطة الأمريكية، نجد من أبرز الخطط⁵ التي وضعت نتيجة لهذا التنسيق؛ في بريطانيا مثلا تضمنت خطة الإنقاذ⁶ التي أقرتها الحكومة البريطانية على استثمار 25 مليار جنيه إسترليني مباشرة في حصص أسهم، وتدخلت من أجل إنقاذ بنك "أنش بي أو أس" وذلك بشرائه من طرف بنك لويدز بقيمة 12 مليار جنيه إسترليني، واستحوذ البنك البريطاني (Lloyds TSB) على (HBOS) من أكبر البنوك العقارية البريطانية المقرضة، أما الحكومة الفرنسية فقد اقترحت خطة إنقاذ للمصارف بمبلغ 360 مليار يورو واعتمدها البرلمان الفرنسي؛ سعيا منه لإنهاء

¹- وقيق حلمي الأغا وسمير مصطفى أبو مدللة، مرجع سابق، ص 16.

² -لمزيد من التفصيل أنظر: فريد كورتل، مرجع سابق، ص 19-21، كذلك: حسن عبد الكريم سلوم وبتول محمد نوري، الجامعة المستنصرية العراق، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن، ص 10.

³- <http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8,05/2010>

⁴- فريد كورتل، مرجع سابق، ص 21-24.

⁵- علي فلاح المناصير ووصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سابق، ص 26-31.

⁶- كما تضمنت هذه الخطة دفع الحكومة البريطانية نصف مليار جنيه إسترليني من أجل دعم مبادرة لإنعاش سوق العقارات من الركود، وفي فبراير 2008 قامت بتأميم بنك Northern Rock، وقدمت هذه الحكومة ضمانات بقيمة 250 مليار جنيه إسترليني من القروض التي ستمتجها الشركات لبعضها البعض، تقديم 200 مليار جنيه إسترليني من خلال برنامج السيولة الخاصة؛ والذي أسند تنفيذه لبنك إنجلترا، وتوفير أرصدة كافية للنظام المصرفي بلغت 37 مليار جنيه إسترليني من أجل دعم المصارف الكبرى.

أزمة الثقة في الأسواق المالية من جهة وضمان إعادة تمويل المصارف فيشكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف من جهة ثانية. وقامت الحكومة الألمانية بتأسيس صندوق مالي وخصصت له 400 مليار يورو، من أجل استعادة الاستقرار للنظام المالي، وتوفير الحماية اللازمة للمتعاملين في الأسواق. أما في روسيا فأقر مجلس الدوما الروسي خطة لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بلغت 63 مليار يورو، كما قام البنك المركزي فيها بضخ ما قيمته 37 مليار دولار في صورة قروض طويلة الأجل للبنوك، كما قرر تخفيض الاحتياطي الإلزامي إلى 0.5 بالمائة مؤقتاً من أجل زيادة السيولة في القطاع المصرفي. نجد في الصين إعلان البنك المركزي عن خطة من أجل تحفيز الاقتصاد الصيني بمبلغ أربعة تريليونات يوان، كما قامت هذه الحكومة بإلغاء جميع الضرائب على الأسهم. في اليابان قام البنك المركزي بضخ مقداراً كبيراً من السيولة وصل إلى 14.2 مليار دولار أميركياً؛ من أجل دعم الأسواق المالية ومنع وقوع أي اضطرابات فيها.

اضطرت البنوك المركزية في الدول العربية وفي الدول الخليجية على وجه الخصوص إلى ضخ كميات من السيولة؛ من أجل تلبية الطلب المتزايد على النقد، كما تعهدت الحكومات في كل من السعودية والبحرين والإمارات بضمناً جميع ودائع الأفراد في البنوك المحلية، واتخذت هذه الدول عدة إجراءات من أجل منع انتقال حى الأزمة إلى القطاع المصرفي.

قامت دولة الكويت بضخ مليار دينار سيولة في الأسواق، قام البنك المركزي بعرض لأموال الليلة الواحدة، ولأسبوع، ولشهر؛ بقصد توفير السيولة الخاصة بعد انهيار الأسعار.

نجد من الإجراءات المتخذة في الإمارات العربية المتحدة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 منح قروض قصيرة الأجل من طرف البنك المركزي بمقدار 50 مليار درهم، كما خصص تسهيلات للبنوك من أجل استعمالها كقروض قصيرة الأجل، كما قام البنك المركزي بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوماً، وألغى السحب على المكشوف بصفة مؤقتة.

قررت هيئة الاستثمار في دولة قطر شراء ما بين 10-20 بالمائة من رأسمال البنوك المدرجة في السوق، أضف إلى ذلك تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو نفس الإجراء الذي اتخذته معظم دول الخليج في إطار تخفيض تكلفة التمويل.

تمثلت الإجراءات المتخذة في السعودية لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 في تقديم عشرة مليار (بالريال) للبنك السعودي للتسليف والادخار؛ والذي يقدم قروضاً دون فوائد، و أعلن البنك المركزي السعودي وتعهد بتوفير السيولة التي تحتاجها البنوك، وبأية مبالغ، مع منحها خيار اقتراض 75 بالمائة من الأوراق المالية الحكومية؛ والتي تبلغ قيمتها 200 مليار؛ ما يعادل 53.1 مليار دولار. وأعلن كذلك هذا البنك عن خفض معدلات الفائدة بنصف نقطة لتصبح 5 بالمائة، وخفض الاحتياطي الإجباري من 10 إلى 5 بالمائة.

المبحث الثالث: جهود دول مجلس التعاون نحو التكامل المالي

توجد الكثير من العلاقات الخاصة بين دول المجلس والخصائص المشتركة وطبيعة الأنظمة المتشابهة، إضافة عناصر الهوية المشتركة: الدين واللغة والمنطقة (الأرض) والعادات والتقاليد والتراث المشترك...، على هذا الأساس تم إنشاء مجلس التعاون الخليجي في شهر ماي من عام 1981 م.

أسس مجلس التعاون الخليجي في 25 ماي 1981 م، في الاجتماع التأسيسي في أبوظبي، ويضم المجلس الدول الستة: دولة الإمارات العربية المتحدة والبحرين والمملكة العربية السعودية والكويت وسلطنة عمان ودولة قطر، باعتبار ذلك القمة الأولى لدول المجلس كنواة لتحقيق رغبات وطموحات شعوبها وتوثيق عرى الروابط والصلات القائمة بينها في مختلف المجالات.

المطلب الأول: مجلس التعاون الخليجي وأهم الاتفاقيات الاقتصادية المبرمة،

1-مجلس التعاون الخليجي

1-1-التعريف بمجلس التعاون الخليجي.

تأسس مجلس التعاون الخليجي في شهر ماي 1981 بانضمام ست دول من دول الخليج العربي؛ وهي البحرين الكويت عمان قطر السعودية والإمارات العربية المتحدة. بهدف تعزيز التنسيق والتكامل والترابط بين الدول الأعضاء في كافة المجالات وعلى رأسها المجال الاقتصادي، وكان الحافز الكبير في ذلك الميزات المشتركة بين هذه الدول بدء بالمنطقة الجغرافية والتشكيلة الديمغرافية والاجتماعية والمصالح الاقتصادية المشتركة، فمما يميز هذا المنطقة وفرة الموارد الطبيعية النفط والغاز...، حيث نجد نسبة الاحتياطات من النفط في دول مجلس التعاون تمثل ما نسبته 45 بالمائة من الاحتياطي العالمي و17 بالمائة من احتياطات الغاز الطبيعي¹ لسنة 2003.

تتميز اقتصاديات دول المجلس بالاقتصاديات الريعية مما أدى بها إلى الاعتماد على الصناعة الهيدروكربونية، وبصفة عامة تواجه هذه الدول تحديات كبيرة إضافة إلى ضرورة تنوع الاقتصاد المحلي والتخلي عن الاعتماد عن النفط تحديات أخرى مثل التزايد الكبير لعدد السكان إذ تسجل هذه الدول معدلات نمو ديمغرافي الأكبر من نوعها عالمياً، والاعتماد الكبير على العمالة الأجنبية خصوصاً في القطاع الخاص ويؤثر ذلك على الهوية الوطنية الخليجية، إذ تعتبر الدول الخليجية ثالث أكبر الدول عالمياً في اعتمادها على العمالة الأجنبية بعد الاتحاد الأوروبي وأمريكا الشمالية².

¹- Alharbi, A. M. (2009). Nonlinearity and market efficiency in GCC stock markets.. p05 .

²-see : Al-Khouri, A. M. (2010, June). The challenge of identity in a changing world: the case of GCC countries. In Conference proceedings: the 21st-century Gulf: the challenge of identity.

يتألف مجلس التعاون الخليجي من المجلس الأعلى والمجلس الوزاري والأمانة العامة؛ حيث يمثل المجلس الأعلى السلطة العليا ويضم قادة الدول الأعضاء برئاسة دورية، من مهامه وضع السياسات العليا والخطوط الأساسية، أما المجلس الوزاري فيضم أو يتألف من وزراء خارجية الدول الأعضاء، وينعقد كل ثلاثة أشهر من مهامه اقتراح التوصيات والسياسات لكافة المجالات، كما يعمل على التحضير لاجتماعات المجلس الأعلى، أما الأمانة العامة فتتكون من أمين عام و ثلاث أمناء مساعدين يعملون لعهدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد¹.

2-2. أهداف مجلس التعاون الخليجي: يسعى مجلس التعاون إلى تحقيق جملة من الأهداف وهذا ما نصت عليه المادة الرابعة من نظامه الأساسي² ومن بين هذه الأهداف ما يلي:

- تحقيق التنسيق والتكامل والترابط بين الدول الأعضاء في كافة المجالات؛
- وضع أنظمة متماثلة في مختلف الميادين؛
- إنشاء مراكز بحوث علمية مشتركة من أجل دفع عجلة التقدم العلمي والتقني في مجالات الزراعة والصناعة والتعدين؛
- تعميق وتوثيق الروابط والصلات ودعم جميع ما من شأنه دعم التعاون القائم بين شعوبها.

هكذا حددت الأهداف الاقتصادية بنوع من الدقة وكذلك الأهداف الاجتماعية والثقافية، بينما لم تحظ الأهداف السياسية والعسكرية بنصيب معتبر إذ أن التنسيق الأمني لم يكن من أولويات الاجتماع التأسيسي لمجلس التعاون الخليجي، إلا أن ذلك لم يكن مانعاً لتدراكه بعد ذلك فعلى الصعيد التعاون الأمني اعتمدت دول المجلس سنة 1987 إستراتيجية أمنية شاملة ومثلت إطاراً عاماً للتنسيق الأمني إضافة إلى الإستراتيجية الأمنية لمكافحة التطرف والإرهاب سنة 2002، وفي العام 2004 توصلت إلى التوقيع على اتفاقية دول المجلس لمكافحة الإرهاب³، وأخيراً التدخل في الشؤون اليمينية ومساندة الرئيس المنتخب من أجل إنقاذ هذا البلد.

هناك أسباب كثيرة كانت وراء قيام مجلس التعاون الخليجي؛ حيث أن من هذه الأسباب ما هو سياسي وهناك الأسباب الاقتصادية والإستراتيجية، بالنسبة للأسباب الاقتصادية نذكر منها التغيرات العالمية في العلاقات الاقتصادية وتحديات العولمة المالية مم يستلزم العمل ضمن تكتل دولي أو إقليمي من أجل مجابهة مشاكل التنمية ومن ثم العمل على التقليل من الاعتماد على الموارد الطبيعية وتنوع اقتصادياتها بصفة عامة، وبخصوص الأسباب السياسية فتتلخص في الثورة الإيرانية والتخوف الخليجي منها مما جعلها تفكر في ضرورة التعاون فيما بينها لمواجهة طموحاتها المتزايدة في المنطقة، أضف إلى ذلك تخوفها من العراق وخشية امتداد الحرب الإيرانية العراقية إلى أراضيها.

¹ انظر: ايمان عبد الكاظم جبار الكريطي ، العملة الخليجية الموحدة الفرص والتحديات، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد ص74. <http://www.docudessk.com>

² الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي (2012)، مسيرة الاتحاد الجمركي لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، ص 09 .

³ حشوف ياسين، مجلس التعاون لدول الخليج العربية -دراسة في أسباب استمرارية التجربة والسيناريوهات المستقبلية رسالة ماجستير علوم سياسية، جامعة بسكرة 2007-2008.

وبالنسبة للمجال الاستراتيجي والأمني فهو متعلق بالمجال السياسي حيث أن تأسيس دول المجلس التعاون الخليجي ضمينا يمثل خطوة لمعادلة التوازن الإقليمي في الخليج العربي إلا أنها لم تكن بالمستوى الكافي¹؛ فبقي التوازن ثنائي بين إيران والعراق قبل سقوط بغداد.

2- أهم الاتفاقيات الاقتصادية المبرمة لدول مجلس التعاون. الاتفاقية الاقتصادية الموحدة لدول مجلس التعاون الخليجي.

كان تاريخ التوقيع على هذه الاتفاقية في 1981/11/11 في الرياض، وتم إصدار القانون المتعلق بذلك تحت رقم (الذي تم إلغاؤه) 1982/58، بتاريخ 1982/10/31، ثم تم التعديل على هذه الاتفاقية يوم الاثنين 2001/12/31 في عمان، وتم إصدار القانون رقم 2003/05، بتاريخ 2003/02/18، وكان ذلك استجابة للمستجدات والتحديات الدولية الاقتصادية، وهكذا نقلت هذه الاتفاقية في صيغتها الجديدة أسلوب العمل المشترك إلى مستوى التكامل وفق آليات وبرامج محددة، وعالجت² المواضيع التالية:

- الاتحاد الجمركي لدول المجلس؛
 - العلاقات الاقتصادية الدولية لدول المجلس مع الدول والمجموعات الاقتصادية الأخرى؛
 - السوق الخليجية المشتركة حيث تشمل تحديد مجالات المواطنة الاقتصادية؛
 - الاتحاد النقدي الاقتصادي؛
 - تحسين البيئة الاستثمارية في دول المجلس؛
 - التكامل الإنمائي بين دول المجلس بما في ذلك التنمية الصناعية، وتنمية النفط والغاز والموارد الطبيعية، والتنمية الزراعية، وحماية البيئة، والمشروعات المشتركة؛
 - تنمية الموارد البشرية؛
 - البحث العلمي والتقني وتطوير القاعدة العلمية والتقنية والمعلوماتية، وحماية الملكية الفكرية؛
 - التكامل في مجالات البنية الأساسية، بما في ذلك النقل والاتصالات والتجارة الإلكترونية.
- وتوالت الاتفاقيات الخليجية بعد ذلك³ وبعض مذكرات التفاهم ونذكر منها ما يلي:

¹- عبد المحسن لافي الشمري، مجلس التعاون لدول الخليج العربية وتجدي الوحدة، رسالة ماجستير في العلوم السياسية، جامعة الشرق الأوسط (2012/2011)، الأردن. ص 47.

²-لمزيد من التفصيل أنظر: مجلس التعاون الخليجي، الأمانة العامة: مسيرة العمل الاقتصادي المشترك، الرياض الطبعة الثانية 2004، [http://www.gcc-sg.org/ar-sa\(11/11/2016\)](http://www.gcc-sg.org/ar-sa(11/11/2016))

³- هناك اتفاقيات أخرى منها على سبيل المثال: -اتفاقية الدفاع المشترك لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية تاريخ توقيعيها 2000/12/31 في المنامة، وتم إصدار القانون المتعلق بذلك بتاريخ 2001/07/01 تحت رقم 2001/44، -مركز التحكيم التجاري لدول

- ✚ اتفاقية إنشاء مؤسسة الخليج للاستثمار (شركة مساهمة خليجية) تاريخ توقيعها 1982/11/10 في المنامة، وتم إصدار القانون المتعلق بها رقم 1983/91 بتاريخ 1983/06/05؛
- ✚ النظام الأساسي لهيئة المواصفات والمقاييس لدول مجلس التعاون لدول الخليج، تاريخ توقيعه 1985/12/23 في الرياض، وتم إصدار القانون المتعلق به 1989/52، بتاريخ 1989؛ كان عدد المواصفات القياسية الخليجية 50 مواصفة فقط سنة 1985، وارتفع هذا العدد تدريجياً حيث وصل إلى مستوى¹ 8667 مواصفة ولائحة خليجية موحدة في شهر أوت 2013
- ✚ اتفاقية تعاون بين دول أعضاء مجلس التعاون مع الجماعة الاقتصادية الأوروبية، تاريخ توقيعها 1988/06/15 في لكسمبورغ، وتم إصدار القانون المتعلق بذلك بتاريخ 1989/04/04، تحت رقم 1989/15؛
- ✚ قانون الجمارك الموحد لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية؛ كانت الاتفاقية في الفترة 2002/12/22-21 في عمان، وتم إصدار القانون 2003/20 المتعلق بذلك، بتاريخ 2003/04/22،
- ✚ اتفاقية إنشاء جامعة الخليج العربي المعدلة، كانت بتاريخ في 2003/03/13 في دبي، وتم إصدار القانون والمتعلق بذلك رقم 2002/14 بتاريخ 2004/01/06،
- ✚ النظام الأساسي لهيئة التقييس² لدول مجلس التعاون الخليجي، وكان في الفترة 2003/12/22-21 في الرياض، وتم إصدار القانون 2006/13 المتعلق بذلك، بتاريخ 2006/03/27،
- ✚ اتفاقية إقامة منطقة تجارة حرة بين لبنان ودول مجلس التعاون الخليجي وكانت في بيروت بتاريخ 2004/05/11، وتم إصدار القانون المتعلق بذلك تحت رقم 2006/07، بتاريخ 2006/03/27،
- ✚ اتفاقية الاتحاد النقدي لمجلس التعاون لدول الخليج العربية والنظام الأساسي للمجلس النقدي في مسقط بتاريخ 2008/12/30، وتم إصدار القانون 20010/05 المتعلق بذلك، بتاريخ 2010/02/03،
- ✚ الاتفاقية العامة للربط الكهربائي لمجلس التعاون لدول الخليج العربي بتاريخ 2013/03/29، وتم إصدار القانون 2013/113 المتعلق بذلك بتاريخ 2013/05/22،
- ✚ مذكرة التفاهم الخاصة بالتفتيش والرقابة على السفن في موانئ دول مجلس التعاون الخليجي؛ وعقدت في دولة الكويت بتاريخ 2004/10/19، وتم إصدار القانون 2014/14 المتعلق بذلك بتاريخ 2014/01/29،

مجلس التعاون الخليجي؛ كان ضمن الاتفاقية في الفترة 1993/12/22-20 في الرياض، وتم إصدار القانون المتعلق بذلك بتاريخ 2002/02/03، تحت رقم 2002/14، - قانون التنظيم الصناعي الموحد لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية وكان في الاتفاقية في الفترة 2004/12/21-20 في المنامة، وتم إصدار القانون 2009/22 المتعلق بذلك، بتاريخ 2009/07/12،

¹- مجلس التعاون الخليجي، الأمانة العامة، السوق الخليجية المشتركة حقائق وأرقام، قطاع شؤون المعلومات - إدارة الإحصاء العدد السادس، ديسمبر 2013، الرياض، ص 129-130.

²- الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، النظام الأساسي لهيئة التقييس لدول مجلس التعاون الخليجي، مجموعة الأنظمة السعودية، هيئة خبراء مجلس الوزراء، منشور جريدة أم القرى العدد 4061، 1426/8/5 هـ.

اتفاقية التعاون الاقتصادي والتجاري والاستثماري والفني بين دول مجلس التعاون الخليجي والولايات المتحدة الأمريكية بتاريخ 2012/09/25، وتم إصدار القانون 2014/31 المتعلق بذلك بتاريخ 2014/04/23،
المطلب الثاني: الاتحاد النقدي والاتحاد الجمركي الخليجي.

1-الاتحاد النقدي.

لا يزال هيكل اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي يعتمد بصورة أساسية على القطاع النفطي، كما أن مستويات التجارة البينية لا ترقى إلى المستوى المطلوب، كما يوجد هناك تباين أيضا في مستويات القدرة الشرائية داخل بلدانه، ومن هذا المنطلق فإن دول مجلس التعاون تواجهها عدة تحديات في مشروعها لإنشاء العملة الموحدة منها الإرادة الحقيقية مع الالتزام السياسي؛ إذ يجب على هذه الدول النجاح في منطقة عملة موحدة، ثانيا تحدي السيادة المؤسسية ودعم كل السياسات الاقتصادية ذات الصلة باستقرار العملة الموحدة والحفاظ عليها. ويتمثل التحدي الثالث في توافر البنى التحتية والبحثية والكفاءات البشرية وكذلك ما يتعلق بالجوانب الإحصائية.

بدء من مصادقة دول المجلس على ميثاق التأسيس سنة 1981 ، وتبني تلك الدول اتفاقية الاقتصادية الموحدة مهد الطريق نحو الاندماج الاقتصادي حيث حددت الخطوط العريضة من أجل التنسيق والتكامل والتعاون في مختلف الجوانب الاقتصادية، الإعداد لمنطقة التجارة الحرة السوق المشتركة والوحدة الاقتصادية؛ أضف إلى ذلك تأسيس عدد من اللجان المتخصصة كسلطات تنفيذية للهيئات التأسيسية.

من أولى الخطوات نحو التكامل الاقتصادي في المنطقة الإعلان عن تأسيس منطقة التجارة الحرة في عام 1983 للعمل قدما والسير من أجل التكامل من خلال إنشاء الاتحاد الجمركي، وجاءت قمة الرياض لدول مجلس التعاون عام 1999 وتم الاتفاق على جدول زمني لإنشاء هذا الاتحاد مع نهاية سنة 2005.

وافق قادة دول مجلس التعاون في اجتماع مجلسه الأعلى في قمة البحرين (2000 م) على تبني سياسة الربط المشترك لمختلف عملاتهم كبداية وتمهيدا للعملة الخليجية الموحدة، إذ تعتبر هذه الأخيرة حجر الزاوية من أجل تحقيق التكامل الاقتصادي².

خلال قمة دول مجلس التعاون في ديسمبر (2001) في مسقط اتفق قادة البلدان على تعريف جمركية مشتركة (5 %) بحلول عام 2003، كما صوتوا على إنشاء عملة موحدة قبل 2010 على اعتبار الدولار عامل مشترك بين عملاتهم كمرحلة وسيطية.

وانطلاقا من الحاجة الملحة والرغبة المتزايدة لدول المجلس في تحقيق التكامل النقدي من أجل الوصول إلى الاتحاد النقدي بقيت هذه الدول تسير مراحل التقدم نحو الاندماج الكامل من خلال القضاء على تكاليف المعاملات والقضاء على مواطن الريب وحالات عدم اليقين في ظل عملات منفصلة عن بعضها.

¹ خالد بن راشد الخاطر(2012): الوحدة النقدية لدول مجلس التعاون والتحولات الهيكلية في الاقتصاد العالمي، التطلعات والمكاسب الإستراتيجية بعيدة المدى، المركز العربي للأبحاث والدراسات، قطر. ص ص 5-26.

² - Laabas, B., & Limam, I. (2002). Are GCC Countries Ready for Currency Union?. Arab Planning Institute,(April). P 06.

يقودنا الحديث هنا عن نظرية منطقة العملة المثلى (optimum currency)، حيث تعود هذه النظرية إلى السنوات الأولى من الستينيات من القرن الماضي إلى أعمال كلا من (mundell.1961) و (mckinnon.1963) حيث برزت من خلال هذه النظرية المكاسب التي يحققها الاقتصاد من خلال العملة الموحدة¹.

هناك عدة عوامل أو معايير محددة لاستعداد الدول للانضمام أو تشكيل منطقة عملة مثلى منه حركية عوامل الإنتاج، درجة الانفتاح الاقتصادي والتنوع الإنتاجي، التكامل المالي والضريبي، تماثل الصدمات، تقارب معدلات التضخم، درجة تكامل السياسات، والمكاسب والتكاليف².

بالنسبة لمعايير منطقة العملة المثلى وجد أن معيار الانفتاح الاقتصادي يتلاءم مع وضع دول مجلس التعاون الخليجي؛ وذلك من خلال نسبة صافي التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما بالنسبة لحركية عوامل الإنتاج فإنها غير متوافقة مع معايير المنطقة النقدية المثلى، ونفس الشيء مع معايير التنوع الإنتاجي والأسعار ومرونة الأجور، أما المعيار المناسب إضافة إلى المعيار السابق نجد بنية الإنتاج ودرجة التكامل السياسي والعوامل السياسية؛ أي أن أغلب المعايير تأهل دول مجلس التعاون الخليجي لإقامة منطقة نقدية موحدة مع ضرورة استكمال الجوانب المتبقية حتى تصبح جميع المعايير مواتية ومحقة³، مما يستلزم من هذه الدول بذل المزيد من الجهود من تحقيق ذلك. نجد في هذا الإطار دراسات أخرى لها نتائج مطابقة لذلك؛ أي عدم قدرة اقتصاديات هذه الدول على إقامة منطقة نقد مثلى في تلك الفترة⁴، نجد مثلاً دراسة (kandid & trabel,2010) والتي توصلت إلى أن دول مجلس التعاون الخليجي لا زالت بعيدة عن الشروط اللازمة لتحقيق أو ضمان الانضمام إلى اتحاد نقدي⁵.

توصلت دراسة كاملي (2015) إلى عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين أغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية لدول مجلس التعاون الخليجي، من خلال تحليل وقياس أثر المنطقة النقدية المثلى على الميزانية العامة والتوازن الخارجي لهذه الدول، شملت المتغيرات الاقتصادية الكلية (الميزانية العامة، التوازن الخارجي، الإنتاج الداخلي الخام والتضخم بالاعتماد على توصلت اختبار التكامل المشترك لجوهانسن⁶.

من الطبيعي أن يكون ارتباط سعر الصرف لدول الخليج بسلة من العملات الأجنبية أفضل من ارتباطها بالدولار فقط ، ويعتبر ذلك حلاً أمثلاً من منظور التجارة الخارجية أما إذا أخذ الاعتبار لمعدل التضخم فقد يكون

¹ - Mongelli, F. P. (2002). 'New' views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us?. P07.

² - See: Laabas, B., & Limam, I. (2002). Op cit, pp5-7.

ولمزيد من التفصيل انظر: غربي ناصر صلاح الدين، دراسة إمكانية إقامة منطقة نقد مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي من خلال تحليل تماثل الصدمات، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015. ص 165-183.

³ - Mongelli, F. P. (2002). Op cit p14.

⁴ - غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سابق ص338.

⁵ - Kandil, M., & Trabelsi, M. (2012). Is the announced monetary union in GCC countries feasible? A multivariate structural VAR approach. Middle East Development Journal, 4(1).

⁶ - كاملي محمد (2015)، أثر المنطقة النقدية المثالية على الميزانية العامة و التوازن الخارجي لدول مجلس التعاون الخليجي دراسة قياسية، أطروحة الدكتوراه.

الدولار الأنسب لذلك. هناك من يرى¹ أن الدول الأكثر استفادة من ربط سعر صرف عملاتها بعملة أجنبية هي تلك الدول التي تكون عاجزة على تحقيق سياسة نقدية مستقرة أو تلك الدول الصغيرة والمعتمدة بشكل كبير على التجارة الخارجية، وكذلك الدول ذات الارتباطات سواء ارتباط مباشر سواء ارتباط الهوية والحدود الجغرافيا أو ذلك الارتباط المتعلق بالأزمات.

هناك دراسات² لها نتائج مؤيدة لربط العملة بالدولار في دول مجلس التعاون الخليجي، وترى أن لا وجود لمكاسب واضحة لاستبدال الربط بالدولار بربط بغيره على أساس عدم وجود أي تغيير في اعتبارات اختيار العملة بحيث تكتسي هذه الاعتبارات طابعا عاما؛ منها على سبيل المثال القدرة التنافسية والاستقرار الخارجي، مصداقية سعر الصرف في حد ذاته.. .

اعتمدت الدول الخليجية كمرحلة أولى من الوحدة النقدية الخليجية باعتبار الدولار كعامل ثابت مشترك للعملات الخليجية؛ وبنفس القيمة تقريبا ما عدا عملة الكويت كخطوة على الطريق نحو الوحدة النقدية، وهذه الأخيرة هي المرحلة الأساس والمنتظرة من أجل تحقيق التكامل الاقتصادي و بروز التكتل الخليجي من خلال عملة خليجية تتميز بالتعويم الحر وتضاهي العملات العالمية الأساسية مما يتيح المجال لسياسة مالية ونقدية بإمكانها منح التفوق لمجلس التعاون على تكتلات دولية أخرى، إلا أن ذلك يستوجب خطوة أساسية اقترحها السعودية سنة 2011 بإقامة اتحاد مالي، وكذا تطبيق الضريبة على القيمة المضافة. بالنسبة لهذا المشروع كانت المسيرة متواصلة رغم العقبات الكبيرة إلا أن الفترة الأخيرة شهدت انتكاسة تمثلت في إبرام البحرين وعمان اتفاقيتي تجارة حرة ثنائية مع الولايات المتحدة الأمريكية 2004 و2006 هذا من جهة أخرى الشكوك المتزايدة حول عدم قدرة عمان على استقاء معايير التقارب أضف إلى ذلك اعتراض الإمارات العربية المتحدة على إقامة البنك المركزي الخليجي في السعودية وعدم توقيعها على الوحدة النقدية وانسحابها من الاتحاد النقدي.

2-الاتحاد الجمركي الخليجي.

يعتبر توحيد النظم الجمركية والإجراءات في مجلس التعاون الدول واحدة من أهم أهداف المراد تحقيقها من قبل إدارات الجمارك للدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي والتي من بينها اعتماد "قانون الجمارك الموحد" الذي يوحد الإجراءات الجمركية في جميع الجمارك إدارات الدول الأعضاء ودول مجلس التعاون الخليجي مم يساهم في تعزيز التعاون والنمو الاقتصادي لهذه الدول.

اعتمدت دول مجلس التعاون في إطار الاتحاد الجمركي الخليجي على استخدام أحدث النظم الجمركية من خلال الحواسيب الالكترونية مما يمكن من انجاز المعاملات الجمركية بدقة عالية؛ كما اعتمدت نظاما لإدارة المخاطر مما يساعد على سد الثغرات الأمنية ودعم التنسيق والتخطيط الاستراتيجي. شهدت دول مجلس التعاون خططا

¹ - Alesina, A., Barro, R. J., & Tenreyro, S. (2003). Optimal currency areas. In NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17 (pp. 301-356). MIT Press.

² - See: Jadresic, M. E. (2002). On a common currency for the GCC countries (No. 2-12). International Monetary Fund.

اقتصادية موحدة مثل الإعفاء من الرسوم الجمركية على البضائع ذات المنشأ الوطني والعمل على إزالة كافة العوامل المعيقة للحركة الانسيابية للبضائع والسلع وغيرها ما بين دول المجلس، مما أعطى الاتحاد الجمركي دورا استراتيجيا في دعم المشاريع العلمية وانجاز المشاريع الكبرى¹، وفي هذا المضمار يستوجب على القائمين على هذا الاتحاد الاستفادة من التجارب السابقة للتكتلات الأخرى وبالأخص تجربة الاتحاد الأوروبي.

أعلنت أمانة مجلس التعاون الخليجي مؤخرا أن اللجنة الجمركية لدول المجلس توصلت إلى اتفاق مبدئي يسمح للجمارك في كل بلد من البلدان الأعضاء بجمع عائدات في موانئها الدخول ومن ثم نقل هذه الأموال على أساس شهري للحساب المشترك (خلال الأيام الثلاثة الأولى من كل شهر). مرة واحدة يتم تلقي الأموال في الحساب المشترك، وسيتم تقسيمها باستخدام صيغة الحصص المتفق عليها ومن ثم صرفت إلى دول مجلس التعاون الخليجي عن طريق التحويل المصرفي. وتستند صيغة التخصيص على مزيج من المعايير، مثل حصة الدول الأعضاء من إجمالي واردات دول مجلس التعاون الخليجي، وحصة الناتج المحلي الإجمالي دول مجلس التعاون الخليجي وسهم من إجمالي عدد سكان دول مجلس التعاون الخليجي بحسب كمتوسط لآخر خمس سنوات. ووفقا لهؤلاء المسؤولين والاتفاق الذي تم التوصل إليه فإن حصة الإيرادات تتراوح بين 45 و47 في المائة في المملكة العربية السعودية، وما بين 20 إلى 23 في المائة في الإمارات العربية المتحدة، وسوف تكون مشتركة نسبيا في كل من الكويت والبحرين بنسبة ما بين 9 و12 في المائة، وفي عمان (7%) ، وأخيرا قطر 6 في المائة. يستكمل تقرير البنك الدولي دراسات سابقة له في هذا المجال ويعيد توصيات سابقة له، والتي ينبغي اتخاذها لدعم تنفيذ السياسات الخارجية المشتركة؛ لتشمل تنسيق الإجراءات الجمركية، وإلغاء الحدود الجمركية الداخلية وتطوير قواعد الضرائب التجارية المحلية مما يتلائم مع ذلك، أضف إلى ذلك تدابير السياسة العامة للاستخدامات الطارئة ضد الواردات من غير دول مجلس التعاون. وهكذا يتم اعتماد هذه السياسات من أجل تعميق الاتحاد الجمركي وتحقيق المكاسب المتوقعة منها، ومن الأمثلة على ذلك القضاء على كل السياسات التي من شأنها تجزئة وتقسيم الأسواق، وتشجيع القطاع الخاص في هذه الدول والتنافس مع بعضها البعض مع ضمان وتوفير المجال لتكافؤ الفرص².

2-1. مفهوم الاتحاد الجمركي لدول المجلس.

يمكن اعتبار الاتحاد الجمركي هو شكل من أشكال اتفاقية التجارة التي بموجبها تمنح الدول المعنية أفضلية في الواردات البينية والاتفاق على تطبيق مجموعة مشتركة من التعريفات الجمركية على الواردات من الجهات الخارجية لبقية العالم. ويعتبر الاتحاد الجمركي شكل من أشكال التكامل الاقتصادي إذ يتطلب تنسيقا كبيرا بسبب فقدان تلك الدول الاستقلالية التامة.

¹ - مشاري الحميدي صالح الحربي، الأبعاد الإستراتيجية والأمنية للتعاون الجمركي بين دول الخليج العربية، أطروحة ماجستير (2015) جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، كلية العلوم الإستراتيجية قسم الدراسات الإقليمية والدولية، المملكة العربية السعودية. <http://repository.nauss.edu.sa/handle/123456789/62788>, (16/11/2011).

² - Roy, J., & Zarrouk, J. (2002). Completing the GCC customs union. Mimeo. The World Bank. P9.

يمثل الاتحاد الجمركي تلك المنطقة التي تستبعد فيها الرسوم والضرائب الجمركية واللوائح والإجراءات التي تحد من الحركة التجارية بين دول الاتحاد، ومن جهة ثانية تطبق الرسوم الجمركية واللوائح التجارية تجاه العالم الخارجي بشكل موحد، عندما يتم تشكيل اتحاد جمركي، يتم تغيير الأسعار النسبية في الأسواق المحلية للدول الأعضاء لتتم إزالة الرسوم الجمركية على بعض الواردات¹.

2-2. أسس الاتحاد الجمركي لدول المجلس

يقوم الاتحاد الجمركي لدول المجلس على مجموعة من الأسس منها²:

تعريف جمركية موحدة تجاه العالم الخارجي تتضمن فرض رسوم جمركية موحدة بواقع 5٪ على جميع السلع الأجنبية المستوردة من الخارج، ما عدا بعض الفئات محددة، فرض رسوم جمركية بواقع 100٪ على التبغ ومشتقاته، مع اعتبار الحد الأدنى، يشمل الإعفاء من الرسوم الجمركية مستلزمات الإنتاج، وكذلك الإعفاءات من الرسوم الجمركية الواردة في نظام "قانون" الجمارك الموحد لدول المجلس (الإعفاءات الدبلوماسية، الأمتعة الشخصية، مستلزمات الجمعيات الخيرية).

تعامل السلع المنتجة في أي من دول الاتحاد الجمركي لدول المجلس معاملة المنتجات الوطنية ويسمح لها بالتنقل بكامل حريتها بين الدول الأعضاء بموجب الفواتير المحلية الخاصة بها والبيان الجمركي الموحد للإغراض الجمركية والإحصائية.

نظام "قانون" جمركي موحد، ولوائح وأنظمة متماثلة، وتوحيد النظم والإجراءات الجمركية والمالية والإدارية الداخلية المتعلقة بالاستيراد والتصدير وإعادة التصدير في دول المجلس، كما تم اعتماد نقطة دخول واحدة يتم عندها تحصيل الرسوم الجمركية الموحدة يتم انتقال السلع بين دول المجلس دون قيود جمركية أو غير جمركية، مع الأخذ بالاعتبار تطبيق أنظمة الحجر البيطري والزراعي والسلع الممنوعة والمقيدة.

3-2. الآثار الاقتصادية المتوقعة لقيام الاتحاد الجمركي لدول المجلس.

يمكن أن يستفاد من اتحاد جمركي شريطة أن تكون التجارة المتبادلة صغيرة في البداية مع توافر بعض الشروط الأخرى أيضاً، لكن الجوهر هو شرط الانتظام في التجارة البينية. يتجلى تأثير الاتحاد الجمركي من خلال خفض أسعار البضائع المستوردة من قبل دول الاتحاد الجمركي بالنسبة لصادراتها. ومن جهة ثانية قد تكون الاستفادة لعضو أو أعضاء على حساب البعض³.

¹- Lipsey, R. G. (1957). The theory of customs unions: trade diversion and welfare. *Economica*, 24(93), 40-46.

²- الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، دراسة مقارنة بين التزامات دول مجلس التعاون في منظمة التجارة العالمية والامتيازات المتاحة لها في إطار عضويتها في مجلس التعاون لدول الخليج العربية، قطاع الشؤون الاقتصادية والتنمية، الرياض، 2016. ابتداء من ص78.

³- Riezman, R. (1979). A 3×3 model of customs unions. *Journal of International Economics*, 9(3), 341-354.

من بين الآثار للإتحاد الجمركي تقليل الصعوبات والقيود التي تواجه تنقل السلع الوطنية والأجنبية بين دول المجلس، زيادة التجارة البينية بين الدول الأعضاء ، زيادة المنافسة وارتفاع معدلات الإنتاج والاستخدام الأمثل للموارد المتاحة نتيجة لتسهيل انسياب التجارة البينية، ومن ثم خفض الأسعار للمستهلك، زيادة القوى التفاوضية لدول المجلس مجتمعة والحصول على شروط أفضل مع شركائها التجاريين.

2-4-الدول الخليجية بين الاتحاد الجمركي ومنظمة التجارة العالمية.

بخصوص التزامات الدول الخليجية نحو منظمة التجارة العالمية وعضويتها في مجلس التعاون الخليجي نجد أن هناك هامش معتبر لتبادل الميزات والأفضلية بين السلع الخليجية في المجالات التجارية المختلفة، وتضل استراتيجيات التفاوض الجماعي الوسيلة الفعالة على كل الأصعدة سواء أكان ذلك مع المنظمة العالمية للتجارة أو مع المجموعات الاقتصادية الإقليمية، وذلك من أجل الحفاظ على الهوامش النسبية لتبادل الميزات والأفضليات بين دول مجلس التعاون دون تعميم ذلك على بقية العالم بما في ذلك الدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية¹. أخذت نظرية الاتحاد الجمركي اهتماما كبيرا كونه من المراحل المتقدمة للتكامل الاقتصادي مثل ذلك مثل التجارة الدولية والتي تقوم على مبدأ الميزات النسبية أي تبادل الميزات والأفضليات، وبصورة عامة تندرج نظرية الاتحاد الجمركي في إطار النظرية العامة للتعريف (general theory of tariff) وبالتحديد تكون ضمن الآثار التجارية جراء الميزات والتفضيلات التجارية².

يعتبر الاتحاد الجمركي منذ تأسيسه في يناير 2003 من الخطوات المهمة في مسيرة المجلس، إذ قررت الدول الأعضاء إنهاء المرحلة الانتقالية لهذا الاتحاد خلال سنة 2016 ، والعزم على استكمال ما تبقى من متطلباته وهذا ما نصت عليه المادة الأولى من الاتفاقية الاقتصادية لدول المجلس ومن هذه المتطلبات ما يلي³:

- قواعد حازمة لتسهيل وتسريع إجراءات المنافذ تمهيدا للانتهاة بإلغائها نهائيا.
- استكمال المعاملة الخاصة لمواطني دول المجلس وأسرههم دون استثناء.

¹ - الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، دراسة مقارنة بين التزامات دول مجلس التعاون في منظمة التجارة العالمية والامتيازات المتاحة لها في إطار عضويتها في مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مرجع سابق ص 90.

² - رويده بنت عبد الرحمن البراهيم، تطبيق نظرية الاتحاد الجمركي على مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير في الاقتصاد جامعة الملك سعود، السعودية، ذو الحجة 1419، ص 18-19.

³ - أنظر: إعلان الرياض في الدورة السادسة والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض 2015/12/10. ص

خاتمة الفصل

تعتبر الأسواق المالية الخليجية حديثة النشأة مقارنة بعمر وتاريخ الأسواق المالية العالمية، وبالرغم من حداتها فقد شهدت الكثير من الإصلاحات الاقتصادية والمزيد من الأحداث والتطورات؛ حيث عرفت نوعاً من التحرير المالي المتزايد، مما أثر وزاد في حجم الطلب على الأسهم في هذه الأسواق، مما أضفى عليها نوعاً من الحركة والنشاط؛ وعلى هذا الأساس تعتبر سوق الأسهم السعودية الأكثر نشاطاً في المنطقة، وعموماً يرجع سبب هذا النشاط إلى دخول المستثمرين الأجانب إلى هذه الأسواق إذ كان التعامل في السابق مقتصر على الامتيازات الممنوحة لمواطني دول الخليج، في حين كانت يقتصر نشاط المستثمرين الأجانب على صناديق الاستثمار المشتركة، وهكذا شهدت الأسواق المالية الخليجية تحرراً في ملكية رأس المال للأجانب وصلت مائة بالمائة في المملكة العربية السعودية.

نجد من أهداف إنشاء مجلس دول التعاون الخليجي تحقيق الوحدة بين دول الأعضاء وإقامة علاقات قوية بينهم من خلال التعاون والتكامل والعمل على تطوير اقتصادياتها وزيادة الروابط التجارية والثقافية، من خلال مناقشة موضوع التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي لمسنا ضعف مستويات هذه التجارة حيث يتفق هذا الحكم مع عدة دراسات حول هذا الشأن. وأن السياسة الاقتصادية الموحدة لدول المجلس لم تحقق هدفها من حيث التجارة البينية بسبب الاعتماد الكبير على العوائد النفطية بصفة أساسية.

هناك اتجاه للدول في منطقة الخليج العربي نحو الاعتماد على حشد الموارد من القطاع الخاص وتنويع اقتصادها وخلق فرص جديدة من أجل التطور الاقتصادي ودفع برامج التنمية، إلا أنها لا زالت تعاني من سيطرة القطاع العام؛ إذ يستحوذ القطاع الحكومي على الأنشطة المتعلقة بالنفط والغاز، بينما يشمل القطاع الخاص الصناعات الصغيرة والأسواق الداخلية في المقام الأول، فهي تحاول التغلب والتخلص التدريجي من تبعية الموارد الطبيعية؛ فنجدها مرت بعدة مراحل كل مرحلة ومميزاتها والظروف الدولية الخاصة بها وكذا السياسات الاقتصادية المتبعة، وبصفة عامة نجد أن دول مجلس التعاون قد تغيرت جذرية تدريجية.

الفصل الرابع



الفصل الرابع: دراسة التكامل المتزامن بين البوصات الخليجية وفق أسلوب السلاسل الزمنية.

مقدمة الفصل

أدى التطور الكبير في مجال العوالة المالية بالدول الناشئة إلى التفكير في تشكيل تكتلات إقليمية من أجل على الحفاظ استثماراتها وتجارها بصفة عامة، وعيا منها وإدراكا لما تعود به هذه العملية من منافع بزيادة الفرص الاستثمارية بالإضافة إلى حصولها على الميزات التنافسية، وذلك على غرار ما انتهجته الدول المتقدمة وما وصل إليه الاتحاد الأوروبي؛ وها هي دول مجلس التعاون الخليجي تسعى حثيثا من أجل الوصول إلى مرحلة التكامل المالي الخليجي وتجاوز مراحل التعاون سعيا منها لتكوين ساحة من الساحات المالية الدولية.

نتناول في هذا الفصل اختبار تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي مع بعضها البعض باستخدام اختبارات شبه التكامل أو التكامل المتزامن وفقا لأسلوب السلاسل الزمنية.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، خصص الأول للتعريف بالأدوات والاختبارات القياسية المستعملة؛ اختبارات الجذور الوحدوية، اختبارات السببية لغرانجر ثم اختبارات التكامل المشترك انجل غرانجر وجوهانسن، أما المبحث الثاني فتناول دراسة التكامل المتزامن بين أسعار أسهم البورصات الخليجية اعتمادا على البيانات اليومية خلال الفترة 2007/02/22 إلى غاية 2012/02/22 بـ 1305 مشاهدة يومية؛ وأخيرا وفي المبحث الثالث تم تطبيق تقنية انجل غراجر للتكامل المشترك وكشف مدى تزامن المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة مع أسعار الأسهم؛ والمتمثلة في: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بالمفهوم الواسع، مؤشر حجم الصادرات، مؤشر حجم الواردات، معدل الفائدة، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، سعر الصرف الرسمي، وذلك اعتمادا على البيانات السنوية خلال الفترة 2005-2014.

المبحث الأول: تقديم الاختبارات القياسية المستعملة

يضم هذا المبحث التعريف بالأدوات و الاختبارات القياسية المستعملة؛ اختبارات الجذور الوحودية ، اختبارات السببية لغراجثم اختبارات التكامل المشترك انجل غرانجر وجوهانسن.

المطلب الأول: اختبارات الاستقرار واختبار السببية لغرانجر

1-1-اختبارات جذر الوحدة

تهدف اختبارات جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية محل الدراسة، والتأكد من مدى سكونها، وتحديد رتبة تكامل كل متغيرة على حده. وهي لا تسمح فقط بالكشف عن وجود صفة عدم الاستقرار، ولكن تحدد كذلك نوع عدم الاستقرارية. وبالتالي هي تحدد أحسن طريقة لإرجاع السلسلة مستقرة. ومن هذه الاختبارات:

- اختبار ديكي- فولر (DF)(1979)Dickey-Fuller
- اختبار ديكي- فولر الموسع Augmenté Dickey-Fuller-(ADF) (1981):
- اختبار فيليبس- بيرون Phillips-Perron (P-P) (1988):
- اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) (1992):

1.1-1. اختبار ديكي- فولر (DF)(1979) Dickey-Fuller

تسمح اختبارات Dickey-Fuller بتوضيح صفة الاستقرار أو عدم الاستقرار لسلسلة زمنية، وهذا عن طريق تحديد اتجاه محدد Déterministe أو عشوائي Stochastique. إذا افترضنا أن نموذج السلسلة الزمنية صيغته من الشكل (1)AR: $Y_t = \phi Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ، فيكون لـ ϕ ثلاث حالات:

- * $|\phi| < 1$: السلسلة Y_t مستقرة، والملاحظات الحالية لها وزن أكبر من الملاحظات الماضية.
 - * $|\phi| = 1$: السلسلة Y_t غير مستقرة، والملاحظات الحالية لها وزن نفس الملاحظات الماضية.
 - * $|\phi| > 1$: السلسلة Y_t غير مستقرة، والملاحظات الحالية لها وزن أقل من الملاحظات الماضية.
- يعتبر اختبار (DF) من أهم الاختبارات الاستقرارية، وله ثلاث نماذج:

$$\begin{cases} Y_t = \phi Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots 01 \\ Y_t = \phi Y_{t-1} + c + \varepsilon_t \dots\dots\dots 02 \\ Y_t = \phi Y_{t-1} + bt + c + \varepsilon_t \dots\dots\dots 03 \end{cases}$$

- صياغة فرضية الاختبار:

- الفرضية الصفرية $H_0: \phi = 1$ ، إذا كانت $|\tau_t| < |\tau_c|$ ، تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة.
- الفرضية البديلة $H_1: \phi \neq 1$ ، إذا كانت $|\tau_t| > |\tau_c|$ ، يكون القرار استقرار السلسلة الزمنية.

2-1. اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) Dickey-Fuller-Augmenté(1981)

يستحسن تطبيق اختبار ديكي-فولر الموسع لأنه يستخدم في نماذجه الفروق ذات الفجوات الزمنية للتخلص من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، ونماذجه الثلاثة هي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta Y_{t-j} + \mu_t \dots\dots\dots 04 \\ \Delta Y_t = \lambda X_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta Y_{t-j} + c + \mu_t \dots\dots\dots 05 \\ \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta Y_{t-j} + bt + c + \mu_t \dots\dots\dots 06 \end{array} \right.$$

حيث يمثل p فترة التأخر وتحدد بأقل قيمة للمعايير: Akaike (AC)، Hannan-Quinn (HQ)، Schwarz (SC). من نتائج الاختبار نأخذ أقل قيمة لمعايير المفاضلة توافق $p=1$ ، لصغر حجم العينة، فتكون النماذج الثلاثة السابقة كالتالي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta X_t = \lambda X_{t-1} - \phi_2 \Delta X_{t-1} + \mu_t \dots\dots\dots 04 \\ \Delta X_t = \lambda X_{t-1} - \phi_2 \Delta X_{t-1} + c + \mu_t \dots\dots\dots 05 \\ \Delta X_t = \lambda X_{t-1} - \phi_2 \Delta X_{t-1} + bt + c + \mu_t \dots\dots\dots 06 \end{array} \right.$$

- صياغة فرضية الاختبار:

الفرضية الصفرية $H_0: \phi = 1$ ، إذا كانت $|\tau_c| < |\tau_t|$ ، تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة.
الفرضية البديلة $H_1: \phi \neq 1$ ، إذا كانت $|\tau_c| > |\tau_t|$ ، يكون القرار استقرار السلسلة الزمنية.

2- التعريف باختبار السببية لغرانجر

نقصد بالسببية بمفهوم غرانجر 1988 أن معرفة القيم التاريخية لقيم المتغير x (المتغير الداخلي) سوف تحسّن من التنبؤ بقيم المتغير y (المتغير الخارجي). وفي دراستنا هذه تم اختبار السببية (دون متغيرات شبه التكامل) في الاتجاهين $(y=f(x), x=f(y))$ بين أسعار أسهم محافظ السوق للبورصات العربية، فبعد تحديد درجة التفاضل عند الرتبة 5 تم التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS لمعلومات نموذجي الانحدار التاليين:

$$y_t = \sum_{i=1}^5 a_i y_{t-i} + \sum_{i=0}^5 b_i x_{t-1} + \varepsilon_{1t} \dots\dots\dots (05-06)$$

$$y_t = \sum_{i=1}^5 a_i y_{t-1} + v_{1t} \dots\dots\dots (05-07)$$

حيث: y_t : المتغير الخارجي؛ X_t : المتغير الداخلي.

لاختبار السببية بين المتغيرين يتعين اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرات:

$$b_0 = b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = 0$$

تتبع القيمة الإحصائية قانون فيشر $F(p, T-2p-1)$ حيث p عدد المتغيرات و T عدد المشاهدات، أما

القيمة المحسوبة فيتم حسابها كالتالي:

$$\frac{SCR_2 - SCR_1 / P}{SCR_1 / T - 2P - 1}$$

مع اعتبار أن: SCR1:1: مجموع مربعات بواقي النموذج SCR1:1: مجموع مربعات بواقي النموذج 2؛
إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر أكبر من القيمة المجدولة فعند مستوى دلالة 5% فإنه يتم رفض
الفرضية H0 و قبول الفرضية البديلة H1 و من ثمة نقول أن المتغير x يسبب في المتغير y ؛ أما في الحالة العكسية
فإنه يتم رفض وجود سببية بين المتغيرين.

المطلب الثاني: منهجية التكامل المشترك

يعتبر كلا من (Clive Granger - Paul Newbold) أول من مهد لوضع أسس اختبار التكامل المشترك (Co-integration) سنة 1974 لحل مشكل الانحدار الزائف في حالة السلاسل غير المستقرة، وقد اعتمدا على مقارنة
منهجية Box Jenkins، إلا أن فكرتهما جعلت السلاسل الزمنية المدروسة تفقد معلومات في المدى الطويل.

في أواسط الثمانينات بدأت الآراء تتمحور لحل هذا المشكل، فظهرت تقنية التكامل المشترك في أعمال جرانجر
(Granger) سنة 1983، ثم طورها انجل-جرانجر (ENGELE-GRANGER) سنة 1987، وأعتبره العديد من الاقتصاديين
كمفهوم جديد لقياس المتغيرات الاقتصادية، وله أهمية كبرى في مجال القياس الاقتصادي وتحليل السلاسل الزمنية.
اعتمدت دراسات (ENGELE-GRANGER) على سلسلتين زمنيتين فقط مما كان عائقا أمام الدراسات متعددة
المتغيرات، واعتبر هذا عجزاً في الطريقة، فاقترح كل من (JOHANSEN) و (STOCK-WATSON) سنة 1988 أسلوباً
جديداً يعتمد على مقدرات المعقولية العظمى، وفي سنة 1990 تم تطوير هذه المنهجية في دراسات (JOHANSEN-)
(JUSELIUS)، ثم قام (JOHANSEN) بإعطاء فكرة أوضح عن هذه التقنية الجديدة سنة 1991.
استخدام السلاسل الزمنية غير المستقرة لا يترتب عنه دوماً انحدار زائف، وإنما يمكن إنتاج علاقة تكامل مشتركة
بين هذه السلاسل تربط المدى القصير بالمدى الطويل والتحكم في الانحراف الذي يحدث لهذه العلاقة.

1- تعريف التكامل المشترك

وجود علاقة توازنية بين السلاسل الزمنية في الأجل الطويل، على الرغم من وجود اختلال في الزمن القصير. فهو
ينظر إلى هذه العلاقات التوازنية حتى وإن احتوت كل سلسلة زمنية على اتجاه عام عشوائي (عدم الاستقرار)، لأنه في
المدى الطويل ستتحرك هذه السلاسل في تقارب عبر الزمن ويكون الفرق بينهم ساكناً. لذا يمكن القول أن فكرة
التكامل المشترك تحاكي وجود توازن في المدى الطويل يؤول إليه النظام الاقتصادي، ويكمن السبب الرئيسي لعدم
وجود التوازن في المدى القصير في ضعف مقدرة الوكلاء الاقتصاديين على التكيف مع المعلومات أنيا.

2- شروط التكامل المشترك

نقول أن السلسلتين Y_t و X_t متكاملتين إذا تحقق الشرطان التاليان:

أ- إذا خضعتا إلى اتجاه عشوائي له نفس رتبة الفرق " d " .

ب- التوفيق الخطي لهاتين السلسلتين يسمح بالحصول على سلسلة ذات رتبة تكامل أقل من رتبة تكامل السلسلتين، أي:

$$\left. \begin{array}{l} x_t \longrightarrow I(d) \\ y_t \longrightarrow I(b) \end{array} \right\} \Rightarrow \alpha x_t + \beta y_t \longrightarrow I(d-b)$$

حيث: $d \geq b \geq 0$ ، ونكتب عندئذ: $CI(d, b)$

و (α, β) شعاع الإدماج "Vector de Co-integration".

في الحالة العامة وبوجود (k) متغيرة، يكون لدينا: $x_t = [x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{kt}]$

$$\left. \begin{array}{l} x_{1t} \longrightarrow I(d_1) \\ x_{2t} \longrightarrow I(d_2) \\ \dots \\ \dots \\ x_{kt} \longrightarrow I(d_k) \end{array} \right\}$$

و وُجد شعاع التكامل المتزامن $\alpha_i = [\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_k]$ ذو بعد $(k,1)$ ، فإن المتغيرات التي عددها (k) هي متكاملة

وشعاع التكامل المتزامن هو α_i

3- اختبارات التكامل المشترك

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

ترتكز فكرة التكامل المشترك على مفهوم الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية وقد ظهرت هذه الفكرة نتيجة لعدم ثقة التامة في الأساليب الإحصائية السابقة من طرف الاقتصاديين (الانحدار الزائف)؛ والتي يستخدمونها في تحليل العلاقات الاقتصادية، ومن هنا يتم الربط بين مفهوم التكامل المشترك ومفهوم النظرية الاقتصادية وخصوصا فكرة العلاقات التوازنية في الأجل الطويل، وينص نموذج التكامل المشترك على أن المتغيرات الاقتصادية تتقارب بشكل كبير في الأجل الطويل- التي تفترض النظرية الاقتصادية وجود علاقة توازنية بينها في الأجل الطويل- مع

احتمال تباعدها عن التوازن في الأجل القصير ويصحح هذا التباعد عن التوازن بقوى اقتصادية تعمل على إعادة هذه المتغيرات للتحرك نحو التوازن في الأجل الطويل¹.

هناك عدة اختبارات للتكامل المشترك؛ تستخدم هذه الاختبارات بعد إجراء اختبارات جذر الوحدة لفحص درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات ومن أهمها: اختبار² SARGAN BHARGAVA (1983) ، اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة³ ENGLE & GRANGER (E-G) ، اختبار التكامل المشترك لجوهانسن Co-integration test؛ ونود التعريف بهذين الاختبارين الأخيرين حيث تم استخدامهما في دراستنا من بين لاختبارات الإحصائية للتكامل المشترك بأسلوب السلاسل الزمنية.

1.3- اختبار التكامل المشترك بطريقة انجل- غرانجر (E-G: 1987)

يشترط في هذا الاختبار أن يكون للسلاسل الزمنية نفس درجة التكامل، أما إذا كان عكس ذلك فلا يكون لها تكامل مشترك.

يسمى اختبار (E-G) أسلوب الخطوتين لأنه يتم على مرحلتين:

- في الخطوة الأولى يبدأ الاختبار بتقدير انحدار العلاقة طويلة المدى بين المتغيرات المدروسة حسب النظرية الاقتصادية: $Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{1t} + \alpha_2 X_{2t} + \dots + \alpha_k X_{kt} + \varepsilon_t$ بطريقة المربعات الصغرى MCO، وتسمى معادلة انحدار التكامل المشترك.

- في الخطوة الثانية يتم تقدير البواقي التي تعبر عن مزيج خطي متولد من انحدار العلاقة التوازنية طويلة المدى:

$\varepsilon_t = Y_t - (\alpha_0 + \alpha_1 X_{1t} + \alpha_2 X_{2t} + \dots + \alpha_k X_{kt})$ ويتم اختبار سكون البواقي ε_t للتحقق من أن هذا المزيج الخطي ساكن في مستواه الأولي أي متكامل من الدرجة الصفر $I(0)$.

إذا تحقق هذا الشرط نقول بان متغيرات النموذج بالرغم من أنها سلاسل زمنية غير ساكنة إلا أنها متكاملة من نفس الرتبة.

¹ -فراج بن عبد العزيز الفراج، العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم المحلية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية، رسالة ماجستير، جامعة الملك سعود، 1424-1425هـ/2006، ص68.

² -هناك عدة انتقادات لهذا الاختبار منها أنه لا يمكن الاعتماد عليه لإعطاء صورة دقيقة وواضحة عن العلاقة بين المتغيرات، أضاف إلى ذلك أن إحصائية D-W معروفة بحساسيتها الكبيرة للنموذج المقدر خصوصاً عند استخدام متغيرات متكاملة من الدرجة الأولى.

³ - يعرف باسم أسلوب الخطوتين: Two Step Engle-Ganger test for Co-integration. ويطبق هذا الاختبار على متغيرين فقط وهو ما يعتبر أحد عيوب هذا الأسلوب، كما أن هذا الأسلوب يفترض وجود شعاع وحيد للتكامل مما يؤدي إلى وجود تحيز في العينات الصغيرة وفي حالة وجود أكثر من متجه للتكامل فإنه قد يعطي توليفة خطية مركبة من جميع اتجاهات التكامل يصعب تفسيرها منطقياً.

2-3. اختبار التكامل المشترك لجوهانسن JOHANSEN CO-INTEGRATION TEST

اقترح هذا النموذج من طرف Johansen 1988, stock and Watson 1988 ، ويعتمد هذا الاختبار على مقدرات الإمكانية العظمى Maximum Likelihood في اختبار وتقدير عدة أشعة مشتركة للتكامل ومقيدة للتكامل، وكذا اختبار معالم سرعة التكيف Adjustment Parameters وتعتمد هذه الطريقة على طبيعة العلاقة بين رتبة المصفوفة وجذورها بشكل أساسي. وقد تم تطوير هذا النموذج من طرف Johansen and Juselius 1990، ثم من طرف Johansen 1991.

يعد هذا الاختبار النسبة لمتغيرات السلاسل الزمنية تعميما لاختبار ديكي فلر Dicky Fuller لعدة متغيرات؛ وفيما يلي إليك النموذج التالي:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-08)$$

$$\Delta Y_t = (A_1 - 1)Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-09)$$

بإضافة وطرح $(A_1 - 1)Y_{t-1}$ نجد:

$$\Delta Y_t = (A_1 - 1)\Delta Y_{t-1} + (A_2 - 1)Y_{t-2} + \dots + (A_p - 1)Y_{t-p} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-10)$$

وبتكرار هذه العملية؛ أي إضافة وطرح $(A_i - 1)Y_{t-i}$ نجد:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum \Pi_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-11)$$

حيث: $p = 1, 2, \dots, p$ و Π مصفوفة الوحدة.

وتصاغ بالشكل:

$$\Delta Y_t = \mu + \sum_{i=1}^{p-1} \Pi_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon \dots\dots\dots(05-12)$$

حيث:

Y_t : شعاع $(n \times 1)$ يتضمن بيانات السلاسل الزمنية الداخلة في النموذج؛

μ : مصفوفة الوحدة؛

Π : الحد الثابت؛

Π_i : مصفوفة معالم النموذج من الدرجة $(n \times n)$.

شرط الاستقرار للعلاقات التوازنية طويلة الأجل هو:

$$\Pi_i = -(I - \Pi_1, \dots, \dots, -\Pi_i) \dots\dots\dots(05-13)$$

$$\Pi = -(I - \Pi_1, \dots, \dots, -\Pi_k) \dots\dots\dots(05-14)$$

تمثل رتبة المصفوفة Π عدد التوليفات الخطية المستقلة والساكنة (تحتوي هذه علاقة طويلة الأجل بين متغيرات السلاسل الزمنية)؛ ويمكن تحديد وجود التكامل المشترك من عدمه من خلال ما يلي:

- إذا كانت رتبة المصفوفة Π تساوي الصفر ($Rang\Pi = 0$) فإن: جميع السلاسل الزمنية محل الدراسة لها جذور وحدوية؛ وبالتالي عدم وجود تكامل مشترك بين عناصر Y مما يستوجب استخدام الفروقات من الدرجة الأولى.
 - إذا كانت $Rang\Pi = p$ (أي المصفوفة Π تامة الرتبة، و p عدد متغيرات النموذج المقدر) فإن جميع عناصر الشعاع Y ساكنة في مستواها.
 - إذا كانت $Rang\Pi = 1$ فإنه يوجد شعاع وحيد للتكامل المشترك والحد ΠY_{t-p} هو معامل تصحيح الخطأ.
 - إذا كانت $0 < Rang\Pi < p$: يوجد تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية المكونة لـ Y كما يدل على وجود عدة أشعة للتكامل المشترك بين هذه المتغيرات.
- بالنسبة للحالة الأخيرة تنتج لدينا مصفوفتان $\alpha(p \times r)$ ، $\beta(p \times r)$ حيث: $\Pi = \alpha \times \beta$ ، تسمى المصفوفة α بمصفوفة تصحيح الخطأ، والتي تقيس علاقة التكيف من أجل القصير إلى الأجل الطويل، أما المصفوفة β فتسمى بمصفوفة أشعة التكامل المشترك؛ والتي تقيس علاقة الأجل الطويل بين عناصر المصفوفة. لتحديد عدد أشعة التكامل المشترك نقوم بإجراء الاختبارين التاليين لجوهانسن:

1-2-3 اختبار الأثر **Trace Tests**: يختبر فرضية وجود على الأكثر Q من أشعة التكامل المشترك مقابل النموذج العام غير المقيد $r=Q$ ، وتحسب نسبة الإمكانية العظمى لهذا الاختبار كما يلي:

$$-2LnQ = -T \cdot \sum_{i=r+1}^p Ln(1 - \hat{\lambda}_i) \dots\dots\dots(05-15)$$

حيث λ_p ، λ_{r+1} هي أصغر قيم الأشعة الذاتية ($p-r$)، فرضية العدم هي وجود عدد من أشعة التكامل المشترك تساوي على الأكثر r .

2-2-3 اختبار القيمة الذاتية العظمى λ_{MAX} : تحسب الإحصائية الخاصة بهذا الاختبار كما يلي:

$$-2LnQ = -T \cdot Ln(1 - \lambda_{r+1}) \dots\dots\dots(05-16)$$

تنص فرضية العدم على وجود عدد من أشعة التكامل المشترك تساوي على الأكثر r مقابل الفرضية البديلة؛ وجود $r+1$ من أشعة التكامل المشترك.

المبحث الثاني: دراسة التكامل المتزامن بين أسعار أسهم البورصات الخليجية

نحاول في هذا المبحث دراسة ارتباط أسعار أسهم البورصات الخليجية، اختبار التكامل المتزامن بينها استنادا إلى اختباري الأثر والقيمة الذاتية العظمى، مروراً باختبار السببية بمفهوم غرانجر، وذلك في ثلاث مطالب؛ استهل الأول منها للارتباط والأخير للتكامل المشترك وتوسطهما المطلب الثاني الذي اختص لدراسة السببية.

المطلب الأول : الارتباط بين أسعار أسهم محافظ السوق وعوائدها بالبورصات الخليجية

نهدف من هذا المطلب إلى دراسة علاقة الارتباط بين أسعار أسهم محافظة السوق بين البورصات الخليجية ممثلة في كل من: أبوظبي البحرين، دبي، المغرب، مصر، الكويت، مسقط، قطر والسعودية، خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/02-/22 و2012/02/22، على مستوى البيانات اليومية:

1- الارتباط بين أسعار أسهم محافظ السوق بالبورصات الخليجية: حيث معاملات الارتباط بينها ملخصة في الجدول التالي:

الجدول (04-01) : مصفوفة معامل الارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة

	السعودية	قطر	مسقط	الكويت	دبي	البحرين	أبوظبي
أبوظبي	0,88	0,71	0,93	0,86	0,95	0,92	1,00
البحرين	0,78	0,46	0,77	0,93	0,97	1,00	
دبي	0,89	0,55	0,80	0,95	1,00		
الكويت	0,83	0,47	0,69	1,00			
مسقط	0,82	0,84	1,00				
قطر	0,70	1,00					
السعودية	1,00						

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

ارتبطت جميع أسعار أسهم البورصات الخليجية قيد الدراسة طردياً وبقوة؛ وبدرجات متفاوتة فأقصى درجة بلغها معامل الارتباط بين مؤشري بورصة دبي والبحرين بنسبة 97 في المائة، وأدنى درجة بين مؤشري بورصة قطر والبحرين بنسبة 46 في المائة. يدل الارتباط الموجب على العلاقة الطردية بين أسعار الأسهم للبورصات في دول مجلس التعاون الخليجي التي قطعاً شوطاً كبيراً في مجال التكامل المالي والاقتصادي، إضافة عن المزايا الممنوحة للمتعامل الخليجي وحرية التملك في البورصات الخليجية، هذا من جهة ومن جهة أخرى طبيعة اقتصادية الدول الخليجية التي تعتمد بصورة كبيرة على الربح البترولي؛ ولإبراز قوة هذا الارتباط نعرض الشكل التالي:

الشكل (4-01): تطور أسعار أسهم البورصات الخليجية وارتباطها خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

يظهر لنا من الشكل (4-01) ارتباط أسعار الأسهم بالرغم من اختلاف قيمة المؤشر لمحفظة السوق وكذلك منهجية الحساب، ولتفادي هذا الإشكال نعرض ارتباط العوائد التي تمثل معدل النمو ويتجاوز مشكل: ليبقى السؤال المطروح هل العوائد كذلك تمتاز بارتباط قوي؟

2- الارتباط بين عوائد أسعار الأسهم بالبورصات الخليجية: نعرض الجدول التالي لمعاملات الارتباط بين العوائد:

الجدول (4-02): مصفوفة معامل الارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة

	أبوظبي	البحرين	دبي	الكويت	مسقط	قطر	السعودية
أبوظبي	1,00						
البحرين	0,20	1,00					
دبي	0,46	0,28	1,00				
الكويت	0,20	0,28	0,22	1,00			
مسقط	0,32	0,31	0,44	0,21	1,00		
قطر	0,35	0,30	0,53	0,25	0,50	1,00	
السعودية	0,25	0,08	0,30	0,14	0,23	0,28	1,00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

تميز معامل الارتباط بين عوائد محافظ السوق للبورصات الخليجية قيد الدراسة خلال الفترة المختارة بالإشارة الموجبة، لكن بقيم متدنية بلغت أقصاها بين قطر ودبي بقيمة 53 في المائة وأدناها بدبي بنسبة 0.06 في المائة،

يبدو جليا أثر الجهود المبذولة في العمل الخليجي المشترك: فبورصات مجلس التعاون الخليجي كانت ذات معاملات ارتباط عالية فيما بينها ، ويمكن تفسير ذلك إلى إمكانية القيام بعملية المراجعة بين البورصات الخليجية خاصة وأنها تمنح العديد من المزايا للمتعاملين ذو الجنسيات الخليجية من جهة، ومن جهة أخرى لطبيعة الاقتصاديات كونها تعتمد على العائدات البترولية.

تمثل الفرضيات التي يقوم عليها الارتباط انتقادات في نفس الوقت: فالارتباط يقوم على العلاقة الخطية؛ وكما لاحظنا في الإحصائيات الوصفية لبيانات أسعار الأسهم اليومية أنها لا تتبع التوزيع الطبيعي، ومن جهة أخرى وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات لا تعني بالضرورة وجود علاقة سببية بين المتغيرات، وهو ما سنحاول مناقشته في النقطة الآتية.

المطلب الثاني: اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة

نهدف من هذا المطلب إلى اختبار العلاقة السببية بين أسعار أسهم والعوائد لمحفظه السوق بين البورصات الخليجية ممثلة في كل من: أبو ظبي البحرين، دبي، الكويت، مسقط، قطر والسعودية، خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/02/22 و2012/02/22، على مستوى البيانات اليومية؛ اعتمادا على التعريف باختبار السببية والذي تم تناوله في المبحث السابق نختبر السببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية وعوائدها على الترتيب.

1- نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية

بعد تطبيق اختبار السببية بمفهوم غرانجر نعرض الجدول (4-03) الذي يشمل نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم محافظ السوق للبورصات الخليجية وهو كما يلي :

الجدول (4-03) : نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية مثنى- مثنى خلال فترة الدراسة

السعودية		قطر		مسقط		الكويت		دبي		البحرين		أبوظبي		فرضية العدم : أسعار أسهم محفظة
Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	السوق ليست سببا في أسعار
0.00000	53.5112	3.7E-10	22.0764	1.3E-08	18.4080	6.2E-07	14.4452	0.00000	107.265	0.00025	8.36241			أبوظبي
4.1E-14	31.5579	2.8E-05	10.5737	0.00123	6.73864	9.6E-12	25.8707	1.0E-11	25.8180			0.02475	3.70951	البحرين
8.9E-14	30.7561	0.08948	2.41827	0.20437	1.58974	4.1E-05	10.1811			0.09110	2.40017	0.10810	2.22848	دبي
1.3E-06	13.6584	0.00228	6.11106	0.01041	4.58074			0.00261	5.97496	0.43824	0.82551	0.04843	3.03466	الكويت
0.00000	53.9168	7.6E-12	26.1134			1.5E-06	13.5457	1.4E-13	30.3083	0.00011	9.17532	4.8E-05	10.0185	مسقط
0.00000	50.2970			0.29257	1.23021	3.1E-05	10.4680	0.00087	7.08646	0.12980	2.04499	0.12171	2.10952	قطر
		0.00017	8.72873	0.01291	4.36460	0.02783	3.59140	8.1E-07	14.1820	0.17573	1.74112	0.51872	0.65672	السعودية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

يبدو من الجدول (4-03) أن معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في بعض البورصات الخليجية تسمح بتحسين التنبؤ بالقيم أسعار الأسهم ببعض البورصات العربية المدروسة في المستقبل، و من ثمة يمكن القول أن أسعار الأسهم في البورصات الخليجية السبعة تسبب في بعضها، فبورصة دبي والكويت والسعودية سببا في كامل البورصات ، في حين كانت بورصة قطر سببا في الجميع عدا بورصة واحدة وهي بورصة دبي، كما تعد بورصة أبوظبي سببا في كل من البحرين، الكويت ومسقط، أما بورصة البحرين فتعتبر سببا في بورصة أبوظبي، ومسقط، كما يمكن استنتاج وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين البورصات التي تعد سببا ومتسببا. بالرغم من وجود علاقة ارتباط طردية بين جميع البورصات إلا أن السببية لم تكن كذلك بين الأسعار، أما بخصوص علاقة السببية بين العوائد فهي ملخصة في الجدول الآتي:

2- نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين عوائد محافظ السوق للبورصات الخليجية

الجدول (04-04) : اختبار وجود علاقة سببية بين عوائد أسهم البورصات الخليجية مثنى- مثنى خلال فترة الدراسة

السعودية		قطر		مسقط		الكويت		دبي		البحرين		أبو ظبي		فرضية العدم :
Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	أسعار أسهم محفظة السوق ليست سببا في أسعار أسهم محفظة سوق كل من:
0.00000	55.6646	2.0E-12	27.4848	2.0E-11	25.1072	2.6E-05	10.6498	0.00000	123.838	0.00036	7.96526			أبو ظبي
1.8E-14	32.4411	4.6E-08	17.1233	1.3E-05	11.3188	1.3E-05	11.3465	6.4E-07	14.4182			0.00076	7.22004	البحرين
0.00000	39.9423	0.58582	0.53497	0.70272	0.35289	4.4E-05	10.1198			0.20532	1.58511	0.66607	0.40650	دبي
1.6E-07	15.8689	1.2E-05	11.4304	0.00194	6.27298			3.7E-05	10.2762	0.76214	0.27168	0.06114	2.80068	الكويت
0.00000	68.8577	1.6E-09	20.5685			1.7E-05	11.0921	4.8E-08	17.0656	5.9E-05	9.81188	0.00110	6.84504	مسقط
0.00000	55.9295			0.03429	3.38182	5.3E-09	19.3293	0.00064	7.38945	0.06674	2.71262	0.17485	1.74615	قطر
		0.00662	5.03788	0.17584	1.74053	0.73651	0.30591	0.00066	7.35993	0.22974	1.47247	0.99222	0.00781	السعودية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

اختلفت نتائج اختبار السببية بين أسعار أسهم البورصات عن نتائج السببية بين عوائد أسهم البورصات ، حيث يبدو من الجدول (4-04) أنه لا توجد بورصة سببا في الكل، أو تتسبب بالكل، كما كانت فرضية العدم مقبولة بكثرة على مستوى العديد من البورصات؛ فبورصة كل من أبو ظبي، البحرين كانت سببا في ثلاث بورصات على الأكثر لكل على حدة، فعوائد أسعار أسهم السوق ببورصة أبو ظبي تعد سببا في البحرين ومسقط فقط، أما البورصة البحرينية تسبب في أبو ظبي ومسقط. لم تسبب عوائد أسهم البورصات في بعضها في أغلب الحالات؛ لم تسبب عوائد أسهم بورصة الكويت في السعودية، لم تسبب عوائد أسهم بورصة مسقط في دبي والسعودية، لم تسبب عوائد أسهم بورصة قطر في دبي، ، أما عدا ذلك فهناك علاقة سببية؛ حيث أن معرفة القيم التاريخية لعوائد أسعار أسهم في بعض البورصات الخليجية المدروسة تسمح بتحسين التنبؤ بقيم عوائد الأسهم ببعض البورصات الأخرى في المستقبل، و من ثمة يمكن القول أن أسعار الأسهم في البورصات الخليجية تسبب في بعضها.

المطلب الثالث : اختبار التكامل المشترك بين أسعار أسهم البورصات الخليجية

بعد دراسة الارتباط والسببية في المطلبين السالفين؛ نحاول في هذا المطلب اختبار التكامل المشترك أو المتزامن بين أسعار أسهم محفظة السوق بين البورصات الخليجية ممثلة في كل من: أبوظبي البحرين، دبي، الكويت، مسقط، قطر والسعودية، خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/02/22 و 2012/02/22، على مستوى البيانات اليومية؛ حيث تم تقسيم هذا المطلب إلى ثلاث نقاط أساسية؛ فبعد التعريف باختبار التكامل المشترك المعتمد تم الاعتماد على اختبائي الأثر والقيمة الذاتي العظمى لدراسة التكامل المشترك؛

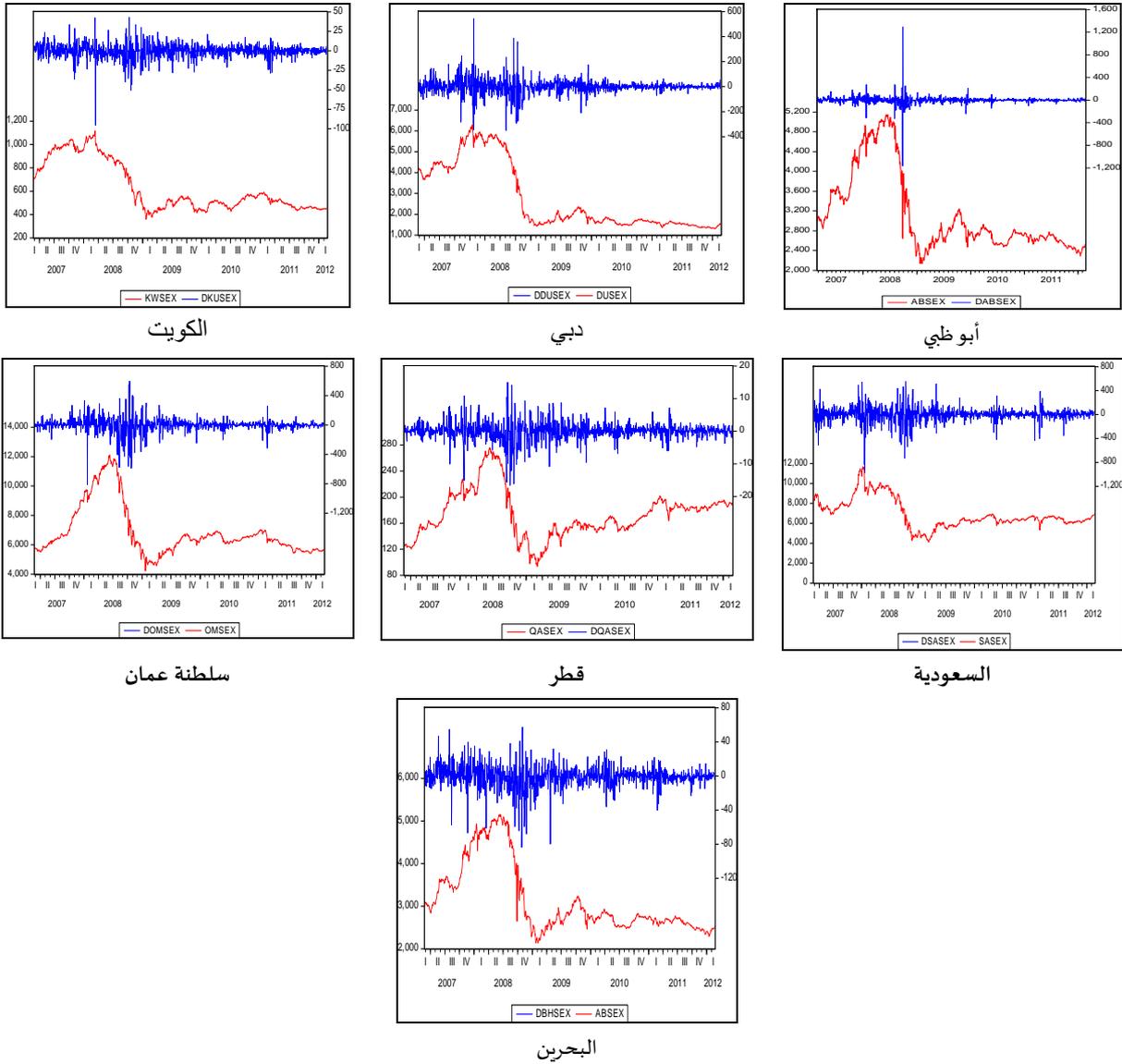
تحت هذا العنوان نعالج ثلاث نقاط أساسية: ففي البداية نحاول عرض تطور مؤشرات الأسهم للبورصات العربية المدروسة خلال فترة الدراسة، أما في النقطة الثانية فسوف نختبر استقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم وعوائدها؛ والتي تعتبر شرط أساسي لإجراء اختبارات التكامل التي نتطرق لها في النقطة الثالثة والأخيرة.

1. عرض تطور مؤشرات الأسهم وعوائدها للبورصات الخليجية خلال فترة الدراسة

يبدو من الشكل (04-02) الذي يبين التمثيل البياني لتطور مؤشرات أسعار الأسهم وعوائدها وكذا الإحصائيات الوصفية للعوائد أن هناك نمو متواصل في مؤشرات أسعار الأسهم للبورصات الخليجية خلال الفترة المدروسة قبل الأزمة، هذه الأخيرة كانت ذات تأثير بارز على كامل البورصات دون استثناء، كما أن العوائد ذات تذبذب عال لكنه محدود في المجال 4 في المائة أعلى وأدنى للبورصات المدروسة ، هذا من جهة.

من جهة أخرى يلتوي شكل دالة التوزيع الاحتمالي لعوائد مؤشرات الأسهم للبورصات المدروسة نحو اليسار حيث كان معامل الالتواء سالب، ونفس الشيء لمعامل التفرطح الذي يزيد بكثير عن معامل التوزيع المتناظر، وبالتالي التوزيع الاحتمالي لعوائد مؤشرات الأسهم المدروسة لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تبينه كذلك إحصائية جارك بيرا التي كانت ذات معنوية إحصائية تختلف عن الصفر. انظر الملحقين رقم 06.

الشكل (4-02): التمثيل البياني لتطور مؤشرات أسعار الأسهم وعوائدها.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج Eviews

2- اختبارات الاستقرارية للبورصات المدرسة

نتائج الاختبارات لكل من ديكي فلر المطور وفليب وبيرون، ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-05): نتائج اختبارات الاستقرارية للبورصات المدروسة

اختبار ديكي لـ المطور النموذج بالثابت والاتجاه العام Augmented Dickey-Fuller Test				
احصائية ديكي فلر المطور ADF Statistic	القيمة الحرجة عند مستوى الدلالة			المتغيرات (مؤشرات الأسواق)
	10	5	1	
-29.70874	-3.128656	-3.413264	-3.965104	عُمان
-32.59979	-3.128656	-3.413264	-3.965104	الكويت
-31.22709	-3.128656	-3.413264	-3.965104	البحرين
-22.68939	-3.128657	-3.413266	-3.965109	دبي
-22.34727	-3.128657	-3.413266	-3.965109	قطر
-33.58589	-3.128656	-3.413264	-3.965104	السعودية
-43.39827	-3.128656	-3.413264	-3.965104	أبو ظبي
احصائية فليبيس وبيرون PP Test Statistic	اختبار فليبيس وبيرون PP Test Statistic			
-29.48365	-3.128656	-3.413264	-3.965104	عُمان
-32.63691	-3.128656	-3.413264	-3.965104	الكويت
-31.23327	-3.128656	-3.413264	-3.965104	البحرين
-35.74103	-3.128656	-3.413264	-3.965104	دبي
-32.59068	-3.128656	-3.413264	-3.965104	قطر
-33.58496	-3.128656	-3.413264	-3.965104	السعودية
-45.38364	-3.128656	-3.413264	-3.965104	أبو ظبي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

بالنسبة لبورصة سلطنة عمان نلاحظ أن القيمة المحسوبة لاختبار ADF تساوي (-29.48) وهي أصغر من القيم المجدولة (-3.96)، (-3.41)، (-3.12) عند 1%، 5%، 10% على التوالي؛ ومن ثمة نقبل الفرضية البديلة مما يعني أن السلسلة الزمنية محل الدراسة (سلسلة مردودية بورصة سلطنة عمان) مستقرة أي أنها متكاملة من الدرجة صفر. كما أن القيمة المحسوبة لاختبار ADF لمردودية بورصة الكويت تساوي (-32.59) وهي أصغر من القيم المجدولة (-3.96)، (-3.41)، (-3.12) عند 1%، 5%، 10% على التوالي؛ ومن ثمة نقبل الفرضية البديلة مما يعني أن سلسلة الزمنية لمردودية بورصة الكويت مستقرة أي أنها متكاملة من الدرجة صفر. وهي نفس النتيجة بالنسبة للبورصات المتبقية: البحرين، دبي، قطر، السعودية، أبو ظبي. وكذلك بالنسبة لاختبار فليبيس وبيرون. وبما أن سلسلة المردودية مستقرة يعني أن الأسعار غير مستقرة بل متكاملة من الدرجة الأولى باعتبار أن المردودية هي التغير في الأسعار، الأمر الذي يمكننا من اختبار التكامل المتزامن.

2- نتائج اختبار التكامل المشترك بين البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة

نحاول بعد ذلك اختبار وجود تكامل متزامن بين مردوديات مؤشرات أسعار الأسهم في البورصات الخليجية؛ وذلك بالاعتماد على اختبائي الأثر والقيمة الذاتية العظمى المتعلقة باختبارات التكامل المتزامن لجوهانسن 1988 .

نتائج الاختبار الأثر ملخصة في الجدول التالي:

الجدول(4-06): نتائج اختبار الأثر بين محافظ السوق بالبورصات الخليجية

القيمة الذاتية Eigenvalue	المعقولة العظمى	القيمة الحرجة عند مستوى الدلالة 5%	فرضية عدد أشعة التكامل المتزامن
0.257150	1886.535	125.6154	**None لا يوجد شعاع
0.218175	1500.392	95.75366	1 At most يوجد أكثر من
0.197346	1180.676	69.81889	2 At most أكثر من
0.184033	895.1148	47.85613	3 At most أكثر من 3
0.159836	630.9223	29.79707	4 At most أكثر من 4
0.158028	404.6916	15.49471	5 At most أكثر من 5
0.130235	181.2523	3.841466	6 At most أكثر من 6

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

2-1 نتائج اختبار الأثر

يلخص الجدول (4-06) نتائج اختبار التكامل المشترك بين محافظ السوق في البورصات الخليجية قيد الدراسة؛ وهي أبوظبي، البحرين، دبي، الكويت، مسقط، قطر والسعودية على مستوى البيانات اليومية. حيث يبدو من هذا الجدول أن القيمة المحسوبة للاختبار الأثر أكبر من القيمة الحرجة عند نسبي المعنوية 1% و5%، مما يدل على رفض فرضية العدم H_0 التي تقر عدم وجود أي شعاع للتكامل المشترك، ومنه قبول الفرضية البديلة H_1 والقائلة بأن هناك عدد من أشعة التكامل المشترك أكبر من الصفر، كما يبرز الجدول كذلك أن القيمة المحسوبة للأثر أكبر من القيمة الحرجة عند مستويي الدلالة 5%؛ مما يعني قبول فرضية العدم H_1 القائلة بأن هناك أكثر من ستة أشعة للتكامل المشترك، ورفض الفرضية البديلة H_0 التي تقر بوجود ستة أشعة للتكامل المشترك على الأكثر (At most 6).

الجدول(4-07): نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى بين محافظ السوق بالبورصات الخليجية

القيمة الذاتية Eigenvalue	المعقولية العظمى	القيمة الحرجة عند مستوى الدلالة 5%	فرضية عدد أشعة التكامل المتزامن
0.257150	386.1431	46.23142	**None لا يوجد شعاع
0.218175	319.7155	40.07757	At most 1 يوجد أكثر من شعاع
0.197346	285.5613	33.87687	At most 2 أكثر من شعاعين
0.184033	264.1925	27.58434	At most 3 أكثر من 3 أشعة
0.159836	226.2307	21.13162	At most 4 أكثر من 4 أشعة
0.158028	223.4393	14.26460	At most 5 أكثر من 5 أشعة
0.130235	181.2523	3.841466	At most 6 أكثر من 6 أشعة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS

2-2 نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى

تم تطبيق اختبار القيمة الذاتية العظمى على مستوى محافظ السوق في البورصات الخليجية ؛ وهي أبو

ظبي، البحرين، دبي ، الكويت، مسقط، قطر والسعودية. حيث تبين نتائج الاختبار وجود شعاع وحيد للتكامل المشترك، حيث نلاحظ من الجدول (4-07) أن القيمة الذاتية العظمى أكبر من القيمة الحرجة عند مستويي الدلالة 5%؛ مما يعني رفض فرضية العدم (H0) التي ترى عدم وجود أي شعاع للتكامل المشترك، ومنه قبول الفرضية البديلة H1 والقائلة بأن هناك عدد أشعة التكامل المشترك أكبر من الصفر.

يبرز لنا من الجدول (4-07) أن القيمة الذاتية العظمى أكبر من القيمة الحرجة عند مستويي الدلالة، 5% على مستوى جميع الفرضيات التي ترى بان هناك عدد أشعة للتكامل المشترك أكبر من ستة أشعة؛ مما يعني قبول الفرضية البديلة H1 التي تقر بوجود عدد أشعة للتكامل المشترك أكبر أو يساوي الواحد (At most6)، ورفض فرضية العدم H0 ومنه تقرر بأن هناك أكثر من ستة أشعة للتكامل المشترك على الأكثر.

نخلص مما سبق إلى أنه يوجد أكثر من ستة أشعة للتكامل المشترك (r=1) وهو ما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين عوائد محافظ السوق في البورصات الخليجية قيد الدراسة و أن أسعارها تتقارب مع بعضها البعض في الزمن البعيد.

المبحث الثالث: دراسة التكامل المتزامن للمتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار أسهم البورصات الخليجية

تناولنا في هذا المبحث التكامل المتزامن للمتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار أسهم البورصات الخليجية بدء بدراسة الاستقرارية للمستويات الأصلية ثم كشف درجة تكامل هذه المتغيرات انطلاقاً من الدراسة الوصفية والبيانية إلى اختبارات الجذور الوحيدة مروراً إلى كشف المتغيرات التي لها علاقة تكامل مشترك مع أسعار أسهم البورصات في كل دول من دول مجلس التعاون باستعمال منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر.

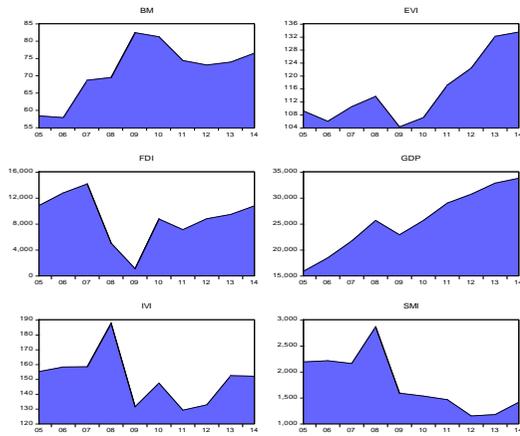
المطلب الأول: دراسة الاستقرارية للسلاسل الزمنية قيد الدراسة. في مستوياتها الأصلية

تهدف من دراسة السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة إلى معرفة طبيعة التغيرات التي حدثت في الفترات الزمنية السابقة، والتي من خلال تحليلها يتم التحكم في التغيرات التي تطرأ على السلسلة الزمنية مستقبلاً.

1-دراسة وصفية لبيانات السلاسل الزمنية

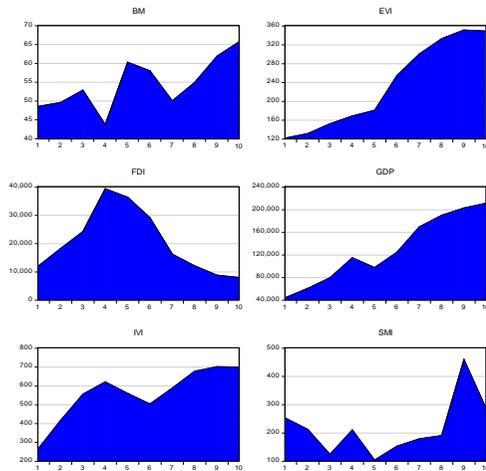
بيانات السلاسل الزمنية سنوية، ممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2014، مكونة من 10 مشاهدة، وتتميز قيمها بالتذبذب، الذي يصبح عنيفاً في بعض الحالات، والأشكال البيانية التالية توضح ذلك:

الشكل (4-5) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (البحرين)



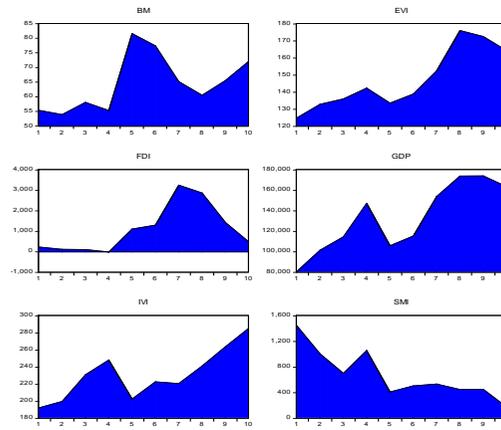
البحرين

الشكل (4-8) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (قطر)



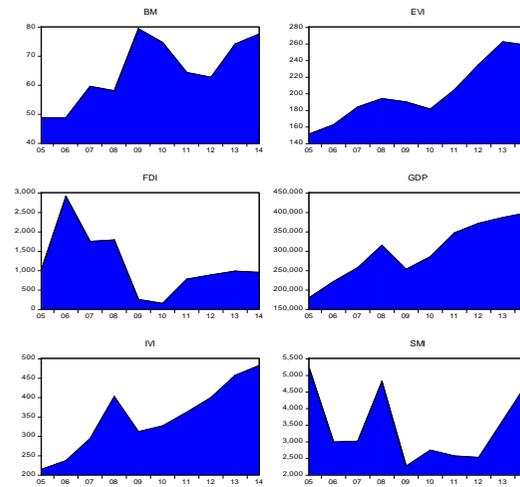
قطر

الشكل (4-4) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (عمان)



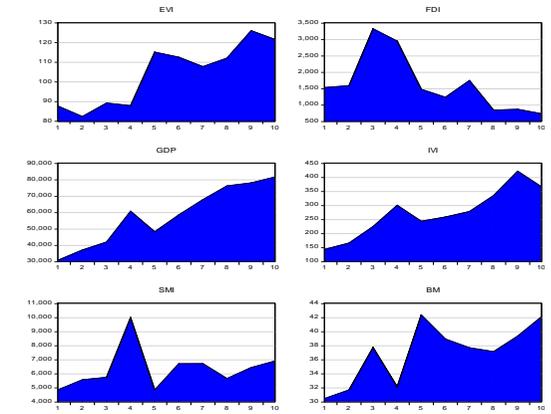
سلطنة عمان

الشكل (4-7) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (الإمارات)



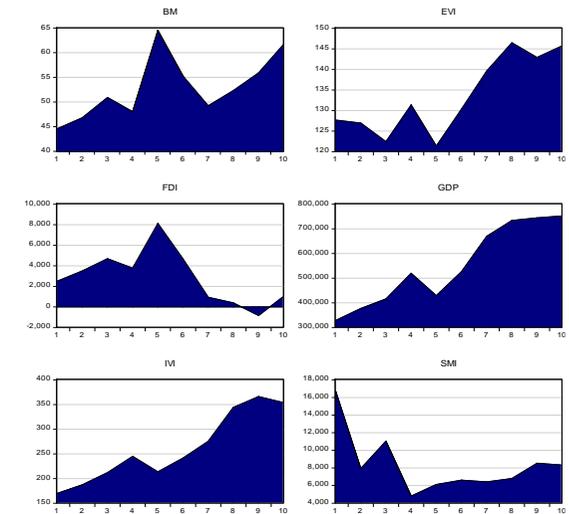
الإمارات العربية المتحدة

الشكل (4-3) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (الكويت)



الكويت

الشكل (4-6) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (السعودية)



السعودية

2-اختبار ADF للسلاسل الزمنية قيد الدراسة

1-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة الكويت

بعد تطبيق اختبار ديكي فلر المطور ADF على المتغيرات قيد الدراسة المتعلقة بدولة الكويت حصلنا على النتائج في الجدول التالي:

الجدول (08-4) نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية في دولة الكويت

النموذج 03	الإحصائية $|T_t|$	الإحصائية $|T_c|$	السلسلة
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.026	BM
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.907	EVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.437	FDI
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.851	GDP
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.552	IVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	3.122	SMI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع: قبول الفرضية (H_0) : السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الصادرات EVI: قبول الفرضية (H_0) : السلسلة EVI غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.

بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: قبول الفرضية (H_0) : السلسلة FDI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي: قبول الفرضية (H_0) : السلسلة GDP غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.
بالنسبة لمؤشر حجم الواردات IVI: قبول الفرضية (H_0) : السلسلة IVI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لأسعار الأسهم: قبول الفرضية (H_0) : السلسلة SMI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

2-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة سلطنة عمان:

بعد تطبيق اختبار ديكي فلر المطور ADF على المتغيرات قيد الدراسة المتعلقة بسلطنة عمان حصلنا على النتائج في الجدول التالي:

الجدول (09-4): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية لسلطنة عمان

النموذج 03	الإحصائية $|\tau_t|$	الإحصائية $|\tau_c|$	السلسلة
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.232	BM
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.225	EVI
$\phi = 1; c \neq 0; b \neq 0$	**4.246	8.557	FDI
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.738	GDP
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.849	IVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.510	SMI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع: قبول الفرضية (H_0): السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الصادرات EVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة EVI غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.

بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: قبول الفرضية (H_0): السلسلة FDI غير مستقرة وهي من النوع TS.

بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي: قبول الفرضية (H_0): السلسلة GDP غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الواردات IVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة IVI غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.

بالنسبة لأسعار الأسهم: قبول الفرضية (H_0): السلسلة SMI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

3-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة البحرين

بعد تطبيق اختبار ديكي فلر المطور ADF على المتغيرات قيد الدراسة المتعلقة بدولة البحرين حصلنا على النتائج

في الجدول التالي:

الجدول (10-4): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة البحرين

النموذج 03	الإحصائية $|\tau_t|$	الإحصائية $|\tau_c|$	السلسلة
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.750	BM
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.160	EVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.753	FDI
$\phi = 1; c \neq 0; b \neq 0$	**4.246	3.066	GDP
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.458	IVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.127	SMI

** عند مستوى المعنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع: قبول الفرضية (H_0): السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الصادرات EVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: قبول الفرضية (H_0): السلسلة FDI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي: قبول الفرضية (H_0): السلسلة GDP غير مستقرة وهي من النوع TS. بالنسبة لمؤشر حجم الواردات IVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة IVI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لأسعار الأسهم: قبول الفرضية (H_0): السلسلة SMI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق. تظهر نتائج اختبار (ADF) قبول الفرضية H_0 : التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى المعنوية 5%.

4-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية للمملكة العربية السعودية

بعد تطبيق اختبار ديكي فلر المطور ADF على المتغيرات قيد الدراسة والخاصة بالمملكة العربية السعودية حصلنا على النتائج في الجدول التالي:

الجدول (11-4): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية للمملكة العربية

السعودية

النموذج 03	الإحصائية $|T_t|$	الإحصائية $|T_c|$	السلسلة
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.086	BM
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.112	EVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.842	FDI
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.413	GDP
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.172	IVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.209	SMI

** عند مستوى المعنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع: قبول الفرضية (H_0): السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الصادرات EVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة EVI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: قبول الفرضية (H_0): السلسلة FDI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي: قبول الفرضية (H_0): السلسلة GDP غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الواردات IVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة IVI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لأسعار الأسهم: قبول الفرضية (H_0): السلسلة SMI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون بمشتق.

5-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية للإمارات العربية المتحدة:

نستنتج أن التذبذب في إشارة الميل العام يؤثر سلباً على استقرارية السلاسل الزمنية محل الدراسة والخاصة بدولة الإمارات، إلا أن الملاحظات البيانية لا يمكن لها أن تؤكد استقرارية السلسلة من عدمها؛ لذا نعتمد على اختبار ديكي فلر المطور فكانت نتائجه كما يلي:

الجدول (4-12): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية للإمارات العربية المتحدة

النموذج 03	الإحصائية $|T_c|$	الإحصائية $|T_i|$	السلسلة
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.093	BM
$\phi \neq 1; c \neq 0; b \neq 0$	**4.246	4.559	EVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.158	FDI
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.817	GDP
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.392	IVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.154	SMI

** عند مستوى المعنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع: قبول الفرضية (H_0): السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الصادرات EVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة EVI غير مستقرة وهي من النوع TS. بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: قبول الفرضية (H_0): السلسلة FDI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي: قبول الفرضية (H_0): السلسلة GDP غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق. بالنسبة لمؤشر حجم الواردات IVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة IVI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لأسعار الأسهم: - قبول الفرضية (H_0): السلسلة SMI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

تُبيّن لنا نتائج اختبار (ADF) قبول الفرضية H_0 : التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، أي أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى المعنوية 5%.

6-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة قطر

بعد تطبيق اختبار ديكي فلر المطور ADF على المتغيرات قيد الدراسة المتعلقة بدولة البحرين حصلنا على النتائج في الجدول التالي:

الجدول (4-13): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة البحرين

النموذج 03	الإحصائية $|T_c|$	الإحصائية $|T_t|$	السلسلة
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**4.246	2.993	BM
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	1.877	EVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.399	FDI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	2.560	GDP
$\phi = 1; c \neq 0; b \neq 0$	**4.246	0.134	IVI
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**4.246	0.436	SMI

** عند مستوى المعنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع: قبول الفرضية (H_0): السلسلة BM غير مستقرة وهي من النوع DS بمشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الصادرات EVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة EVI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: قبول الفرضية (H_0): السلسلة FDI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي: قبول الفرضية (H_0): السلسلة GDP غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

بالنسبة لمؤشر حجم الواردات IVI: قبول الفرضية (H_0): السلسلة IVI غير مستقرة وهي من النوع TS.
بالنسبة لأسعار الأسهم: - قبول الفرضية (H_0): السلسلة SMI غير مستقرة وهي من النوع DS بدون مشتق.

المطلب الثاني: دراسة الاستقرارية. للفروقات من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية قيد الدراسة مع التكامل المشترك لانجل غرانجر.

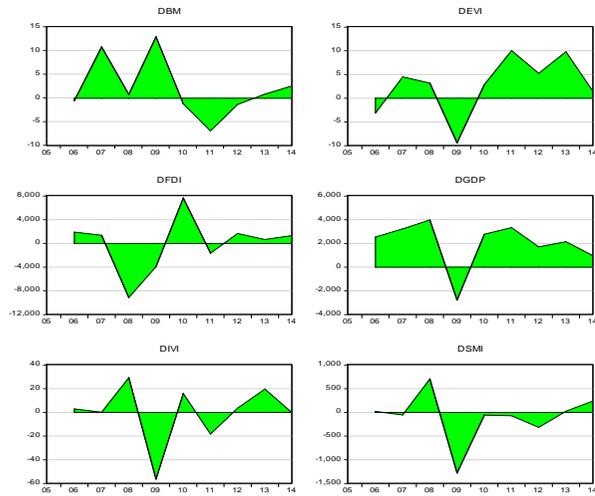
تهدف من دراسة السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة إلى معرفة طبيعة التغيرات التي حدثت في الفترات الزمنية السابقة، والتي من خلال تحليلها يتم التحكم في التغيرات التي تطرأ على السلسلة الزمنية مستقبلاً.

1-1- الاستقرارية للفروقات من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية قيد الدراسة

1-1-1. دراسة وصفية لبيانات السلاسل الزمنية

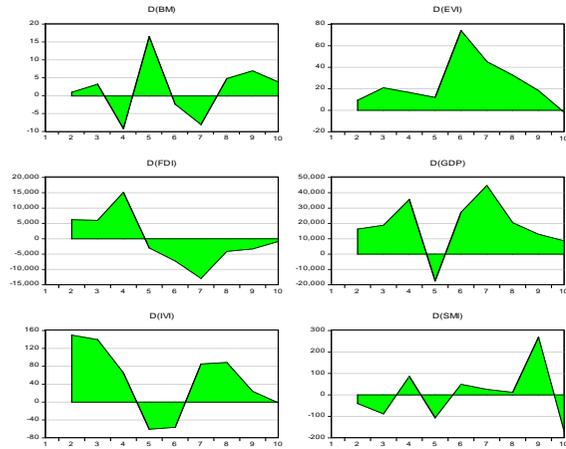
بيانات السلاسل الزمنية سنوية، ممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2014، مكونة من 10 مشاهدات، وتتميز قيمها بالتذبذب، الذي يصبح عنيفاً في بعض الحالات، والأشكال البيانية التالية توضح ذلك:

الشكل (4-11) التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية (البحرين)



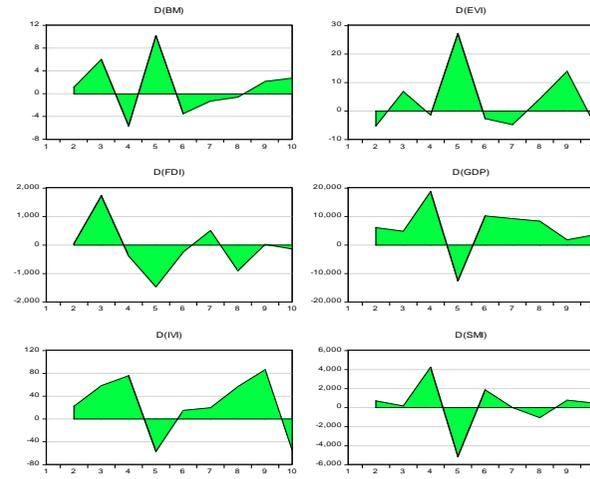
دولة البحرين

الشكل (4-14) التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية (قطر)



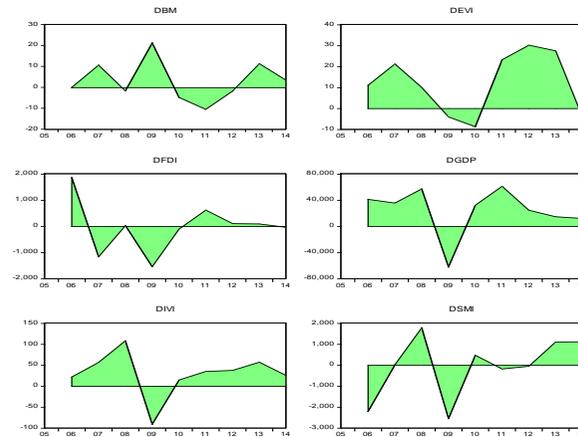
قطر

الشكل (4-10) التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية (عمان)



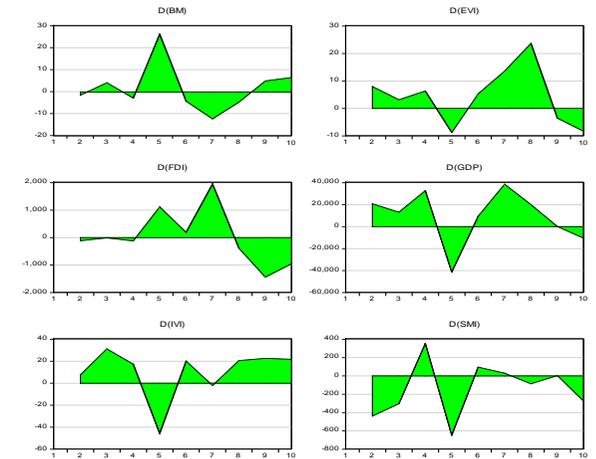
دولة سلطنة عمان

الشكل (4-13) التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية (الإمارات)



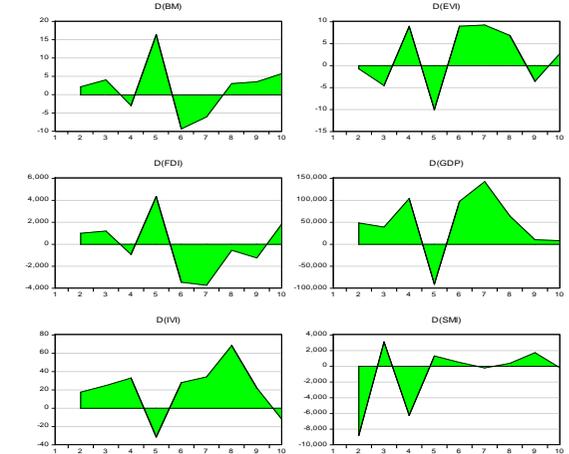
الإمارات العربية المتحدة

الشكل (4-9) التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية (الكويت)



الكويت

الشكل (4-12) التمثيل البياني لفروقات المتغيرات الاقتصادية (السعودية)



السعودية

2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات المتغيرات قيد الدراسة مع التكامل المشترك.

1-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة الكويت

1-1-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية لدولة الكويت

الجدول (4-14): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة الكويت

النموذج 03	الإحصائية $|T_t|$	الإحصائية $|T_c|$	السلسلة
$\phi \neq 1; c = 0; b = 0$	**2.006	2.186	D(BM)
$\phi \neq 1; c = 0; b = 0$	*1.598	1.752	D(EVI)
$\phi = 1; c = 0; b = 0$	**2.006	1.218	D(FDI)
$\phi = 1; c \neq 0; b = 0$	**2.006	2.103	D(GDP)
$\phi \neq 1; c = 0; b = 0$	*1.598	1.658	D(IVI)
$\phi \neq 1; c = 0; b = 0$	**2.006	3.141	D(SMI)

* عند مستوى المعنوية 10%. ** عند مستوى المعنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بخصوص سلسلة الفروقات لعرض النقود بالمفهوم الواسع: رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1). فالسلسلة D(BM) مستقرة.

بخصوص سلسلة الفروقات لمؤشر حجم الصادرات EVI: رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1). فالسلسلة D(EVI) مستقرة.

أما بالنسبة لسلسلة الفروقات لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر: مازالت السلسلة غير مستقرة D(FDI) بخصوص سلسلة الفروقات للناتج المحلي الإجمالي: رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1). فالسلسلة D(GDP) مستقرة.

بالنسبة لسلسلة الفروقات لمؤشر حجم الواردات IVI: رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1). فالسلسلة D(IVI) مستقرة.

بالنسبة لسلسلة الفروقات لأسعار الأسهم: رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، فالسلسلة D(SMI) مستقرة.

تُبيّن لنا نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرضية البديلة H_0 التي تقر بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل المدروسة، أي أن جل السلاسل الزمنية الجديدة مستقرة عند مستوى المعنوية 5% و 10%، عدى السلسلة FDI فهي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الثانية .

أثبتنا اختبارات الاستقرار المطبقة سابقا، أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في مستواها الأولي لكنها مستقرة عند إجراء الفروقات من الدرجة الأولى عليها، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملا مشتركا، وللتأكد من هذا نجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

2-1-2-1. منهجية التكامل المشترك لأنجل-غرانجر-الكويت

يتم اختبار التكامل المشترك لأنجل-غرانجر بين أسعار الأسهم والمتغيرات التي لها نفس درجة التكامل.

$$\text{المعادلة 01 للمتغيرة BM: } SMI = -28.28 * BM + 2501.63$$

$$\text{المعادلة 02 للمتغيرة EVI: } SMI = -13.95 * EVI + 2731.22$$

$$\text{المعادلة 03 للمتغيرة FDI: } SMI = -0.15 * FDI + 848.35$$

$$\text{المعادلة 04 للمتغيرة GDP: } SMI = -0.007 * GDP + 1630.03$$

$$\text{المعادلة 05 للمتغيرة IVI: } SMI = -7.59 * IVI + 2428.06$$

من خلال تقدير النماذج السابقة نستخرج بواق كل معادلة ونختبر استقراريتها، وهذه هي الخطوة الثانية في اختبار انجل-غرانجر، بتطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF)، نحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول (4-15): اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواق النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-غرانجر

للكويت

البواق	$|T_c|$-(ADF)	الإحصائية $|T_T|$	القرار
$1\epsilon_t$	3.66	3.59	-رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{1t} مستقرة.
$2\epsilon_t$	2.47	1.99	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{2t} مستقرة.
$3\epsilon_t$	1.78	1.59	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{3t} مستقرة.
$4\epsilon_t$	2.66	1.99	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{4t} مستقرة.
$5\epsilon_t$	1.85	1.99	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{5t} مستقرة.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

التحليل

حسب نتائج الاختبار (ADF) في الجدول (4-15): تبين استقرار بواقي كل معادلة في مستواها الأصلي (0) عند مستوى المعنوية 5% و10% ، أي أن كل معادلة متغيرها التابع له علاقة تكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة لها حسب اختبار انجل غرانجر.

2-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة سلطنة

عمان

1-2-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة

الجدول (4-16): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة سلطنة

عمان.

القرار	النموذج 06	الإحصائية $|\tau_t|$	الإحصائية $|\tau_c|$	السلسلة
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(BM) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	514.2	D(BM)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(EVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.719	D(EVI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(FDI) مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	4.090	D(FDI)
مازالت السلسلة D(GDP) غير مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.258	D(GDP)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(IVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.834	D(IVI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(SMI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	3.066	D(SMI)

** عند مستوى المعنوية 5%، * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

تُبيّن لنا نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تقر بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل المدروسة، أي أن جل السلاسل الزمنية الجديدة مستقرة عند مستوى المعنوية 5% و 10%، عدى السلسلة GDP فهي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الثانية .

أثبتت لنا اختبارات الاستقرارية المطبقة سابقا، أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في مستواها الأولي لكنها مستقرة عند إجراء الفروقات من الدرجة الأولى عليها، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملا مشتركا، وللتأكد من هذا نجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

2-2-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر لسلطنة عمان

المعادلة 01 للمتغيرة BM:	$SMI = -52.75 * BM + 8310.77$
المعادلة 02 للمتغيرة EVI:	$SMI = -6.36 * EVI + 7023.11$
المعادلة 03 للمتغيرة FDI:	$SMI = 0.59 * FDI + 5386.96$
المعادلة 04 للمتغيرة IVI:	$SMI = 7.00 * IVI + 4435.76$

من خلال تقدير النماذج السابقة نستخرج بواق كل معادلة ونختبر استقراريتها، وهذه هي الخطوة الثانية في اختبار انجل-جرانجر، بتطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF)، نحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول (4-17): اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواق النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر لسلطنة

عمان

البواق	$|T_c| - (ADF)$	الإحصائية $|T_T|$	القرار
$1\epsilon_t$	2.90	1.99	-رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{1t} مستقرة.
$2\epsilon_t$	2.97	1.99	-رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{2t} مستقرة.
$3\epsilon_t$	2.36	1.59	-رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{3t} مستقرة.
$4\epsilon_t$	2.05	1.99	-رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، ϵ_{4t} مستقرة.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

التحليل

حسب نتائج الاختبار (ADF) في الجدول (4-17)، تبين استقرار بواق كل معادلة في مستواها الأصلي $I(0)$ عند مستوى المعنوية 5% و 10%، أي أن كل معادلة متغيرها التابع له علاقة تكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة لها حسب اختبار انجل غرانجر.

3-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة البحرين

1-3-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة لدولة البحرين نتائج الاختبار على السلاسل الزمنية :

الجدول (18-4): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة (البحرين)

القرار	النموذج 06	الإحصائية $|\tau_t|$	الإحصائية $|\tau_c|$	السلسلة
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(BM) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.633	D(BM)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(EVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.313	D(EVI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(FDI) مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.744	D(FDI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(GDP) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.941	D(GDP)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(IVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.107	D(IVI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(ENES _t) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.078	D(SMI)

** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

تبين لنا نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية الصفرية H₀ التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرضية البديلة H₄ التي تقر بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل المدروسة، أي أن جل السلاسل الزمنية الجديدة مستقرة عند مستوى المعنوية 5% و 10%.

طبقاً لاختبارات الاستقرار المطبقة سابقاً، أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في مستواها الأولي لكنها مستقرة عند إجراء الفروقات من الدرجة الأولى عليها، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً، وللتأكد من هذا نجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

2-3-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر لدولة البحرين

في هذه المرحلة نستخدم اختبارات التكامل المشترك على متغيرات الدراسة الثمانية: EVI:FDI : GDP : IVI: SMI ، للبحث عن علاقة تفسر سلوكها في المدى القصير وال المدى الطويل .

يبدأ اختبار (E-G) أولاً بتقدير معادلة المدى الطويل لكل متغيرة، وهذا ما تحصلنا عليه في الاختبار السابق باستعمال برنامج EViews ، فتحصلنا على المخرجات المبينة في الملحق (...) ومن خلال هذا ينتج لدينا النماذج التالية:

$$\text{SMI} = -38.75 \cdot \text{BM} + 4559.63 \quad \text{المعادلة 01 للمتغيرة BM}$$

$$\text{SMI} = -27.65 \cdot \text{EVI} + 4979.05 \quad \text{المعادلة 02 للمتغيرة EVI}$$

$$\text{SMI} = 0.01 \cdot \text{FDI} + 1683.69 \quad \text{المعادلة 03 للمتغيرة FDI}$$

$$\text{SMI} = -0.06 \cdot \text{GDP} + 3335.15 \quad \text{المعادلة 04 للمتغيرة GDP}$$

$$\text{SMI} = 25.88 \cdot \text{IVI} - 2118.58 \quad \text{المعادلة 05 للمتغيرة IVI}$$

من خلال تقدير النماذج السابقة نستخرج بواق كل معادلة ونختبر استقراريتها، وهذه هي الخطوة الثانية في اختبار انجل-غرانجر، بتطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF) ، نحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول (4-19): اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواق النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-غرانجر لدولة

البحرين

القرار	الإحصائية τ_T	(ADF)- τ_c	البواق
- قبول الفرضية (H_0) ε_t غير مستقرة. لا يوجد تكامل مشترك بينهما	1.988	2.847	ε_t 1
- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) ε_t مستقرة.	1.988	2.397	ε_t 2
- قبول الفرضية (H_0) ε_t غير مستقرة. لا يوجد تكامل مشترك بينهما	1.988	1.537	ε_t 3
- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) ε_t مستقرة.	1.988	2.931	ε_t 4
- قبول الفرضية (H_0) ε_t غير مستقرة. لا يوجد تكامل مشترك بينهما	1.995	0.697	ε_t 5

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

التحليل

حسب نتائج الاختبار (ADF) في الجدول (4-19)، تبين استقرار بواقي كل من معادلة: المتغيرة EVI والمتغيرة GDP في مستواها الأصلي (0) عند مستوى المعنوية 5% و10%، أي أن التابع له علاقة تكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة لها حسب اختبار انجل غرانجر. أما بقية المتغيرات لا توجد إمكانية تقارب المتغيرات في المدى الطويل.

4-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة المملكة العربية السعودية.

1-4-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة للسعودية

الجدول (4-20): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة للسعودية

القرار	النموذج 06	الإحصائية $|\tau_i|$	الإحصائية $|\tau_c|$	السلسلة
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(BM) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.232	D(BM)
مازالت السلسلة D(EVI) غير مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.601	D(EVI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(FDI) مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.846	D(FDI)
مازالت السلسلة D(GDP) غير مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.363	D(GDP)
مازالت السلسلة D(IVI) غير مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.337	D(IVI)
مازالت السلسلة D(SMI) غير مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.362	D(SMI)

** عند مستوى المعنوية 5%، * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

تظهر لنا نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تقر بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل المدروسة، أي أن جل السلاسل الزمنية الجديدة مستقرة عند مستوى المعنوية 5% و 10%، عدى السلاسل: SMI - IVI - GDP -EVI فهي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الثانية .

أثبتت لنا اختبارات الاستقرارية المطبقة سابقاً، أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في مستواها الأولي لكنها مستقرة عند إجراء الفروقات من الدرجة الأولى عليها، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً، وللتأكد من هذا نجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

2-4-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر للمملكة العربية السعودية

$$SMI = -82.11 * EVI + 19294.17$$

المعادلة 01 للمتغيرة EVI

$$SMI = -0.009 * GDP + 13389.04$$

المعادلة 02 للمتغيرة GDP

$$SMI = -17.60 * IVI + 19924.21$$

المعادلة 03 للمتغيرة IVI

من خلال تقدير النماذج السابقة نستخرج بواق كل معادلة ونختبر استقراريتها، وهذه هي الخطوة الثانية في اختبار انجل-جرانجر، بتطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF)، نحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول (4-21): اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواق النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر

للمملكة العربية السعودية

البواق	$|T_c|$ - (ADF)	الإحصائية $|T_T|$	القرار
$1\epsilon_t$	1.237	**2.006	-قبول الفرضية (H_0) $1\epsilon_t$ غير مستقرة.
$2\epsilon_t$	1.116	**2.006	-قبول الفرضية (H_0) $1\epsilon_t$ غير مستقرة.
$3\epsilon_t$	1.168	**2.006	-قبول الفرضية (H_0) $1\epsilon_t$ غير مستقرة.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

حسب نتائج الاختبار (ADF) في الجدول (4-21)، تبين عدم استقرار بواق كل معادلة في مستواها الأصلي $I(0)$ عند مستوى المعنوية 5% و 10%، أي لا توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات حسب اختبار انجل-جرانجر.

5-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة الإمارات العربية المتحدة

1-5-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة لدولة الإمارات نتائج الاختبار على السلاسل الزمنية موضحة في الجدول الآتي:
الجدول (22.4): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة الإمارات

القرار	النموذج 06	الإحصائية $|t_c|$	الإحصائية $|t_c|$	السلسلة
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(BM) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.909	D(BM)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(EVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.313	D(EVI)
مازالت السلسلة غير مستقرة D(FDI)	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.363	D(FDI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(GDP) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.703	D(GDP)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(IVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	*1.598	1.643	D(IVI)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁). فالسلسلة D(ENES _t) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	3.111	D(SMI)

** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

تُظهر لنا نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية الصفرية H₀ التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرضية البديلة H₁ التي تقر بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل المدروسة، أي أن جل السلاسل الزمنية الجديدة مستقرة عند مستوى المعنوية 5% و 10%، عدى السلسلة FDI فهي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الثانية .

أثبتنا اختبارات الاستقرار المطبقة سابقاً، أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في مستواها الأولي لكنها مستقرة عند إجراء الفروقات من الدرجة الأولى عليها، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً، وللتأكد من هذا نجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

2-5-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل-جرانجر لدولة الإمارات

في هذه المرحلة نستخدم اختبارات التكامل المشترك على متغيرات الدراسة الثمانية: EVI: FDI: GDP: IVI: SMI، للبحث عن علاقة تفسر سلوكها في المدى القصير والمدى الطويل. يبدأ اختبار (E-G) أولاً بتقدير معادلة المدى الطويل لكل متغيرة، وهذا ما حصلنا عليه في الاختبار السابق باستعمال برنامج EViews، فتحصلنا على المخرجات المبينة في الملحق (...). ومن خلال هذا ينتج لدينا النماذج التالية:

$SMI = -26.83*BM + 5204.13$	<u>المعادلة 01 للمتغيرة BM</u>
$SMI = 0.63*EVI + 3332.04$	<u>المعادلة 02 للمتغيرة EVI</u>
$SMI = 0.27*FDI + 3137.79$	<u>المعادلة 03 للمتغيرة FDI</u>
$SMI = -0.0006*GDP + 3643.53$	<u>المعادلة 04 للمتغيرة GDP</u>
$SMI = 1.57*IVI + 2911.98$	<u>المعادلة 05 للمتغيرة IVI</u>

من خلال تقدير النماذج السابقة نستخرج بواق كل معادلة ونختبر استقراريتها، وهذه هي الخطوة الثانية في اختبار انجل-جرانجر، بتطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF)، نحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول (4-23): اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواق النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر

للإمارات العربية المتحدة

البواق	$|T_c| - (ADF)$	الإحصائية $|T_T|$	القرار
$1\mathcal{E}_t$	2.039	1.995	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، \mathcal{E}_t مستقرة.
$2\mathcal{E}_t$	1.859	1.599	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، $2\mathcal{E}_t$ مستقرة.
$3\mathcal{E}_t$	2.176	1.995	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، $3\mathcal{E}_t$ مستقرة.
$4\mathcal{E}_t$	1.863	1.599	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، $4\mathcal{E}_t$ مستقرة.
$5\mathcal{E}_t$	1.798	1.599	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1)، $5\mathcal{E}_t$ مستقرة.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

التحليل

حسب نتائج الاختبار (ADF) في الجدول (24-4)، تبين استقرار بواقي كل معادلة في مستواها الأصلي (0) عند مستوى المعنوية 5% و 10% ، أي أن كل معادلة متغيرها التابع له علاقة تكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة لها حسب اختبار انجل غرانجر.

6-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة قطر

1-6-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة لدولة قطر

الجدول (24-4): نتائج تقدير النموذج (06) لاختبار ADF للسلاسل الزمنية الجديدة لدولة قطر

القرار	النموذج 06	الإحصائية $|\tau_c|$	الإحصائية $|\tau_c|$	السلسلة
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(BM) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	2.832	D(BM)
مازالت السلسلة D(EVI) غير مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	0.835	D(EVI)
مازالت السلسلة D(FDI) غير مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.374	D(FDI)
مازالت السلسلة D(GDP) غير مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.075	D(GDP)
رفض الفرضية (H ₀) وقبول الفرضية البديلة (H ₁)، فالسلسلة D(IVI) مستقرة.	$\phi \neq 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	3.415	D(IVI)
مازالت السلسلة D(SMI) غير مستقرة.	$\phi = 1$ $c = 0$ $b = 0$	**2.006	1.549	D(SMI)

** عند مستوى المعنوية 5%، * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS

تظهر نتائج اختبار (ADF) رفض الفرضية الصفرية H₀ التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، وقبول الفرضية البديلة H₁ التي تقر بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل المدروسة، أي أن كل السلاسل الزمنية الجديدة مستقرة عند مستوى المعنوية 5% و 10%، عدى السلاسل: EVI-SMI-GDP-FDI فهي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الثانية .

أثبتنا اختبارات الاستقرار المطبقة سابقاً، أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في مستواها الأولي لكنها مستقرة عند إجراء الفروقات من الدرجة الثانية عليها، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً، وللتأكد من هذا نجري اختبارات التكامل المشترك بينها.

2-6-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل-جرانجر لدولة قطر

$SMI = 0.514 * EVI + 96.94$	المعادلة 01 للمتغيرة EVI
$SMI = -0.005 * FDI + 331.61$	المعادلة 02 للمتغيرة FDI
$SMI = 0.0007 * GDP + 114.82$	المعادلة 04 للمتغيرة GDP

من خلال تقدير النماذج السابقة نستخرج بواقي كل معادلة ونختبر استقراريتها، وهذه هي الخطوة الثانية في اختبار انجل-جرانجر، بتطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF)، نحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول (4-25): اختبار جذر الوحدة (ADF) لبواقي النماذج الخطوة الثانية لاختبار انجل-جرانجر لدولة

قطر

البواقي	$|T_c|$ - (ADF)	الإحصائية $|T_T|$	القرار
ϵ_{1t}	1.81	1.59	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) ، مستقرة.
ϵ_{2t}	2.69	2.006	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) ، مستقرة.
ϵ_{3t}	1.827	1.59	- رفض الفرضية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) ، مستقرة.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews

حسب نتائج الاختبار (ADF) في الجدول (4-25)، تبين استقرار بواقي كل معادلة في مستواها الأصلي $I(0)$ عند مستوى المعنوية 5% و10%، أي أن كل معادلة متغيرها التابع له علاقة تكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة لها حسب اختبار انجل-جرانجر.

خاتمة الفصل

يعتبر التكامل بين أسواق رأس المال السبيل نحو تحقيق حلم السوق المشتركة لدول مجلس التعاون الخليجي؛ والتي تعتبر أحد العناصر الأساسية للوحدة الاقتصادية كركن من أركان التكامل الاقتصادي الخليجي؛ إضافة إلى الاتحاد الجمركي واتفاقيات التجارة الحرة، والسوق المشتركة ما هي إلا قناة هيكلية من أجل تحقيق الوحدة ومن ثمة الحفاظ عليها لمواجهة تحديات العولمة المالية.

تكتسي أسواق رأس المال صفة التكامل إذا توافرت على عدة صفات متداخلة ومتكاملة من أهمها: وجود قانون موحد لجميع الأسواق، وتوافر لوائح تنظيمية موحدة للتداول، مؤسسات وساطة مرخصة للعمل في جميع الأسواق، آليات موحدة لنظم التسوية والتقاص، الاتفاق على نظام واحد للحكومة.

يحظى تكامل أسواق رأس المال بأهمية بالغة نظرا لما له من فوائد متعددة تعود على المتعاملين فيها وعلى التنمية في البلاد بصفة عامة؛ من أهم هذه الفوائد تقليل التكلفة، زيادة الأرباح، تقليل المخاطر الاستثمارية وذلك بزيادة فرص التنوع في المحافظ الاستثمارية، وعلى الرغم من الأهمية البالغة لهذا الموضوع إلا أن فرص تحقيق هذا التكامل لا زالت بعيدة على المستوى العربي، ولكنها خرجت من مستوى التطلعات واستقرت على مسار الطموح.

تشير نتائج اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة إلى وجود شعاع واحد للتكامل المتزامن حسب اختباري الأثر والقيمة الذاتية العظمى، كما يثبت هذا الاختبار أيضا وجود أكثر من شعاع للتكامل المشترك بين مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الخليجية مما يشير إلى إمكانية التكامل بين بورصات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

الفصل الخامس

الفصل الخامس: دراسة محددات تكامل البورصات الخليجية في ظل بيانات البانل

مقدمة الفصل

يتضمن هذا الفصل الاختبارات الأساس والمهمة بمكان بالنسبة للدراسة؛ إذ يشمل مناقشة الفرضيات الأهم، والإجابة عنها باستعمال بيانات البانل ونخص بالذكر معرفة وكشف أهم محددات تكامل البورصات في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

نقوم بتقدير نماذج بيانات البانل الساكن؛ نموذج الآثار المدمجة (النموذج التجميعي) ونموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية وذلك من أجل معرفة سبب الاختلافات الكامنة بين الدول الخليجية هل هي نتيجة الآثار الفردية أم أنها لأسباب عشوائية، حيث تتم المقاضلة بين هذه النماذج ومن ثم تحديد النموذج المناسب لهذه الدول ثم اتخاذ القرار المناسب بشأن تجانس المقاطع المتضمنة في بنية البانل.

تشمل بنية البانل عدة متغيرات وهي المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي وعرض النقود بالمفهوم الواسع، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل الفائدة، مؤشر حجم الواردات، مؤشر حجم الصادرات، معدل سعر الصرف.

كما نحاول في هذا الجزء من البحث بحث العلاقة التكاملية طويلة المدى بين المتغيرات قيد الدراسة لدول مجلس التعاون الخليجي وذلك باستخدام اختبارات التكامل المشترك في ظل بيانات البانل ثم نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بين جميع المتغيرات قيد الدراسة وأسعار أسهم البورصات الخليجية؛ أين يتم الكشف عن السببية بينهما في كل مرة من الجهتين وفي المدى الطويل والقصير.

قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث؛ خصص الأول للإطار النظري كمدخل لتحليل بيانات البانل والنماذج المستخدمة في الدراسة، أما المبحث الثاني فتناول اختبار مدى تجانس دول مجلس التعاون الخليجي من خلال المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في البورصات الخليجية في ظل بيانات البانل الساكن، والمبحث الثالث والأخير لاختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم للبورصات الخليجية في ظل بيانات البانل الديناميكي ونموذج تصحيح الخطأ.

المبحث الأول مدخل لتحليل بيانات البانل والنماذج المستخدمة في الدراسة

تعرف بيانات البانل على أنها بيانات مجمعة من خلال ملاحظات أو نتيجة المسح الاستبائي لمقاطع قد تكون عائلات أو دول أو شركات أو قطاعات الخ على فترات زمنية قد تكون متفاوتة، كما اكتسبت هذه النماذج panel data اهتماما كبيرا في الدراسات الاقتصادية لما لها من خصائص إذ أنها تأخذ في الحسبان التغير في الزمن والتغير في المشاهدات المقطعية في نفس الوقت.¹

يهدف من هذا المبحث إلى تقديم أساسيات على المستوى النظري والتطبيقي للاقتصاد القياسي لبيانات البانل، فمن الناحية النظرية نحاول عرض مشاكل التقدير بالطرق التقليدية وبمنهج البانل، وذلك انطلاقا من اختبار بنية البانل أو ما يعرف بالتجانس أو الاختلاف في القسم الأول أما في القسم الثاني فنحاول تقدير نماذج الآثار الفردية (المقطعية) الثابتة والعشوائية وكذلك الآثار الزمنية الثابتة والعشوائية ونموذج الآثار الثابتة المزدوجة ثابتة وعشوائية ونماذج المفاضلة بينهم، وهذا تحت فرضية الاستقرار. نناقش في القسم الثاني نماذج البانل الديناميكية في ظل عدم استقرار السلاسل المدروسة حيث نعرض اختبارات الاستقرار أو السكون ونماذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ.

- تتميز طريقة استخدام بيانات البانل عن طريقة تحليل السلاسل الزمنية بميزات عديدة نذكر منها :
1. تظهر بيانات البانل تحكما في عدم تجانس التباين والذي يظهر في البيانات المقطعية أو الزمنية² في أغلب الحالات .
 2. تتضمن هذه الطريقة كما هائلا من المعلومات .
 3. لها درجة عالية من الكفاءة ، وزيادة كبيرة في درجات الحرية.

¹- Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, 2005, England, Third edition.

² - عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد 16 العدد 1 ، 1431 \ 2010

4. لا تتأثر بمشكل التعدد الخطي بين المتغيرات علاوة على عدم تأثرها بمشكل عدم تجانس التباين.

5. تتيح بيانات البائل إمكانات التعديل بشكل أفضل، بالإضافة إلى الربط بين المشاهدات من فترة زمنية لأخرى.

ترجع أهمية استخدام بيانات البائل إلى خاصية الأخذ في الحسبان عدم التجانس غير الملحوظ (heterogeneity unobserved) الخاص بمفردات العينة الأفراد أو الزمن. ومن ثمة عكس اختيار الآثار الفردية (individual effect) الخاصة بالبعد غير الزمن (تغير الفرد) وكذا اختيار الآثار الزمنية (time effects) المشتركة بين أفراد العينة. نسي بيانات البائل (données longitdinales) التشكيلة ذات البعد المزدوج؛ البعد الفردي والبعد الزمني، فإذا كانت بيانات البائل تتضمن فترات زمنية متفاوتة تسمى بيانات البائل غير المتزنة Unbalanced Panel Data، وإذا كانت تتضمن فترات زمنية متطابقة تسمى بيانات البائل المتزنة ¹. balanced Panel Data

المطلب الأول : التحليل الساكن لبيانات البائل

وفق هذا النهج يتم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي بين المتغيرات، وفي إطار التحليل الساكن لبيانات البائل يمكن التعريف بنماذج البائل التالية: نموذج الانحدار المدمج Pooled Regression Model، ونموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model، لكن قبل ذلك لابد من تحديد بنية البائل؛

تعتبر خطوة تحديد بنية البائل مرحلة أساسية في دراسة بيانات البائل الساكن أو في نموذج الانحدار، فعلى المستوى القياسي تهدف هذه الخطوة إلى اختبار تجانس معاملات النموذج بين الأفراد في ظل تغير الأفراد أو/و الأزمنة، أما على المستوى الاقتصادي فتجيب هذه المرحلة عن إشكالية اختلاف المرونات بين الأفراد أم في اختلاف الحد الأدنى، فمثلا لو أردنا تقدير دالة كوب دوغلاس لمجموعة دول من خلال دراسة العلاقة بين الناتج المحلي الخام وكل من رأس المال والعمل، فمرحلة الاختبار تسمح بمعرفة اختلاف مرونة عوامل الإنتاج، والإجابة عن إشكالية هل دالة الإنتاج متجانسة لجميع الدول أم مختلفة بينهم، أم المرونات متجانسة والحد الثابت مختلف بسبب اختلاف خصائص كل بلد، وللتفصيل أكثر نصيغ النموذج التالي :

¹-Regis Bourbonnais, Econométrie Manual et exercices corrigés, dunod, 7^{eme} édition, paris, 2009, p328.

$$LGDP_{it} = \alpha_i + \beta_i K_{it} + \gamma_i L_{it} + \varepsilon_{it}, i \in [1, N], t \in [1, T]$$

$LGDP_{it}$: لوغاريتم الناتج المحلي الخام للبلد في الفترة t للبلد i (الفرد).

K_{it} : متغير لوغاريتم رأس المال للبلد i في الفترة t .

L_{it} : متغير لوغاريتم العمل للبلد i في الفترة t .

$\alpha_i, \beta_i, \gamma_i$ مقدرات النموذج للفرد i .

ε_{it} : الخطأ العشوائي للفرد i في الفترة t والذي يفترض أن يتبع التوزيع الطبيعي ذو التباين

الثابت والوسط المعدوم والاستقلالية فيما بينهم أي IID.

تعتبر النظرية الاقتصادية مبرر استخدام النموذج القياسي؛ لذلك نحاول تقديم الخلفية الاقتصادية لبنية البانل لدالة كوب دوغلاس المصاغة في النموذج السابق، فالإشكال المطروح هل جميع الدول هي متجانسة ولها نموذج وحيد مقدراته متماثلة؟ أم أن لكل دولة نموذج مختلف المعالم؟ أم أن الاختلاف فقط في الميول دون الحد الثابت؟ أم الاختلاف في الحد الثابت مع تجانس الميل لكل دولة؟ وهي حالة الآثار الفردية.

تبعا للحالات الثلاث من أربعة لا يوجد مبرر لاستخدام بيانات البانل لكن هناك الحالة الأخيرة الوحيدة أن الآثار فردية حيث الاختلاف في الحد الثابت والتجانس في الميول، وتعني هذه الحالة في النظرية الاقتصادية أن بنية الإنتاج ومرونة عوامل الإنتاج β_i, γ_i متماثلة بين جميع الدول، لكن مستوى متوسط الإنتاجية α_i متغير بالنسبة لكل بلد، لتبقى إشكالية هل هذه الآثار الفردية ثابتة أم عشوائية؟

1- نموذج الانحدار المدمج Pooled Regression Model

يتم فيه دمج كل المشاهدات وتشكيل نموذج الانحدار مع إهمال البعد المقطعي و البعد الزمني ويفترض ثبات معاملات الانحدار في مختلف الفترات الزمنية وبالتالي لن يكون هناك أي تأثير لهذه الأخيرة على أساس أن المصدر الوحيد لعدم التجانس هو هذه المعاملات، والمشكل في هذا النموذج أنه لا يميز بين المقاطع المختلفة التي لدينا.

2- نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model

يفترض هذا النموذج ثبات ميول الانحدار في متلف الفترات الزمنية مع اختلاف في قيمة الثابت، في هذا النموذج يمكن إضافة متغيرات كقواطع تعبر عن الاختلافات غ الملحوظة الحاصلة وهي

على نوعين اختلافات فردية (مقطعية) μ_i واختلافات زمنية γ_i حيث يسمح النموذج بالتفاوت في هذه القواطع حسب كل دولة وحسب كل فترة زمنية¹ ولتقدير ذلك نستخدم متغيرات وهمية² بعدد (n-1) لتمثيل المقاطع وعدد (t-1) لتمثيل السنوات من اجل احتواء الآثار غير ملحوظة مع افتراض أن هذه القواطع μ_i أو γ_i مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية أو بإحداها على الأقل.

يتم التقدير بطريقة OLS على النموذج مع إدخال متغيرات وصفية لكل فرد وقد تستخدم MCG في حالة ارتباط ذاتي بين الأخطاء في هذه الحالة يتم إجراء الانحدار بدون ثابت (لتجنب التعدد الخطي) لجميع الأفراد مع الأخذ في الحسبان المتغيرات الوصفية 1 لكل فرد و 0 لتغيره، بعد ذلك نحسب انحراف الثابت المقدر في هذه الحالة عن المقدر المحسوب في الحالة الأولى (جميع المتغيرات لكل الأفراد بوجود الثابت) ثم نحسب متوسط الثابت المقدر ونقدر مدى اختلافه عن المقدر في الحالة الأولى دون المتغيرات الوهمية.

يمكن كتابة النموذج بدلالة الفرد أو بدلالة الزمن (Hurlin C., 2010)، وفيما يلي صياغة النموذج على الشكل المصفوفي بدلالة البلد :

$$y_i = e \alpha_i + X_i \beta + \varepsilon_i \quad \forall i = 1, \dots, N$$

(T,1) (T,1) (T,K)(K,1) (T,1)

وفقا لهذه الطريقة يتم إضافة متغير صوري أو وهمي D_i لكل فرد، حيث يأخذ قيمة 1 للفرد و 0 لباقي الأفراد، حيث يمكن إعادة صياغة النموذج على النحو التالي :

$$y_{it} = \alpha_i + \beta' x_{it} + \sum_{i=1}^N \eta_i D_i + \varepsilon_{it}$$

مقدرات طريقة المربعات الصغرى العادية هي أفضل مقدر خطي غير متحيز (BLUE)، فعلى مستوى نموذج الآثار الثابتة سميت الطريقة ب LSDV أو المقدرات داخل الأفراد Within. ليكن S هو عبارة عن مجموع مربعات أخطاء نموذج الآثار الفردية الثابتة، فالمقدرات هي التي تجعل المتغير S في أدنى قيمة له، ونكتب :

$$\min_{\{\alpha_i, \beta\}_{i=1}^N} S = \sum_{i=1}^N \varepsilon_i' \varepsilon_i = \sum_{i=1}^N (y_i - e\alpha_i - X_i\beta)' (y_i - e\alpha_i - X_i\beta)$$

¹ - عابد العبدلي (ص19) محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البائل -مجلمية -المعهد الاسلامي للبحوث التدريب -البنك الاسلامي للتنمية -جدة مجلد 16 عدد(1) 2010/143.

² - Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, Op Cit P 12-13.

بعد الاشتقاق والتبسيط نجد أن المقدّر الثابت يحسب كما يلي :

$$\hat{\alpha}_i = \bar{y}_i - \hat{\beta}'_{LSDV} \bar{x}_i$$

حيث المتوسطات تحسب كما يلي :

$$\bar{y}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T y_{i,t} \quad \bar{x}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T x_{i,t} \quad \forall i \in [1, N]$$

أما شعاع الميول فيحسب كما يلي :

$$\hat{\beta}_{LSDV} = \left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (x_{i,t} - \bar{x}_i) (x_{i,t} - \bar{x}_i)' \right]^{-1} \left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (x_{i,t} - \bar{x}_i) (y_{i,t} - \bar{y}_i) \right]$$

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية أو المعممة يمكن الحصول على نفس المعالم لكن بطريقة مختلفة تسمى طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات المركزة (Between)، فبدلاً من تقدير العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل أو المتغيرات ، نقوم بتحويل المتغير التابع والمستقل إلى متغيرات مركزة من خلال طرح قيمة المتوسط الحسابي لكل متغير من قيمة المتغير، ونكتب :

$$(y_{i,t} - \bar{y}_i) = \hat{\beta}' (x_{i,t} - \bar{x}_i) + \varepsilon_{i,t} \quad \forall i \in [1, N], \forall t \in [1, T]$$

بالنسبة للحد الثابت يمكن حسابه مباشرة كما يلي :

$$\hat{\alpha}_i = \bar{y}_i - \hat{\beta}' \bar{x}_i$$

أما شعاع الميل فيمكن الحصول عليه من خلال تقدير النموذج المحول بطريقة المربعات الصغرى العادية أو المعممة، ونكتب :

$$\tilde{y}_{i,t} = \beta' \tilde{x}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

vec $\tilde{y}_{i,t} = (y_{i,t} - \bar{y}_i)$ et $\tilde{x}_{i,t} = (x_{i,t} - \bar{x}_i)$. En effet, dans ce cas on obtient :

$$\begin{aligned} \hat{\beta} &= \left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \tilde{x}_{i,t} \tilde{x}'_{i,t} \right]^{-1} \left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \tilde{x}_{i,t} \tilde{y}_{i,t} \right] \\ &= \left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (x_{i,t} - \bar{x}_i) (x_{i,t} - \bar{x}_i)' \right]^{-1} \left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (x_{i,t} - \bar{x}_i) (y_{i,t} - \bar{y}_i) \right] \end{aligned}$$

يبدو أن شعاع الميل لا يختلف بين هذه الطريقة وسابقتها، أما الحد الثابت لكل فرد فيمكن الحصول عليه بالطريقة التالية :

$$\begin{aligned}\hat{\alpha}_1 &= \bar{y}_1 - \hat{\beta}'\bar{x}_1 \\ \hat{\alpha}_2 &= \bar{y}_2 - \hat{\beta}'\bar{x}_2 \\ &\dots \\ \hat{\alpha}_N &= \bar{y}_N - \hat{\beta}'\bar{x}_N\end{aligned}$$

3- نموذج الأثار العشوائية. Random Effects Model

يفترض هذا نموذج عدم ثبات العلاقة بين المتغير التابع المتغيرات التفسيرية¹ وبالتالي عدم ثبات معلمات النموذج وأصبحت هناك المعلمات العشوائية². بالتالي يتم تقسيم حد الخطأ ε_{it} على النحو التالي³

$$\varepsilon_{it} = \gamma_i + \mu_i + \nu_{it}$$

حيث كلها متغيرات عشوائية.

γ_i : تمثل الأثار الزمنية

μ_i : تمثل الأثار المقطعية

ν_{it} : تمثل حد الخطأ المتعامد مع الأثار المقطعية والزمنية.

$$\mu_i \sim \text{IID}(0, \delta u_i^2), \gamma_i \sim \text{IID}(0, \delta u_i^2) \text{ و } \nu_{it} \sim \text{IID}(0, \delta_{\mu_i}^2)$$

كما يشترط:

- أن تكون ν_{it} و γ_i و μ_i مستقلة عن بعضها البعض.
 - أن تكون ν_{it} و γ_i و μ_i مستقلة عن المتغيرات التفسيرية أي أن:
- $$\text{COV}(X_{it}, \gamma_i \text{ and } \mu_i) = 0$$

تحديد النموذج الأنسب للتقدير:

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{EC}^2)}{(1 - R_{FE}^2)/(NT - N - K)} \sim F(N - 1, NT - N - K)$$

حيث فرضية العدم هي:

¹- Torres-Reyna, O. (2007). Panel data analysis fixed and random effects using Stata (v. 4.2). Data & Statistical Services, Princeton University.p25.

²- See: Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, Op Cit , p 14.

³ Regis bourbounnois=Economé tri 9→p

$$;H_0 = \begin{cases} U_0 = U_1 \dots \dots \dots U_N \\ Y_0 = Y_1 \dots \dots \dots Y_T \end{cases}$$

R_{FE}^2 يمثل معامل تحديد النموذج الآثار الثابتة .

R_{EC}^2 يمثل معامل تحديد النموذج الآثار المشترك .

2- في حالة معنوية نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية اعتمادا على اختبار F أعلاه يتم اختبار النموذج الأنسب بينه وبين نموذج الآثار العشوائية وذلك باستعمال اختبار هوسمن

$$;H = (\hat{B}^{FE} - \hat{B}^{RE})' [Var(\hat{B}^{FE}) - Var(\hat{B}^{RE})]^{-1} (\hat{B}^{FE} - \hat{B}^{RE}) \sim X_{(K)}^2$$

حيث فرضية H_0 أن مقدرات الآثار العشوائية مستقة وكفأه .

(هناك ارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار العشوائية)

وبفرضية البديلة $H_1 =$ أن مقدار الآثار العشوائية غير مسبقه وإذا كانت الإحصائية كبيرة، أي أن هناك فرق معنوي بين مقدرتين، نرفض فرضية عدم ونقبل الفرضية البديلة ومنه اختبار وقبول النموذج الآثار الثابتة.

اختبار¹ Wald: نعلم على هذه الاختبار في حالة ما إذا كان النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الثابتة ورفض نموذج الآثار العشوائية مما يستلزم الاختيار ما بين الآثار الثابتة والآثار المدمجة. ويتم هذا الاختبار بإضافة المتغيرات الوهمية بعدد مفردات النموذج لاختبار ماذا كانت أم لا ؟

لتقدير معالم نموذج الآثار الفردية العشوائية نعلم على عدة طرق منها، طريقة المعقولة العظمى Maximum Likelihood، فإذا اعتبرنا أن α_i و u_{it} متغيران عشوائيان يتبعان التوزيع الطبيعي فإن لوغاريتم دالة المعقولة العظمى أو الإمكان الأعظم تكتب وفق الصيغة التالية :

$$\begin{aligned} \log L &= -\frac{NT}{2} \log 2\pi - \frac{N}{2} \log |V| \\ &\quad - \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta})' V^{-1} (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta}) \\ &= -\frac{NT}{2} \log 2\pi - \frac{N(T-1)}{2} \log \sigma_u^2 - \frac{N}{2} \log (\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2) \\ &\quad - \frac{1}{2\sigma_u^2} \sum_{i=1}^N (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta})' Q (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta}) \end{aligned}$$

¹ - Schmidheiny, K., & Basel, U. (2016). Panel data: fixed and random effects. *Short Guides to Microeconometrics*, (Version: 28-11-2016, 12:18), p 11,

$$- \frac{T}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)} \sum_{i=1}^N (\bar{y}_i - \mu - \boldsymbol{\beta}' \bar{\mathbf{x}}_i)^2.$$

مقدرات النموذج δ' of $(\mu, \boldsymbol{\beta}', \sigma_u^2, \sigma_\alpha^2) = \delta'$ نحصل عليها من خلال اشتقاق دالة المعقولة العظمى من الدرجة الأولى بالنسبة للمعلمات الأربعة، ونكتب :

$$\frac{\partial \log L}{\partial \mu} = \frac{T}{\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2} \sum_{i=1}^N (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta}) = 0,$$

$$\frac{\partial \log L}{\partial \boldsymbol{\beta}} = \frac{1}{\sigma_u^2} \left[\sum_{i=1}^N (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta})' Q X_i - \frac{T\sigma_u^2}{\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2} \sum_{i=1}^N (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta}) \bar{\mathbf{x}}_i' \right] = \mathbf{0},$$

$$\frac{\partial \log L}{\partial \sigma_u^2} = -\frac{N(T-1)}{2\sigma_u^2} - \frac{N}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)} + \frac{1}{2\sigma_u^4} \sum_{i=1}^N (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta})' Q (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta}) + \frac{T}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)^2} \sum_{i=1}^N (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta})^2 = 0,$$

$$\frac{\partial \log L}{\partial \sigma_\alpha^2} = -\frac{NT}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)} + \frac{T^2}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)^2} \sum_{i=1}^N (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta})^2 = 0.$$

ونظرا لتعقيد الحسابات (Hsiao C., 2003)، فبعد التبسيط وحل المعادلات تم التوصل إلى صيغة المقدرات على النحو التالي¹ :

$$\begin{aligned} \begin{bmatrix} \hat{\mu} \\ \hat{\boldsymbol{\beta}} \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} \sum_{i=1}^N \tilde{X}_i' V^{-1} \tilde{X}_i \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} \sum_{i=1}^N \tilde{X}_i' V^{-1} \mathbf{y}_i \end{bmatrix} \\ &= \left\{ \sum_{i=1}^N \begin{bmatrix} \mathbf{e}' \\ X_i' \end{bmatrix} \left[I_T - \frac{\sigma_\alpha^2}{\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2} \mathbf{e}\mathbf{e}' \right] (\mathbf{e}, X_i) \right\}^{-1} \\ &\quad \times \left\{ \sum_{i=1}^N \begin{bmatrix} \mathbf{e}' \\ X_i' \end{bmatrix} \left[I_T - \frac{\sigma_\alpha^2}{\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2} \mathbf{e}\mathbf{e}' \right] \mathbf{y}_i \right\}. \\ \hat{\sigma}_u^2 &= \frac{1}{N(T-1)} \sum_{i=1}^N (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta})' Q (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta}). \end{aligned}$$

¹المزيد من التفصيل أنظر Hsiao 2003. P40

$$\hat{\sigma}_\alpha^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\bar{y}_i - \hat{\mu} - \bar{x}'_i \hat{\beta})^2 - \frac{1}{T} \hat{\sigma}_u^2.$$

المطلب الثاني: البانل الديناميكي Dynamic Panal

ظهرت طريقة نماذج البانل الحركي على أساس الانتقادات التي وجهت لطريقة الآثار الثابتة والعشوائية للبانل الساكن، من هذه الانتقادات فرضية تساوي ميول (المعالم) النموذج وتبقى الآثار سواء الزمنية أو مقطعية معبرا عنها بالقواطع فقط.

1-دراسة الاستقرار في ظل بيانات البانل

نقوم هنا بدراسة أو اختبار وجود جذور الوحدة، وذلك قبل التحقق من وجود تكامل مشترك من عدمه، والتي أساسا على حالة البيانات بيانات البانل هل هي متكاملة من نفس الدرجة أم لا. من أشهر الاختبارات والأوسع استخداما الاختبارات التالية:

- Levin , lin and chu2002-(LLC)

- Breitung test 2000

- Hadri test 2000

- Im,Pesaran and shim test (IPS)

- Fisher ,type test

نستخدم هنا الاختبارين LLC وIPS

صبغة الاختبار LLC كما يلي:

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \rho Y_{i,t-1} + \sum \varphi_K \Delta Y_{i,t-K} + \delta_i t + \theta_t + U_{it}$$

❖ α_i و θ_t تمثل الآثار الثابتة المتعلقة بالمقاطع والزمن على الترتيب.

❖ معلمة المتغير (التابع) المبطأ لمدة زمنية واحدة، مع أي ثابتة عبر المقاطع.

فرضية العدم $H_0 : P = 0$ ووجود جذر وحدة مشترك.

الفرضية البديلة $H_0 : P < 0$ عدم وجود جذر وحدة مشترك.

صيغة الاختبار IPS:

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \rho Y_{i,t-1} + \sum \varphi_K \Delta Y_{i,t-K} + \delta_i t + \theta_t + U_{it}$$

- فرضية العدم $H_0 : P_i = 0$ من أجل كل قيم i .

أي وجود جذر وحدة مشترك

- الفرضية البديلة $H_0 : P_i < 0$ \exists على أقل معلمة واحدة أقل من الصفر

أي لا يوجد جذلا وحدة مشترك.

يشترط اختبار IPS تساوي عدد المقاطع وعدد الفترات الزمنية.

2- اختبار التكامل المشترك لبيانات البانل

بعد التوصل إلى بيانات البانل مستقرة في نفس الرتبة من الفروقات (متكاملة من نفس الدرجة) نتوجه مباشرة إلى اختبار بدروني (Padroni test) واختبار كاو (Kae test) واختبار فيشر (Fisher test) نتكلم هنا عن الاختبارين اختبار بدروني واختبار كاو كونهما الأكثر استخداما.

1-2. اختبار بدروني للتكامل المشترك: يأخذ هذا الاختبار الصيغة التالية

$$Y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + B_i x_{1i;t} + B_{2i} x_{2i;t} + \dots + B_{Mi} x_{Mi;t} + \varphi_{i,t}$$

• α_i و δ_i تمثل الأثار المقطعية (الفردية وأثار الاتجاه العام على الترتيب.

• يفترض أن تكون y و x متكاملتان من الدرجة 1.

يتم فحص بواقى الانحدار وتحديد رتبة تكاملها لكل مقطع كما يلي

$$\varphi_{i,t} = \rho_i \varphi_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{Q_i} \Psi_{ij} \Delta \varphi_{i,t-j} + V_{it}$$

ولهذا الاختبار فرضية العدم وفرضيتان بديلتان:

H_0 : عدم وجود تكامل مشترك $P_i = 1$

H_0 : الفرضية البديلة (1):

$(P_i = P) < 1$ فرضية التجانس لكل المقاطع.

تشمل 4 إحصاءات (اختبارات البعد الداخلي)

الفرضية البديلة (2): $P_i < 1$ مهما يكن i .

تشمل 3 إحصاءات (إحصاء البعد البيئي)¹.

وبالتالي تكون هناك 7 إحصاءات في مخرجات البرنامج الإحصائي EViews

وتحسم النتيجة بالأغلبية بين هذه النتائج.

2-2. اختبار كاو للتكامل المشترك: يحرى هذا الاختبار لتأكيد نتائج الاختبار السابق مما يزيد في صحة هذه الاختبارات.

نأخذ النموذج انحدار بيانات البانل²:

$$Y_{it} = \dot{x}_{it}B + \dot{Z}_{it}\gamma + \varphi_{it}$$

- حيث x_{it} و y_{it} متكاملتان من الدرجة الأولى (مستقرة عند الفروقات من الدرجة 1) وغير مستقرة في مستويات الأصلية.

$$Z_{it} = \{u_i\}$$

- يرتكز اختبار Kae (1999) على اختبار الجذر الوجدوي DF و ADF للبوآقي φ_{it} لاختبار فرضية العدم (عدم وجود تكامل مشترك).

بما أن هذا الاختبار يعتمد على الصيغتين صيغة ديكي فلر DF وصيغة ديكي فلر المطورة ADF فإننا نتناول كل صيغة على حدا كما يلي:
صيغة ديكي فلر العادية (DF test):
النموذج التالي:

$$\hat{e}_{it} = \varphi \hat{e}_{it-1} + V_{it}$$

حيث:

$$\tilde{Y} = Y_{it} - \bar{Y}_i \text{ و } \hat{e}_{it} = \tilde{Y}_{it} - \tilde{x}_{it}\hat{B}$$

وفرضية العدم H_0 :

$P = 1 : H_0$ عدم وجود تكامل مشترك

تقدير P بطريقة OLS وإحصائية t-statistique تعطي بشكل:

$$P = \frac{\sum_{R=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it} - \hat{e}_{it-1}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T e_{it}^2}, \quad t_p = \frac{(\hat{p}-1) \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{T=2}^I e_{it-1}^2}}{S_e}$$

1- إحصاء البعد الداخلي هناك من سيمها إحصائية البانل احصاءات البعد البيئي هناك من يسميها احصائية المجموعة.

2- Badi Hani Baltagi , economictri analyse Panal DATA, and Eddition 2005.

حيث:

$$;S_e = \frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T (\hat{e}_{it} - \hat{P}\hat{e}_{it-1})^2$$

وهكذا فإن اختبار Kae يعتمد على أربع إحصاءات ل DF وهي:

$$DF_p = \frac{\sqrt{NT}(\hat{P}-1)+3\sqrt{N}}{\sqrt{10.2}} \quad (1)$$

$$DF_t = \sqrt{1.25}t_p + \sqrt{1.875N} \quad (2)$$

$$DF_p^* = \frac{\sqrt{NT}(\hat{P}-1)+\frac{3\sqrt{N}\hat{\sigma}_v^2}{\hat{\sigma}_{ov}^2}}{\sqrt{3+\frac{3\hat{\sigma}_v^2}{5\hat{\sigma}_{ov}^2}}} \quad (3)$$

$$DF_t^* = \frac{t_p + \frac{\sqrt{6N}\hat{\sigma}_v^2}{2\hat{\sigma}_{ov}^2}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{ov}^2}{2\hat{\sigma}_v^2} + \frac{3\hat{\sigma}_v^2}{10\hat{\sigma}_{ov}^2}}} \quad (4)$$

$$\begin{cases} \hat{\sigma}_v^2 = \sum yy - \sum yx \widehat{\sum_{xx}}^{-1} \cdot \\ \hat{\sigma}_{ov}^2 = \widehat{\Omega}_{yy} - \widehat{\Omega}_{yx} \widehat{\Omega}_{xx} \end{cases} \text{حيث}$$

ويستند DF_p و DF_t على التأثيرات القوية للأخطاء والانحدار على الترتيب و DF_p^* و DF_t^* هما إحصاءات التكامل مع علاقة التأثير الداخلي بين الانحدار والأخطاء.

اختبار ديكي فلر المطور للأخطاء: ADF

يمكن كتابة النموذج الانحدار كما يلي:

$$;\hat{e}_{it} = P\hat{e}_{it-1} + \sum \theta_j \Delta \hat{e}_{it-j} + V_{itp}$$

فرضية العدم H_0 : عدم وجود تكامل.

وتكتب إحصائية اختبار ADF كما يلي:

$$;ADF = \left(t + \frac{\sqrt{6N}\hat{\sigma}_v}{2\hat{\sigma}_{ov}} \right) / \sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{ov}^2}{2\hat{\sigma}_v^2} + \frac{3\hat{\sigma}_v^2}{10\hat{\sigma}_{ov}^2}}$$

إحصائية ADF للأخطاء ل P :

$$ADF = \frac{t_{ADF} + \frac{\sqrt{6N}\hat{\sigma}_v}{2\hat{\sigma}_{ov}}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{ov}^2}{2\hat{\sigma}_v^2} + \frac{3\hat{\sigma}_v^2}{10\hat{\sigma}_{ov}^2}}}$$

والتوزيعات ل DF_P و DF_t و DF_p^* و DF_t^* و ADF تنبع التوزيع الطبيعي المعياري $N(0, Z)$ من خلال البرنامج الإحصائي EVIEVYS إذا كانت هناك معنوية إحصائية للإحصائية ADF فإنه يتم رفض فرضية العدم ومنه وجود تكامل مشترك.

3- نموذج تصحيح الخطأ في ظل بيانات البانل

تعتبر نماذج الديناميكي ذاتية الانحدار وأنها مبطئ زمنيا في المتغيرات المفسرة أي أن هذا النموذج على جزئيين (مجموعهما) الجزء الأول يمثل انحدار ذاتي للمتغير التابع مبطئ زمنيا حتى (t-p) والجزء الثاني نموذج انحدار للمتغيرات التفسيرية مبطئاً حتى (t-q) أضف إلى ذلك قواطع النموذج U_i و γ_i وحد الحد ε_{it} .

تسمح نماذج البانل الديناميكي بالمزيد والاختلافات في معامل النموذج مما يعكس سلوكيات متباينة للعينة المدروسة: ووجد كلا من (Pearson and smith) أن تطبيق فرضية تساوي الميول في النماذج الدينامكية تؤدي تحيز في معاملات الميل المتجانسة مما يؤدي إلى عدم الاتساق في تقدير هذه النماذج؛ واقترحا سنة 1999 طريقتين للتعامل مع هذا التحيز في نماذج البانل الدينامكية وهما¹:

- الطريقة الأولى: Mean Group Estimator (MGE) طريقة مقدره وسط المجموعة
- الطريقة الثانية: Pooled Mean Group Estimator (PMGE) طريقة مقدره وسط المجموعة المدمجة

لتقدير نموذج البانل الديناميكي (أو ما يسمى نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل باستخدام الطريقتين أعلاه إليك النموذج الانحدار الذاتي والمببطئ زمنيا:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^p (\lambda_{ij} Y_{i,t-j}) + \sum_{j=1}^q \delta_{ij} X_{i,t-j} + \gamma_t + U_i + \varepsilon_{it}$$

¹ - عابد العبدلي ، مرجع سابق، ص 21-23.

ومنه شعاع نموذج تصحيح الخطأ (VECM)

$$\Delta Y_{it} = \theta_i (Y_{i,t-J} - \hat{B}_i X_{i,t-J}) + \sum_{j=1}^{p-1} (\lambda_{ij}^* Y_{i,t-j}) + \sum \delta_{ij}^* X_{i,t-j} + \gamma_t + U_i + \varepsilon_{it}$$

θ_i = معلمة تصحيح إختلال التوازن وأسرة التعديل للمتغير التابع.

B_i = معلمات المدى الطويل

δ_i = معلمات ديناميكية العلاقة في المدى القصير.

وبالتالي تكون تقديرات طريقة وسط المجموعة كما يلي:

$$\hat{B}_{MG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{B}_i}{N}, \hat{\lambda}_{JMG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{\lambda}_{ij}}{N}, j=1, \dots, p-1, \hat{\theta}_{MG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{\theta}_i}{M}$$

$$, j=1, \dots, q-1, \hat{\delta}_{JMG}^* = \frac{\sum_{i=1}^N \delta_{ij}^*}{N}$$

تمثل N عدد المقاطع ونحصل على هذه المعلمات عدد تقدير نموذج تصحيح الخطأ أعلاه لكل مقطع من المقاطع.

تقوم هذه الطريقة على أساس اختلاف معلمات النموذج B_i ولم تأخذ في الحسبان حالات التجانس هذه المعلمات في المقاطع.

الطريقة 2 طريقة مقدرات وسط المجموعة المدمجة PMGE

في هذه الطريقة نطبق طريقة وسط المجموعة السابقة في المدى القصير ونفترض تجانس المعلمات في

المدى الطويل (أي أن $B_i = B$)

وهكذا يصبح النموذج السابق كما يلي:

$$\Delta Y_{it} = \theta_i (Y_{i,t-1} - \hat{B}_i X_{i,t-1}) + \sum (\lambda_{ij} Y_{i,t-j}) + \sum \delta_{ij}^* X_{i,t-j} + \gamma_t + U_i + \varepsilon_{it}$$

نقوم بتقدير هذا النموذج على مستوى كل مقطع من المقاطع الموجودة من أجل حساب المقدرات التالية:

$$\hat{\theta}_{PMG} = \frac{\sum \hat{\theta}_i}{N}, \hat{\lambda}_{PMG}^* = \frac{\sum \lambda_{ij}^*}{N}, j = 1 \dots \dots p, B_{PMG} = \hat{B}$$

$$; \delta_{PMG}^* = \frac{\sum \delta_{ij}^*}{N}; j = 1 \dots \dots q - 1$$

ولاختبار النموذج الأفضل بين الطريقة السابقتين، يستخدم اختبار هوسمن (Hausman) لفحص فرضية تجانس معلمات المدى الطويل (الذي من خلاله تكون طريقة وسط المجموعة المدمجة متسقة وأعلى كفاءة وذات تباين لمقدراتها

الاختبار H :

$$;H = \hat{q}[\text{Var}\hat{q}]^{-1}\hat{q} \sim X_K^2$$

\hat{q} شعاع الفرق المقدرات (MG) و(PMG)

$\text{Var}(\hat{q})$ مصفوفة التباين

X^2 كاي تربيع (حصائية) بدرجة حرية K (عدد القيود المفروضة).

المبحث الثاني: اختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم

في البورصات الخليجية في ظل بيانات البانل الساكن

يهدف دراسة التجانس بين الدول الخليجية من خلال المتغيرات المدروسة والتعرف على سبب الاختلافات غير الملحوظة (هل الاختلاف الحاصل هو بسبب اختلاف الدول أم أنه اختلاف عشوائي) الإجابة عن فرضية وجود تجانس بين الدول الخليجية؛ باستخدام نماذج البانل الساكن.

المطلب الأول: تحليل نتائج التقدير في ظل بيانات البانل الساكن (مدمجة، ثابتة وعشوائية)

نتائج التقدير بالطرق ثلاثة ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (5-1): نتائج تقدير البانل الساكن للعلاقة بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية

طريقة التقدير			المتغيرات المستقلة
نموذج الأثار العشوائية	نموذج الأثار الثابتة	نموذج الأثار المدمجة	
10868.96 t stat = (11.75175)*	65623.04 t stat = (0.447315)	10868.96 t stat = (8.321661)*	الثابت
0.005125 (2.892184)*	-0.007873 (-2.508577)**	0.005125 (2.048016)**	GDP
-95.10943 (-6.138160)*	-37.47569 (-1.326702)	-95.10943 (-4.346560)*	BM
-20.77853 (-5.037465)*	7.991687 (1.250434)	-20.77853 (-3.567135)*	EVI
512.8755 (2.219327)**	-29510.47 (-0.405504)	512.8755 (1.571552)	OER
-0.119897 (-3.957373)*	-0.021406 (-0.463676)	-0.119897 (-2.802299)*	FDI
0.623528	0.828703	0.623528	R-squared
0.588669	0.793744	0.588669	Adjusted R-squared
2162.707	1531.458	2162.707	S.E. of regression
17.88739	1.15E+08	2.53E+08	Sum squared resid
0.000000	-519.0991	-542.7225	Log likelihood
0.623528	23.70526	17.88739	F-statistic
0.000000	0.000000	0.000000	Prob(F-statistic)

* له معنوية إحصائية عند 1 بالمائة. ** له معنوية إحصائية عند 5 بالمائة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

يمكننا أن نرفض فرضية العدم القائلة بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة للمتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 1997-2012، وذلك لأن إحصاء F ذات دلالة عند مستوى 1٪ لجميع النماذج . وقيمة R2 أعلى للنموذج الثاني بقيمة 82.87٪. أما في النموذج الثاني والثالث فكانت قيمة R2 262.35٪.

يشير العمود الأول في الجدول () أن نموذج الآثار المدمجة مقبول إحصائياً عند مستوى دلالة 1 في المائة؛ ويدل قبول هذا النموذج على أنه يوجد اختلاف في العلاقة بين الحد الثابت وأن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما تشير نتائج التقدير أن القدرة التفسيرية عالية حيث فاقت 60، ووجود معنوية لكامل المتغيرات المستقلة والحد الثابت؛

نلاحظ من خلال العمود الثاني في الجدول أن نموذج الآثار الثابتة الفردية مقبول إحصائياً عند مستوى دلالة 1 في المائة؛ ويدل قبول نموذج الآثار الفردية الثابتة على أن الاختلاف في العلاقة مرتبط بالحد الثابت فقط (fixed) والمقدر بـ 65623، في حين أن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما يدل أن القدرة التفسيرية عالية حيث فاقت 80 بالمائة، لكن ما نلاحظه عدم معنوية كامل المتغيرات عدا الناتج المحلي الإجمالي؛ لكن السؤال الذي نطرحه: هل هذه النتائج قد تختلف عندما نستخدم طريقة التأثيرات العشوائية (Random effects)؟

يعرض العمود الثالث في الجدول أعلاه نتائج تقدير معاملات نموذج الانحدار لبيانات البانل مع التأثيرات العشوائية الفردية. حيث نلاحظ قبول النموذج إحصائياً عند مستوى دلالة 1 في المائة؛ ويدل قبول نموذج الآثار الفردية العشوائية على أن الاختلاف في العلاقة مرتبط بالحد الثابت وهو عشوائي (fixed) والمقدر بـ 10868.96، في حين أن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما يدل أن القدرة التفسيرية عالية حيث فاقت 60 بالمائة، لكن ما نلاحظه معنوية كامل المتغيرات؛

المطلب الثاني: اختبار هوسمن للمفاضلة بين نموذجي الآثار الثابتة والعشوائية

نستخدم اختبار هوسمان Hausman Test للمفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية والآثار الثابتة كمرحلة أولى نعمل على اختبار فرضيتين، وهما :

- فرضية العدم: تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب وأن نموذج الآثار العشوائية متسق وذو كفاءة (هو الأنسب)
- الفرضية البديلة: نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

نتائج الاختيار ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (5-2): نتائج اختبار هوسمن للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والعشوائية.

نتائج اختبار هوسمن			
P-Value القيمة الاحتمالية	d.f. كاي تربيع	إحصائية كاي تربيع	Test Summary
0.0000	5	58.690826	Cross-section random

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

تشير إحصائية كاي تربيع لاختبار هوسمان أن النموذج ليس ذو آثار عشوائية بل هي ذات آثار ثابتة، حيث كانت إحصائية كاي تربيع فيه تختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

قبول نموذج الآثار الثابتة الفردية يمكن ملاحظته كذلك بالرجوع إلى معامل التحديد المصحح حيث قارب 80 بالمائة، مما يدل على أن نموذج الآثار العشوائية للمتغيرات المستقلة يفسر بحوالي 80 بالمائة من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

وللمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار المدمجة نستخدم من أجل ذلك اختبار W.L.D.

المطلب الثالث: اختبار وولد W.L.D

بعد التوصل لقرار رفض نموذج الآثار العشوائية طبقًا لاختبار هوسمان؛ يجب المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار المدمجة، من أجل ذلك نقدر النموذج مع المتغيرات الصورية بطريقة الآثار المدمجة ثم نستخدم اختبار W.L.D. حيث كانت نتائج هذا الاختبار كما يلي:

الفرضية الصفرية: $C(10)=C(9)=C(8)=C(7)$ (نموذج الآثار المدمجة هو الأنسب)

الفرضية البديلة: نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب

الجدول (5-3): نتائج اختبار Wald للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والمدمجة.

اختبار Wald			
التوزيع الإحصائي	Value	df	القيمة الاحتمالية
إحصائية فيشر	14.87256	(3, 50)	0.0000
إحصائية كاي تربيع	44.61769	3	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

نلاحظ أن كلا من إحصائية كاي تربيع وإحصائية فيشر بمعنوية إحصائية وبالتالي رفض

فرضية العدم ومنه رفض نموذج الآثار المدمجة واعتبار نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب .

من خلال هذه النتائج تبين أن نموذج الآثار الثابتة مناسب لهذه الدول وبالتالي رفض فرضية التجانس

فيما بينها .

اعتمادا على نتائج تقدير النماذج الثلاثة لبيانات البائل الساكن؛ نموذج الآثار المدمجة ونموذج

الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، حيث تثبت إحصائية فيشر بمعنويتها الإحصائية أن النماذج

الثلاثة مقبولة إحصائياً، كما أننا وجدنا أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب حيث أشارت نتائج اختبار

هوسمن إلى أن نموذج الآثار العشوائية ذو مقدرات غير متسقة وغير كفاءة وعلى هذا الأساس تم

استبعاده، أما بالنسبة لنموذج الآثار المدمجة أو الآثار التجميعية فقد اختباره أيضا كما هو موضح

أعلاه باستخدام اختبار Wald وذلك بعد إضافة عدد من المتغيرات الوهمية بعدد المتغيرات في

النموذج؛ حيث أظهر هذا الاختبار كلا من إحصائية كاي تربيع وإحصائية فيشر بمعنوية إحصائية (P-

Value =0.0000) وبالتالي رفض فرضية العدم القائلة بتساوي تلك المعاملات وأفضلية نموذج الآثار

التجميعية ومنه القرار برفض هذا الأخير وبقاء نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب. وبناء على ذلك في

إطار التحليل الساكن لبيانات البائل يتم رفض فرضية تجانس المقاطع أي أن هناك اختلاف حاصل

بين دول مجلس التعاون؛ وتثبت هذه الاختبارات والنماذج أن هذه الاختلافات بسبب الدول في حد

ذاتها وليس هناك أي مجال للاختلافات العشوائية.

يمكن حصر النتائج التالية حسب تحليلنا لنموذج الآثار الثابتة؛ يوجد تأثير سلبي ضعيف للنتائج

المحلي الإجمالي على مؤشرات الأسهم وذلك عند مستوى معنوية 5 بالمائة. كما أن هناك تأثير سلبي

لعرض النقود بالمفهوم الواسع بدون معنوية إحصائية، كما نلاحظ وجود تأثير ايجابي لمؤشر

الصادرات على مؤشرات الأسهم بدون معنوية إحصائية، والتأثير السلبي بالنسبة لمتغيري سعر الصرف

الرسمي والاستثمارات الأجنبية المباشرة.

يظهر نموذج الآثار الثابتة قدرة تفسيرية معتبرة ، حيث نجد تحسن كبير في معامل الارتباط بلغ

82.87 بالمائة مقارنة بـ 62.35 بالمائة في النموذجين التجميعي والعشوائي، كما شهد التحسن في معامل

الارتباط المصحح الذي بلغ 79.37 بالمائة مقابل 58.86 بالمائة في النموذجين الآخرين، الشيء الذي يبين

القدرة التفسيرية العالية للنموذج.

المبحث الثالث: اختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم للبورصات الخليجية في ظل بيانات البائل الديناميكي

نتناول في هذا المبحث دراسة تزامن المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة مع أسعار أسهم البورصات الخليجية في المدى الطويل بشكل أساس وكذلك الكشف عن هذا التزامن في المدى القصير؛ وعلى هذا الأساس تمت معرفة المتغيرات التي تعتبر من عوامل ومحددات تكامل البورصات الخليجية.

المطلب الأول : دراسة استقرارية لمتغيرات الدراسة

1-اختبارات الاستقرارية لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية

ندرس الاستقرارية لمتغيرات الدراسة من أجل معرفة درجة تكاملها لذلك نستكشف ما إذا كانت مستقرة في مستوياتها الأصلية كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول(5-4):اختبارات الاستقرارية لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية

اختبار الجذر الوحدوي المشترك				اختبارات الجذر الوحدوي الفردي						المتغير
Breitung t-stat		اختبار LLC		PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		اختبار IPS		
القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	
0.8781	1.165	0.0005	-3.31	0.0005	34.91	0.1828	16.18	0.419	-0.20	SMI
//	//	0.0220	-2.01	0.0015	31.71	0.1009	18.51	0.2705	-0.61	GDB 1
0.0096	-2.34	0.0002	-3.555	0.1778	16.30	0.3845	12.78	0.4352	-0.16	BM
//	//	0.0447	-1.69	0.5145	11.16	0.7268	8.71	0.6485	0.3811	IVI
//	//	0.6441	0.36	0.9988	2.27	0.9980	2.53	0.9763	1.98	EVI
0.2264	-0.75	0.0000	-6.66	0.3303	4.60	0.0100	13.28	0.0965	-1.30	OER
//	//	0.0753	-1.43	0.7729	8.15	0.6581	9.51	0.4687	-0.07	FDI
		0.0286	-1.90	0.0845	19.16	0.3487	13.28	0.729 4	0.61	LI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

إضافة إلى الاختبارات في الجدول أعلاه تم إجراء اختبار HADRI للاستقرارية؛ وكانت نتائجه في الجدول الآتي:

الجدول (5-5): اختبار HADRI للاستقرارية لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية

اختبار HADRI للاستقرارية				المتغير
Hadri Z-stat		Heteroscedastic Consistent Z-stat		
القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	
0.1933	0.86591	0.0000	21.0512	SMI
0.0000	4.502	0.0000	4.778	GDB
0.0005	3.26	0.0000	7.23	BM
0.0000	5.24	0.0000	4.48	IVI
0.0000	4.27	0.0000	3.92	EVI
0.0000	22.43	0.0000	56.71	OER
0.1829	0.90	0.0671	1.49	FDI
0.0001	3.84	0.0001	3.87	LI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

1-1. استقرارية مؤشر سوق الأسهم

من خلال اختبار LLC (P-Value=0.0000 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.

- من خلال اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (0.1272 أكبر من 0.05) نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.

- اختبار ADF - Fisher Chi-square (% 10.09 أكبر من 5 %) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.

- اختبار PP - Fisher Chi-square (% 0.15 أصغر من 5 %) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.

- اختبار Hadri Z-stat (% 0.0000 أصغر من 5 %) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود جذر وحدوي (استقرارية السلسلة) في بيانات المتغير المدروسة؛ ومنه السلسلة غير مستقرة

ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (مؤشر سوق الأسهم) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

2-1. استقرارية الناتج المحلي الإجمالي

- اختبار Levin, Lin & Chu t (2.2% أصغر من 5%) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (27.05% أكبر من 5%) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار ADF - Fisher Chi-square (0.0817 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار PP - Fisher Chi-square (0.0006 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Hadri Z-stat (0.0000 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة باستقرارية بيانات المتغير المدروسة.
- ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (الناتج المحلي الإجمالي) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

3-1. استقرارية عرض النقود بالمفهوم الواسع

- اختبار Levin, Lin & Chu t (0.02% أصغر من 5%) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (43.52% أكبر من 5%) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار ADF - Fisher Chi-square (0.38 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار PP - Fisher Chi-square (0.1778 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Hadri Z-stat (0.0005 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة باستقرارية بيانات المتغير المدروسة.
- ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (عرض النقود بالمفهوم الواسع) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

4-1. استقرارية مؤشر حجم الواردات

- اختبار Levin, Lin & Chu t (4.47% أصغر من 5%) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (64.85% أكبر من 5%) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار ADF - Fisher Chi-square (0.7268 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار PP - Fisher Chi-square (0.5145 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Hadri Z-stat (0.0000 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة باستقرارية بيانات المتغير المدروسة.
- ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (مؤشر حجم الواردات) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

5-1. استقرارية مؤشر حجم الصادرات

- اختبار Levin, Lin & Chu t (64.41% أكبر من 5%) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (97.63% أكبر من 5%) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار ADF - Fisher Chi-square (0.9980 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار PP - Fisher Chi-square (0.9988 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Hadri Z-stat (0.0000 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة باستقرارية بيانات المتغير المدروسة.
- ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (مؤشر حجم الصادرات) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

6-1. استقرارية معدل سعر الصرف الرسمي.

- اختبار Levin, Lin & Chu t (0.00 أصغر من 5 %) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (9.65 أكبر من 5 %) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار ADF - Fisher Chi-square (0.0100 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار PP - Fisher Chi-square (0.3303 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Hadri Z-stat (0.0000 أصغر من 0.05) إذن نرفض الفرضية الصفرية القائلة باستقرارية بيانات المتغير المدروسة.
- ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (معدل سعر الصرف الرسمي) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

7-1. استقرارية الاستثمار الأجنبي المباشر

- اختبار Levin, Lin & Chu t (7.53 أكبر من 5 %) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat (46.87 أكبر من 5 %) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار ADF - Fisher Chi-square (65.81 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار PP - Fisher Chi-square (0.7729 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود جذر وحدوي في بيانات المتغير المدروسة.
 - اختبار Hadri Z-stat (0.1829 أكبر من 0.05) إذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة باستقرارية بيانات المتغير المدروسة.
- ومنه يتأكد (بحكم أغلبية الاختبارات) قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة (معدل سعر الصرف الرسمي) غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

8-1. استقرارية معدل الفائدة: يتأكد نتيجة لأغلبية الاختبارات قبول الفرضية بوجود جذر وحدوي وبالتالي سلسلة البيانات المدروسة معدل سعر الفائدة غير مستقرة في مستوياتها الأصلية.

2. اختبارات الاستقرارية لفروقات الدرجة الأولى لمتغيرات الدراسة

الجدول (5-6): اختبارات الاستقرارية لفروقات الدرجة الأولى لمتغيرات الدراسة

اختبار الجذر الوحدوي المشترك				اختبارات الجذر الوحدوي الفردي						المتغير
Breitung t-stat		اختبار LLC		PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		اختبار IPS		
القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	
0.0001	-3.73	0.0000	-11.27	0.0000	81.72	0.0003	36.37	0.0242	-1.97	SMI
//	//	0.0000	-7.96	0.0000	66.42	0.0005	34.65	0.0007	-3.18	GDB
0.0000	-5.43	0.0000	-7.05	0.0000	49.25	0.0255	23.27	0.1722	-0.94	BM
//	//	0.0000	-7.71	0.0003	36.48	0.0003	36.09	0.0003	-3.40	IVI
//	//	0.0000	-4.93	0.0099	26.23	0.0052	28.17	0.0089	-2.37	EVI
0.0000	-5.90	0.0000	-4.35	0.7729	8.15	0.6581	9.51	0.4687	-0.07	OER
//	//	0.0000	-7.80	0.0045	28.64	0.0006	34.25	0.0005	-3.28	FDI
		0.0000	-4.98	0.0010	32.95	0.0380	21.95	0.0508	-1.63	LI

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

إضافة إلى الاختبارات في الجدول أعلاه تم إجراء اختبار HADRI لاستقرارية فروقات متغيرات الدراسة؛ وكانت نتائجه في الجدول الآتي:

الجدول (5-7): اختبار HADRI للاستقرارية لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية

اختبار HADRI للاستقرارية				المتغير
Hadri Z-stat		Heteroscedastic Consistent Z-stat		
القيمة الاحتمالية	الإحصائية	القيمة الاحتمالية	الإحصائية	
0.1933	0.86591	0.0000	21.0512	SMI
0.0000	5.4723	0.0000	5.4723	GDB
0.0000	15.48	0.0000	16.91	BM
0.1192	1.17	0.0060	2.51	IVI
0.7075	-0.54	0.5420	-0.10	EVI
0.1829	0.90	0.0671	1.49	OER
0.0189	2.07	0.0169	2.12	FDI
0.1060	1.24	0.1372	1.09	LI

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بعد تطبيق اختبار بدروني تم تطبيق اختبار كاو على البيانات المدروسة ومن ثم الحصول على النتائج المبينة في الجدول الآتي:

الجدول (5-9): نتائج اختبار كاو للتكامل المشترك

Kao Residual Cointegration Test		
Series: SMI BM FDI EVI GDP IVI OER		
Null Hypothesis: No cointegration		
القيمة الاحتمالية	قيمة الإحصائية	الاختبار
0.0000	-6.532783	ADF

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

من خلال هذا الاختبار نرفض فرضية العدم ومنه وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة

3-البائل الديناميكي بطريقة MCO

بعد حذف المتغيرين مؤشر حجم الواردات ومؤشر حجم الصادرات بسبب عدم المعنوية في النموذج يصبح

النموذج الديناميكي لمعطيات البائل كما يلي:

الجدول (5-10):نتائج تقدير البائل الديناميكي

المتغير المفسر : SMI				
القيمة الاحتمالية.	احصائية t	Std. Error	المعامل	المتغير
0.0002	4.044285	0.006916	0.027972	GDP
0.0645	1.886502	23.14928	43.67117	BM
0.0243	2.316254	179.4439	415.6377	LI
<u>0.3457</u>	-0.951074	3345.166	-3181.499	OER
0.0744	-1.818519	0.170303	-0.309700	FDI
			-2.369995	R-squared
			-2.615085	Adjusted R-squared
			6411.526	S.E. of regression
			475979.3	Long-run variance
			3470.669	Mean dependent var
			3372.113	S.D. dependent var
			2.26E+09	Sum squared resid

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

بعد تحليل وتطبيق النموذج الديناميكي بين مؤشرات الأسهم والنتائج المحلي الإجمالي وعرض النقود بالمفهوم الواسع ومعدل سعر الصرف الرسمي، وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل الفائدة، وجدنا أن هذه العلاقة كانت بمعنوية إحصائية على خلاف مؤشر سعر الصرف الرسمي؛

هناك تأثير معنوي موجب للنتائج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة تجاه مؤشر أسعار الأسهم عند مستوى دلالة 5 بالمائة، كما نجد هذا التأثير الموجب بالنسبة عرض النقود بالمفهوم الواسع ولكن عند مستوى معنوية 10 بالمائة. أما بالنسبة سعر الصرف الرسمي فله التأثير السلبي لمؤشرات الأسهم مما يعكس العلاقة العكسية بينهما وبمستوى دلالة 10 بالمائة.

بعد ذلك ندرس السببية في المدى الطويل والقصير باستعمال نموذج تصحيح الخطأ وهذا ما يتم تناوله في الخطوة الموالية.

المطلب الثالث: نموذج تصحيح الخطأ ECM

ندرس نموذج تصحيح الخطأ بين متغيرات الدراسة ومؤشر الأسواق المالية متغير متغير من أجل معرفة وجود السببية في الاتجاهين في المدى الطويل والقصير.

نعرض نتائج دراسة السببية باستعمال نموذج تصحيح الخطأ للمدى الطويل في الجدول الموالي:

الجدول (5-11): السببية في المدى الطويل لنموذج تصحيح الخطأ

القيمة الاحتمالية P-Value	القيمة الإحصائية	حد تصحيح الخطأ	السببية
0.0035	3.023123	0.121021	من SMI باتجاه GDP
0.3999	-0.846867	-0.010845	من GDP باتجاه SMI
0.5873	-0.545136	-0.060097	من SMI باتجاه BM
0.2199	-1.237689	-0.109048	من BM باتجاه SMI
0.0105	-2.627865	-0.197432	من SMI باتجاه FDI
0.6965	-0.391645	-0.013223	من FDI باتجاه SMI
0.8740	0.159170	0.001783	من SMI باتجاه IVI
0.2976	-1.049090	-0.086229	من IVI باتجاه SMI
0.1880	-1.329234	-0.007682	من SMI باتجاه EVI
0.4185	-0.813699	-0.070502	من EVI باتجاه SMI
0.4289	0.795568	3.13E-05	من SMI باتجاه OER
0.2974	-1.049622	-0.081291	من OER باتجاه SMI
0.0199	-2.381783	-0.124426	من SMI باتجاه LI
0.1209	-1.569406	-0.077886	من LI باتجاه SMI

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

وفيما يلي نعرض نتائج دراسة السببية باستعمال نموذج تصحيح الخطأ للمدى الطويل في الجدول الموالي:

الجدول (5-12): السببية في المدى القصير لنموذج تصحيح الخطأ (نتائج اختبار Wald Test)

القيمة الاحتمالية P-Value	القيمة الإحصائية (إحصائية كاي تربيع)	السببية
0.0146	5.968469	من SMI باتجاه GDP
0.2676	1.229039	من GDP باتجاه SMI
0.9800	0.000628	من SMI باتجاه BM
0.2146	1.540027	من BM باتجاه SMI
0.3184	0.995463	من SMI باتجاه FDI
0.4534	0.562223	من FDI باتجاه SMI
0.3371	2.175026	من SMI باتجاه IVI
0.5445	1.215889	من IVI باتجاه SMI
0.1173	4.286094	من SMI باتجاه EVI
0.7705	0.521506	من EVI باتجاه SMI
0.9124	0.012106	من SMI باتجاه OER
0.6437	0.213937	من OER باتجاه SMI
0.0121	8.835673	من SMI باتجاه LI
0.7501	0.575130	من LI باتجاه SMI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة

1. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) والناتج المحلي الإجمالي (GDP): حد تصحيح الخطأ ليس له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية إذن لا توجد سببية في المدى الطويل من مؤشرات الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي (لأن الشرط أن يكون حد نموذج تصحيح الخطأ بإشارة سالبة وله معنوية إحصائية في نفس الوقت) كما توضح ذلك طريقة التقدير بالمربعات الصغرى لهذا النموذج في ظل بيانات البانل. بينما هناك علاقة سببية في المدى القصير انطلاقاً من مؤشرات الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي.

2. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) وعرض النقود بالمفهوم الواسع (BM): نلاحظ ومن خلال النتائج في الجدول أعلاه أنه لا توجد علاقة سببية بين مؤشرات الأسهم وعرض النقود بمفهومه الواسع من الاتجاهين سواء في المدى الطويل وال المدى القصير.

3. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI): نجد أن هناك علاقة سببية طويلة المدى انطلاقاً من مؤشرات الأسهم باتجاه صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث حد تصحيح الخطأ يساوي (-0.197432) له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية (0.0105) عند مستوى معنوية 5 بالمائة؛ وأن تصحيح الخطأ يكون كل 5 سنوات تقريباً، ولا توجد هناك سببية في المدى الطويل في الاتجاه المعاكس. كما أنه لا علاقة سببية في المدى القصير بين المؤشرين في الاتجاهين.

4. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومؤشر حجم الواردات (IVI): نلاحظ ومن خلال النتائج في الجدول أعلاه أنه لا توجد علاقة سببية بين مؤشرات الأسهم ومؤشر حجم الواردات من الاتجاهين سواء في المدى الطويل والمدى القصير.

5- نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومؤشر حجم الصادرات (EVI): نلاحظ ومن خلال النتائج في الجدول أعلاه أنه لا توجد علاقة سببية بين مؤشرات الأسهم ومؤشر حجم الصادرات من الاتجاهين سواء في المدى الطويل والمدى القصير.

6- نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومعدل سعر الصرف الرسمي (OER): نلاحظ ومن خلال النتائج في الجدول أعلاه أنه لا توجد علاقة سببية بين مؤشرات الأسهم ومعدل سعر الصرف الرسمي من الاتجاهين سواء في المدى الطويل والمدى القصير.

7- نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومعدل الفائدة (LI): نجد أن هناك علاقة سببية طويلة المدى انطلاقاً من مؤشرات الأسهم نحو معدل الفائدة، حيث كان حد تصحيح الخطأ يساوي (-) 0.124426 له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية (0.0199) عند مستوى معنوية 5 بالمائة؛ وأن تصحيح الخطأ يكون كل 8 سنوات تقريبا، كما أن هناك سببية في المدى القصير في نفس الاتجاه وهذا ما تؤكد المعنوية الإحصائية لإحصائية توزيع كاي تربيع في اختبار Wald Test . أما في الاتجاه المعاكس فلا علاقة سببية في كل من المدى الطويل والقصير بين المؤشرين.

خاتمة الفصل

اختص هذا الفصل بمعالجة إشكالية التكامل المشترك بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات الأسهم في البورصات الخليجية في ظل بيانات البائل واختبار العوامل المحددة لها على مستوى البيئة الاقتصادية والمالية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، حيث تم شملت المتغيرات المدروسة ما يلي: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بالمفهوم الواسع، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤشر الواردات، ومؤشر الصادرات، معدل الفائدة، معدل سعر الصرف الرسمي، خلال الفترة ما بين سنة 2005-2014.

حسب تحليلنا لنموذج الآثار الثابتة؛ يوجد تأثير سلبي ضعيف للناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات الأسهم وذلك عند مستوى معنوية 5 بالمائة. كما أن هناك تأثير سلبي لعرض النقود بالمفهوم الواسع بدون معنوية إحصائية، كما نلاحظ وجود تأثير إيجابي لمؤشر الصادرات على مؤشرات الأسهم بدون معنوية إحصائية، والتأثير السلبي بالنسبة لمتغيري سعر الصرف الرسمي والاستثمارات الأجنبية المباشرة. مما يقوض فرضية سعر الصرف كمحدد من محددات تكامل البورصات على دول مجلس التعاون ويمكن إرجاع ذلك لسياسة سعر الصرف المنتهجة من طرف هذه الدول من خلال ربط عملاتها بالدولار ، ومن الجانب الآخر نؤكد فرضية الانفتاح التجاري على أنه من محددات تكامل البورصات طبقا للتأثير الإيجابي لمؤشري حجم الصادرات والواردات.

يظهر نموذج الآثار الثابتة قدرة تفسيرية معتبرة ، حيث نجد تحسن كبير في معامل الارتباط بلغ 82.87 بالمائة مقارنة بـ 62.35 بالمائة في النموذجين التجميعي والعشوائي، كما شهد التحسن في معامل الارتباط المصحح الذي بلغ 79.37 بالمائة مقابل 58.86 بالمائة في النموذجين الآخرين، الشيء الذي يبين القدرة التفسيرية العالية للنموذج. وتعكس الاختبارات القياسية أفضلية هذا النموذج مما يدل على نفي فرضية تجانس المقاطع؛ أي أن الدول الخليجية غير متجانسة حسب متغيرات وفترة الدراسة مما يستوجب عليها عمل الكثير في إطار دعم العمل المشترك وتعزيز التعاون الخليجي .

تظهر نتائج اختبار التكامل المشترك أن هناك علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة (أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة).

بعد تحليل وتطبيق النموذج الديناميكي بين مؤشرات الأسهم والناتج المحلي الإجمالي وعرض النقود بالمفهوم الواسع ومعدل سعر الصرف الرسمي، وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل الفائدة، وجدنا أن هذه العلاقة كانت بمعنوية إحصائية على خلاف مؤشر سعر الصرف الرسمي؛

هناك تأثير معنوي موجب للناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة تجاه مؤشر أسعار الأسهم عند مستوى دلالة 5 بالمائة، كما نجد هذا التأثير الموجب بالنسبة لعرض النقود بالمفهوم الواسع ولكن عند مستوى معنوية 10 بالمائة. أما بالنسبة لسعر الصرف الرسمي فليس له المعنوية الإحصائية. كما أنه لا وجود لعلاقة سببية بين مؤشرات

الأسهم ومعدل سعر الصرف الرسمي من الاتجاهين سواء في المدى الطويل وال المدى القصير من خلال نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومعدل سعر الصرف الرسمي (OER)؛ مما يؤكد نفي فرضية اعتبار سعر الصرف كمحدد من محددات تكامل البورصات على دول مجلس التعاون.

حسب ما توضح طريقة التقدير لنموذج تصحيح الخطأ في ظل بيانات البانللا توجد سببية في المدى الطويل من مؤشرات الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي إذ نجد حد تصحيح الخطأ ليس له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية. بينما هناك علاقة سببية في المدى القصير انطلاقاً من مؤشرات الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي مما يقودنا للقول أن البورصات الخليجية تدعم وتعزز النمو الاقتصادي على القصير فقط؛ مما يستلزم عليها بذل المزيد من الجهود من أجل دعم الاقتصاديات المحلية والعمل على إضفاء الشفافية والإفصاح وكل ما من شأنه تعزيز الكفاءة والتكامل على مستوى الأسواق المالية .

نجد أن هناك علاقة سببية طويلة المدى انطلاقاً من مؤشرات الأسهم نحو معدل الفائدة، حيث كان حد تصحيح الخطأ يساوي (-0.124426) له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية (0.0199) عند مستوى معنوية 5 بالمائة؛ وأن تصحيح الخطأ يكون كل 8 سنوات تقريباً، كما أن هناك سببية في المدى القصير في نفس الاتجاه وهذا ما تؤكد المعنوية الإحصائية لإحصائية توزيع كاي تربيع في اختبار Wald Test . أما في الاتجاه المعاكس فلا علاقة سببية في كل من المدى الطويل والقصير بين المؤشرين.

الخاتمة



الخاتمة

تعتبر البورصات أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية. من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية، وانطلاقاً من وعي دول مجلس التعاون بهذه الأهمية بادر جلها في إنشاء وتطوير بورصاتها؛ إذ نجد أغلب هذه البورصات حديثة النشأة؛ تناولت هذه الدراسة اختبارات التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية وهي بورصة السعودية، بورصة أبو ظبي، بورصة الكويت، بورصة دبي، بورصة مسقط، بورصة قطر وبورصة البحرين.

تحاول هذه الدراسة اختبار تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض باستخدام اختبار شبه التكامل أو التكامل المتزامن في ظل بيانات البائل بشكل رئيس بالإضافة تطبيق منهج التكامل وفق أسلوب السلاسل الزمنية؛ وذلك بالاعتماد عدة بيانات تاريخية؛ بيانات يومية بالنسبة لمؤشرات الأسهم خلال الفترة من 2007/02/22 إلى غاية 2012/02/22 بعدد مشاهدات بلغ 1305، كما تم الاعتماد على البيانات السنوية خلال عشر سنوات والممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014، لمؤشر أسعار البورصات والمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة؛ الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، مؤشر حجم الصادرات، مؤشر حجم الواردات، معدل الفائدة، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل سعر الصرف، وتمثل الحدود المكانية للدراسة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية

تم اعتماد المنهج الوصفي لدراسة تكامل الأسواق المالية الخليجية فبعد الحصول على المعطيات من قواعد المعطيات المتعددة؛ والتي شملت المواقع الإلكترونية للأسواق المالية المدروسة، و DATA STREAM وبعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع كالمواقع الرسمية للبورصات الخليجية وموقع صندوق النقد العربي... حيث يتم معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائية Eviews و SPSS لاختبار التكامل والتكامل المشترك Co-integration والسببية لبيانات البائل الساكن والديناميكي.

تهدف هذه الدراسة لمعرفة واستكشاف مدى درجة الارتباط والتكامل المتزامن بين الأسواق المالية الخليجية؛ ومعرفة المحددات الأساس لتكامل البورصات، ومن ثمة معرفة مدى إمكانية قيام السوق المالية الخليجية المشتركة.

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان "اختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية؛ دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البائل لدول GCC" حيث كانت الإشكالية الرئيسة لهذا البحث كما يلي:

ما مدى تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض، وما هي أهم المحددات لهذا التكامل باستخدام اختبار التكامل المتزامن في ظل بيانات البائل؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسة ست إشكاليات فرعية.

اعتمد الطالب من أجل الإلمام بالموضوع قدر المستطاع على الدراسات الحديثة في جامعات كبرى تتمثل في بحوث متعددة في جامعات أمريكية وأوروبية علاوة على الجامعات العربية والإفريقية كما يظهر ذلك جليا من خلال الدراسات السابقة هذا من جهة ومن جهة استخدام أدوات الاقتصاد القياسي خاصة تحليل السلاسل الزمنية لكن الاعتماد الأساس في الإجابة على فرضيات الدراسة كان باستعمال بيانات البائل الساكن والديناميكي ونموذج تصحيح الخطأ، مما أدى إلى التوصل إلى نتائج بالغة الأهمية تكامل البورصات الخليجية.

تم تقسيم هذا البحث إلى خمسة فصول وهي كما يلي:

الفصل الأول بعنوان : الأسواق المالية؛

الفصل الثاني بعنوان : التكامل المالي؛

الفصل الثالث بعنوان: لمحة عن دول مجلس التعاون؛

الفصل الرابع بعنوان : دراسة التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية وفق أسلوب السلاسل الزمنية.

الفصل الخامس: دراسة محددات تكامل البورصات الخليجية في ظل بيانات البائل

اختبرت هذه الدراسة تكامل الأسواق المالية الخليجية باستخدام تقنية السلاسل الزمنية واعتماد بيانات البائل الساكن والديناميكي واختبارات الاستقرار وشبه التكامل لهذه البيانات مع نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البائل، وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج هي:

ارتبطت جميع أسعار أسهم البورصات الخليجية قيد الدراسة طرديا وبقوة؛ وبدرجات متفاوتة فأقصى درجة بلغها معامل الارتباط بين مؤشر بورصة دبي والبحرين بنسبة 97 في المائة، وأدنى درجة بين مؤشري بورصة قطر والبحرين بنسبة 46 في المائة. يدل الارتباط الموجب على العلاقة الطردية بين أسعار الأسهم للبورصات في دول مجلس التعاون الخليجي التي قطعاً شوطاً كبيراً في مجال التكامل المالي والاقتصادي، إضافة عن المزايا الممنوحة للمتعامل الخليجي وحرية التملك في البورصات الخليجية

يبدو جلياً أثر الجهود المبذولة في العمل الخليجي المشترك؛ فبورصات مجلس التعاون الخليجي كانت ذات معاملات ارتباط عالية فيما بينها ، ويمكن تفسير ذلك إلى إمكانية القيام بعملية المراجعة بين البورصات الخليجية خاصة وأنها تمنح العديد من المزايا للمتعاملين ذو الجنسيات الخليجية من جهة، ومن جهة أخرى لطبيعة الاقتصاديات كونها تعتمد على العائدات البترولية.

اختلفت نتائج اختبار السببية بين أسعار أسهم البورصات عن نتائج السببية بين عوائد أسهم البورصات ، حيث يبدو من الجدول (4-04) أنه لا توجد بورصة سببا في الكل، أو تتسبب بالكل، كما كانت فرضية العدم مقبولة بكثرة على مستوى العديد من البورصات؛ فبورصة كل من أبوظبي، البحرين كانت سببا في ثلاث بورصات على الأكثر

لكل على حدة، فعوائد أسعار أسهم السوق ببورصة أبو ظبي تعد سببا في البحرين ومسقط فقط، أما البورصة البحرينية تسبب في أبو ظبي ومسقط. لم تسبب عوائد أسهم البورصات في بعضها في أغلب الحالات؛ لم تسبب عوائد أسهم بورصة الكويت في السعودية، لم تسبب عوائد أسهم بورصة مسقط في دبي والسعودية، لم تسبب عوائد أسهم بورصة قطر في دبي، ، أما عدا ذلك فهناك علاقة سببية؛ حيث أن معرفة القيم التاريخية لعوائد أسعار أسهم في بعض البورصات الخليجية المدروسة تسمح بتحسين التنبؤ بقيم عوائد الأسهم ببعض البورصات الأخرى في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن أسعار الأسهم في البورصات الخليجية تسبب في بعضها.

يثبت اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة بوجود شعاع واحد للتكامل المتزامن حسب اختباري الأثر والقيمة الذاتية العظمى، وعلى هذا الأساس تمت الإجابة على الإشكالية الخامسة، ومنه قبول الفرضية الخامسة بخصوص مسألة التكامل.

تشير نتائج اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة إلى وجود شعاع واحد للتكامل المتزامن حسب اختباري الأثر والقيمة الذاتية العظمى، كما يثبت هذا الاختبار أيضا وجود أكثر من شعاع للتكامل المشترك بين مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الخليجية مما يشير إلى إمكانية التكامل بين بورصات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

تتكامل مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الخليجية المدروسة تكاملا مشتركا؛ حيث يشير اختبار كل من الأثر والقيمة الذاتية العظمى على وجود ست أشعة للتكامل المشترك بين مردوديات أسعار الأسهم، مما يوحي بوجود علاقة تكاملية قوية بين البورصات الخليجية في المدى الطويل.

حسب تحليلنا لنموذج الآثار الثابتة في نماذج التحليل الساكن لبيانات البائل؛ يوجد تأثير سلبي ضعيف للنتائج المحلي الإجمالي على مؤشرات الأسهم وذلك عند مستوى معنوية 5 بالمائة. كما أن هناك تأثير سلبي لعرض النقود بالمفهوم الواسع بدون معنوية إحصائية، كما نلاحظ وجود تأثير ايجابي لمؤشر الصادرات على مؤشرات الأسهم بدون معنوية إحصائية، والتأثير السلبي بالنسبة لمتغيري سعر الصرف الرسمي والاستثمارات الأجنبية المباشرة. مما يقوض فرضية سعر الصرف كمحدد من محددات تكامل البورصات على دول مجلس التعاون ويمكن إرجاع ذلك لسياسة سعر الصرف المنتهجة من طرف هذه الدول من خلال ربط عملاتها بالدولار، ومن الجانب الأخر نؤكد فرضية الانفتاح التجاري على أنه من محددات تكامل البورصات طبقا للتأثير الايجابي لمؤشري حجم الصادرات والواردات.

يظهر نموذج الآثار الثابتة قدرة تفسيرية معتبرة ، حيث نجد تحسن كبير في معامل الارتباط بلغ 82.87 بالمائة مقارنة بـ 62.35 بالمائة في النموذجين التجميعي والعشوائي، كما شهد التحسن في معامل الارتباط المصحح الذي بلغ 79.37 بالمائة مقابل 58.86 بالمائة في النموذجين الآخرين، الشيء الذي يبين القدرة التفسيرية العالية للنموذج. وتعكس الاختبارات القياسية أفضلية هذا النموذج مما يدل على نفي فرضية تجانس المقاطع؛ أي أن الدول

الخليجية غير متجانسة حسب متغيرات وفترة الدراسة مما يستوجب عليها عمل الكثير في إطار دعم العمل المشترك وتعزيز التعاون الخليجي .

تظهر نتائج اختبار التكامل المشترك أن هناك علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة(أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة.

بعد تحليل وتطبيق النموذج الديناميكي بين مؤشرات الأسهم والنتائج المحلي الإجمالي وعرض النقود بالمفهوم الواسع ومعدل سعر الصرف الرسي، وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل الفائدة، وجدنا أن هذه العلاقة كانت بمعنوية إحصائية على خلاف مؤشر سعر الصرف الرسي؛

هناك تأثير معنوي موجب للنتائج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة تجاه مؤشر أسعار الأسهم عند مستوى دلالة 5 بالمائة، كما نجد هذا التأثير الموجب بالنسبة عرض النقود بالمفهوم الواسع ولكن عند مستوى معنوية 10 بالمائة. أما بالنسبة سعر الصرف الرسي فليس له المعنوية الإحصائية. كما أنه لا وجود لعلاقة سببية بين مؤشرات الأسهم ومعدل سعر الصرف الرسي من الاتجاهين سواء في المدى الطويل والمدى القصير من خلال نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم(SMI) ومعدل سعر الصرف الرسي (OER): مما يؤكد نفي فرضية اعتبار سعر الصرف كمحدد من محددات تكامل البورصات على دول مجلس التعاون.

حسب ما توضح طريقة التقدير لنموذج تصحيح الخطأ في ظل بيانات البانللا توجد سببية في المدى الطويل من مؤشرات الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي إذ نجد حد تصحيح الخطأ ليس له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية. بينما هناك علاقة سببية في المدى القصير انطلاقا من مؤشرات الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي مما يقودنا للقول أن البورصات الخليجية تدعم وتعزز النمو الاقتصادي على القصير فقط؛ مما يستلزم عليها بذل المزيد من الجهود من أجل دعم الاقتصاديات المحلية والعمل على إضفاء الشفافية والإفصاح وكل ما من شأنه تعزيز الكفاءة والتكامل على مستوى الأسواق المالية .

نجد أن هناك علاقة سببية طويلة المدى انطلاقا من مؤشرات الأسهم نحو معدل الفائدة، حيث كان حد تصحيح الخطأ يساوي (-0.124426) له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية (0.0199) عند مستوى معنوية 5 بالمائة؛ وأن تصحيح الخطأ يكون كل 8 سنوات تقريبا، كما أن هناك سببية في المدى القصير في نفس الاتجاه وهذا ما تؤكدته المعنوية الإحصائية لإحصائية توزيع كاي تربيع في اختبار Wald Test. أما في الاتجاه المعاكس فلا علاقة سببية في كل من المدى الطويل والقصير بين المؤشرين.

توصيات وآفاق الدراسة

في ظل العولمة وانفتاح الأسواق المالية وترابطها، والتوجه نحو التكتل والاندماج وما لهما من انعكاسات على الاقتصاديات الخليجية يبقى على عاتق الشعوب، والسلطات تطوير اقتصادياتها من خلال البدء بصناعة نظام مالي يقوم على مبدأ الكفاءة، والذي يعتبر القلب النابض لكل اقتصاد.

عادة فإن ارتفاع مستويات المخاطر يكون بارتفاع نسب العوائد وذلك أساس في النظرية المالية؛ وينطبق الحال على قضية تكامل الأسواق المالية فبالرغم من المزايا التي يوفرها تكامل أسواق رأس المال العربية إلا أنه ينطوي على جملة من المخاطر أهمها الصعوبة في إدارة الأزمات الناتجة عن أطراف خارجية تستمر في الأسواق المحلية؛ إمكانية انتقال الآثار السلبية التي تحدث في الأسواق المحلية إلى الأسواق الأخرى بكل سهولة أو ما يعرف بمصطلح العدوى؛ المخاطر الناتجة عن عدم استقرار سعر صرف العملات المحلية وأثر ذلك على المكاسب الممكن تحقيقها نتيجة الاستثمار في هذه الأسواق؛ التخوف من تصفية مراكز المستثمرين العرب واندفاعهم للخروج من أسواقهم المحلية.

بناء على ما ورد في هذه الدراسة نوصي بما يلي:

- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى الأسواق المالية العربية باستخدام تقنية سبر آراء المستثمرين؛
- إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاعات في كل بورصة مع التعمق في دراسة المخاطر للاستثمار في المحافظ الدولية؛
- دراسة أثر معدل الفائدة لدى البنوك الدولية على أسعار السهم في الأسواق المالية العربية؛
- البحث في دوال منفعة المستثمر الخليجي وسلوكه الرشيد؛

المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية

1. عبد الحميد إبراهيم، دور الإفصاح ومعايير الحوكمة في تكامل الأسواق المالية العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
2. إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، البيان الختامي 2007، <http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/Pages/sitemap.aspx>
3. حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية 1994-2003، جامعة الزقازيق، 2004.
4. رياض أسعد، أثر المناخ الاستثماري الايجابي على تكامل أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
5. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2006.
6. فريدي بازوجورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية "إدارة المحافظ". إتحاد المصرف العربي. بيروت.
7. إبراهيم بختي، الدليل المنهجي في إعداد وتنظيم البحوث العلمية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2006-2007، <http://bbekhti.online.fr/trv-pdf>.
8. محمد براق، الجودي طاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دورية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية تحت عنوان دراسات اقتصادية، العدد الثامن، جويلية 2006.
9. — ، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية: مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 1998-1999.
10. فهيد محسن البصيري، مدققو الحسابات.. والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي 13-14 مارس 2009، جامعة الجنان- طرابلس- لبنان.
11. إسماعيل بن أحمد البلوشي، أهمية التشريعات والقوانين في تكامل أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
12. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي-الإدارة المالية-، دار وائل للنشر، بيروت، الطبعة الأولى 2006.
13. بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، موقع البورصة: <http://www.ase.com.jo/ar/pages>
14. محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، عمادة شؤون المكتبات، الرياض، 1999
15. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر عمان-بيروت، الطبعة الثالثة، 2005 م-1426هـ.
16. سمير جرادات، استشراف إمكانات المقاصة والإيداع والقيود المركزي المتبادلة في تكامل عينة من أسواق رأس المال العربية- التجربة الأردنية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

17. محمد جمال، وسائل جديدة في التداول الإلكتروني في أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
18. خديجة جمعة الزويبي وحسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
19. طارق عبد العال حماد، تطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، ج1، الدار الجامعية، مصر.
20. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
21. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004
22. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005.
23. الهادي خالدي، وقدي عبد المجيد، المرشد المفيد في المنهجية وتقنيات البحث العلمي، سبتمبر 1996، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع الجزائر.
24. حسن يعلي خريوش، دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية، الجامعة الهاشمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10، 11 نوفمبر 2009 م الأردن.
25. بشرى عاشور الخزرجي وعماد مطير خليف، الاقتصاد العراقي بين 1929-1932 أزمة الكساد والأزمة المالية العالمية 2008 (الأثار والمعالجات)، الجامعة المستنصرية العراق، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
26. ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضيري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 1428/1429هـ.
27. سناء عبد الكريم الخناق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للالتزامات المالية، جامعة ملابا - ماليزيا، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
28. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع فرع الجامعة الأردنية، الأردن، الطبعة الأولى 2005.
29. مروان جمعة درويش، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، جامعة القدس المفتوحة، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
30. وائل إبراهيم الراشد، حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟، ورقة بحثية قسم المحاسبة - كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت، 2004
31. -، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالالتزامات المالية قسم المحاسبة - آلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت، دراسة تطبيقية

على سوق الكويت للأوراق المالية 2006.

32. كمال رزيق وراغب أحمد الخطيب، إشكالية العلاقة بين الأخلاق والاقتصاد في ظل الأزمة المالية العالمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
33. رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999.
34. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعشر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004.
35. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998
36. عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، جامعة فيلادلفيا، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2001.
37. أحمد زغدار، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، جامعة الجزائر، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
38. خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول- الاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية في الفترة من 8-9 مايو 2005 م.
39. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004/2005.
40. - ، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى بمكة المكرمة خلال شهر محرم 1424هـ.
41. محمد بن إبراهيم السحيباني ، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ندوة السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد 3-4 ذي القعدة 1428هـ (13 – 14 نوفمبر 2007).
42. - ، التلاعب في الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل الرياض، الأربعاء 27 صفر 1429هـ (الموافق 5 مارس 2008م)، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،
43. أحمد سعد ومدحت نافع، أثر برنامج الخصخصة على أداء سوق المال "التجربة المصرية"، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط – سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
44. حسن عبد الكريم سلوم وبتول محمد نوري، الجامعة المستنصرية العراق، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
45. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، الجزء الأول 2005م –1425هـ
46. صلاح الدين السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة ، مكتبة دار الأدب، الطبعة الأولى 1998 .
47. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار

- وائل، عمان، 2005.
48. يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، www.shubilly.com.
49. رمضان الشراح، صناع السوق التجربة الكويتية، أمين عام اتحاد الشركات الاستثمارية 2006
50. شمعون شمعون، بورصة الجزائر . أطلس للنشر 1993 .
51. رشدي صديقي، دور مؤشرات الأسواق المشتركة في تكامل أسواق رأس المال العربية والإسلامية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
52. - ، صندوق النقد العربي موحز تعريفي بمناسبة اليوبيل الفضي 2001-1976، 2001، <http://www.amf.org.ae>.
53. صندوق النقد العربي، صندوق النقد العربي المعونة الفنية، يونيو 2003، <http://www.amf.org.ae>.
54. - ، صندوق النقد العربي النشاط الإقراضي، يونيو 2003 ، <http://www.amf.org.ae>.
55. - ، صندوق النقد العربي نشأته وأهدافه، جوان 2003، <http://www.amf.org.ae>.
56. - ، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، يونيو 2003، <http://www.amf.org.ae>.
57. - ، معهد السياسات الاقتصادية النشاطات والأهداف، يونيو 2003.
58. - ، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية، الربع الثاني 2008، العدد الرابع والخمسون، <http://www.amf.org.ae>
59. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 61-2010
60. محمد الصيرفي، البورصات. دار الفكر الجامعي. الإسكندرية. 2007.
61. عبد الله الطريقي، إشكالية تحديد القيمة العادلة للسهم باستخدام طرق التحليل الأساسي (الايجابيات والسلبيات)، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
62. عايد العايد، التكنولوجيا وأثرها في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
63. أحمد عبد الرحمن، سوق رأس مال عربية مشتركة، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
64. محمد عبد السلام، إمكانية قيام تكامل أسواق رأس المال العربية، حلول واقعية لأسواق أفضل، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
65. - ، دور التكنولوجيا والربط الإلكتروني في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
66. - ، دور عمليات الإيداع والقبض المركزي والمقاصة المتبادلة في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،

http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

67. محسن عبد الهادي، بورصة الكويت سوق نضجت على نيران الأزمات، مجلة العربي، العدد 579، 2007.

68. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لغرض العامل في البورصة منح التحليل الأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط. 1، 1998.

69. مقدم عبيرات، عبد المجيد قدي، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الأول - 37، 2002.

70. حربي محمد موسى عريقات، مناخ الاستثمار في الوطن العربي، جامعة البترا الخاصة عمان / الأردن 2007 دراسة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الخامس لكلية العلوم الإدارية والمالية/جامعة فيلادلفيا، خلال الفترة 4-5 جويلية 2007.

71. بن ثابت علال بن جاب الله محمد، إدارة الأزمات في البورصات كمدخل لتدعيم تكامل الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي الثاني "التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق" 17-19 أفريل 2007 جامعة الأغواط،

72. محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية»، 11 أكتوبر 2008م، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، www.sakc.gq.nu

73. هاني هاشم العناني، تقييم تجربة الربط الإلكتروني بين سوق أبو ظبي ومسقط للأوراق المالية - دراسة حالة، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

74. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة الجمهورية العربية المصرية، 2005.

75. يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة / فلسطين، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

76. أحمد أبو الفتوح وعلي الناقة، قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة الحقيقية على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي،

77. حسين ثابت فرحان، إمكانية قيام تكامل أسواق رأس المال في اليمن ومدى تكاملها مع أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum

78. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، عمان 2006.

79. سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق سوريا، 2008، www.kantakji.com

80. فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية .. التنبؤ بالأزمة فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، جامعة سكيكدة الجزائر، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

81. حسن أبو لبد، أثر خصخصة أسواق رأس المال العربية ودورها في تعزيز السعة والكفاية والحوكمة والتكامل، مؤتمر

- تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
82. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، الأمم المتحدة 04-0050، نيويورك 2004.
83. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث- مطبعة دار هومة 2002.
84. جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أفريل 2007.
85. ماجد المساعدة، الوصايا العشر وأثرها في التعامل مع الأزمات المالية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 11، 10 نوفمبر 2009 م الأردن.
86. عبد الحميد عبد الفتاح المغاربي، الإدارة الإستراتيجية لمواجهة تحديات القرن العشرين، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، ط1، 1999.
87. علي فلاح المناصير ووصفي عبد الكريم الكساسبة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها.. تداعياتها .. وسبل العلاج"، جامعة الزرقاء الخاصة، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
88. ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998.
89. أشرف النهاني، دور الربط الإلكتروني في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum
90. أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، 15-16 مارس 2005، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا <http://www.philadelphia.edu.jo>
91. محمد النجار، الشفافية والإفصاح في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها على مصر، القاهرة، 26 يناير، 2009، البورصة المصرية .
92. ناصر سليمان النفيسي، بورصة الكويت: إشكالات وحلول، مجلة المحاسبين، جمعية المحاسبين والمراجعين الكويتية، الكويت، العدد 39 أفريل 2008.
93. سعيد هتمات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر 2006.
94. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
95. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى 2003.
96. ممدوح الولي، الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد المصري، ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية»، 11 أكتوبر 2008م، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي،

97. محمد يوسف ياسين، البورصة- عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، الطبعة الأولى 2004.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

98. Andrew W. Lo, (Harris & Harris Group Professor), The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective, MIT Sloan School, 50 Memorial Drive, E52-432, Cambridge, MA 02142{1347. (617) 253{0920 (voice), (617) 258{5727 (fax), alo@mit.edu (email).
99. Barry Harrison And David Paton ,Transition, The Evolution Of Stock Market Efficiency And Entry Into Eu: The Case Of Romania, Springer 2004
100. Barry Harrison^{1,*} And David Paton ,Transition, The Evolution Of Stock Market Efficiency And Entry Into EU: The Case Of Romania, Springer 2004
101. Barry Harrison and David Paton, Do 'Fat Tails' matter In Garch Estimation? Stock Market Efficiency In Romania And The Czech Republic, Nottingham Trent University, UNITED KINGDOM, August 2004, .
102. Bassam I. Azab, The Performance of the Egyptian Stock Market, The University of Birmingham and The Birmingham Business School, September 2002
103. Bellalah Mondher, Jacquillat B, (1995), Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests, Financial Review, August : 617-635.
104. Bill Block and Kristin Forbes, 2004, Capital Flows to Emerging Markets: The Myths and Realities, Paper prepared for the Conference "Myths and Realities of Globalization" At the Federal Reserve Bank of Dallas,
105. Bin Gu And Lorin M. Hitt, Transaction Costs And Market Efficiency, Twenty-Second International Conference On Information Systems University Of Pennsylvania, , 2001,
106. Bourbonnais. R, Econométrie, 5eme édition, DUNOD, Paris, 2004.
107. Ceyla Pazarbasioglu (Chief, Capital Markets & Financial Infrastructure International Monetary Fund), Financial Globalization and Emerging Bond Markets, Frankfurt, January 30-February 1, 2008.
108. Chiaku Chukwuogor-Ndu, Day-of-the-Week Effect, Volatility, and Linkages to Macro-Economic Indicators: Evidence from North American Financial Markets, 1997-2004 ,European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006), <http://www.eurojournalsn.com>

109. Christian Noyer, 2007, **“Globalisation of capital markets”**, Paris Europlace, International Financial Forum in Tokyo – 27 November 2007.
110. Christophe Moussu , Christophe THIBIERGE, Politique financière, opportunités de investissement et actifs incorporels en Europe : théorie et étude empirique, est un cahier de recherche ESCP N 96-129 .
111. Cosma Răzvan Gabriel, **Testing For Romanian Capital Market Efficiency**, Doctoral School Of Finance and Banking The Academy Of Economic Studies Bucharest, June 2002
112. David Rode and Satu Parikh ,**An Evolutionary Approach To Technical Trading and Capital Market Efficiency**, The Wharton school University of Pennsylvania, May 1995,
113. Elyes Jouini ,**Unbiased Disagreement and The Efficient Market Hypothesis**, Université Paris Dauphine, February 13, 2009, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1342430>.
114. Emerging Markets Review 10 (2009) 279–295; journal homepage: www.elsevier.com/locate/emr
115. Enrique G. Mendoza, ,**Globalization and Capital Markets**, University of Maryland 2008.
116. Eugene F. Fama, **Market Efficiency**, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, February 1997
117. Eugene F. Fama, **Foundations of Finance** , Basic Books, 1976 New York.
118. European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006).
119. Evangelos Karafotakis and John Mylonakis, **The Economic and Business Driving Forces of the Russian Market Environment and Main Decision Makers Geo-Economic World Perspectives**, European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006), <http://www.eurojournalsn.com>,
120. Fabrice Herve, L'état des thèse en finance 2000-2004, 17èmes journées national de IAE 13/09/2004, IAE de Lyon.
121. Frédéric Planchet Samuel Charvet Pierre Therond, **La modélisation de l'actif dans le cadre d'un modèle interne**, 16 septembre 2008. <http://www.lesaaa.fr>,
122. Frimpong Joseph Magnus, **Capital Market Efficiency: An Analysis Of Weak-Form Efficiency On The Ghana Stock Exchange**, University of Science and Technology, Kumasi, Ghana, Journal of Money, Investment and Banking ISSN 1450-288X Issue 5 (2008). <http://www.eurojournals.com/finance.htm>
123. Galai D. Et Masulis R, (1976), The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock, Journal of Financial Economics 3, 53-81.
124. Galai D. et Masulis R., (1976), **The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock**, Journal of Financial Economics 3, 53-81.

125. Gérard Charreaux, finance d'entrepris, EMS, Parais, 2003, p 134.
126. Gunther Cappelle Blancard, Les marches à terme optionnelles: organisation, efficience, évaluation des contrats et comportement des agents, thèse doctorat, L'université de paris, 06/12/2001.
127. Hazem Ali Marashdeh, Financial Integration of the MENA Emerging stock markets, thesis doctorate, University of Wollongong 2006, Australia.
128. Hazem Marashdeh , Min B. Shrestha, Efficiency in Emerging Markets -Evidence from the Emirates Securities Market, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 12 (2008), <http://www.eurojournalsn.com> 07/2009
129. Huu Minh Mai et Emmanuel Tchemeni, "Prevision De Resultats Par Les Dirigeants : Impact Informationnel Sur Les Cours Et Les Volumes" in cahiers de recherche n°9506, Université Paris IX Dauphine.
130. Huuminh Mai Et Emmanuel Tchemeni, "PREVISION DE RESULTATS PAR LES DIRIGEANTS : IMPACT INFORMATIONNEL SUR LES COURS ET LES VOLUMES" in cahiers de recherche n°9506, Université Paris IX Dauphine.
131. Igal Natan, Les Rachats D'actions Propres :OUTIL De Gestion Financiere Théorie Et Illustration, Mémoire CNAM – DESS Finance d'entreprises 10/04/2008 www.vernimmen.net
132. Imed Chkir Et Fodil Adjaoud , La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information? cahiers de recherche, Université d'Ottawa Canada, 2004 15/06/2008 www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/ADJAOUD.pdf
133. Isabelle PRAS, Existence d'une relation d'équilibre entre variables économiques et variables financières sur le marché français, in cahiers de recherche n°9905, Université Paris IX Dauphine
134. J. Barraeu Et J. Delhayé, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001
135. J. Dayan Et Autres, Manuel de gestion, vol 2, paris : ELLIPSES/AUE, 1999
136. J. Dayan et autres, Manuel de gestion, vol 2, paris : ELLIPSES/AUE, 1999
137. J. J. Dias Curto, Modeling The Volatility In The Portuguese Stock Market: A Comparative Study With German And Us Markets
138. J. Peyrard , Gestion financière internationale, paris : Vuibert, 1999.
139. J. BARRAEU et J. DELHAYE, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001

140. Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Economica, Pris 2004
141. Jalil tariff ,(2007), **Integration of Arab Capital Markets**, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
142. Jean Bateau, Gestion financière, DUNOD, 9^{ème} édition, paris2000.
143. Jonathan Lewellen, Jay Shanken, **Estimation Risk, Market Efficiency, And The Predictability Of Returns**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, May 2000.
144. José Destours, **Outils mathématiques à la gestion**, DUNOD, Paris, 1998
145. Joseph E. Stiglitz, 2003, **Globalization and growth in emerging markets and the New Economy**, Journal of Policy Modeling, 25 (2003) 505–524, North Holland.
146. Kabir Hassan, Anisul M. Islam, Syed Abul Basher, **Market Efficiency, Time Varying Volatility and Equity Returns in Bangladesh Stock Market**, June, 2000.
147. Kabir M. Hassan, Waleed S. Al-Sultan, Jamal A. Al-Saleem , **Stock Market Efficiency in the Gulf Cooperation Council Countries (GCC): The Case of Kuwait Stock Exchange**. Scientific Journal of Administrative Development Vol. 1 No.1, I.A.D. 2003
148. Kamel Eddine Bouatouta, **L'ingénierie financière ou application de l'art de l'ingénierie a l'univers de la finance**, Grand Alger livres, Alger, 2006, P101.
149. Khalid Bakir, L'efficience Des Marchés Financiers Des Pays Emergents : L'exemple De La Bourse De Casablanca, Université d'Orléans
150. La lettre vernimmen.net, N 63, 2007.
151. Laurent Batsch, **LA théorie de la valeur de l'entreprise**, in cahiers de recherche, Université Paris IX Dauphine.
152. Lokman Gunduz and Mohammed Omran , **Stochastic Trends and Stock Prices in Emerging Markets**, apaper is presented at erc/METU International Conference in Economics IV, Ankara, September 13-16, 2000
153. Lucy Chege, OBAS JOHN EBOHON, 2005, **Globalisation and Private Infrastructure Investments in Emerging Markets**, Developing World Built Environment Research Unit, School of Architecture, De Montfort University, Leicester, LE1 9BH, United Kingdom.
154. Martin T. Bohl, Westfälische Wilhelms-University Münster, Germany, **Financial Markets of Emerging Economies**,
155. Martin T. Bohl, Westfälische Wilhelms-University Münster, Germany, **Financial Markets of Emerging**

Economies,

156. Mauro Mecagni And Maged Showky Sourial, **The Egyptian Stock Market: Efficiency Testes And Volatility Effects**, Middle Eastern Department, International Monetary Fund, April 1999, WP/99/48.
157. Mohammad Al-Shiab, **The Predictability of Amman Stock Exchange Performance: A Univariate Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA) Model**, European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006).
158. Philippe Bernard, **L'hypothèse D'efficience Des Marchés Marches Aléatoire, Matingale Et Transmission De L'information Par Les Prix**, Décembre 2003 .
159. Pieere Vernimen, Finance d'entreprise, DALLOZ, Paris, 6ème édition, 2005.
160. René M. Stulz, 1995, **Globalization of capital markets** and the coste of capital: the case of nestle, The Ohio State University, Bank of America Journal of Applied Corporate finance.
161. Research , Bank Of Canada Review 2004.
162. Ropert H. Smith, Financial Management, Market Efficiency, School Of Business, University Of Maryland,
163. Rushdi Siddiqui,(2007), **Role of Joint Arab Indexes In The Integration of Arab and Islamic Capital Markets**, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
164. Salma Mefteh, **La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture: le cas français**. in cahiers de recherche n°200404, Université Paris IX Dauphine.
165. Scott Hendry, Michael R. King , **The Efficiency of Canadian Capital Markets**: Some Bank of Canada Research , Bank Of Canada Review 2004.
166. Shahira Abdel Shahid, (2007), **Impact of Globalization on The Integration of Arab Capital Markets**, 2007, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
167. Stéphane Griffiths et Jean, Cry degos, **Gestion financière de l'analyse à la stratégie**. éditions d'organisation, paris, 2eme tirage, 2001
168. Steve Ambler, Le modèle d'évaluation par l'arbitrage(MÉA), Université du Québec à Montréal, Automne 2007, (22.10.2007) <http://www.er.uqam.ca/noble/r10735/6080/referance.pdf>
169. Stijn Claessens, Daniela Klingebiel, and Sergio L. Schmukler, 2003, **Accessing International**

Equity Markets,

170. Surachai Chancharat and Abbas Valadkhani, **Testing For The Random Walk Hypothesis And Structural Breaks In International Stock Prices,** University of Wollongong, NSW 2522 Australia, October 2007
171. Talal Touqan, (2007) **Challenges Confronting Financial Analysis In Arab stock Markets,** The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
172. Tarek Ali Amer, **The Significance of The Establishment of Joint Arab Capital Markets & The Required Mechanism**(2007), The Arab Academy of Banking And Financial Sciences,, http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum.
173. Tariq Hassan, , **Integration of Capital Markets in South Asia,** Securities and Exchange Commission of Pakistan at the International Conference on "Redefining the Accountancy Profession: A Measured Response to Global Challenge"2004.
174. Thierry Vessereau, **étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des actions suisses,** Cahier de recherche a CIRANO, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA
175. Ulaganathan Subramanian, **Cointegration Of Stock Markets In East Asia,** Addis Ababa University, Ethiopia, PB No.5563, European Journal Of Economics, Finance And Administrative Sciences ISSN 1450-2887 Issue 14 (2008), <http://www.eurojournals.com>.
176. Valérie Mignon, **Marché financière et modélisation des rentabilité boursière,** Economica, Pris, 1998
177. Valérie Mignon, **Marché financière et modélisation des rentabilité boursière,** Economica, Pris, 1998
178. William L. Megginson, **The Financial And Operating Performance Of Privatized Firms During The 1990s,** February 1999 , **Journal of Finance** (August 1999), University of Oklahoma Norman, USA.
179. Yezid Skandrani, **Efficienc des contras a terme du NYMEX et du L'IPE: Une application de la co-intégration,** in cahiers de recherche n°9707, Université Paris IX Dauphine.
180. Yoser Gardhoum, Jean-pierre Gueyie et Mariem Chahloul, **Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines,** Cahier de recherche N 06-2005, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, Canada.

المواقع المعتمدة على شبكة الانترنت:

181. www.kuaitse.com (موقع البورصة الكويتية)
182. <http://www.tadaul.net/forum/index.php> الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة السعودية.

183. <http://jamahir.alwehda.gov.sy/>
184. http://www.aleqt.com/2008/02/17/section_aswaq.html.
185. <http://www.7lil.com/provacy-policy> .
186. <http://www.adx.ae> الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة أبوظبي
187. <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801> الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة دبي
188. <http://www.bahrainbourse.net> الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة البحرين
189. <http://www.qe.com.qa> الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة الدوحة
190. <http://ar.wikipedia.org/wiki/%>
191. <https://gccstat.org/ar/> المركز الإحصائي الخليجي
192. <https://www.msm.gov.om/> الموقع الرسمي لسوق مسقط للأوراق المالية

الملاحق



الملحق رقم (01): مساهمة الزراعة والأسمك في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
14 413	239	74	522	11 098	50	2 431	2006
15 021	256	88	580	11 515	64	2 519	2007
15 779	235	144	680	12 043	68	2 610	2008
16 066	278	121	714	12 247	77	2 629	2009
16 554	521	148	811	12 550	77	2 448	2010
17 165	676	162	853	12 843	84	2 547	2011
17 641	626	176	888	13 284	85	2 582	2012
18 313	618	191	965	13 796	89	2 654	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (02): مساهمة المناجم والمحاجر (النفط والغاز والتعدين) في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي. (مليون دولار)

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
373 150	57 128	32 272	17 603	178 620	4 191	83 336	2006
410 545	62 432	41 213	18 679	195 935	4 650	87 636	2007
579 398	87 711	63 273	30 987	274 148	6 437	116 843	2008
351 698	52 342	43 810	19 418	162 342	4 555	69 231	2009
473 107	64 449	65 864	27 256	218 994	5 584	90 959	2010
702 705	97 792	98 668	36 379	324 138	8 011	137 717	2011
767 430	113 762	108 381	40 185	349 720	7 833	147 549	2012
755 726	110 677	110 529	39 845	328 753	8 771	157 152	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (03): مساهمة النفط والغاز في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
371 025	56 783	32 199	17 529	177 407	4 123	82 985	2006
405 907	59 968	41 101	18 567	194 496	4 546	87 229	2007
576 653	87 540	63 121	30 804	272 457	6 280	116 451	2008
348 304	52 107	43 581	19 203	160 425	4 420	68 569	2009
469 412	64 179	65 659	27 018	216 839	5 429	90 288	2010
698 675	97 471	98 399	36 122	321 800	7 858	137 025	2011
763 218	113 462	108 137	39 923	347 222	7 663	146 812	2012
751 210	110 370	110 260	39 547	326 106	8 597	156 331	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (04): مساهمة التعدين في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

البيان	U.A.E.	BAHRAIN	K.S.A.	OMAN	QATAR	KUWAIT	TOTAL
2006	351	68	1 213	74	72	136	1 915
2007	407	104	1 439	112	112	165	2 339
2008	392	157	1 690	183	152	169	2 743
2009	663	135	1 917	215	228	236	3 394
2010	671	155	2 155	239	205	270	3 695
2011	692	153	2 338	257	270	321	4 031
2012	737	170	2 498	263	244	300	4 212
2013	821	174	2 647	298	269	307	4 515

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (05): مساهمة الصناعات التحويلية في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

البيان	U.A.E.	BAHRAIN	K.S.A.	OMAN	QATAR	KUWAIT	TOTAL
2006	21 450	2 451	36 125	4 193	5 664	5 586	75 469
2007	23 278	3 144	41 322	4 526	7 365	6 585	86 221
2008	27 132	3 881	46 693	6 386	12 322	6 532	102 946
2009	23 315	3 207	46 560	5 602	9 223	5 429	93 335
2010	25 744	3 724	58 179	6 203	11 218	6 895	111 963
2011	29 897	4 330	67 201	7 750	15 882	8 648	133 708
2012	32 676	4 569	72 048	8 176	19 654	10 380	147 502
2013	34 314	4 820	74 152	8 163	20 200	11 900	153 549

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (06): مساهمة الكهرباء والغاز والماء في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

البيان	U.A.E.	BAHRAIN	K.S.A.	OMAN	QATAR	KUWAIT	TOTAL
2006	4 111	185	4 686	438	431	1 159	11 009
2007	4 737	265	4 950	458	500	1 231	12 141
2008	5 772	290	4 910	491	567	1 352	13 381
2009	6 561	312	5 753	602	493	1 501	15 222
2010	7 000	342	7 008	705	580	2 309	17 945
2011	8 096	366	7 543	785	805	2 800	20 395
2012	9 173	383	8 020	829	923	3 081	22 409
2013	9 765	402	8 166	900	1 036	3 175	23 444

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (07): مساهمة التشييد والبناء في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
44 805	1 847	2 980	1 473	17 236	1 553	19 716	2006
56 140	2 177	4 375	2 059	19 820	1 919	25 790	2007
69 705	2 443	7 472	2 904	21 248	2 352	33 286	2008
68 356	2 026	7 012	3 219	21 434	1 813	32 852	2009
72 956	2 546	7 555	3 417	24 208	1 914	33 316	2010
77 614	2 801	7 783	3 763	28 539	1 779	32 949	2011
81 884	2 975	8 458	4 543	31 603	1 843	32 462	2012
91 742	3 034	9 736	4 934	35 890	1 936	36 212	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (08): مساهمة تجارة الجملة والتجزئة والمطاعم والفنادق في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
70 919	4 368	4 063	3 243	24 321	1 406	33 517	2006
86 810	5 007	5 727	4 249	29 431	1 523	40 873	2007
100 772	5 236	6 437	5 865	35 557	1 675	46 003	2008
98 003	4 911	8 198	4 719	39 423	1 696	39 057	2009
109 277	5 616	8 654	4 775	46 535	1 895	41 802	2010
119 197	6 123	9 780	5 063	52 780	1 732	43 718	2011
129 377	6 282	10 699	5 674	58 438	1 921	46 362	2012
140 975	6 966	12 450	5 931	64 423	2 012	49 193	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (09): مساهمة النقل والتخزين والاتصالات في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
41 900	6 699	1 891	2 127	13 283	1 020	16 879	2006
51 669	8 744	2 389	2 407	16 278	1 134	20 718	2007
63 193	9 768	4 059	3 099	20 740	1 343	24 184	2008
66 253	9 527	4 454	3 004	23 699	1 467	24 103	2009
69 480	8 306	4 964	3 126	26 988	1 721	24 375	2010
77 230	8 273	5 832	3 189	30 739	1 759	27 437	2011
82 731	8 772	6 129	3 586	33 141	1 933	29 169	2012
89 403	9 215	6 754	3 821	35 802	2 033	31 779	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (10): مساهمة الخدمات المالية والتأمين في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي.(مليون دولار)

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
50 924	11 320	3 242	1 421	17 651	3 378	13 912	2006
66 201	17 159	4 307	1 928	20 187	4 140	18 481	2007
70 958	16 411	5 329	2 245	22 409	4 329	20 234	2008
70 300	12 062	6 891	2 445	24 663	4 281	19 958	2009
70 677	10 781	7 477	2 599	25 154	4 511	20 154	2010
75 515	10 720	9 703	2 839	26 224	4 556	21 474	2011
82 061	10 855	10 519	3 312	28 812	4 777	23 786	2012
90 473	11 398	12 792	3 598	31 025	4 982	26 679	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (11): مساهمة في الأنشطة العقارية وخدمات الأعمال الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
50 064	5 205	4 827	1 547	14 945	1 349	22 190	2006
63 028	5 877	7 227	1 801	16 297	1 553	30 274	2007
71 346	6 018	8 841	2 113	18 472	1 675	34 227	2008
69 262	5 520	9 070	2 380	21 017	1 467	29 808	2009
77 196	9 755	9 086	2 558	23 540	1 591	30 666	2010
83 522	10 972	9 601	2 680	25 791	1 497	32 981	2011
95 413	11 163	10 525	2 837	33 171	1 560	36 158	2012
109 784	11 506	12 111	3 004	40 923	1 625	40 615	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (12): مساهمة الخدمات الحكومية في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي(مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
76 674	5 444	5 352	4 865	52 370	1 969	6 676	2006
81 208	6 483	6 032	5 584	53 415	2 186	7 508	2007
90 009	7 690	7 235	6 165	55 807	2 335	10 776	2008
102 413	7 657	8 820	6 682	64 279	2 600	12 374	2009
120 863	9 694	10 271	7 741	74 897	2 698	15 562	2010
136 050	11 714	12 763	8 760	83 282	3 139	16 393	2011
155 822	13 058	16 500	10 722	93 240	3 797	18 505	2012
169 115	14 721	19 175	12 130	98 152	4 012	20 926	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (13): مساهمة الخدمات أخرى في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
21 337	6 921	814	420	7 809	771	4 602	2006
24 884	8 455	1 255	455	8 266	940	5 513	2007
28 607	9 972	1 407	547	8 806	1 063	6 812	2008
30 102	10 040	1 642	660	9 389	1 242	7 129	2009
31 694	10 103	1 759	685	10 071	1 387	7 689	2010
36 971	12 019	1 959	762	11 171	1 548	9 513	2011
41 334	13 880	2 149	860	12 259	1 752	10 434	2012
44 784	14 881	2 427	984	13 264	1 910	11 318	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (14): مساهمة خدمات الوساطة المالية المقاسة بصورة غير مباشرة*** في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
-18 123	-4 638	-1 470	-624	-4 687	0	-6 703	2006
-23 099	-6 198	-1 850	-764	-4 875	0	-9 412	2007
-27 786	-6 636	-2 788	-938	-5 020	0	-12 403	2008
-28 499	-5 988	-2 789	-1 106	-5 147	0	-13 469	2009
-29 759	-6 153	-3 496	-1 218	-5 225	0	-13 666	2010
-32 600	-6 379	-4 211	-1 388	-5 354	0	-15 269	2011
-34 685	-6 369	-4 729	-1 532	-5 512	0	-16 543	2012
-36 928	-6 410	-5 002	-1 593	-5 657	0	-18 265	2013

يتم توزيع كلفة الخدمة في مملكة البحرين حسب القطاعات الاقتصادية***

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (15): مساهمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الأساسية* في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
812 540	101 276	60 140	37 227	373 458	18 323	222 116	2006
930 770	118 207	78 628	41 961	412 541	21 517	257 916	2007
1 178 308	146 730	114 297	60 544	515 813	25 449	315 474	2008
952 511	105 305	96 943	48 340	425 659	22 717	253 547	2009
1 141 954	124 823	124 080	58 657	522 900	25 445	286 049	2010
1 447 472	166 160	168 728	71 434	664 897	28 799	347 454	2011
1 588 920	188 465	189 384	80 080	728 224	30 453	372 314	2012
1 650 381	191 680	202 398	82 683	738 689	32 591	402 340	2013

**تتضمن الضرائب على المستوردات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (16): مساهمة صافي الضرائب على المنتجات في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).**

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
4 500	647	743	-12	2 940	182	-	2006
5 357	789	1 084	125	3 147	213	-	2007
6 388	808	973	361	3 984	262	-	2008
5 249	685	855	48	3 439	222	-	2009
-4 278	-9 484	1 042	-16	3 912	269	-	2010
-9 664	-12 099	1 077	-3 496	4 609	245	-	2011
-11 229	-14 432	906	-3 739	5 732	304	-	2012
-13 551	-15 842	837	-4 500	5 646	306	-	2013

تتضمن الضرائب على المستوردات**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (17): إجمالي الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي (مليون دولار).

TOTAL	KUWAIT	QATAR	OMAN	K.S.A.	BAHRAIN	U.A.E.	البيان
817 041	101 923	60 882	37 216	376 398	18 505	222 116	2006
936 127	118 996	79 712	42 085	415 688	21 730	257 916	2007
1 184 696	147 539	115 270	60 905	519 797	25 711	315 474	2008
957 760	105 990	97 798	48 388	429 098	22 938	253 547	2009
1 137 676	115 339	125 122	58 641	526 811	25 713	286 049	2010
1 437 808	154 061	169 805	67 938	669 507	29 044	347 454	2011
1 577 690	174 033	190 290	76 341	733 956	30 756	372 314	2012
1 636 830	175 839	203 235	78 183	744 336	32 897	402 340	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (18): الرقم القياسي العام الخليجي والتضخم الخليجي العام خلال الفترة 2010-2015

السنة	الرقم القياسي العام الخليجي	التضخم الخليجي العام
2010	112,1	2,3
2011	115,7	3,2
2012	119,4	3,1
2013	122,5	2,6
2014	125,1	2,2
2015	127	1,5

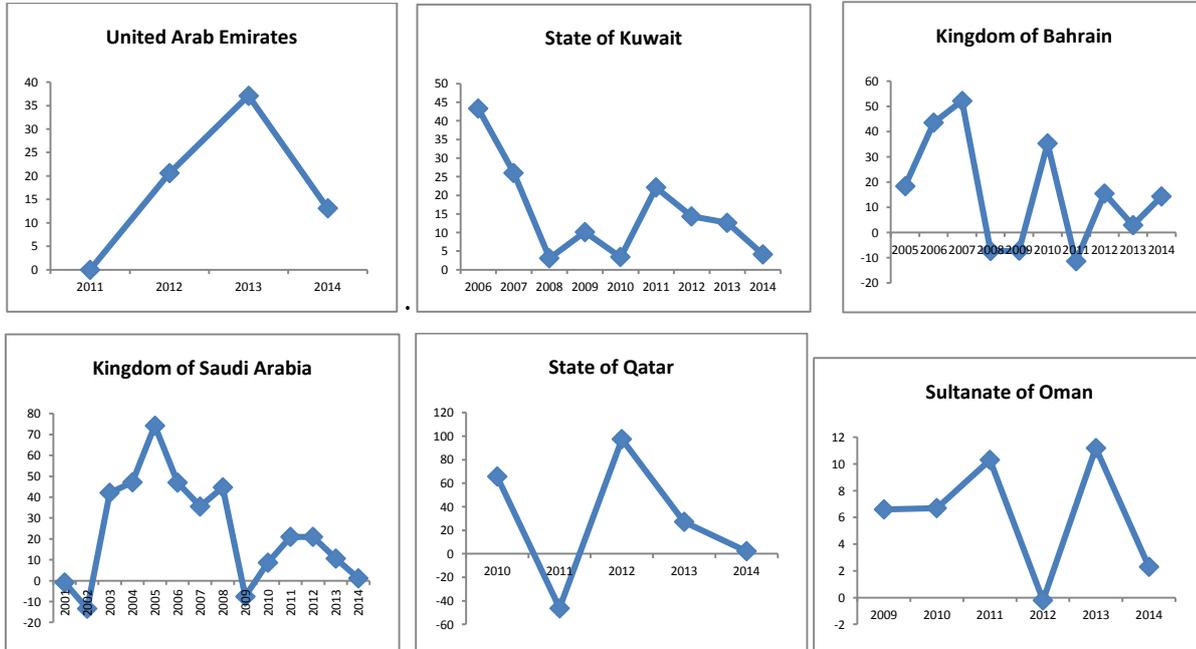
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (19): الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك - كل الأصناف لدول مجلس التعاون الخليجي

السنوات	مملكة البحرين	الكويت	سلطنة عمان	قطر	المملكة العربية السعودية	دولة الإمارات العربية المتحدة
2001	89,4	85,6	89	66	92	71,9
2002	89	86,4	88,8	66,2	92,1	74
2003	90,5	87,2	89	67,7	92,6	76,3
2004	92,5	88,3	89,6	72,3	92,9	80,2
2005	94,9	92	91,3	78,7	93,4	85,2
2006	96,9	94,8	94,4	88	95,2	93,1
2007	100	100	100	100	100	100
2008	103,5	106,28	111,98	112,58	106,06	112,25
2009	106,42	111,15	115,86	107,53	110,54	114
2010	108,55	116,23	119,63	106,32	114,73	115
2011	108,12	121,86	124,47	107,53	119	116,01
2012	111,1	125,83	128,14	110,02	122,4	116,78
2013	114,77	129,2	129,48	113,56	126,7	118,07
2014	117,81	132,96	130,8	117,37	130,1	120,82
2015	119,97	137,31	130,89	119,25	132,92	125,75

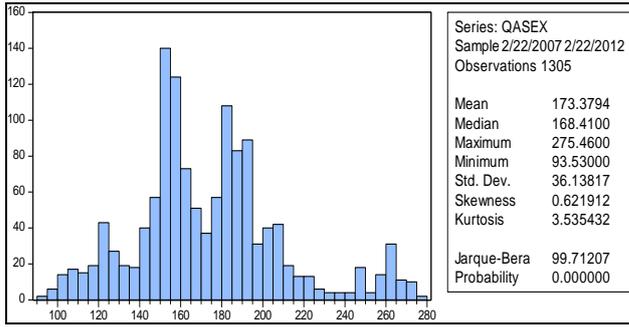
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

الملحق رقم (20): تطور الأصول الأجنبية البنوك المركزية في دول مجلس التعاون

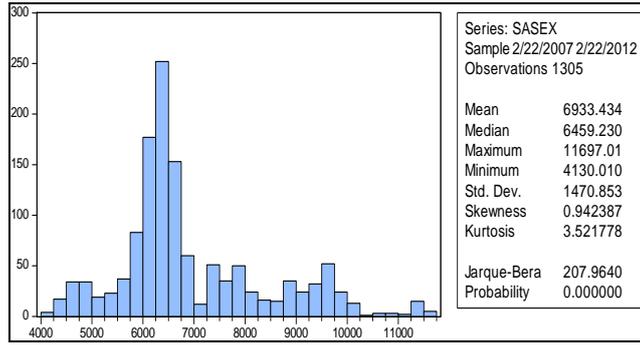


المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات المركز الإحصائي الخليجي

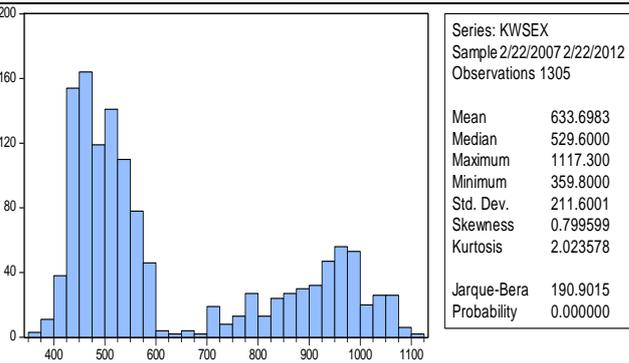
الملاحق رقم (21): الخصائص الإحصائية لمؤشرات الأسهم للبورصات الخليجية



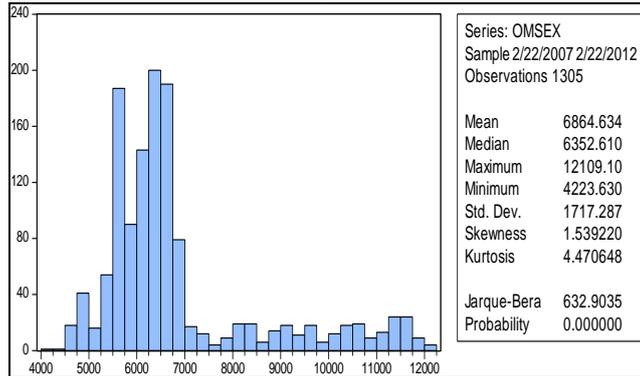
قطر



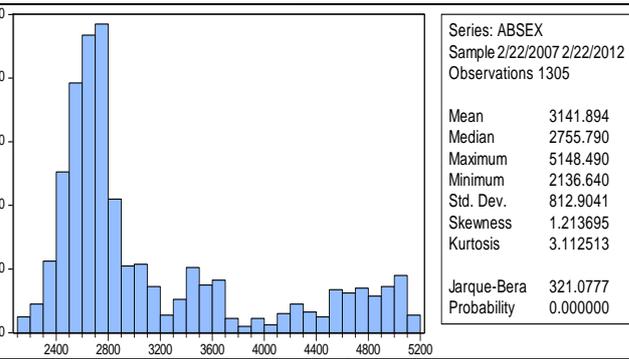
السعودية



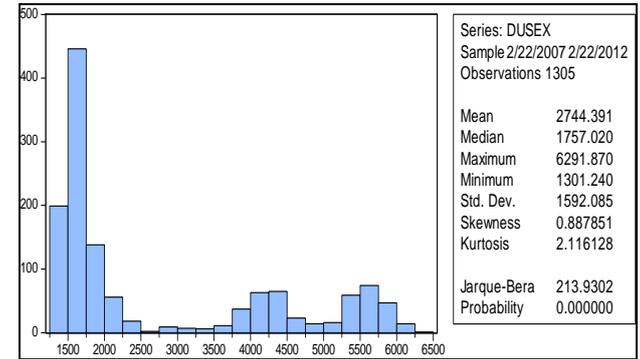
الكويت



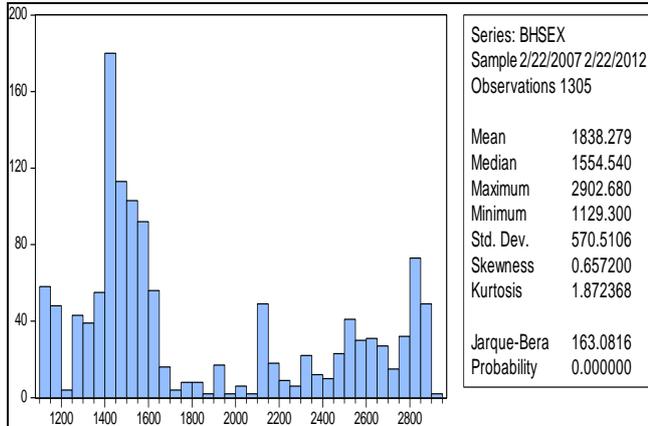
سلطنة عمان



أبو ظبي



دبي



البحرين

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الدراسة والبرنامج Eviews

الملحق رقم (22): نتائج تقدير نموذج الآثار المدمجة للبانل الساكن

Dependent Variable: SMI
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/12/17 Time: 22:01
 Sample: 2005 2014
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10868.96	1306.105	8.321661	0.0000
GDP	0.005125	0.002502	2.048016	0.0454
BM	-95.10943	21.88154	-4.346560	0.0001
EVI	-20.77853	5.824990	-3.567135	0.0008
OER	512.8755	326.3496	1.571552	0.1219
FDI	-0.119897	0.042785	-2.802299	0.0070
R-squared	0.623528	Mean dependent var		3470.669
Adjusted R-squared	0.588669	S.D. dependent var		3372.113
S.E. of regression	2162.707	Akaike info criterion		18.29075
Sum squared resid	2.53E+08	Schwarz criterion		18.50018
Log likelihood	-542.7225	Hannan-Quinn criter.		18.37267
F-statistic	17.88739	Durbin-Watson stat		0.980727
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews اعتمادا على بيانات الدراسة

الملحق رقم (23): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للبانل الساكن

Dependent Variable: SMI
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/12/17 Time: 21:55
 Sample: 2005 2014
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	65623.04	146704.2	0.447315	0.6566
GDP	-0.007873	0.003138	-2.508577	0.0155
BM	-37.47569	28.24726	-1.326702	0.1908
EVI	7.991687	6.391132	1.250434	0.2171
OER	-29510.47	72774.75	-0.405504	0.6869
FDI	-0.021406	0.046166	-0.463676	0.6449

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.828703	Mean dependent var		3470.669
Adjusted R-squared	0.793744	S.D. dependent var		3372.113
S.E. of regression	1531.458	Akaike info criterion		17.66997
Sum squared resid	1.15E+08	Schwarz criterion		18.05393
Log likelihood	-519.0991	Hannan-Quinn criter.		17.82016
F-statistic	23.70526	Durbin-Watson stat		1.834154
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews اعتمادا على بيانات الدراسة

الملحق رقم (24): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للبانل الساكن

Dependent Variable: SMI
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 01/12/17 Time: 21:57
 Sample: 2005 2014
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 60
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10868.96	924.8804	11.75175	0.0000
GDP	0.005125	0.001772	2.892184	0.0055
BM	-95.10943	15.49478	-6.138160	0.0000
EVI	-20.77853	4.124798	-5.037465	0.0000
OER	512.8755	231.0950	2.219327	0.0307
FDI	-0.119897	0.030297	-3.957373	0.0002

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		1531.458	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.623528	Mean dependent var	3470.669
Adjusted R-squared	0.588669	S.D. dependent var	3372.113
S.E. of regression	2162.707	Sum squared resid	2.53E+08
F-statistic	17.88739	Durbin-Watson stat	0.980727
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.623528	Mean dependent var	3470.669
Sum squared resid	2.53E+08	Durbin-Watson stat	0.980727

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews اعتمادا على بيانات الدراسة

الفهرس

الفهرس

IV.....	الإهداء.....
V.....	الشكر.....
VI.....	مستخلص البحث.....
VII.....	قائمة المحتويات.....
IX.....	قائمة الجداول.....
XI.....	قائمة الأشكال البيانية.....
XII.....	قائمة الاختصارات والرموز.....
XV.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	المقدمة العامة.....
ب.....	-الإشكالية الدراسة.....
ج.....	الفرضيات الدراسة.....
ج.....	المبررات اختيار الموضوع.....
ج.....	أهداف الدراسة.....
ج.....	VI. حدود الدراسة.....
د.....	VII. منهج الدراسة والأدوات المستخدمة.....
د.....	VII تقسيمات البحث.....
د.....	VIII مرجعية الدراسة.....
د.....	IX ملخص الدراسة.....
2.....	الفصل الأول: الأسواق المالية.....
2.....	مقدمة الفصل.....
3.....	المبحث الأول: التعريف بالأسواق المالية.....
3.....	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية.....
4.....	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.....
5.....	1-أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المالية.....
5.....	1-1- السوق النقدية.....
6.....	1-2- سوق رأس المال.....
6.....	2- أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول.....
6.....	2-1- السوق المنظمة (البورصة).....

7	2-2- الأسواق غير المنظمة (السوق الثانية).....
8	2-2-1- السوق الثالثة.....
8	2-2-2- السوق الرابعة.....
8	3- أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.....
9	3-1- السوق الأولية (أو سوق الإصدار).....
9	3-2- السوق الثانوية (أو سوق التداول).....
9	المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وأهميتها.....
10	1- وظائف سوق الأوراق المالية.....
10	1-1 الوظائف الرئيسية.....
10	1-2 أهم الوظائف الفنية.....
11	1-3 أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة.....
12	2- أهمية سوق الأوراق المالية.....
13	المطلب الرابع: شروط إنشاء بورصة الأوراق المالية.....
13	1- توفير مناخ استثماري ملائم.....
14	1-1- الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة.....
14	1-2- تشجيع القطاع الخاص.....
14	1-3- وجود عوائد معقولة لاستقطاب المدخرين.....
15	1-4- الانفتاح الكبير على الجمهور وتنوع الأدوات المالية.....
15	2- توفر حد أدنى من المتطلبات على المستوى الكلي.....
15	1-2 أن تكون هناك معدلات معتبرة في مستويات النمو الاقتصادي.....
15	2-2- الرفع في مستوى الدخل الحقيقي للأفراد.....
16	3- المتطلبات المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق الأوراق المالية.....
16	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.....
16	المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.....
17	1- حوالات الخزنة (أذونات الخزينة).....
17	2- شهادات الإيداع القابلة للتداول.....
18	3- الأوراق التجارية الاستثمارية.....

19.....	4-القبولات المصرفية.
20.....	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
20.....	1-أوراق ملكية.
20.....	1-1-الأسهم العادية
21.....	1-2-السندات.
22.....	2- الأوراق المهجنة.
22.....	2-1- الأسهم الممتازة.
23.....	2-3- شهادات الاستثمار
23.....	3-3- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي.
23.....	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة والمحددة للاستثمار في الأسواق المالية
23.....	1-درجة المخاطرة.
24.....	2-درجة السيولة:
24.....	3-معدل العائد
25.....	المبحث الثالث: قواعد تنظيمية في الأسواق المالية
25.....	المطلب الأول: أعضاء السوق
25.....	1-السماسرة.
25.....	1-1-السماسرة الوكلاء.
26.....	1-2- سماسرة الصالة.
26.....	2-تجار الأوراق المالية.
26.....	1-2- تجار الصالة.
27.....	2-2-تجار الطلبيات الصغيرة.
27.....	3-المتخصصون.
28.....	المطلب الثاني: أوامر البيع والشراء وأنواعها
28.....	1- التعريف بأوامر البيع والشراء.
28.....	2- أنواع أوامر البيع والشراء في الأسواق المالية.
29.....	1-2. تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس تحديد السعر.
29.....	2-2-تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس توقيت الأمر.
30.....	2-3-تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس الكمية.

30.....	4-2- تصنيف أوامر البيع والشراء على أساس الشروط المقترنة بالأمر.
30.....	المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية وأشكاله
30.....	1- المقصود بتسعير الأوراق المالية.
31.....	2- أشكال التسعير.
31.....	1-2. التسعير الدوري.
32.....	1-1-2 التسعير بالمناداة.
32.....	2-1-2. التسعير بالإدراج.
33.....	2-2 التسعير المستمر.
33.....	المطلب الرابع: التسوية والمقاصة ونقل الملكية
34.....	1- إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية في ظل نظام التداول المباشر.
34.....	2- إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية في ظل نظام التداول الإلكتروني.
35.....	1-1-2 الإجراءات المتبعة إذا كانت الأوراق المتداولة غير مقيدة في نظام الحفظ المركزي.
36.....	2-2- الإجراءات المتبعة إذا كانت الأوراق المتداولة مقيدة في نظام الحفظ المركزي.
36.....	المبحث الرابع: نظرية كفاءة الأسواق المالية
37.....	المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية
37.....	1- مفهوم كفاءة السوق المالية
38.....	2- شروط كفاءة السوق المالية
38.....	3- الكفاءة التامة والكفاءة الاقتصادية
38.....	1-1-3 الكفاءة التامة
39.....	2-2-3 الكفاءة الاقتصادية
39.....	المطلب الثاني: مستويات أو أشكال الكفاءة
40.....	1- الشكل الضعيف للكفاءة.
41.....	2- الشكل شبه القوي للكفاءة.
43.....	3- الشكل القوي للكفاءة.
43.....	المطلب الثالث: دور ومتطلبات السوق المالي الكفاء
43.....	1- بعض الأدوار للسوق المالي الكفاء:
44.....	1-1- الدور المباشر للسوق المالي الكفاء.
44.....	2-1- الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء.

44.....	2-متطلبات كفاءة السوق المالي.
44.....	2-1-الكفاءة الداخلية.
45.....	2-2- الكفاءة الخارجية.
46.....	خاتمة الفصل
48.....	الفصل الثاني: التكامل المالي
48.....	مقدمة الفصل
49.....	المبحث الأول : العولمة المالية
49.....	المطلب الأول: تعريف العولمة المالية.
49.....	1-ماهية العولمة المالية.
50.....	2-تطور ومراحل العولمة المالية.
51.....	2-1-مرحلة تدويل التمويل غيرالمباشر
51.....	2-2-مرحلة التحرير المالي(1980-1985)
52.....	2-3-مرحلة بداية ربط الأسواق المالية.
52.....	3-آثارومظاهر العولمة المالية.
52.....	3-1-آثارومظاهر العولمة المالية.
53.....	3-2-مظاهر العولمة المالية.
54.....	المطلب الثاني: اتجاهات العولمة المالية والسياسات الاقتصادية
54.....	1-اتجاهات العولمة المالية وكيفية القياس.
54.....	1-1.قياس العولمة المالية
55.....	1-1-1-ضوابط رأس المال
55.....	1-1-2-التدفقات المالية.
55.....	2-الأطراف الداعمة للعولمة المالية وعواملها.
55.....	2-1-العوامل الأساسية للعولمة المالية.
56.....	2-2. الأطراف ذات العلاقة والعولمة المالية
56.....	3-السياسات الاقتصادية والعولمة المالية.
58.....	المطلب الثالث: فوائد العولمة المالية ومخاطرها
58.....	1-فوائد العولمة المالية.
59.....	2-مخاطر العولمة المالية.

60	3-الأثر الايجابي للعوامة المالية.
61	المبحث الثاني: التحرير المالي.
61	المطلب الأول: ماهية التحرير المالي
61	1-التعريف بسياسة التحرير المالي.
62	2-بعض جوانب وشروط سياسة التحرير المالي.
62	1-2. جوانب التحرير المالي
63	2-2. شروط سياسة التحرير المالي
63	3-من الكبح المالي إلى التحرير المالي.
63	3-1-التحول من الكبح المالي إلى التحرير المالي:
65	3-2-2- جذور التحرير المالي
66	3-3-بعض مخاوف الدول النامية تجاه التحرير المالي.
66	المطلب الثاني: آثار التحرير المالي
67	1-التحرير المالي وبعض جوانب الاقتصاد الكلي،
67	1-1. الآثار المتعلقة بالنمو الاقتصادي
67	1-2- الآثار المتعلقة بتذبذب الاقتصاد الكلي.
67	1-3-مدى ارتباط المتغيرات الاقتصادية الكلية.
68	2-هيكل رأس المال وآثار التحرير المالي.
69	3-التحرير المالي والنمو الاقتصادي.
70	المطلب الثالث: إجراءات التحرير المالي وعلاقته بالأزمات.
70	1-تصنيف إجراءات التحرير المالي
71	1-1-الإجراءات على المستوى الداخلي.
71	2-2- الإجراءات الخارجية للتحرير المالي.
72	2-التحرير المالي والأزمات المالية.
74	المبحث الثالث: تكامل الأسواق المالية
74	المطلب الأول: ماهية تكامل أسواق رأس المال العربية.
74	1-تعريف تكامل وربط الأسواق المالية.
75	2-سمات تكامل أسواق رأس المال.
77	المطلب الثاني: دواعي تكامل الأسواق المالية

77	1-أهمية تكامل أسواق رأس المال
78	2-فوائد تكامل الأسواق المالية
80	3-دواعي اعتماد سياسة التكامل المالي بالإشراف Monitoring Integration
80	1-3. التكامل المالي وعدوى الأزمات
80	2-3. ضرورة اعتماد التكامل المالي بالإشراف
81	المطلب الثالث: بعض المتطلبات لتكامل أسواق رأس المال
81	1-ضرورة تنسيق التشريعات المالية
83	2-مطابقة بنية الأسواق المالية
84	المطلب الرابع: بعض النماذج القياسية المالية المتعلقة بتكامل الأسواق المالية
85	1-نموذج تسعير الأصول المالية CAPM
86	2-نموذج التسعير بالمراجعة
87	3-الانحدار المتعدد ومعاملات الارتباط
88	4-نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR
89	5-نموذج GARCH
92	6-طريقة التكامل المشترك في اختبار تكامل الأسواق المالية
93	خاتمة الفصل
96	الفصل الثالث: لمحة عن دول مجلس التعاون الخليجي
96	مقدمة الفصل
97	المبحث الأول: نظرة عن الأسواق المالية الخليجية
97	المطلب الأول البورصة الكويتية
101	المطلب الثاني: سوق مسقط للأوراق المالية
104	المطلب الثالث: سوق الأسهم السعودي
105	المطلب الرابع: السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة
105	1-سوق أبوظبي للأوراق المالية
109	2-سوق دبي للأوراق المالية
110	المطلب الخامس: سوق البحرين للأوراق المالية
111	المطلب السادس: سوق الدوحة للأوراق المالية
113	المبحث الثاني: نظرة حول دول مجلس التعاون الخليجي
113	المطلب الأول: العلاقات التجارية بين دول مجلس التعاون الخليجي
113	1-العلاقات التجارية بين دول مجلس

115	2-حجم التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي .
116	المطلب الثاني: بعض الحسابات الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي .
116	1-بعض الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي .
116	1-1-النتاج المحلي الإجمالي.
117	1-2-نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون .
118	1-3-مساهمة النشاطات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي.
118	2-بعض المتغيرات المالية والنقدية لدول مجلس التعاون الخليجي .
118	1-2-إجمالي أصول البنوك المركزية في دول مجلس التعاون .
119	2-2-رأس المال واحتياطيات البنوك في مجلس التعاون الخليجي .
121	2-3-عرض النقود في مجلس التعاون .
122	2-4-التضخم الخليجي العام .
123	المطلب الرابع: الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون .
123	1-تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر .
123	2-أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي .
124	3-بعض التدابير لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر في دول GCC .
125	4-قنوات تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو .
125	5-مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي .
127	المطلب الخامس: الأزمة المالية العالمية ودول مجلس التعاون الخليجي .
127	1-تعريف الأزمة المالية 2008 .
128	2-أهم محطات الأزمة المالية 2008 .
129	3-أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 .
130	4-آثار هذه الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العالمية .
130	1-4- آثار الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية العربية .
131	2-4- آثار الأزمة المالية العالمية 2008 على دول مجلس التعاون الخليجي .
131	5-مواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 .
134	المبحث الثالث: جهود دول مجلس التعاون نحو التكامل المالي .
134	المطلب الأول: مجلس التعاون الخليجي وأهم الاتفاقيات الاقتصادية المبرمة،
134	1-مجلس التعاون الخليجي .

- 134.....1-1-التعريف بمجلس التعاون الخليجي.
- 135.....2-1. أهداف مجلس التعاون الخليجي:
- 136.....2-أهم الاتفاقيات الاقتصادية المبرمة لدول مجلس التعاون.
- 138.....المطلب الثاني: الاتحاد النقدي والاتحاد الجمركي الخليجي.
- 138.....1-الاتحاد النقدي.
- 140.....2-الاتحاد الجمركي الخليجي.
- 141.....1-2. مفهوم الاتحاد الجمركي لدول المجلس.
- 142.....2-2. أسس الاتحاد الجمركي لدول المجلس.
- 142.....3-2. الآثار الاقتصادية المتوقعة لقيام الاتحاد الجمركي لدول المجلس.
- 143.....4-2-الدول الخليجية بين الاتحاد الجمركي ومنظمة التجارة العالمية.
- 144.....خاتمة الفصل
- 146.....الفصل الرابع: دراسة التكامل المتزامن بين البوصات الخليجية وفق أسلوب السلاسل الزمنية.
- 146.....مقدمة الفصل
- 147.....المبحث الأول: تقديم الاختبارات القياسية المستعملة
- 147.....المطلب الأول: اختبارات الاستقرار واختبار السببية لغرانجر
- 147.....1-اختبارات جذر الوحدة
- 147.....1-1. اختبار ديكي- فولر (1979)Dickey-Fuller (DF)
- 148.....2-1. اختبار ديكي-فولر الموسع (1981)Dickey-Fuller-Augmenté(ADF)
- 148.....2- التعريف باختبار السببية لغرانجر
- 149.....المطلب الثاني: منهجية التكامل المشترك
- 149.....1- تعريف التكامل المشترك
- 149.....2- شروط التكامل المشترك
- 150.....3- اختبارات التكامل المشترك
- 151.....1-3. اختبار التكامل المشترك بطريقة انجل- غرانجر (1987) ENGLE-GRANGER (E-G)
- 152.....2-3. اختبار التكامل المشترك لجوهانسن JOHANSEN CO-INTEGRATION TEST
- 153.....1-2-3 اختبار الأثر Trace Tests:
- 153.....2-2-3 اختبار القيمة الذاتية العظمى λ_{MAX} :
- 154.....المبحث الثاني: دراسة التكامل المتزامن بين أسعار أسهم البورصات الخليجية

- المطلب الأول : الارتباط بين أسعار أسهم محافظ السوق وعوائدها بالبورصات الخليجية 154
- 1- الارتباط بين أسعار أسهم محافظ السوق بالبورصات الخليجية: 154
- 2- الارتباط بين عوائد أسعار الأسهم بالبورصات الخليجية: 155
- المطلب الثاني: اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة 156
- 1- نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار أسهم البورصات الخليجية 156
- 2- نتائج اختبار وجود علاقة سببية بين عوائد محافظ السوق للبورصات الخليجية 157
- المطلب الثالث : اختبار التكامل المشترك بين أسعار أسهم البورصات الخليجية 159
1. عرض تطور مؤشرات الأسهم وعوائدها للبورصات الخليجية خلال فترة الدراسة 159
- 2- اختبارات الاستقرار للبورصات المدروسة 160
- 2- نتائج اختبار التكامل المشترك بين البورصات الخليجية خلال فترة الدراسة 162
- 2-1 نتائج اختبار الأثر 162
- 2-2 نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى 163
- المبحث الثالث: دراسة التكامل المتزامن للمتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار أسهم البورصات الخليجية 164
- المطلب الأول: دراسة الاستقرار للسلاسل الزمنية قيد الدراسة. في مستوياتها الأصلية 164
- 1- دراسة وصفية لبيانات السلاسل الزمنية 164
- 2- اختبار ADF للسلاسل الزمنية قيد الدراسة 166
- 2-1. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة الكويت 166
- 2-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة سلطنة عمان: 166
- 3-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة البحرين 167
- 4-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية للمملكة العربية السعودية 168
- 5-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية للإمارات العربية المتحدة: 169
- 6-2. اختبار ADF للسلاسل الزمنية لدولة قطر 170
- المطلب الثاني: دراسة الاستقرار. للفروقات من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية قيد الدراسة مع التكامل المشترك لانجل غرانجر 171
- 1- الاستقرار للفروقات من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية قيد الدراسة 171
- 1-1. دراسة وصفية لبيانات السلاسل الزمنية 171
- 2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات المتغيرات قيد الدراسة مع التكامل المشترك 173
- 1-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك لانجل غرانجر لدولة الكويت.. 173

173	1-1-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية لدولة الكويت
173	2-1-2-1. منهجية التكامل المشترك لأنجل غرانجر-الكويت
175	2-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة سلطنة عمان
175	1-2-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة
176	2-2-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر لسلطنة عمان
177	3-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة البحرين
177	1-3-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة لدولة البحرين نتائج الاختبار على السلاسل الزمنية :
177	2-3-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر لدولة البحرين
179	4-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة المملكة العربية السعودية
179	1-4-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة للسعودية
180	2-4-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر للمملكة العربية السعودية
180	5-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة الإمارات العربية المتحدة
180	1-5-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة لدولة الإمارات
181	2-5-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر لدولة الإمارات
182	6-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) للفروقات مع التكامل المشترك انجل غرانجر لدولة قطر
182	1-6-2-1. اختبار ديكي فلر المطور (ADF) لفروقات السلاسل الزمنية قيد الدراسة لدولة قطر
183	2-6-2-1. منهجية التكامل المشترك لانجل غرانجر لدولة قطر
185	خاتمة الفصل
187	الفصل الخامس: دراسة محددات تكامل البورصات الخليجية في ظل بيانات البائل
187	مقدمة الفصل
188	المبحث الأول مدخل لتحليل بيانات البائل والنماذج المستخدمة في الدراسة
189	المطلب الأول : التحليل الساكن لبيانات البائل
190	1-نموذج الانحدار المدمج Pooled Regression Model

190	..... Fixed Effects Model. الآثار الثابتة. نموذج
193	..... Random Effects Model. الآثار العشوائية. نموذج
196	..... Dynamic Panal المطلب الثاني: البائل الديناميكي
196	..... 1-دراسة الاستقرار في ظل بيانات البائل
197	..... 2-اختبار التكامل المشترك لبيانات البائل
197	..... 1-2. اختبار بدروني للتكامل المشترك:
198	..... 2-2. اختبار كاو للتكامل المشترك:
200	..... 3-نموذج تصحيح الخطأ في ظل بيانات البائل
	المبحث الثاني: اختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في البورصات الخليجية في ظل
203	..... بيانات البائل الساكن
203	..... المطلب الأول: تحليل نتائج التقدير في ظل بيانات البائل الساكن (مدمجة، ثابتة وعشوائية)
204	..... المطلب الثاني: اختبار هوسمن للمفاضلة بين نمودي الآثار الثابتة والعشوائية
205	..... المطلب الثالث: اختبار وولد WALT
	المبحث الثالث: اختبار التكامل المتزامن بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم للبورصات الخليجية في ظل
207	..... بيانات البائل الديناميكي
207	..... المطلب الأول : دراسة استقرارية لمتغيرات الدراسة
207	..... 1-اختبارات الاستقرارية لمتغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية
208	..... 1-1. استقرارية مؤشر سوق الأسهم
209	..... 2-1. استقرارية الناتج المحلي الإجمالي
209	..... 3-1. استقرارية عرض النقود بالمفهوم الواسع
210	..... 4-1. استقرارية مؤشر حجم الواردات
210	..... 5-1. استقرارية مؤشر حجم الصادرات
211	..... 6-1. استقرارية معدل سعر الصرف الرسمي.
211	..... 7-1. استقرارية الاستثمار الأجنبي المباشر
212	..... 8-1. استقرارية معدل الفائدة:
212	..... 2. اختبارات الاستقرارية لفروقات الدرجة الأولى لمتغيرات الدراسة
213	..... المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك لبيانات البائل ونموذج البائل الديناميكي
213	..... 1-اختبار بدروني للتكامل المشترك.

213	2-اختبار كاو للتكامل المشترك
214	الجدول (5-7): نتائج اختبار كاو للتكامل المشترك
214	3-البائل الديناميكي بطريقة MCO
215	المطلب الثالث: نموذج تصحيح الخطأ ECM
216	1. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) والنتاج المحلي الإجمالي (GDP):
216	2. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) وعرض النقود بالمفهوم الواسع (BM)
216	3. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI):
217	4. نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومؤشر حجم الواردات (IVI):
217	5- نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومؤشر حجم الصادرات (EVI):
217	6- نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومعدل سعر الصرف الرسمي (OER):
217	7- نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم (SMI) ومعدل الفائدة (LI):
218	خلاصة الفصل
221	الخاتمة
227	قائمة المراجع
240	الملاحق
241	الملحق رقم (01):
241	الملحق رقم (02):
241	الملحق رقم (03):
242	الملحق رقم (04):
242	الملحق رقم (05):
242	الملحق رقم (06):
243	الملحق رقم (08):
243	الملحق رقم (09):
244	الملحق رقم (10):
244	الملحق رقم (11):
244	الملحق رقم (12):
245	الملحق رقم (13):
245	الملحق رقم (14):
245	الملحق رقم (15):
246	الملحق رقم (16)
246	الملحق رقم (17):

246	:الملحق رقم (18)
247	:الملحق رقم(19)
247	:الملحق رقم (20)
248	:الملحق رقم(21)
249	:الملحق رقم (22)
249	:الملحق رقم (23)
250	:الملحق رقم (24)
252	الفهرس