

جامعة 8 ماي 1945

قالممة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

تكامل الأسواق المالية وتأثيره على القطاع المالي

دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي (2003-2013)

تحت إشراف الأستاذة:

الدكتورة عديلة مريميت

من إعداد الطالبة:

أميرة سهيلي

السنة الجامعية 2016/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

فَللَّهِ أَكْبَرُ مَا شَاءَ اللَّهُ عَسَىٰ أَنْ يَأْتِيَكُمُ الْفِتْنَةُ عَظِيمًا
فَبِذَلِكَ يُبَيِّنُ اللَّهُ لَكُمُ الْآيَاتِ الْكُرَّةِ وَاللَّعْنَةُ عَلَىٰ الْمُرْجُونَ

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمَ

شكر وعرفان

قال الله تعالى: " فاذكروني أذكركم وأشكروني ولا تكفرون "

سورة البقرة الآية 152

أستعين في كل هذا بالله وأتوكل عليه وأسأله التوفيق والسداد لما فيه الخير
والرشاد

أستاذتي المشرفة الدكتورة "مريمت عديلة" لك مني أسمي عبارات الشكر
والتقدير والاحترام على مراجعتك وتوجيهاتك وملاحظاتك ونصائحك القيمة
لبحثي هذا

و أتقدم أيضا بالشكر الخالص لدكتورة "عمرعبد سامية"

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى أعضاء اللجنة الموقرة على قراءتهم لهذا
العمل ومناقشته

في الأخير أتقدم بتحية خالصة لكل من يفتح المذكرة لاستقطاب المعلومات
التي تحتويها للانتفاع بها

شكرا

الإهداء

الحمد لله الذي يسر لي سبيلا لم يكن دون عونه أن أجده وأثابر السير فيه

فله بذلك الحمد والمنة

إلى الوالدين الكرمين

إلى إخوتي دفي البيت وسعاده

إلى أحبتي، أصدقائي وزملائي.

أميرة

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العناوين
	شكر وتقدير
	الإهداء
II	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
أ-ح	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للقطاع المالي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: البنوك
03	المطلب الأول: ماهية البنوك
03	الفرع الأول: نشأة البنوك
04	الفرع الثاني: مفهوم البنوك
05	المطلب الثاني: أهداف البنوك
05	الفرع الأول: الربحية
05	الفرع الثاني: السيولة
05	الفرع الثالث: الأمان
06	المطلب الثالث: أنواع البنوك ووظائفها

فهرس المحتويات

08	الفرع الأول: البنوك المركزية
08	أولاً: مفهوم البنك المركزي
09	ثانياً: وظائف البنك المركزي
09	الفرع الثاني: البنوك التجارية
10	أولاً: مفهوم البنوك التجارية
10	ثانياً: وظائف البنوك التجارية
12	المبحث الثاني: الأسواق المالية
12	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية
12	الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية
13	الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
14	المطلب الثاني: أقسام السوق المالية ووظائفها
14	الفرع الأول: أقسام السوق المالي
15	أولاً: أسواق رأس المال
17	ثانياً: السوق النقدي
18	الفرع الثاني: وظائف السوق المالي
18	أولاً: تشجيع الادخار
19	ثانياً: المساعدة في التمويل
19	ثالثاً: المساهمة في تمويل خطط التنمية
19	رابعاً: توفير وسيلة للشركات لترويج أسهمها وزيادة رأسمالها
19	خامساً: توفير آلية تسعير
20	سادساً: الحد من معدلات التضخم
20	سابعاً: الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية
22	المطلب الثالث: القيم المتداولة في السوق المالي
22	الفرع الأول: الأوراق المالية التقليدية

فهرس المحتويات

22	أولاً: أدوات الملكية
22	ثانياً: أدوات المديونية
23	الفرع الثاني: المشتقات المالية
24	أولاً: العقود المستقبلية
24	ثانياً: العقود الآجلة
24	ثالثاً: عقود المبادلة
25	رابعاً: عقود الخيارات
26	المبحث الثالث: المؤسسات المالية الأخرى
26	المطلب الأول: شركات التأمين
26	الفرع الأول: ماهية شركات التأمين
26	أولاً: تعريف شركات التأمين
27	ثانياً: دور شركات التأمين
28	الفرع الثاني: مميزات شركات التأمين
29	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار
29	الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار
29	الفرع الثاني: أهداف صناديق الاستثمار
30	المطلب الثالث: صناديق الادخار
32	خلاصة الفصل
33	الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لتكامل الأسواق المالية
34	تمهيد
35	المبحث الأول: أساسيات حول تكامل الأسواق المالية
35	المطلب الأول: مفهوم عولمة الأسواق المالية
36	المطلب الثاني: ماهية تكامل الأسواق المالية
36	فرع الأول: مفهوم تكامل الأسواق المالية

فهرس المحتويات

38	فرع الثاني: الحدودى الاقتصادية لعملية تكامل الأسواق المالية
39	المطلب الثالث: تجارب تكامل بين البورصات عبر العالم
45	المبحث الثاني: آليات وأهداف عملية تكامل الأسواق المالية
45	المطلب الأول: أساليب و نماذج تكامل الأسواق المالية
45	الفرع الأول: أساليب تكامل الأسواق المالية
45	أولاً: منصة التداول المشترك
46	ثانياً: العضوية المقابلة
48	ثالثاً: إدراج الشركات المشترك
49	الفرع الثاني: نماذج تكامل الأسواق المالية
51	المطلب الثاني: آليات تنفيذ التكامل بين البورصات
52	المطلب الثالث: فوائد وعوائق تكامل الأسواق المالية
52	الفرع الأول: فوائد تكامل الأسواق المالية
53	الفرع الثاني: عوائق تكامل الاسواق المالية
53	أولاً: القيود المالية في البورصات
54	ثانياً: القيود المعلوماتية في البورصات
54	ثالثاً القيود التنظيمية في البورصات
55	المبحث الثالث: الآثار المترتبة عن عملية تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي
55	المطلب الأول: تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المصرفي
55	الفرع الأول: تغيير هيكل الخدمات المصرفية
56	الفرع الثاني: التحول إلى البنوك الشاملة
56	الفرع الثالث: تنوع النشاط المصرفي والإتجاه نحو التعامل بالمشتقات المالية
56	الفرع الرابع: تزايد المنافسة في السوق المصرفية
56	الفرع الخامس: الإندجات المصرفية
57	فرع السادس: تزايد حدوث الأزمات بالبنوك

فهرس المحتويات

57	الفرع السابع: إضعاف قدرات البنوك المركزية عن التحكم في السياسة النقدية
57	الفرع الثامن: انتشار عمليات غسل الأموال
58	المطلب الثاني: تأثير تكامل الأسواق المالية على السوق المالي المحلي
60	المطلب الثالث: تأثير تكامل الأسواق المالية على شركات التأمين وصناديق الاستثمار
60	الفرع الأول: تأثير الأسواق المالية على شركات التأمين
61	الفرع الثاني: تأثير الأسواق المالية على صناديق الاستثمار
62	خلاصة الفصل
63	الفصل الثالث: دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي
64	تمهيد
65	المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية
65	المطلب الأول: مبررات اختيار فترة ومكان الدراسة
65	الفرع الأول: مبررات اختيار فترة الدراسة
65	الفرع الثاني: مبررات اختيار مكان الدراسة
66	الفرع الثالث: المناهج المتبعة
66	المطلب الثاني: متغيرات الدراسة ومصادر البيانات
66	الفرع الأول: متغيرات الدراسة
67	الفرع الثاني: مصادر البيانات
68	المطلب الثالث: تحديد نموذج تحليل الإنحدار
71	المبحث الثاني: التعريف بمجلس التعاون الخليجي
71	المطلب الأول: نشأة وتطور مجلس التعاون الخليجي
73	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق الخليجية المشتركة
73	الفرع الأول: المجلس الأعلى
73	أولاً: الهيئة الإستشارية للمجلس الأعلى
73	ثانياً: هيئة تسوية المنازعات

فهرس المحتويات

73	الفرع الثاني: المجلس الوزاري
73	الفرع الثالث: الأمانة العامة
74	المطلب الثالث: أهداف مجلس التعاون الخليجي
76	المبحث الثالث: دراسة تحليلية وقياسية لتأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي (2003-2013)
76	المطلب الأول: تحليل واقع القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي (1995-2014)
76	الفرع الأول: البنوك
76	أولاً: إجمالي البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء
77	ثانياً: جنسية البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء
78	الفرع الثاني: الأسواق المالية
78	أولاً: إجمالي عدد شركات المساهمة المدرجة بسوق المال
80	المطلب الثاني: تحديد نموذج تحليل الانحدار
81	الفرع الأول: مصفوفة الإرتباط المشترك لمؤشرات بورصات دول مجلس التعاون الخليجي
81	الفرع الثاني: تقدير و إختبار النموذج
99	المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج
99	الفرع الأول: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المصرفي لدول مجلس التعاون الخليجي
99	أولاً: النتائج المتعلقة بالانتماء المحلي
100	ثانياً: النتائج المتعلقة بالسيولة المحلية
100	الفرع الثاني: تحليل و تفسير النتائج المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على الأسواق المالية المحلية لدول مجلس التعاون الخليجي
100	أولاً: النتائج المتعلقة بالقيمة السوقية
101	ثانياً: النتائج المتعلقة بحجم التداول
107	خلاصة الفصل

فهرس المحتويات

108	الخاتمة العامة
113	قائمة المراجع
120	قائمة الملاحق

فهرس الأشكال والمجداول

فهرس الأشكال

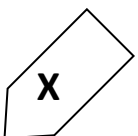
فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
07	أنواع وتقسيمات البنوك	(1-1)
18	هيكل السوق المالي	(2-1)
21	أهم وظائف السوق المالي في الاقتصاد الوطني	(3-1)
39	تأثير تكامل الأسواق المالية على النمو الاقتصادي	(1-2)
74	إجمالي البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء (1995-2014)	(1-3)
75	جنسية البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء (1995-2014)	(2-3)
76	إجمالي عدد شركات المساهمة المدرجة بأسواق المال (2008-2014)	(3-3)
77	إجمالي رؤوس أموال شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني مجلس التعاون (1995-2014)	(4-3)

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
23	الفرق بين الأسهم والسندات	(1-1)
48	الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي	(1-2)
66	المؤشرات المستخدمة في الدراسة	(1-3)
80	مصفوفة الارتباط المشترك لمؤشرات بورصات دول مجلس التعاون الخليجي	(2-3)
81	تقدير نماذج دولة الإمارات وفق طريقة المربعات الصغرى	(3-3)
84	تقدير نماذج دولة البحرين وفق طريقة المربعات الصغرى	(4-3)
87	تقدير نماذج دولة السعودية وفق طريقة المربعات الصغرى	(5-3)
90	تقدير نماذج دولة عمان وفق طريقة المربعات الصغرى	(6-3)
93	تقدير نماذج دولة قطر وفق طريقة المربعات الصغرى	(7-3)
96	تقدير نماذج دولة الكويت وفق طريقة المربعات الصغرى	(8-3)
105	القطاع المالي في دول مجلس التعاون الخليجي	(9-3)

فهرس الجداول



المقدمة العامة

المقدمة العامة:

إن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهوناً بمدى فعالية ونجاعة النظام المالي للدولة، ومدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة، وقدرته على تجميع فوائض دخول مختلف القطاعات. حيث أن التطورات التي شهدتها الأسواق المالية الدولية الرئيسية منذ عقد الثمانينات من القرن الماضي، من أكثر التغيرات أثرًا على النظام المالي والنقدي، وقد تجلّت تلك التغيرات في ضخامة حجم التدفقات المالية الدولية، والتي غيرت جذرياً مصادر التمويل المحلي والدولي على حد سواء، إذ تحولت تلك الأسواق بفعل هذه التغيرات إلى مظاهرة استثمارية وتضاربية يسودها فيض واسع الانتشار من تلك التدفقات، ويصاحبه إشتداد حدة المنافسة بين المتعاملين فيها، وأنتج ذلك نموًا كبيرًا في إجمالي الاستثمارات المحفظة الدولية وإيضاً الصبغة العالمية للأسواق المالية وتعاضم درجة تكاملها.

وإنجته الأسواق المالية الدولية الرئيسية نحو عملية التكامل، بعد ما حققت مكاسب كبيرة علي مستوى الاقتصاد الوطني، من خلال وظيفتها الأساسية في حشد المدخرات المحلية والفوائض المالية الأخرى، وتوجيهها نحو المستثمرين والمقترضين المحليين فأسهمت بشكل كبير في تمويل القطاع الاقتصادي، وبذلك فهي تعطي للنمو الاقتصادي دفعة قوية نحو الأمام.

وهناك العديد من العوامل التي سارعت وساعدت على توجه تلك الأسواق نحو التكامل، فبعد أن زادت رغبة الأفراد والشركات المحلية في التوجه نحو الأسواق المالية الدولية لغرض تنويع محافظهم الاستثمارية سعياً وراء تحسين عوائدهم وتجزئة المخاطر التي يتعرضون إليها، ظهر التوجه نحو العالمية في عمل الأسواق المالية وعملياتها، وقد دعمت الاقتصاديات المتقدمة ذلك التوجه من خلال إحداث تغييرات هيكلية وجذرية في أسواقها المالية لغرض جذب أكبر قدر ممكن من المدخرات العالمية والاستفادة منها في توجيه نشاطها الاقتصادي. حيث قامت بإعادة هيكلة قطاعها المالي والإتجاه نحو التحرير المالي بإلغاء القيود على تحركات كافة رؤوس الأموال، فضلاً عن إعادة هيكلة القطاع النقدي والمصرفي وتغيير عمل المؤسسات المالية وعملياتها، إلى جانب تطوير الأدوات المالية التي تستخدمها الأسواق المالية، وذلك بإحداث الكثير من الابتكارات في مجال الأوراق المالية التي تقوم بجذب الفوائض المالية المحلية والدولية، وقد رافق ذلك تحولات واسعة في مجال الإتصالات الإلكترونية والتكنولوجية ساعدت على التوجه نحو تكامل الأسواق المالية.

إشكالية الدراسة

لا تزال فكرة تكامل الأسواق المالية تثير جدلاً واسعاً بين المشجعين لتبنيها، وذلك لما تعكسه من آثار إيجابية وذلك بتنشيطها للأسواق المالية وحشد المدخرات الأجنبية وتمويلها لمختلف المؤسسات المالية، وبين معارضين للفكرة وذلك لإنطوائها على العديد من المخاطر أهمها حدة المنافسة وعدوى الأزمات المالية.

وبناء على ما سبق فإن السؤال الجوهرى الذى تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالى:

ما مدى تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالى لدول مجلس التعاون الخليجى؟

تندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية ثلاث إشكاليات فرعية و هى كما يلي:

- ما القصد بالقطاع المالى؟
- ما هو تكامل الأسواق المالية؟
- ما مدى ترابط الأسواق المالية لدول مجلس التعاون؟
- ما هو تأثير التكامل بين بورصات مجلس التعاون الخليجى على القطاع المالى بالدول الأعضاء؟

فرضيات الدراسة

بعد صياغة إشكالية هذه الدراسة، ووضع الأسئلة الفرعية لها يمكن صياغة بعض الفرضيات التى تعتبر إجابات مسبقة لإشكاليات الدراسة، والتى تم صياغتها كما يلي:

- القطاع المالى عبارة عن مجموعة من المؤسسات متمثلة فى المصارف والأسواق المالية والتى تتعامل فى نشاطها الرئيسى برؤوس الأموال؛
- تكامل الأسواق المالية هو إنشاء كتل بين مجموعة من الدول حيث يسمح هذا الأخير بتداول رؤوس الأموال خارج الحدود الوطنية والاستثمار بالدول الأخرى؛
- تجمع دول مجلس التعاون الخليجى علاقة طردية قوية، نظرا للخصائص المشتركة التى تجمعها وتمثلها هيكل اقتصادياتها؛
- يؤثر تكامل الأسواق المالية إيجابا على نشاط المصارف وكذا الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجى حيث يمكن قياس هذا التأثير كميًا من خلال العديد من المؤشرات.

أهمية الدراسة

تظهر أهمية هذه الدراسة من خلال عدة إعتبارات أهمها إعتبارات مرتبطة بالفوائد والمزايا المرتبطة بالعملية التكاملية، خاصة وإن نجاح التجربة الأوروبية فى مجال التكامل أعطت دفع للعديد من التكتلات الاقتصادية للقيام بهذه الخطوة.

كما تتبع أهمية الدراسة من أهمية تجربة التكامل بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي التي إنطلقت منذ أكثر من عقد. وهي تعتبر الخطوة الأولى من نوعها على مستوى العالم العربي وعلى مستوى الدول النامية بصفة عامة.

إن دراسة تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي تنطوي على أهمية كبيرة كونها تعزز مسار الوحدة النقدية إذ هناك علاقة وثيقة بين مدى التطور في الأسواق المالية وزيادة نشاط المؤسسات المالية وبالتالي الزيادة في معدلات النمو الاقتصادي. وعلى هذا فأهمية البحث تكمن في أهمية دراسة البورصات الخليجية ومدى إرتباطها كآلية تهدف لتحقيق التكامل المالي الخليجي والعربي وزيادة التدفقات المالية العربية ولهذا كله وقع الإختيار على هذا الموضوع خاصة وأن موضوع الدراسة من المواضيع الحديثة في الدول العربية على الرغم من قدمه في الاقتصاديات المتقدمة.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي إلى:

- التعريف بالقطاع المالي من خلال مؤسساته المختلفة من مصارف وأسواق مالية وكذا المؤسسات المالية غير المصرفية والتمثلة في شركات التأمين وصناديق الاستثمار وكذا الادخار؛
 - دراسة ظاهرة العوالة المالية وما نجم عنها من تكامل الأسواق المالية؛
 - محاولة قياس أثر تكامل الأسواق المالية الخليجية الست (الإمارات، البحرين، السعودية، عمان، قطر، الكويت) من خلال إنشاء مجلس التعاون الخليجي على القطاع المالي بهذه الدول.
- كما تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الأثر الذي يمكن أن يحدثه تكامل البورصات في تدعيم القطاع المالي من خلال :
- إيجاد صيغ يمكن أن تساعد في تكامل بين البورصات، لتوفر بذلك قنوات تشجع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول؛
 - إبراز أثر تكامل البورصات وخاصة بورصات الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي في النهوض بالاقتصاديات تلك الدول وتحقيق ما يسمى بالإعتماد الجماعي على الذات في تمويل القطاع المالي.

أسباب إختيار الموضوع

يعود إختيار هذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:

- علاقة موضوع البحث بالتخصص؛

- كون الموضوع يكتسي أهمية بالغة على الصعيد القومي والعربي، وضرورة إيجاد مدخل لتكامل الأسواق المالية عربياً؛
- محاولة إيجاد سبل يمكن أن تنتهجها البورصات للتخلص من عوائقها (صغر الحجم وضيق نطاق) للعب دوراً فاعلاً في عملية تنمية اقتصادياتها؛
- الأهمية التي تكتسيها عملية التكامل بين البورصات العربية في الوقت الذي تعصف به العولمة الاقتصادية والمالية خصوصاً كل دول العالم؛
- اهتمامنا بدعم وجود أي عمل عربي مشترك فاعل من شأنه دعم قيام التكامل المالي العربي، يلي من خلاله تطلعات الشعوب العربية.

المناهج المتبعة وأدوات تحليل البيانات

للإجابة على الإشكالية، وإثبات صحة أو خطأ الفرضيات تمت الإستعانة بالمنهج التاريخي للتعرف على أهم المحطات التي مر بها تطور القطاع المالي ومجلس التعاون الخليجي وكذا البحث في تسلسل الأحداث الماضية والتي شكلت الآن الحاضر. وسيتم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع، ويمكن من توضيح الجوانب النظرية للدراسة، حيث يهتم بتجميع البيانات والمعلومات، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالقطاع المالي، تكامل الأسواق المالية وتحليل العلاقة التي تربطهما. كما سيتم إتباع المنهج القياسي في الجانب التطبيقي من الدراسة، بإستخدام الطرق الإحصائية القياسية والوسائل الرياضية لإختبار مدى إرتباط الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، وقياس مدى تأثير تكامل الأسواق المالية على قطاعها المالي.

أدوات الدراسة:

- لإختبار فرضيات الدراسة وتحليل العلاقة المشار إليها سابقاً، إعتمدت هذه الدراسة على مجموعة من الأدوات التحليلية كما يلي:
- مؤشرات الأسواق المالية للدول الأعضاء بمجلس التعاون لقياس مدى إرتباطها ببعضها البعض.
- نموذج الإنحدار البسيط لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة.
- الجداول، الأشكال والمنحنيات البيانية.
- جدول ستيودنت، وجدول فيشر.



- بعض البرمجيات: Microsoft office Excel 2010 لحساب النسب، Eviews8 لتقدير نموذج الإنحدار البسيط.

الدراسات السابقة

- في حدود ما تم الإطلاع عليه، تناول موضوع الربط بين الأسواق المالية العربية في الرسائل التالية:
- **دراسة بن دحان الياس الأزهر(2013):** عن أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية حيث تناولت دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي. وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن تفعيل التكامل بين البورصات العربية من شأنه أن يسهل إنسياب الأموال داخل الوطن العربي ما يشجع على قيام استثمارات عربية مشتركة يقودها القطاع الخاص بدعم التعاون بين الدول العربية في مختلف المجالات وتشكل البداية الأساسية لقيام التكامل الاقتصادي العربي.
 - **رشام كهينة (2009):** مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أنه يجب العمل في سبيل إيجاد قنوات ومنافذ لتحقيق الترابط والاندماج البيئي بين الأسواق المالية وصولاً إلى سوق مالية موحدة أو مترابطة على الأقل في المرحلة الأولى تساهم في تشجيع حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الدول، بالإضافة إلى استعادة الأموال العربية المستثمرة في الخارج، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، ومواجهة المتغيرات الدولية المعاصرة التي تضع العديد من التحديات أمام الدول العربية للخروج من سيطرة الإعتبارات القطرية، خاصة أنها تملك من مقومات التكامل والتوحد ما لا يملكه غيرها.
 - **عمر عبدة سامية (2004):** مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط قوية نسبياً بين الأسواق المالية الخليجية والأسواق المالية العالمية خلال فترة الدراسة.

التوثيق العلمي:

- لتغطية مختلف جوانب الموضوع وإثراء الدراسة، تم الاعتماد على ما يلي:
- البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للدراسة من خلال مجموعة من الكتب، والتي تعرضت إلى جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ومجموعة الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة والمؤتمرات وعدد من الرسائل العلمية.
 - في الجانب التطبيقي تم الاعتماد على مواقع الأنترنت، خاصة المواقع الرسمية للأسواق المالية للعينة المدروسة والبيانات المالية والإحصائيات اللازمة لفترة الدراسة.

شرح المصطلحات:

- **القطاع المالي:** يشكل القطاع المالي قطاعا وسيطا يساهم في جمع وتخصيص الموارد المالية بشكل فعال. كما أن هذا القطاع يساهم في التنمية الاقتصادية من خلال ربحيته وقدرته على خلق فرص عمل.
 - **الأسواق المالية:** هي مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع ذات الفائض إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى ذات عجز، وذلك من خلال السياسات المرسومة لتلك المؤسسات في خدمة أهداف المجتمع التنموية والاقتصاد القومي.
 - **العولمة المالية:** الناتج الأساسي لعمليات التحرير والإفئاح الماليين مما أدى بتكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال فأصبحت التدفقات المالية في تزايد وإنتشار لتصب في أسواق المال العالمية.
 - **تدويل الأسواق المالية:** إفتتاح السوق المالي لتصبح سوق تتداول أوراقها مالية في الأسواق العالمية، وفي نفس الوقت تكون مستقطبة لرؤوس أموال عالمية.
 - **تكامل الأسواق المالية:** يشير إلى الوضعية التي من خلالها يمكن للمستثمرين في بلد ما، من بيع وشراء الأسهم والأوراق المالية مصدرية في بلد آخر دون قيود وبنفس السعر تقريبا، آخذا أسعار الصرف بعين الإعتبار.
- هيكل الدراسة**

- بغية تحقيق الأهداف المرجوة وإختبار الفرضيات تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، كل فصل مقسم إلى ثلاثة مباحث حيث:
- **الفصل الأول:** خصص هذا المبحث للتعرف على القطاع المالي والمؤسسات المالية المكونة له، حيث تطرق إلى كل من البنوك والأسواق المالية من حيث مفهومها وأقسامها، وكذا تناول المؤسسات المالية الغير مصرفية والمتمثلة في شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق الادخار.
 - **الفصل الثاني:** خصص هذا المبحث للتعريف بتكامل الأسواق المالية، من خلال التطرق إلى أساسيات عملية تكامل الأسواق المالية كذا دراسة الآليات والسبل التي تنتهج للقيام بهذه العملية، آخذاً بعين الإعتبار الفوائد والعواقب وكذا الآثار الناتجة عنها.
 - **الفصل الثالث:** يستعرض هذا الفصل دراسة حالة تكامل دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة الممتدة من سنة 2003 إلى غاية سنة 2013، من خلال إعطاء نظرة أولا عن أداء هذه الأسواق ومن ثم تحديد مدى تكامل الأسواق المالية بينها، وأخيراً تبيان تأثير تكامل هذه الأواق على قطاعها المالي.

صعوبات الدراسة

- يمكن حصر الصعوبات الأساسية التي واجهت هذه الدراسة فيما يلي:
- من الجانب النظري: قلة المراجع التي تتناول موضوع تكامل الأسواق المالية وذلك لحدثة الموضوع وعدم الحصول على أي كتاب متخصص في تكامل الأسواق المالية، مما أدى إلى الاعتماد أكثر على الدراسات المنشورة على شبكة الانترنت؛
 - أما من الجانب التطبيقي: كبر حجم العينة والمتكونة من ستة (06) دول كان أكبر عائق أمام الدراسة، بالإضافة إلى وجود صعوبات كبيرة في جمع البيانات خاصة تلك المتعلقة بالقطاع المالي وذلك بسبب عدم إفصاح بعض الدول بأداء قطاعها المصرفي، فضلاً عن قلة المصادر المتخصصة في تقديم مثل هذه المعلومات خاصة بالنسبة للبورصات الخليجية.

**الفصل الأول: الإطار المفاهيمي
للقطاع المالي**

تمهيد:

يعتبر القطاع المالي من القطاعات الحيوية والمؤثرة في الاقتصاديات العالمية، بإعتباره مرآة تعكس التطورات والظروف الاقتصادية التي يمر بها العالم، وقد ازدادت أهمية هذا القطاع خاصة في ظل التطور الاقتصادي الحاصل، حيث تتجه العديد من الدول في الآونة الأخيرة نحو اقتصاديات السوق وذلك من خلال العديد من الأدوات والوسائل التي تكفل توفير الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية. لذلك تلجأ إلى تنشيط السوق المالي وتنمية الأدوات المالية وإستحداث أساليب وأدوات جديدة كصناديق الاستثمار وغيرها، والتي تتلاءم مع بيئتها ومراحل النمو التي يمر بها الاقتصاد الوطني ومتطلباته.

ويلعب القطاع المالي بما يتضمنه من سوق الأوراق المالية والمؤسسات المالية الأخرى مثل البنوك، شركات التأمين، شركات الاستثمار، صناديق الادخار.. الخ دوراً هاماً في تحقيق هذا الهدف.

وعليه تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: البنوك
- المبحث الثاني: الأسواق المالية
- المبحث الثالث: المؤسسات المالية الأخرى

المبحث الأول: البنوك

تعد البنوك والمؤسسات المالية بمختلف أنواعها عصب الحياة الاقتصادية، حيث أنها تقوم بدورها في خدمة الاقتصاد الوطني، ومع التطورات المتسارعة التي يشهدها العالم في مختلف المجالات تزداد أهمية هذا القطاع، وفيما يلي سيتم التطرق إلى ماهية البنوك، أهداف البنوك، أنواع البنوك ووظائفها.

المطلب الأول: ماهية البنوك

تعتبر البنوك من المؤسسات المالية الوسيطة التي تقدم خدماتها لكل من وحدات الفئات (المودعين) والعجز (المقترضين) في المجتمع، وهي تلعب دوراً رئيسياً في تطوير حركة النشاط الاقتصادي.

الفرع الأول: نشأة البنوك

نشأ تاريخ النشاط المصرفي في الحضارات القديمة كمصر الفرعونية والحضارة البابلية واليونانية والرومانية، وقد كان مرتبطاً أساساً بعامل الثقة والأمان أما في العصور الوسطى فقد ظهر ما يسمى بتبادل العملات الأجنبية والمحلية وتقديم خدمة الصرافة للأفراد، فبعد الحروب الصليبية 1096-1291 وازدهار المدن الأوروبية القوية على حساب الدول الضعيفة وظهور فائض من الأموال، كان من الضروري حفظ هذه الأموال في أماكن تكون محل ثقة. فقام التجار والصياغ والصرافة في أوروبا بقبول هذه الأموال مقابل إصدار شهادات إيداع إسمية وكان تداولها يتم عن طريق التنازل⁽¹⁾.

وإلى جانب قبول الودائع عمل الصيرافة على استثمار أموالهم الخاصة بإقراضها للغير مقابل الحصول على فوائد، وفي مرحلة لاحقة عملوا على الإقراض من الودائع التي لديهم وذلك بعد أن لاحظوا أن نسبة صغيرة فقط من شهادات الإيداع يعود أصحابها للمطالبة بتحويلها إلى نقود أو أي شيء آخر تمثله.

ولم تقف ممارسات الصيرافة عند هذا الحد، ففي القرن 14 أخذوا يسمحون لعملائهم بسحب مبالغ تفوق الأرصدة الفعلية لودائعهم (السحب على المكشوف)، وهو ما أدى في النهاية إلى إفلاس العديد من بيوت الصيرفة، مما دعا إلى التفكير بإنشاء بيوت صيرفة حكومية وهي البنوك، ويعتبر بنك برشلونة أول بنك أنشأ عام 1187م وتلاه بنك البندقية عام 1401م، ثم بنك أمستردام عام 1609م⁽²⁾.

(1) فائق شقير وآخرون، محاسبة البنوك، دار ميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، بدون سنة نشر، ص.13.

(2) شاكركزويبي، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص.25.

لم يكن العمل المصرفي محدد السمات قبل القرن الثامن عشر وظهور الصناعات الضخمة⁽¹⁾، فمنذ بداية القرن 18م زاد عدد البنوك في أوروبا وكان أكثرها صغيرا وعائليا، وكذلك بمجئ الثورة الصناعية والدخول في عصر الإنتاج الكبير والذي يحتاج تسييره لأموال كبيرة أخذت البنوك تتوسع هي الأخرى.

الفرع الثاني: مفهوم البنوك

لقد تعددت التعاريف المقدمة للبنوك خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم بالإضافة إلى اختلاف وجهات نظر كل باحث.

حيث عرف الدكتور طارق طه البنك على أنه: "نظام إداري مصمم للعمل من أجل تحقيق مجموعة محددة من الأهداف، ويقبل في سبيل ذلك مدخلات تتمثل في الموارد المتاحة للبنك وهي موارد بشرية (الأفراد العاملين به) ومعلوماتية (نظم المعلومات المختلفة المستخدمة في دعم عمليات اتخاذ القرار البنكي)، ومادية (الآلات، المعدات، الأثاث، المباني، الأراضي، ووسائل النقل)، ومالية (الأموال)"⁽²⁾.

كما عرفها الدكتور محمد سعيد أنور سلطان بأنه: "المكان الذي يلتقي عرض النقود بالطلب عليها، وظيفته الأساسية تجميع الأموال وتوظيفها ليمد النشاط الاقتصادي في المجتمع بالأموال اللازمة لتنميته وتقدمه"⁽³⁾.

بينما تطرق لها الدكتور عبد الحق بوعتروس من ناحية الوظائف التي يقوم بها فيعرفه على أنه: "عبارة عن منشأة مالية تنصب عملياتها الأساسية على حشد الموارد المالية والنقود الفائضة عن حاجة الجمهور، منشآت الأعمال و الدولة، بغرض توظيفها أو إقراضها لآخرين وفق أسس وتقنيات معينة"⁽⁴⁾.

وحسب الدكتور حسن جميل البديري فمن الصعب ذكر تعريف للبنوك، لأن البنوك في معظم الدول تباشر نشاطها في الحدود التي ترسمها لها تشريعاتها، وتنص هذه القوانين عادة على تعريف البنوك⁽⁵⁾.

وفي هذا الصدد فقد عرف المشرع الجزائري البنوك بأنها: "أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية إجراء العمليات المنصوص عليها في المادتين (110-113) وتتضمن هذه العمليات تلقي الأموال من الجمهور في شكل ودائع، عمليات القرض ووضع وإدارة وسائل الدفع"⁽⁶⁾.

(1) جعفر الجزار، البنوك في العالم أنواعها وكيف تتعامل معها، دار النفائس للطباعة والنشر، بيروت، 1993، ص.07.

(2) طارق طه، إدارة البنوك وتكنولوجيا المعلومات، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007، ص.30.

(3) محمد سعيد أنور سلطان، إدارة البنوك، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2005، ص.09.

(4) عبد الحق بو عتروس، الوجيز في البنوك التجارية عمليات وتقنيات وتطبيقات، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص.06.

(5) حسن جميل البديري، البنوك مدخل محاسبي وإداري، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص.16.

(6) المادة 114 من قانون 10/90 المؤرخ في 4 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16.

وعليه يمكن تعريف البنك على أنه المؤسسة التي تتوسط بين طرفين لديهما إمكانيات أو حاجات متقابلة مختلفة يقوم البنك بجمعها أو توصيلها أو تمهيتها أو تنفيذها للوصول إلى هدف أفضل، ولقاء ربح مناسب. إذن فالبنك وسيط ونشاط البنك يفترض وجود طرفين والهدف هو الخدمة، وبالتالي طبعاً الحصول على أرباح لقاء الوساطة والخدمة ويكون الطرفان راضيان عن الوساطة لأن كلفتها أقل بكثير مما يتوجب لو قام بالتنفيذ المباشر.

المطلب الثاني: سمات البنوك

تعتبر البنوك أكثر الوسطاء الماليين كفاءة لخدمة كل المودعين والمقترضين على حد سواء وذلك على اختلاف طبقاتهم، ولذلك لا تعتبر الكفاءة في الوساطة السمة الوحيدة للبنوك بل توجد سمات أخرى ينبغي معرفتها لما لها من تأثير على السياسات المختلفة لأداء هذه البنوك وتم تقسيمها إلى ثلاث أهداف، وفيما يلي عرضها باختصار:

الفرع الأول: الربحية

يوظف البنك أمواله في استثمارات تحقق ربحاً مناسباً للمساهمين يتناسب مع درجة المخاطرة، ولا يقل عن الأرباح التي تحققها البنوك الأخرى التي تحمل نفس درجة المخاطرة، ويوظفها في استثمارات متنوعة المخاطرة بحيث إذا تعرض أحد المشاريع التي استثمر فيها البنك إلى مخاطر تؤدي إلى تحقيق خسارة فإنه يقوم بتعويضها من تلك المشاريع التي تحقق أرباحاً⁽¹⁾.

الفرع الثاني: السيولة

يحتوي الجانب الأكبر من موارد البنك على ودائع تستحق عند الطلب، وهذا ما يدفع البنك إلى أن يكون مستعداً للوفاء بها في أي لحظة، حيث تعد هذه من أهم السمات التي تميز البنوك عن باقي مؤسسات الأعمال الأخرى. ففي الوقت الذي تستطيع فيه هذه المؤسسات تأجيل سداد ما عليها من مستحقات ولو بعض الوقت فإن مجرد إشاعة عن عدم توفر سيولة كافية لدى البنك كفيلة بأن تزعزع ثقة المودعين وتدفعهم فجأة لسحب ودائعهم مما قد يعرض البنك للإفلاس⁽²⁾.

الفرع الثالث: الأمان

يتسم رأس مال البنك بصغر حجمه وهذا يعني صغر حافة الأمان بالنسبة للمودعين، لذلك لا بد على البنك من أن يتأكد من أن أموال مودعيه قد تم توظيفها بالشكل السليم الذي يضمن استردادها مع تحقيق عائد

(1) هشام جبر، إدارة المصارف، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص.60.

(2) المرجع نفسه.

مناسب⁽¹⁾. فالبنك لا يستطيع أن يستوعب خسائر تزيد عن قيمة رأس المال فإذا زادت الخسائر عن ذلك فقد تلتهم جزء من أموال المودعين والنتيجة هي إعلان إفلاس البنك⁽²⁾.
وفي الأخير يمكن القول أن السمات الثلاثة سالفة الذكر تفرض أهداف ينبغي على البنوك السعي لتحقيقها وهي: تعظيم الربحية، توفير السيولة وتحقيق الأمان للمودعين.

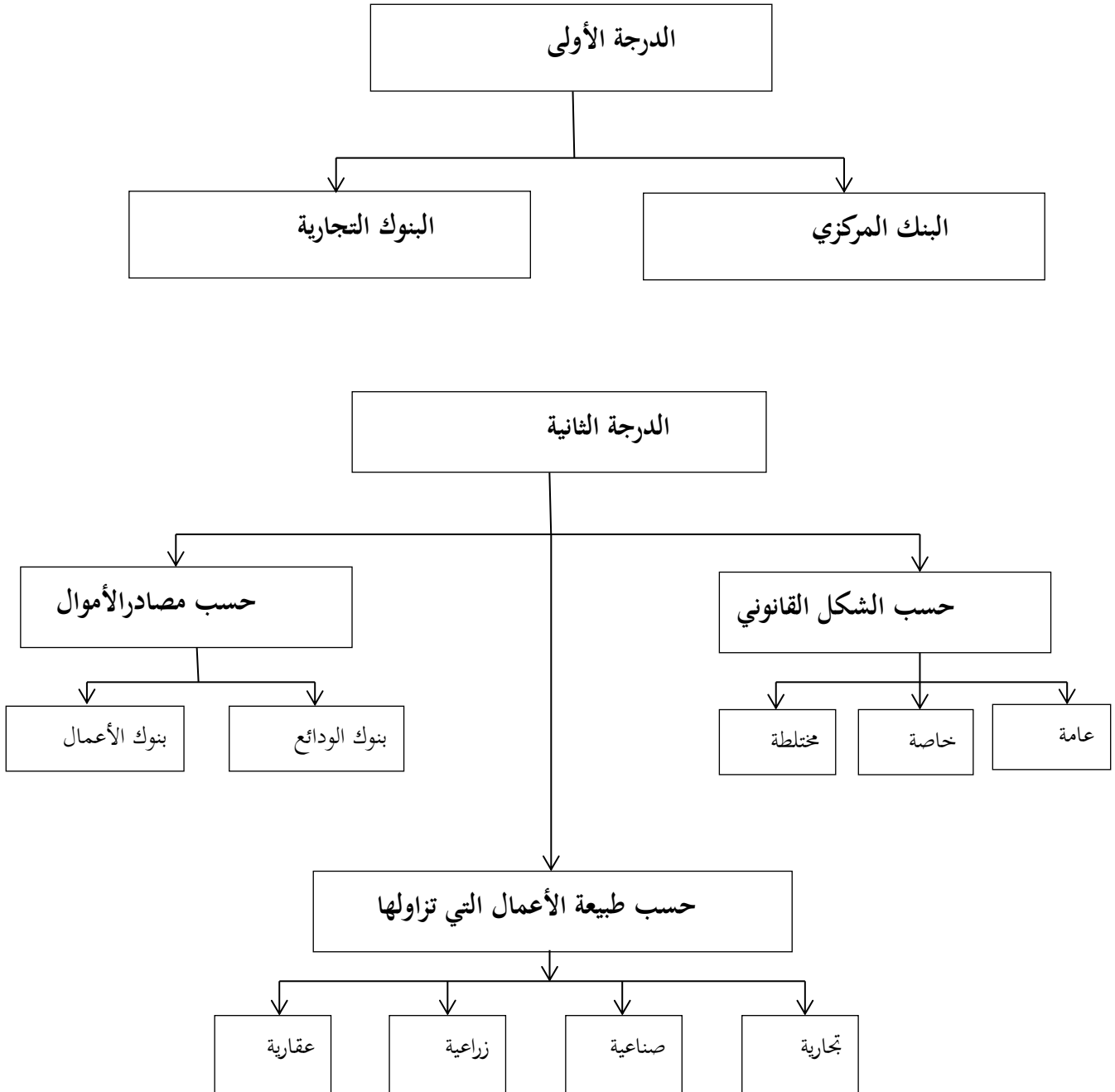
المطلب الثالث: أنواع البنوك ووظائفها

تتعدد أنواع البنوك وتختلف تبعاً للأسس والمعايير التي يمكن النظر إليها عند تقسيمها، فإذا نظرنا إليها من الشكل القانوني وشكل علاقتها بالدولة هناك البنوك العامة، بنوك القطاع الخاص وبنوك مختلطة التي يشترك في ملكيتها القطاع العام والخاص. وعند النظر إلى الجهاز المصرفي بالمعنى الضيق فهو يتكون من البنك المركزي والبنوك التجارية. والشكل الموالي يوضح أهم أنواع وتقسيمات البنوك:

⁽¹⁾ محمد الصيرفي، إدارة المصارف، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2006، ص.ص. 60-61.

⁽²⁾ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص. 57.

الشكل رقم (1-1): أنواع وتقسيمات البنوك



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مجموعة من المراجع نذكر منها:

-محمد السيد سرايا، المحاسبة في المنشآت المالية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص.ص.16-17.

-محمد جمال علي هلال، عبد الرزاق قاسم شحادة، محاسبة المؤسسات المالية، دار الناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص.07.

الفرع الأول: البنوك المركزية

يعتبر البنك المركزي من أهم البنوك والمؤسسات المالية، يأتي على رأس الجهاز المصرفي ويعتبر الدعامة الأساسية للهيكل النقدي والمالي في كل أقطار العالم، وتعتبر نشاطاته في غاية الأهمية ووجوده ضروري لتنفيذ السياسة النقدية للدولة، وهو يتمتع بالسيادة والاستقلالية التامة.

أولاً: مفهوم البنك المركزي:

رغم تعدد التعاريف الخاصة بالبنك المركزي، فإنه يمكن تعريف البنك المركزي على أنه : "مؤسسة نقدية قادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية، والأصول النقدية إلى أصول حقيقية، وهو خالق ومدمر لذلك النوع من أدوات الدفع التي تمثل قمة السيولة (نقود قانونية)⁽¹⁾". بمعنى أن البنك المركزي هو المصرف الذي يتربع على قمة الجهاز المصرفي ويستطيع تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية، والأصول النقدية إلى حقيقية، كما أنه يحتكر عملية إصدار النقد ويدير ويوجه الائتمان وشؤون النقد في البلاد⁽²⁾.

ويعتبر البنك المركزي مؤسسة نقدية حكومية تهتم على النظام النقدي والمصرفي في البلد، ويقع على عاتقها مسؤولية إصدار العملة ومراقبة النظام المصرفي، وتوجيهها للائتمان لزيادة النمو الاقتصادي والحفاظة على الاستقرار النقدي عن طريق توفير الكميات النقدية المناسبة داخل الاقتصاد وربطها بمحاجات النشاط الاقتصادي⁽³⁾.

ويطلق عليه أيضا بنك الإصدار، بنك الدولة، بنك البنوك، رئيس البنوك... وبقدر ما ينشط البنك المركزي يمكن أن يؤثر على الاقتصاد القومي⁽⁴⁾.

ولعل من أكثر التعريفات المقدمة شمولاً التعريف الذي قدمه محمد زكي شافعي : "البنك المركزي هو الهيئة التي تتولى إصدار البنكنوت، وتضمن بوسائل شتى أسس النظام المصرفي، ويوكل إليها الإشراف على السياسة الائتمانية في الدولة بما يترتب على هذه السياسة من تأثيرات هامة في النطاقين الاقتصادي والاجتماعي⁽⁵⁾". فهذا التعريف شامل بحيث لا يركز على وظيفة للبنك المركزي دون سواها ويكاد يحيط بكل خصائص البنك المركزي التي تشكل في مجموعها الإطار المحدد لماهية وطبيعة الشخصية النقدية المعروفة بالبنك المركزي.

(1) مصطفى رشدي شبيحة، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998، ص.112.

(2) جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، المنظور العلمي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999، ص.75-76.

(3) رضا صاحب أحمد، إدارة المصارف : مدخل تحليلي كمي معاصر، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص.61.

(4) جعفر الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.81.

(5) زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003، ص: 138.

ثانياً: وظائف البنك المركزي:

يظهر البنك المركزي كبنك للبنوك من خلال الوظائف الآتية⁽¹⁾:

- منح القروض إلى البنوك: حيث يقوم البنك المركزي بتقديم قروض إلى مختلف البنوك إذا طلبت منه ذلك، فيكون بذلك المقرض الأخير للاقتصاد الوطني لأنه يمنح تسهيلات للبنوك التي بدورها تمنح قروضاً للمشروعات والعائلات، وذلك يفتح حسابات لهؤلاء العملاء؛

- إعادة خصم الأوراق التجارية والمالية: إن من حق البنوك التجارية أن تعيد خصم الأوراق التجارية التي خصصتها لصالح عملائها مقابل معدل فائدة يحدده البنك المركزي؛

- الاحتفاظ بجزء من الاحتياطات النقدية للبنوك: ذلك أن لكل البنوك حسابات جارية لدى البنك المركزي ولها بالتالي ودائع محفوظة لديها وزيادة على ذلك قد يجبر القانون البنكي البنوك بأن تودع بالبنك المركزي احتياطات إلزامية في مستوى معين من مجموع مواردها، وهذا ما يضمن للبنك إمكانية مراقبة سيولة البنوك التجارية وكذا توجيه سياستها الائتمانية.

- كما له وظائف عديدة أخرى نذكر منها⁽²⁾:

- إشرافه ورقابته على البنوك الخاصة مما يجعله مسؤولاً مباشراً إذا ما أفلس أحد البنوك، لأن المفروض أن ينبهه بواسطة لجان الرقابة لزيادة رأس ماله، في الوقت المناسب؛

- إصدار السندات والنقد هو أساس في تحديد قيمة النقد، فالبنوك المركزية التي تسير على الأسس الكلاسيكية التقليدية تتقيد بأنظمة ثابتة تمنع أي سوء تصرف، وبالتالي فإن شؤون التغطية وإصدار النقد، وإقراض الحكومة تبقى في أطر ضيقة جداً فتمنع الإنهيار و التضخم النقدي.

الفرع الثاني: البنوك التجارية

البنك التجاري نوع من أنواع المؤسسات المالية التي يتركز نشاطها في قبول الودائع ومنح الائتمان، وبذلك فإن البنك التجاري يعتبر وسيط بين طرفين هما الجهات ذات الفائض (المقرضين) والجهات ذات العجز (المقرضين)، كما يمكن تعريف البنك بأنه مؤسسة تتاجر بالديون.

⁽¹⁾ حيازة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص.226.

⁽²⁾ جعفر الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.82.

أولاً: مفهوم البنوك التجارية:

يقصد بالبنك التجاري المؤسسة التي تمارس عمليات الائتمان (الاقراض والاقتراض) إذ يحصل البنك التجاري على أموال العملاء فيفتح لهم ودائع ويتعهد بتسديد مبالغها عند الطلب أو لأجل، كما يقدم قروض لهم، وتعتبر عملية خلق الودائع أهم وظيفة تقوم بها البنوك التجارية في الوقت الحاضر⁽¹⁾. كما يمكن تعريف البنك التجاري على أنه مؤسسة مالية تقوم بدور الوساطة بين المدعين والمقترضين⁽²⁾.

ثانياً: وظائف البنك التجاري:

تقوم البنوك التجارية بالعديد من الوظائف نذكر منها⁽³⁾:

1. جذب الودائع وتقديم القروض: تقدم البنوك التجارية أنواع مختلفة من الودائع مثل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل والودائع الادخارية وغيرها لجذب المدخرات سواء من الأفراد أو منشآت الأعمال (أوراق مالية ثانوية)، كما تقدم القروض المختلفة إلى الوحدات الاقتصادية التي بحاجة إلى الأموال من خلال شرائها للأسهم والسندات (الأوراق المالية الأولية)؛

2. تقديم مجال للدخار سواء للأفراد أو منشآت الأعمال أو المنشآت الحكومية: وذلك من خلال تقديم عوائد جذابة على الودائع أو الأوراق المالية والتي تمثل نسبة كبيرة من أصول هذه البنوك.

3. العمليات على السندات: تتلخص هذه العمليات بالدور الذي يقوم به البنك التجاري باسم زبائنه وعملائه في الأسواق المالية، وذلك بتدخله في هذه السوق كبائع أو مشتري للأسهم والسندات، كما يقوم البنك التجاري بالاكتمال لصالح عملائه في سندات الخزينة ويهمه إعطائهم النصائح لاستعمال أموالهم في العمليات المالية⁽⁴⁾؛

4. عمليات القروض: تعتبر عمليات القروض من أهم العمليات التي تقوم بها البنوك التجارية حيث تقوم بمنح القروض للهيئات والمنشآت والأفراد⁽⁵⁾:

- بيع وشراء الأوراق المالية لحسابها وحساب عملائها؛

- التعامل بالبيع والشراء بالعملة الأجنبية؛

(1) ضياء مجيد الموسوي، الإقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص.273.

(2) محمد الصالح الحناوي، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص.214.

(3) عبد الغفار حنفي، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، بدون سنة، ص.137-138.

(4) عبد النعيم مبارك، أحمد ناقة، النقود والبنوك، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1995، ص.110.

(5) محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، بدون سنة، ص.284.

- القيام بوظيفة أمناء الاستثمار لحساب عملائها الذين ليس لديهم من الوقت أو من الخبرة ما يمكنهم من مباشرة عمليات الاستثمار بطريقة مضمونة وبدرجة كافية وعالية.

المبحث الثاني: الأسواق المالية

تشكل أسواق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة ركن أساسي من أركان القطاع المالي لأي اقتصاد حر، حيث تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب التي تقوم بها، كما تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني، وتحوله من مال عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية الأسواق 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.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية

ارتبط تطور بورصة الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الصناعي والاقتصادي الذي شهدته أغلب دول العالم خاصة منها الدول الرأسمالية⁽¹⁾، حيث يعود أصل نشأة بورصة الأوراق المالية إلى فكرة تعدد النقد التي ولدت مهنة الصرافة، فقد كلف حكام اليونان في عام 527 قبل الميلاد الصرافين بتبديل عملات الزائرين بالمدن المتواجدين بها، لتنتشر هذه المهنة وتتطور بعد ذلك بشكل سريع⁽²⁾. وقد تأثرت هذه المهنة بعد دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة، لتشهد هي بدورها مرحلة سكون وغياب كامل باستثناء المنطقة العربية - وقد دامت هذه المرحلة حوالي 550 عام، وقد عادت لتظهر في بعض الجمهوريات الإيطالية (كجنوة وفينيسيا وفلورنسا) بفضل ازدهار تجارتها مع الشرق أين احتلت مركزًا مرموقا عالميا وبدأت رؤوس الأموال تتدفق عليها بكثافة ما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، وفي بداية القرن الرابع عشر تحولت نحو مدينة (بروج) البلجيكية، أين كانت تتجمع العائلات الست الكبرى في مجال الصرافة بشكل دوري في منزل الرئيس الذي كان يدعى (فان ديورز)⁽³⁾. وقد كانت هذه الاجتماعات تتولى كتابة بوالص التأمين وكل ما يمد بصلة لعمليات بيع وشراء النقود وبات بذلك الفندق الذي يمتلكه عائلة (فان دي بورز) قبلة للتجار من كافة مناطق العالم وقد تطور التعامل بين

⁽¹⁾ عديلة مريم، البورصة والأوراق المالية، مطبوعة دروس، قسم علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، 2014/ 2015، ص.05.

⁽²⁾ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص.21.

⁽³⁾ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص.08.

التجار بعد ذلك وأصبحت التعاملات فيما بينهم تتم في شكل عقود وتعهدات، كما استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة بين الأطراف المتعاملة وأصبح بذلك لفظ (Bourse) يعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين، وقد كانت هذه الاجتماعات تتم بشكل منظم ودوري⁽¹⁾.
وقيل أن لفظ بورصة يعني (كيس النقود) ويرجع إطلاق هذا اللفظ إلى أكياس النقود التي كان التجار يحملونها معهم إلى هذه السوق⁽²⁾.

ويعتقد المؤرخون أن سنة 1339م هي السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة (فان دي بورز)، وقد ارتفع عدد وسطاء الصرافة بشكل كبير بعد ذلك لأجل تيسير العمليات التجارية بين البائعين والمشتريين، وكانت تتحدد أسعار العملات وفقا لغزارتها أو ندرتها (أي وفق لعرضها وطلبها)، وقد انتقل هذا الدور الهام إلى مدينة بلجيكية أخرى بعد ذلك هي مدينة (إنفرس)، والتي اعتبرت كمركز رسمي لكافة أنواع التجارة الدولية وتعتبر أول سوق نقدية ظهرت في أوروبا، وهكذا تبلور مفهوم البورصة كسوق منظم للتداول، غير أن طبيعة الصفقات والعقود المبرمة داخلها كانت مختلطة ومتنوعة وغير مفرزة، حيث كان يجري بها تداول السلع المختلفة وتداول الأوراق التجارية لأن الأوراق المالية من أسهم وسندات لم تظهر بعد في ذلك الوقت. وتعتبر بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية في فرنسا والتي ظهرت في سنة 1595م، أما بورصة باريس لم تحض بأهمية كبيرة إلا بعد سنة 1639م، خاصة بعد ظهور عملاء الصرف الذين تخصصوا في حسم الكمبيالات التجارية، وقد تحولت هذه البورصات في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى منظم لحركة وتداول رؤوس الأموال، وبرز هذا الدور بشكل لافت بعد انتشار شركات المساهمة وتوجه الحكومات والملوك للاقتراض من أجل تمويل نفقات الدول وتمويل الحروب فضلا عن احتياجات شركات المساهمة للتمويل، ما أعطى دفعة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى بدوره إلى ظهور بورصات الأوراق المالية⁽³⁾.

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

أدى تطور التعامل في الأسواق المالية التي تعددت تعاريفها وكذلك ضرورة توفر قدر مناسب من الخصائص التي تجعل من عمل الأسواق المالية أداة حقيقية وفعالة لإتمام المعاملات. ومن أجل ذلك تعددت التعاريف.

(1) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا- عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص.10.

(2) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص.31.

(3) عصام حسين، مرجع سابق ذكره، ص.09.

عرفها الدكتور صالح حناوي على أنها: "يمكن القول أن السوق المالي يشير إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق، ويتكون سوق المال أساساً من سوق رأس المال الذي يتم فيه التعامل على الأدوات المالية قصيرة الأجل⁽¹⁾".
وعرفها الدكتور أمين عبد العزيز: "المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية الأسهم أو سندات أو مشتقات، وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عنه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية لاستثمارات مالية أو العكس⁽²⁾".

كما أن الدكتور عبد الغفار حنفي عرف سوق الأوراق المالية على أنها: "نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين و المشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو الأصل المالي، حيث يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال أو خارج البورصة أي في الأسواق الموازية⁽³⁾".

من خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالي على أنه المكان الذي يلتقي فيه البائع أو المشتري، مدخرا أو مستثمرا للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية أو تحويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد ونمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال والقوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالي وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية.

المطلب الثاني: أقسام السوق المالية ووظائفها

تم تقسيم هذا المطلب إلى فرعين حيث يتناول في الفرع الأول الأقسام التي تكون السوق المالي أما الفرع الثاني فقد خصص للوظائف التي يقوم بها هذا الأخير.

الفرع الأول: أقسام السوق المالي

جرى تقسيم السوق المالي بصفة عامة إلى سوقين رئيسيين، سوق نقدية وسوق رأس المال وتنقسم بدورها إلى سوقين فرعيين، تتعامل أحدها على طريق الأوراق المالية وهي محل دراستنا، بينما تتعامل الأخرى عن غير طريق الأوراق المالية. وهناك أكثر من سوق نوعية داخل سوق رأس المال.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 23.

⁽²⁾ حسن أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص. 121.

⁽³⁾ عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، دا الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص. 37.

أولاً: أسواق رأس المال Capital Markets:

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ أما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل⁽¹⁾.

والسوق المالي ينقسم إلى قسمين:

1- الأسواق الحاضرة (الفورية) Spot or Coshmarkets:

الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم، السندات) والتي يتم تسلمها فور إتمام الصفقة، والإسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية markets Securities.

والأسواق الحاضرة (أسواق الأوراق المالية) تنقسم إلى:

أ- السوق الأولي:

هي تلك السوق التي يتم التعامل بالإصدارات الجديدة من الأدوات المالية سواء كانت للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال، وتباع الإصدارات الجديدة بالجملة، أي أنه يتم في هذه السوق طرح الأدوات المالية للاكتتاب لأول مرة والهدف الرئيسي لهذه السوق الحصول على التمويل بغرض التأسيس لمشروعات جديدة أو لتوسع في مشاريع قائمة بغرض زيادة رأسمالها. حيث تعتبر هذه الأسواق الوسيلة التي يتم من خلالها جمع المدخرات وتحويلها مباشرة إلى استثمارات⁽²⁾.

ب- السوق الثانوي (سوق التداول):

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية التي سبق إصدارها وتم توزيعها وبيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو أحد المؤسسات المالية المتخصصة في الأسواق الأولية. لذلك تعبر السوق الثانوية عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعة وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأدوات المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة⁽³⁾.

(1) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار واقل للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص.73.

(2) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص.64.

(3) جبار محفوظ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، على الموقع الإلكتروني:

<http://static2.docstoccdn.com/search/%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84> الاطلاع تاريخ:

وتنقسم السوق الثانوي بدورها الى:

➤ أسواق منظمة Organized markets:

يتميز هذا السوق بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق⁽¹⁾.

والأسواق المنظمة تنقسم إلى سوقين⁽²⁾:

- سوق أول: هو السوق الذي تتمول فيه كبريات الشركات.

- سوق الثاني: هو السوق الذي تتمول فيه الشركات الصغيرة والمتوسطة.

➤ الأسواق غير المنظمة Unorganized markets:

يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (البورصة) فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل الذي تقوم به بيوت السمسرة، حيث من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط هاتفية أو أطراف للحساب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين⁽³⁾.

كذلك فإن الأسواق غير المنظمة تنقسم إلى⁽⁴⁾:

- السوق الثالث:

بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى إستعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات Pension funds وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

- السوق الرابع:

حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبيرة والهدف منها إستبعاد شركات التجارة و السمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص.11.

⁽²⁾ حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002، ص.14.

⁽³⁾ بلعزوز بن علي، دليلك في الإقتصاد، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص.144.

⁽⁴⁾ عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون سنة، ص.58-59.

عن بائع أو مشتري ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية وتسمى Instinet. حيث يمكن من خلال هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

2- أسواق العقود الآجلة:

هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية الأخرى من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في السوق، على أن يلتزم كل طرفي العقد بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه في صورة الأوراق المالية لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه⁽¹⁾.

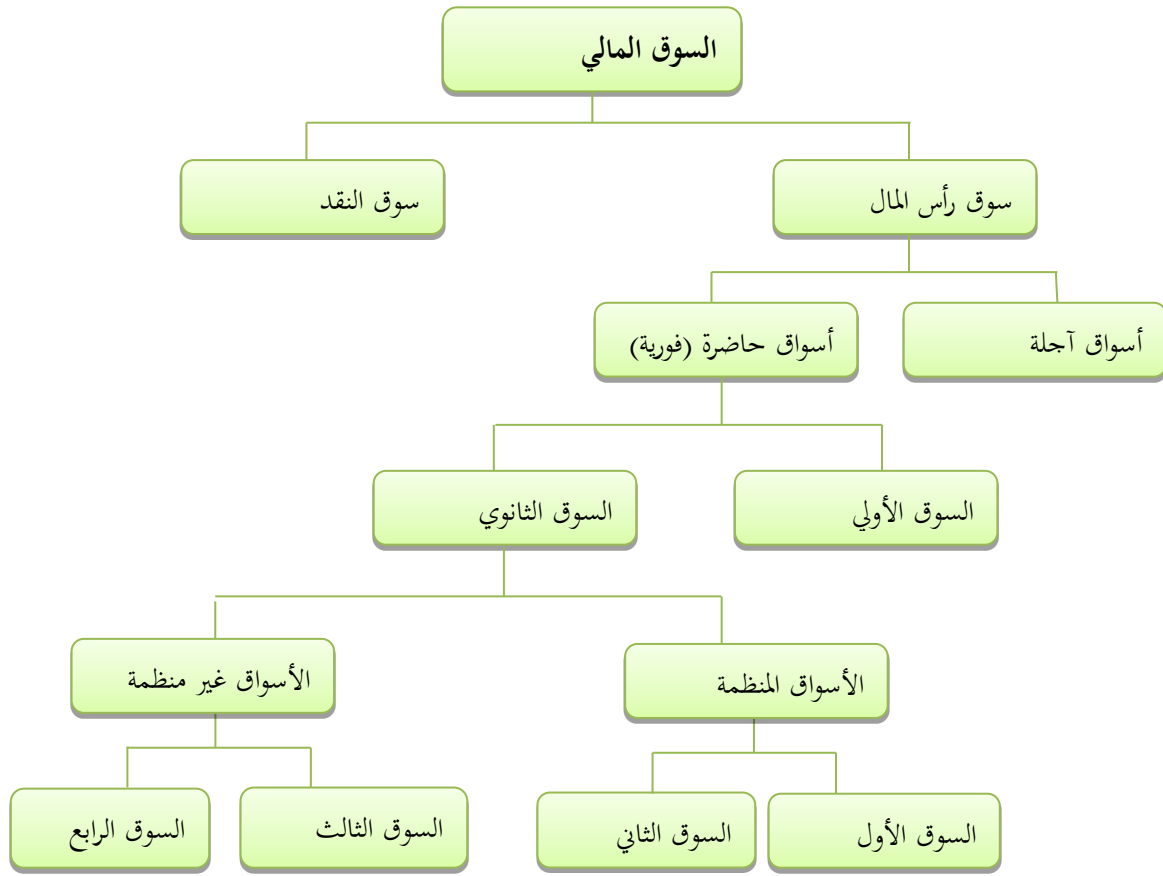
ثانياً: السوق النقدي Money market:

وهو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة) وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، ومدتها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق أذونات الخزانة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع، وإن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية⁽²⁾.

والشكل التالي يلخص أقسام السوق المالي:

⁽¹⁾ معروف هوشيار، الإستثمار في الأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003، ص.65.
⁽²⁾ سمير عبد الحميد رضوان، الأوراق المالية، المعهد العالمي الإسلامي، القاهرة، 1996، ص.37.

الشكل رقم (1-2): هيكل السوق المالي



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثاني: وظائف السوق المالي

تمثل الأسواق المالية الأداة التي تمكن من شراء وبيع الأوراق المالية فهي آلية نشأت لتسهيل عملية تبادل الأوراق المالية، وقد جاءت هذه الأسواق لتحقيق عدة وظائف أهمها:

أولاً: تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أسواق التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم مع مستوى مخاطرة ملائم⁽¹⁾.

⁽¹⁾ زياد رمضان، الأسواق المالية، المكتب الإسلامي، القاهرة، 2008، ص.09.

ثانياً: المساعدة في التمويل:

فالاستثمار في البورصة يساعد على تحويل الأموال من الفئات التي يوجد لديها فائض (وهم المقرضون) إلى الجهات التي يوجد لديها عجز في التمويل (وهم المقترضون)، فالمقرضون يقومون بتخفيض معدل إنفاقهم الاستهلاكي في الوقت الحالي وادخار جزء منه باستثماره للحصول على دخول أعلى في المستقبل عندما تحين آجال استرداد هذه القروض، فإن المقترضين يستخدمون هذه الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، بما يؤدي بالتالي إلى زيادة كمية وجودة الإنتاج وتحقيق فائض ربح يعود بالنفع على جميع فئات المجتمع⁽¹⁾.

ثالثاً: المساهمة في تمويل خطط التنمية:

في كثير من الأحيان قد لا تجد الحكومات الأموال الكافية للإنفاق على خطط التنمية، وفي هذه الحالة ستلجأ إلى طرح أوراق مالية حكومية في السوق. وبذلك تستطيع الحكومة إنشاء الكثير من المشروعات التي ستعود في النهاية بالنفع على المجتمع ككل⁽²⁾.

رابعاً: توفير وسيلة للشركات لترويج أسهمها وزيادة رأسمالها:

حيث تمكن أسواق الأوراق المالية شركات المساهمة من طرح أسهمها على الجمهور في الإكتتاب العام سواء عند الإصدار الأولي (عند بدء الشركة) أو عند زيادة رؤوس أموالها خاصة إن شركات المساهمة تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة قد لا يمكن تديرها من خلال الاتصالات والمعرفة الشخصية⁽³⁾.

خامساً: توفير آلية تسعير:

تتدفق المعلومات من أوضاع الشركات بصفة مستمرة إلى المتعاملين في السوق المالي وفي الأسواق التي تتمتع بالكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تستجيب لهذه المعلومات المتدفقة إلى السوق ونتيجة توفر أعداد كبيرة من المستثمرين والبائعين والمحللين الماليين والمستثمرين المحترفين، فإن تسعير الأوراق المالية سوف يمثل انعكاس لهذه المعلومات وتحليلها في جانب جموع المستثمرين، وبالتالي تمثل أسعار الأوراق المالية ما يعتقد معظم المستثمرين في السوق أنها أقرب إلى الحقيقة⁽⁴⁾.

(1) حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006، ص.ص. 17-18.

(2) المرجع نفسه، ص. 18.

(3) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص. 23.

(4) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص. 24.

سادساً: الحد من معدلات التضخم:

تساعد سوق الأوراق المالية من الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث يتم ذلك عن طريق جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي إمتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك⁽¹⁾.

سابعاً: الإستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية:

حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا⁽²⁾.

والشكل التالي يلخص أهم الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية:

⁽¹⁾عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.13.

⁽²⁾المرجع نفسه.

الشكل رقم (1-3): أهم وظائف السوق المالي في الاقتصاد الوطني



المصدر: صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة وطبعة الاشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص.14.

المطلب الثالث: القيم المتداولة في السوق المالي

في هذا المطلب سيتم التطرق إلى دراسة الأوراق المالية التقليدية منها (أسهم وسندات) وكذا المشتقات المالية.

الفرع الأول: الأوراق المالية التقليدية

وتنقسم إلى نوعين: أدوات الملكية (الأسهم) وأدوات المديونية (السندات)

أولاً: أدوات الملكية (الأسهم):

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم، وتوجد عدة تعاريف لهذه الأخيرة نذكر منها:

عرفها الدكتور فايز تيم على أنها: "صك قابل للتداول يصدر عن شركات مساهمة يعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة⁽¹⁾".

بينما عرفها الدكتور هوشيار معروف على أنها: "رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات عن القيمة الكلية للسهم⁽²⁾".

ثانياً: أدوات المديونية:

تعد السندات من أدوات الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية وتمثل أدوات مديونية وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية الأخرى.

عرفها الدكتور محمود الداغر على أنها: "صكوك دين مالمكها، فهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض)، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند⁽³⁾".

وعرفها كذلك على أنها: "أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، والحق لحاملها الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ بشهادة السند، وهذا الجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق⁽⁴⁾".

ويمكن استعراض أهم الفروقات بين الأسهم والسندات في الجدول الموالي:

(1) فايز تيم، محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص. 77.

(2) هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص. 92.

(3) محمود داغر، الأسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان، 2007، ص. 103.

(4) المرجع نفسه، ص. 125.

الجدول رقم (1-1): الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1- يمثل دين على الشركة؛	1- يمثل جزء من رأس مال الشركة؛
2- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند؛	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله؛
3- ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة (فائدة ثابتة ومحددة)؛	3- ربح السهم متغير حسب متاجرة الشركة، وقد يكون هناك خسارة؛
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة؛	4- حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية؛
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل؛	5- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان؛
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم باقي بعد سداد جميع الديون.

المصدر: محمد صالح حناوي، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص.245.

الفرع الثاني: المشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات المديونية، هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا. ويطلق على هذا النوع من الأوراق المالية بالمشتقات.

فتعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع. ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة"⁽¹⁾.

(1) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في الأسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.211.

أولاً: العقود المستقبلية:

وهي عقود تعطي لحماها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه. إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه⁽¹⁾.

فالعقد المستقبلي هو إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد⁽²⁾.

ثانياً: العقود الآجلة:

يقصد بالعقود الآجلة أو الأمامية: "تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الإتفاق. كما ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم⁽³⁾". وبإختصار يمكن تعريف العقد الآجل على أنه عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق⁽⁴⁾.

ثالثاً: عقود المبادلة:

هي إتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين، وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها محسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منها والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه⁽⁵⁾.

كما تعرف عقود المبادلة بأنها: "سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...)"، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود اللاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ⁽⁶⁾.

(1) حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص. 197.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص. 16.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص. 217.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الجزء 2)، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص. 06.

(5) صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2004، ص. 210.

(6) محمد صالح حناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 299.

رابعاً: عقود الخيارات:

تعرف عقود الخيار على أنها: "تمثل ورقة مالية ذات سمعة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، يطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدماً⁽¹⁾".

وتعرف أيضاً أنها: "نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها والملزمة لمصدرها، وتعطي لحاملها حق خيار تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة سواء شراء أو بيع مجموعة من الأصول (الأوراق المالية، المعادن الثمينة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة... الخ) بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ وذلك قبل بلوغ تاريخ محدد أو في تاريخ محدد مسبقاً يسمى تاريخ صلاحية العقد وهذا مقابل مبلغ معين قابل للرد يدفع لمحرر العقد على سبيل التعويض أو المكافأة يعرف هذا المبلغ بسعر الاختيار⁽²⁾".

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص. 129.

⁽²⁾ محمد صالح حناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة، ص. 231.

المبحث الثالث: المؤسسات المالية الأخرى

بعد التطرق إلى المكونات الأساسية للقطاع المالي والمتمثلة في البنوك والأسواق المالية وإبراز أهميتها والدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية جاء هذا المبحث للتطرق للمؤسسات المالية الأخرى ولبلوغ هذا الهدف قسم هذا الأخير على النحو التالي: شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق الادخار.

المطلب الأول: شركات التأمين

شركات التأمين هي نوع من المؤسسات المالية التي تمارس دور مزدوج، فهي مؤسسة للتأمين تقدم الخدمة التأمينية لمن يطلبها، كما أنها مؤسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم، لتعيد استثمارها مقابل عائد يشاركون فيه وذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

الفرع الأول: ماهية شركات التأمين

وفي تناولنا لشركات التأمين سوف نركز على إبراز مفهومها ودورها بوصفها مؤسسة مالية أكثر من كونها مؤسسة تأمينية.

أولاً: تعريف شركات التأمين:

تعتبر شركات التأمين من أهم المتعاملين الاقتصاديين في الدولة، وحتى نستطيع إدراك أهميتها لابد من التطرق إلى تعريفها:

أشار إليها الدكتور منير إبراهيم هندي في كتابه إدارة الأسواق والمنشآت المالية في قوله أن شركات التأمين تحصل على الأموال لتعيد استثمارها في مقابل عائد شأها في ذلك شأن البنوك التجارية وصناديق الاستثمار، هذا العائد يشارك فيه المؤمن له إما بطريقة مباشرة كما هو الحال في بعض وثائق التأمين على الحياة أو بصفة غير مباشرة من خلال دفع أقساط التأمين⁽¹⁾.

وعرفها الدكتور عبد الغفار حنفي على أنها: "عبارة عن مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، وهي كذلك تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد شأها في ذلك شأن البنوك التجارية"⁽²⁾.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.100.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، أسواق المال-بورصات، مصارف شركات التأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص.99.

أما الدكتور أحمد أنور فقد عرفها على أنها: "منشأة تجارية تهدف لتحقيق الربح، حيث تقوم هذه الشركة أو المنشأة بتجميع الأقساط من المؤمن لهم واستثمارها في أوجه استثمارية مضمونة بغرض توفير الأموال اللازمة لدفع التعويضات للمؤمن لهم أو المستفيدين عند تحقق المخاطر المؤمن ضدها وتغطية نفقات مزاوله النشاط التأميني وتحقيق ربح مناسب⁽¹⁾".

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول أن شركات التأمين هي شركات لها ميزة تعاقدية بينها وبين جمع المؤمن لهم، من خلال وثائق التغطية التأمينية المصدرة من قبلها والتي تتعهد فيها بدفع مبلغ التعويض لجمهور المستأمنين في حالة تحقق الخطر المؤمن منه، مقابل أقساط أو اشتراكات متفق عليها في فترة زمنية محددة، تقوم خلالها شركات التأمين باستثمار مبالغ الأقساط المجمعة لديها، بهدف تحقيق العائد للوفاء بالتزاماتها اتجاه زبائنها (المؤمن لهم - حملة الوثائق).

ثانياً: دور شركات التأمين:

تمثل شركات التأمين جزءاً كبيراً من النشاط الاقتصادي، باعتبارها من المؤسسات الكبيرة التي تهدف إلى تحقيق الربح والرخاء الاقتصادي، وهي تعمل على تجميع المدخرات اللازمة لفرض تمويل عمليات التنمية والتعمير، إضافة إلى الخدمات الاجتماعية التي تقدمها للأفراد والمجتمع وتؤمنهم من الأخطار التي يتعرضون لها، ولشركات التأمين العديد من الأدوار⁽²⁾:

1- دورها في التنمية الاقتصادية:

لشركات التأمين دور هام جداً في مختلف الدول حسب اختلافات درجات نموها الاقتصادي، فله أثر إيجابي على النمو الاقتصادي للمؤسسات الصناعية مثل صناعة السيارات بحيث يشارك التأمين في إنعاش هذا القطاع الرأسمالي بشكل عام ويتمثل في النقاط التالية:

- يتحمل بعض الأخطار الصناعية بحماية وتشجيع الاستثمارات المنجزة؛
- السماح للمستهلك التفرغ أو التخلص من أخطار الاستخدام.

2- دور التنمية الاقتصادية في التأمين:

لقد أثرت التنمية على التأمين بشكل متطور مع ظهور الثورة الصناعية في القارة الأوروبية في أواخر القرن الثامن عشر وهناك ثلاث عوامل رئيسية تبين سبب الارتباط الزمني بينهما:

⁽¹⁾ أحمد أنور، أحمد بسيوي، محاسبة المنشآت المالية، دار النهضة العربية، بيروت، 1986، ص.84.

⁽²⁾ محمد رفيق المصري، التأمين وإدارة الخطر، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، بدون سنة، ص.90.

- إزدیاد الحاجة إلى الأمن الناجم عن الثورة الصناعية؛
- زيادة الثورة في مجتمع ما توجد فيه عملية إنتاج وتحويل السلع الاقتصادية معرض لعدة مخاطر تجعل مفهوم التأمين هام جدا داخل المجتمع؛
- إن الرأسمالية كما هو معروف تقتضي استخدام أمثل وكبير للوسائل المالية والبشرية للمؤسسة، مما يجعل الخطر المرتبط بهذا النشاط المكثف للموارد البشرية والاستخدام المتزايدة للآلات يفرض واقعا يلخص حوادث العمل والأخطار الصناعية الأخرى.

الفرع الثاني: مميزات شركات التأمين

- إن لشركات التأمين مجموعة من المميزات التي تميزها عن غيرها من الشركات والمؤسسات المالية ومن هذه المميزات نجد ما يلي⁽¹⁾:
- شركات التأمين من بين المؤسسات المالية الأكثر خضوعا للقوانين، خصوصا في مجال استثمار رؤوس الأموال، وذلك بتحديد نسب استثمارية ضرورية للإلتزام بها، في مجالات مصرح بها ضمن النصوص واللوائح القانونية، بهدف ضمان قدرة هذه الشركات على الوفاء بالتزاماتها اتجاه حملة الوثائق التأمينية؛
- تقدم خدمات تأمينية لزيائنها في شكل عقود معاوضة من ناحية واستثمار الأقساط المتحصل عليها قصد الوفاء بتعهداتها وتحقيق ربح من ناحية أخرى، لهذا فهي تصنف ضمن المؤسسات المالية التعاقدية بتعهدات متبادلة بينها وبين جمهور المؤمن لهم؛
- تتميز خدماتها المقدمة بأنها آجلة وليست آنية، وثبات أسعارها والتي تحدد وفقا لأسس الرياضية والاحتمالات، كما أنها لا تخضع لقوانين العرض والطلب؛
- التزاماتها وأهدافها تدفعها للتكيف أكثر في التعامل مع مجالات استثمار أموالها المحددة قانونيا، بالتركيز على الاستثمار في الميادين الأقل مخاطرة؛
- انعكاس دورة الإنتاج فيها، حيث لا يتسنى لشركة التأمين معرفة مداخيلها إلا في المستقبل، لأن خاصية طول أجل التزاماتها اتجاه العملاء سار للسنوات القادمة في تاريخ الاكتتاب، بمعنى أن قيمة العائد لا يمكن تحديدها إلا بصفة استدلالية (بناء على خبرة الشركة) لأن مبلغ التأمين متعلق بتحقيق الخسائر وحجمها.

⁽¹⁾ محمد توفيق البلقاني، مبادئ إدارة الخطر والتأمين، دار الكتب الأكاديمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، ص.ص.160.162.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لجذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في السوق المالية فضلا عن دورها في دعم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية من خلال التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط بيعها.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار

لقد وردت عدة تعريفات لصناديق الاستثمار نذكر منها ما يلي:

عرف الدكتور عبد الرحمان توفيق صندوق الاستثمار بأنه: "سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات، تم شرائها من قبل مجموعة من المستثمرين ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات وقد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية أيضا وتتولى إدارتها بنفسها⁽¹⁾".

كما عرفها الدكتور حسني المصري على أنها: "بيان ثلاثي الأطراف ينشأ بين مؤسس وأمين (أو مدير) الاستثمار والمدخرين بغرض تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية يشترك المدخرين في أرباحها وخسائرها دون أن يكون لهم الحق في الإشتراك في إدارة الصندوق، وتمثل حقوقهم في صكوك التي يصدرها ويعتمد الصندوق في إدارته على مبدأ توزيع المخاطر لتحقيق عائد آمن متزن ومستقر⁽²⁾".

أما محمد عبد الحليم عمر فيعرفها بأنها: "مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيميا ومحاسبيا عن المؤسسة التي تنشئها، تتولى جمع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار لاستثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى تبعا لصالح المدخرين والمستثمرين معا⁽³⁾".

الفرع الثاني: أهداف صناديق الاستثمار

تكمن أهداف صناديق الاستثمار فيما يلي⁽⁴⁾:

- 1- تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها وكذلك زيادة فعالية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك، حيث أن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها؛
- 2- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال استثمار (غير بنكي) يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية وكذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة

⁽¹⁾ عبد الرحمان توفيق، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، مركز الخبرات المهنية، الإسكندرية، طبعة الثالثة، 2004، ص.23.

⁽²⁾ حسني المصري، صناديق الإستثمار المشترك، جامعة الكويت، 1995، ص.28.

⁽³⁾ محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 1998، ص.30.

⁽⁴⁾ بن قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، ص. 47-49.

العائد، وهذا في مجمله يؤدي إلى الحفاظ على المدخرات الوطنية وبالتالي فوجود صناديق الاستثمار سيؤدي إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المدخرين؛

3- يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع الأسواق المالية وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل فيها، الذي كان حكراً على كبار المدخرين ويحدد حد أدنى وأعلى للوثيقة وبالطبع فإن تحديد قيمة الحد الأدنى والأعلى لوثيقة الاستثمار من خلال السياسة الاستثمارية التي يضعها مدير الاستثمار مع مراعاة أن تكون قيمة الوثيقة وفقاً لما قننه الشرع لصالح صغار المدخرين؛

4- تنشيط بورصة الأوراق المالية وهذا في حد ذاته هدف رئيسي ووسيلة في ذات الوقت فمن خلال سوق مالي قوي ونشط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مالي مؤهل إما بقوة ونشاط يسهل عملية توسيع قاعدة الملكية ومشاركة المواطنين في الممارسات الاقتصادية للدولة؛

5- التحول نحو العالمية من خلال تدويل البورصة مستقبلاً، فتنشيط البورصة وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو هدف أكبر وهو تدويل البورصة بعد اتفاق التجزئة ونجاحها؛

6- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقاً لما يتوافق وأوضاع المستثمر.

المطلب الثالث: صناديق الادخار

يتضمن القطاع المالي في العديد من الدول بعض المؤسسات المالية التي تعمل على تجميع المدخرات المالية وتحريكها داخل الاقتصاد الوطني، فتلجأ هذه الدول إلى إنشاء مثل هذه المؤسسات التي تعمل على تجميع المدخرات المالية الصغيرة، وتشجيع عادة التوفير في البلد.

عرفت صناديق الادخار كمؤسسات مالية تقوم بتنظيم عملية الإدخارات، وإعطاء الوحدات الاقتصادية الراغبة في الاقتراض القوة الشرائية اللازمة للحصول على السلع والخدمات. كما تمتاز صناديق الادخار على ارتباط المواطن فكراً ووجدانياً مع فكرة الادخار، ويتحول السلوك المعيشي والإنفاق إلى الحد من الإسراف والبعد من أوجه الإنفاق الضارة.

كما عرفت على أنها صناديق حكومية تخضع وتعمل تحت إشرافها، إلا أنها تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة، تسعى إلى تنمية الوعي الادخاري للموظفين وتشجيع صغار المدخرين على الادخار، وتجميع المدخرات لاستثمارها بأفضل الطرق، ولا سيما تمويل المشروعات الإنتاجية ومشروعات التنمية ويقوم الصندوق بتوجيه

جهوده نحو الرعاية والتوعية بين المواطنين لشرح فوائد الادخار والتسهيلات والضمانات التي يقدمها الصندوق للمدخرين⁽¹⁾.

فهذه المؤسسات تعد من أهم الوسطاء الماليين في الاقتصاد ومن الأكثر عرضة للتهديد في الوقت الراهن، كونها تخدم بشكل رئيسي الأفراد والعائلات حيث تقبل الأموال المدخرة والإيداعات الصكية من الأسر والأعمال وتكرس أغلبية أصولها للرهون العقارية والقروض الخاصة بها أو للضمانات التي تتعلق بالرهون المنزلية والعقارية⁽²⁾.

حيث يعتبر صندوق الادخار من أقدم الأوعية الادخارية التي تعمل على تجميع المدخرات الفردية وكذا تشجيع محدودي الدخل على الادخار بما يؤدي إلى تنمية مدخرات القطاع المالي، وبما يكفل زيادة قدرة الدولة على استثمار هذه المدخرات في المشروعات العامة. ويتميز هذا الوعاء بقدرته على استقطاب المدخرات الصغيرة التي لا تجد لها سبيلا مباشرا للاستثمار فتتجه بسهولة نحو الإنفاق الاستهلاكي⁽³⁾.

⁽¹⁾ نوري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص. 269.

⁽²⁾ مؤيد وهيب جاسم، مقدمة في اقتصاديات المؤسسات المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، دون سنة نشر، ص. 117.

⁽³⁾ عبد القادر زيتوني، سهام دربالي، تقييم كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القاع العائلي في الجزائر للفترة 1999-2009، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 11، 2012، ص. 61.

الخلاصة:

يعتبر القطاع المالي بمكوناته أساس عملية التنمية الاقتصادية، وتنبع أهمية هذا القطاع من وظيفته الأساسية والتي تتمثل في جمع الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وتحويلها إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، فهو بذلك يحقق التنمية الاقتصادية من خلال توفير التمويل لمختلف المؤسسات الاقتصادية والمشاريع الاستثمارية، كما يضمن استمرارية حياة وعمل البنوك التجارية والمؤسسات المالية من خلال الأرباح التي تحققها من وراء مختلف العمليات المالية والمصرفية، وبالتالي فالنظام المالي يعبر عن حلقة تتفاعل فيها مختلف النشاطات الاقتصادية والمالية.

الفصل الثاني: الإطار
المفاهيمي لتكامل الأسواق
المالية

تمهيد:

يشغل التكامل بين الأسواق المالية في وقتنا الحالي مكانة هامة في مشروعات التكامل الاقتصادية بين الدول، حيث شهدت أغلب الدول المتقدمة إهتماماً متزايداً بموضوع تكامل بورصاتها المحلية مع باقي المراكز المالية العالمية نتيجة إدراكها للدور الذي يمكن أن يلعبه ذلك في دعم عملية التنمية، خاصة مع بروز العولمة المالية والتوسع في عمليات التحرير المالي وإزالة الحواجز أمام حركة رؤوس الأموال العابرة للحدود، الأمر الذي دعم عمليات التكامل والاندماج بين البورصات وجعلها أشبه ما تكون بسوق مالية عالمية واحدة تتكون من بورصات متطورة مؤثرة ومتأثرة في ذات الوقت ببعضها البعض.

وهذا ما سيتم تناوله في هذا الفصل الذي قسم إلى ثلاثة مباحث هي:

- أساسيات حول تكامل الأسواق المالية ؛

- آليات وسبل تكامل الأسواق المالية ؛

- الآثار المترتبة عن عملية تكامل الأسواق المالية.

المبحث الأول: أساسيات حول تكامل الأسواق المالية

لقد أدت عمليات الإنفتاح والتحرير المالي التي شهدتها العديد من دول العالم إلى زيادة حركة التدفقات المالية عبر الحدود، ما أدى لزيادة درجة الترابط بين البورصات في العالم وساهم في زيادة درجة تكاملها وعودتها، فأصبح من المهم دراستها وهو ما جاء به هذا المبحث والذي يعتبر الإطار النظري لعملية تكامل الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية

يشهد العالم اليوم الكثير من الأحداث والتغيرات على الساحة الاقتصادية التي تشكل في مجملها عالم جديد يتسم بالتحول الجوهري نحو الأخذ بأسباب الاقتصاد الحر وآلياته، والتوجه نحو التجمعات والتكتلات الاقتصادية الدولية والإقليمية، والمؤسسات العملاقة متعددة الجنسيات، والإندجات بين الوحدات الاقتصادية، والأسواق المالية الكبيرة في ظل تقدم تكنولوجيا مستمر، وثورة معلومات متطورة.

إن مفهوم العولمة المالية لا ينفصل أبدا عن تطورها التاريخي، فالإتجاهات المختلفة التي إتبعها العولمة المالية من مرحلة لأخرى تعطي كل منها تصورا معينا للعولمة المالية، ولكن يمكن إدراج التعاريف الآتية:

- تعرف العولمة المالية من وجهة نظر Harris هي: "الإهتمام بصفة عامة بزيادة تدويل الإنتاج والتوزيع والتسويق للسلع والخدمات، كما تتمثل في التطورات التي لها تأثير عميق على موضوع الاقتصاد ككل والاقتصاد الدولي بشكل خاص"⁽¹⁾.

- أما الاقتصادي G.Alonso فيرى بأنها: "الزيادة في التجارة الدولية والروابط المالية التي دعمها التحرير الاقتصادي والتغيرات التكنولوجية"⁽²⁾.

- أما P.Dominique فيعرفها على أنها: "عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية و التنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق و قطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد و أقل المخاطر"⁽³⁾.

⁽¹⁾Harris R G, Trade and income, Canadian journal ofEconomica, 1993, Vol 26, P.655,776.

⁽²⁾Marketing S.A, 1997, P.159.Aglietta M et autre, Globalisation financière, Ellipses

⁽³⁾Dominique Plihon , Les enjeux de la globalisation financière, Casbah , Alger, 1997,P.68.

ويعرف الكاتبان Hélène R و Martin P العولمة المالية على أنها: "النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية"⁽¹⁾.

في إطار هذه الدراسة فإن ما يهمنا هو عولمة الأنشطة المالية التي تعد نتاجاً أساسياً لعملية التحرير المالي ولتبنى سياسة الإنفتاح المالي وما يترتب عليها من تكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال لتتدفق عبر الحدود ولتصب في الأسواق المالية العالمية، فتصبح أسواق رأس المال العالمية أكثر ارتباطاً وتكاملاً.

المطلب الثاني: ماهية تكامل الأسواق المالية

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى مفهوم والحدود الاقتصادية لعملية تكامل الأسواق المالية.

الفرع الأول: مفهوم تكامل الأسواق المالية

إزداد الإهتمام بتكامل الأسواق المالية بعد موجة التحرير والإنفتاح الماليين التي أطلقتها العولمة المالية، فهو يعبر عن الوضعية التي تمكن المستثمرين ومقدمي الخدمات المالية من عدة دول من التعامل فيما بينها دون عوائق أو حدود، فيما يلي تعريف عملية تكامل الأسواق المالية.

عرف الدكتور عماد محمد علي العاني تكامل الأسواق المالية بأن له معنيين⁽²⁾:

الأول: المعنى الضيق: تعرف ظاهرة تكامل الأسواق المالية بأنها: "إدراج أسهم شركات أجنبية ضمن السوق المالية المحلية ومن جانب آخر إدراج أسهم شركات محلية ضمن السوق المالية الأجنبية، أي إنعدام جنسية الشركات ومنشئها، ومعاملتها كأى شركة محلية مماثلة".

الثاني: المعنى الواسع: تعرف تلك الظاهرة بأنها: "عملية إندماج الفوائض المالية المحلية والمستثمرين المحليين في مختلف دول العالم في عملية إعادة هيكلة هذه الأموال على النطاق العالمي وتمركزها في الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية المنتشرة بصورة رئيسية في الاقتصاديات المتقدمة، ومن جانب آخر تكون هذه الأموال متيسرة للمستثمرين ورجال الأعمال والحكومات جميعها في مختلف دول العالم".

كما عرفت الأسواق المالية المتكاملة والمتراطة بأنها: "تلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد معين شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكنتيحة لذلك تم إصدار أوراق

⁽¹⁾Martin P. et Hélène R., Globalization and emerging markets, CPRE DP 3378, London, 2002,P.03.

⁽²⁾ عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية: اسبابه وانعكساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص.14.

مالية موحدة وتمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار وترتفع درجة التأثير والتأثير بين هذه البورصات كلما إرتفعت درجة الإرتباط والتكامل في ما بينها⁽¹⁾.

فيما يرى Rouve و Talbotoni أنه داخل الأسواق المترابطة والمتكاملة: " تتساوى كافة الأصول المالية، التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقييدها أو التعامل بها خاصة أن عمليات المراجعة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لأخر"⁽²⁾.

وقد أصبحت نتيجة لذلك حركة أسعار الأوراق المالية المقيدة خلال بورصات المتكاملة غير مستقلة عن بعضها البعض بسبب التشابك والإرتباط الشديد فيما بينها وأصبحت قرارات المستثمرين لاتتعلق فقط بالمعلومات الواردة إلى البورصة بل كذلك بالمعلومات الصادرة عن بقية البورصات في العالم وقد عبر أحد الاقتصاديين عن ذلك بقوله: "إذا أصاب البرد بورصة نيويورك عطست بورصة طوكيو". وقد ساهمت التكنولوجيا المتطورة في الربط بين عدد كبير من البورصات المتوزعة في مناطق عديدة من العالم⁽³⁾.

ودفعت عملية تدويل البورصات في العالم نحو حدوث تغيرات هائلة حيث ظهرت إبتكارات مالية جديدة وإرتفع حجم التداولات، وإنتشرت شركات الوساطة المالية والمستثمرين في الأوراق المالية ذو الطابع الدولي مستغلين آخر ما توصلت إليه تكنولوجيا الإتصال والمعلومات، وقد جعلت هذه الشبكة الإلكترونية التعامل في عدة بورصات في آن واحد أمراً ممكن مما وفر العديد من الفرص والبدائل أمام المستثمرين بما يناسب إستراتيجياتهم⁽⁴⁾. كما دعمت هذه الشبكة عمل الوسطاء والسماسة من خلال تنفيذهم لأوامر المستثمرين عبر مختلف البورصات المتكاملة الأمر الذي عزز من عمق وإتساع وسيولة هذه البورصات وساهم في تخفيض تكاليف التعامل داخلها نتيجة إحتدام المنافسة بين مختلف شركات السمسرة الدولية⁽⁵⁾.

⁽¹⁾El Serafie H, Abdel shahid SH, word stock exchanges are integrating/ consolidating/ merging: what could be done by Arab exchanges?, Working paper, serie No 2, Cairo &Alexandria stock exchanges, October 2002, p.06.

⁽²⁾جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الإقتصادي العربي الواقع والأفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 17-19 أبريل 2007، ص.173.

⁽³⁾المرجع نفسه، ص.174.

⁽⁴⁾فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1999، ص.156.

⁽⁵⁾المرجع نفسه، ص. 156.

وتساهم تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات في الرفع من كفاءة البورصات المتكاملة من خلال توفيرها للمعلومات بالدقة الكافية وفي الوقت ذاته لكافة المتعاملين عبر العالم، وبنشرها للتقارير المالية المختلفة عن الشركات المقيدة في هذه البورصات⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الجدوى الاقتصادية لعملية تكامل الأسواق المالية

يؤدي ربط أسواق المال عادة إلى رفع الكفاءة التشغيلية، وزيادة عمق السوق، إذ يزيد ربط أسواق المال بعدد من شركات الوساطة المالية، ومن ثم زيادة حدة المنافسة فيما بينها على جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وبالتالي خفض التكاليف والعمولات الإدارية. إضافة إلى ذلك فإن حدة المنافسة تساهم في تحفيز شركات الوساطة المالية على تنويع خدماتها وتطوير منتجاتها المالية، وبالتالي المساهمة في عمق السوق وخفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، وذلك لتنويع المحافظ الاستثمارية.

إلا أن زيادة عمق السوق عند تكامل الأسواق المالية يعتمد على مدى تشابه بين البورصات، فكلما إزدادت درجة التشابه بين البورصات، كلما إنخفضت الاستفادة من التكامل، فمثلا إذا كان قطاع الخدمات يحظى بنصيب الأسد من القيمة السوقية للأسواق التي تم التكامل فيما بينها، تنخفض الفوائد المتوقعة من تنويع المحافظ الاستثمارية.

وبالتالي يمكن القول بأن تنوع الأسواق وإنخفاض درجة تشابهها شرط أساسي للاستفادة من تكامل الأسواق المالية⁽²⁾.

كذلك يساعد التكامل بين الأسواق المالية الشركات المدرجة في الوصول إلى قاعدة أوسع من المستثمرين ومن ثم زيادة فرص الحصول على التمويل بشروط أفضل من جهة، ويساعد هيئات أسواق المال في خفض تكاليف الإشراف والتنظيم الخاصة بالسوق المالي، مما يعني خفض العبء المالي لإدارة الأسواق المالية من جهة أخرى⁽³⁾.

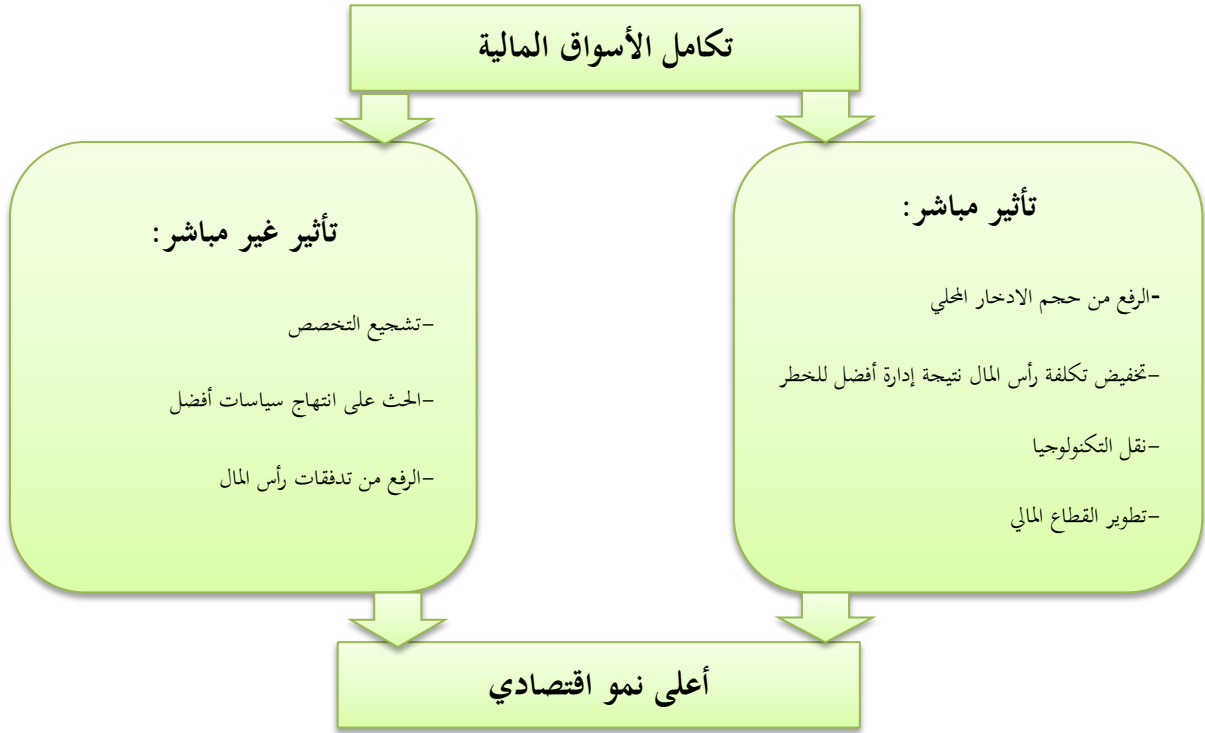
والشكل الآتي يوضح تأثير تكامل الأسواق المالية على النمو الاقتصادي

(1) جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص. 174.

(2) محمد بن ناصر الجديد، تكامل الأسواق المالية العربية، صحيفة اقتصادية إلكترونية، العدد 4973، الخميس 24 مايو 2007، على الموقع: <http://www.aleqt.com/2007/05/24> بتاريخ إطلاع: 2017/04/04

(3) محمد بن ناصر الجديد، السوق السعودية.. أهمية التوجه نحو العالمية، صحيفة إقتصادية إلكترونية، العدد 5604، الجمعة 13 فيفري 2009، على الموقع: <http://www.aleqt.com/2009/02/13/article195485.html> بتاريخ إطلاع: 2017/04/04

الشكل رقم(2-1): تأثير تكامل الأسواق المالية على النمو الاقتصادي



المصدر: محمد زكريا بن معزو، كمال حمادة، قياس العلاقة بين التحرر المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)، مجلة الباحث، العدد 2013/13، قاصدي مرباح ورقة، 2013، ص.28.

المطلب الثالث: تجارب التكامل بين البورصات عبر العالم

صاحب إنتشار العولمة والتوسع في عملية إلغاء القيود على المعاملات المالية الدولية موجة من الإندماجات بين بورصات الأوراق المالية في أواخر الثمانينات، وقد تركزت عمليات الإندماج هذه أساسا بين بورصات متوسطة الحجم خاصة في أوروبا حيث بقيت بورصة لندن بعيدة عن أي محاولة للإندماج وبورصة فرانكفورت وفي أمريكا بقيت كذلك بورصة نيويورك دون إندماج مع أي بورصة أخرى ومن تجارب التكامل بين البورصات في العالم نذكر:

1- سوق الأوراق المالية لدول الشمال (NOEX):

يمثل (النوركس) تحالفا إستراتيجيا بين بورصات منطقة شمال أوروبا ويشمل هذا التحالف كل من بورصة كوبنهاجن وبورصة إيسلاند وبورصة أوسلو وبورصة ستوكهولم وتغطي هذه البورصات 80% من تعاملات الأسهم، و90% من تعاملات السندات في الدول الإسكندنافية ويربط النوركس بين بورصاته من خلال نموذج

العضوية المقابلة (أو المشتركة)، حيث تشجع الشركات المدرجة في البورصات الأربعة على تسجيل أوراقها المالية في البورصات الأخرى إضافة إلى أن هذا التكامل يسعى لتوحيد الأنظمة المتداولة وتوحيد الإطار التنظيمي للبورصات الأربعة من خلال⁽¹⁾:

- استخدام نظام تداول مشترك يدعم قدرة البورصات ويرفع من درجة عمقها وإتساعها؛
 - توحيد الإطار التنظيمي للبورصات فيما يخص التعاملات وتسجيل أوراقها المالية ومتطلبات العضوية.
- غير أن هذا التحالف لا زال يحتاج إلى نظام موحد للتسوية والمقاصة ليدعم هذا التكامل.

2- إتحاد أسواق الأوراق المالية اليورونكست (EURONEXT):

يعتبر هذا الإتحاد إندماجا دوليا ذلك لما شمله من تنوع في جنسيات الشركات والكوادر الإدارية للبورصة وحملة الأسهم وأعضاء السوق، وقد بقي باب العضوية مفتوحا في هذا الإتحاد أمام باقي البورصات الأوربية الأخرى⁽²⁾. وأصبحت البورصات الثلاث فروعا لليورونكست وهي "شركة هولندية لإستثمارات الحافظة"، حيث تغيرت تسمية البورصات الثلاث لتصبح يورونكست باريس، يورونكست بروكسل، يورونكست أمستردام حيث إمتلك المساهمون السابقون في بورصة باريس 60% من اليورونكست، في حين إمتلك المساهمون السابقون في بورصة أمستردام 32%، و إمتلك المساهمون السابقون في بورصة بروكسل 8%⁽³⁾.

ويكفي الشركة الراغبة في الدخول إلى اليورونكست إختيار أحد البورصات الثلاث، وبعد أن تختار نقطة الدخول ستخضع مباشرة للوائح التي تنظم عمل تلك البورصة داخل الدولة، فبالرغم من عملية الإندماج حافظة البورصات الثلاث على كياناتها القانونية المنفصلة، كما يخضع المشاركون في السوق إلى الرقابة القانونية من الدولة التي منحت الترخيص وتتم عمليات التداول من خلال منصة واحدة وفي نفس النظام الإلكتروني وتتولى عمليات المقاصة والتسوية بين المتعاملين في البورصات الثلاث دار المقاصة (Clearnet) وقد حقق هذا الإتحاد نجاحا معتبرا خاصة نتيجة إرتفاع كفاءته ودرجة سيولته وإنخفاض تكاليف التسوية والمقاصة والتعامل⁽⁴⁾. ويهدف هذا الإتحاد إلى النهوض بباقي البورصات الأوربية، إضافة إلى أنه يسعى لوضع معايير عالمية لأسواق الأوراق المالية في مجال نشر المعلومات وعمليات التداول ونظم المقاصة والتسوية، ويعتبر هذا الإتحاد عضو في إتحاد

(1) الإتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، إدارة الشؤون الاقتصادية، ديسمبر، 2008، ص.75.

(2) جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.177.

(3) الإتحاد الإفريقي، مرجع سبق ذكره، ص.77.

(4) محمد قمر إسلام، مرجع سبق ذكره، ص.09.

أسواق الأوراق المالية الأوروبية، حيث يشجع الإتحاد باقي البورصات الأوروبية على التحالف معه للرفع من كفاءتها⁽¹⁾.

3- الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية :

منذ إنشائه في عام 1961، شهد الإتحاد الدولي لأسواق المالية نموا مستمرا بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97% من رسملة أسواق الأسهم العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق إستثمارها المكتتبة وسنداؤها. كما توجد تسعة أخرى منتمية و35 بورصة مراسلة.

يمثل الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية مرجعا رئيسيا فيما يخص صناعة الأوراق المالية، والسوق الأفضل بالنسبة للبورصات نفسها. فهو يقدم الخدمات الإرشادية للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بإستراتيجياتها التجارية وتحسين ممارساتها الإدارية والتوفيق بينها. كما أنه يتعاون مع السلطات العامة ويساعد على توسيع نطاق إستخدام الأسواق. وتتلخص الأهداف الرئيسية للإتحاد فيما يلي⁽²⁾:

- عرض دور ووظائف ونزاهة الأسواق المنظمة؛
- توفير محفل دائم لخبراء أسواق الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الإهتمام المشترك، والتعرف على الإتجاهات والحلول الجديدة بهدف تعزيز المركز التنافسي للأسواق المنظمة، وتطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل، إجراء التقييم الإسنادي وصياغة الممارسات السليمة؛
- وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود؛
- تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل؛
- دعم أسواق الأوراق المالية الصاعدة في مساعيها للتماشي مع معايير الإتحاد بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة وممارساتها التجارية.

⁽¹⁾ جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.177.

⁽²⁾ محمد قمر إسلام، مرجع سبق ذكره، ص.30-31.

ولتحقيق تلك الأهداف، بالإضافة إلى النشاطات سألغة الذكر، يصدر الإتحاد رسالة إخبارية شهرية ونشرات إحصائية ومنشورات أخرى حول البورصات الأعضاء فيه. كما أنه يدير قواعد بيانات إحصائية وإعلامية تتضمن معلومات شاملة حول البورصات الأعضاء فيه.

4- إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية:

مقره في بروكسل ويمثل هذا الإتحاد 27 بورصة من كل أنحاء أوروبا، يضم هذا الإتحاد أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الأجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا ويعتبر هذا الإتحاد بمثابة الجسر الذي يربط المتعاملين في البورصات الأوروبية والسلطات على مستوى الإتحاد الأوربي، وتبقى عضوية الإتحاد مفتوحة أمام كافة الدول الأوروبية المنضمة للإتحاد الأوربي والدول الساعية للانضمام، ويهدف هذا الإتحاد إلى⁽¹⁾:

- تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية؛

- المساهمة في ترقية البورصات الأوروبية وتشجيع التعاون والتنسيق فيما بينهما في مجالات التداول والتسوية والمقاصة والإيداع؛

- يسعى إلى الدعم التدريجي لعملية التكامل بين البورصات الأوروبية؛

- يشكل الإتحاد محفلاً تقوم خلاله البورصات الأوروبية الأعضاء بمناقشة إحتياجات المتعاملين في البورصات وسبل تلبيتها ويسعى هذا الإتحاد إلى وضع البنية الأساسية لإقامة بورصات أوروبية فعالة.

5- إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية:

تأسس هذا الإتحاد في جانفي 2000، من قبل كل من بورصة سريلانكا، بورصة باكستان، بورصة نيبال، بورصة الهند، بورصة بوتان، بورصة بنغلادش، وتبقى العضوية في الإتحاد مفتوحة أمام كافة البورصات من بلدان جنوب آسيا ويهدف هذا الإتحاد إلى⁽²⁾:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والعمل على الرفع من مستوى أدائها؛

- التنسيق فيما بين البورصات الأعضاء والسعي نحو توحيد المعايير والإجراءات المطبقة داخلها؛

(1) محمد قمر إسلام، مرجع سبق ذكره، ص.32.

(2) بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص.125.

- تمثيل البورصات الأعضاء في المحافل الدولية؛
- دعم عمليات التسجيل عبر الحدود بين الدول الأعضاء و تذليل الصعوبات أمامها؛
- تقديم خدمات إستشارية ومعونات فنية إلى البورصات الأعضاء في الإتحاد لتطوير أدائها، كما ينظم الإتحاد ندوات وورشات عمل حول كافة الجوانب المتعلقة بالبورصات.

6- جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية:

- تأسست هذه الجمعية في كينيا سنة 1993، من أجل وضع إطار منظم يهدف لدعم سبل التعاون المشترك بين البورصات الإفريقية، وتهدف هذه الجمعية إلى⁽¹⁾:
- إيجاد إطار منظم لدعم التعاون المشترك بين البورصات الإفريقية وتبادل المعلومات والخبرات فيما بينها؛
- تطوير معايير الإصدار وتسجيل الأوراق المالية وعمليات التداول والتسوية والمقاصة والحفظ داخل البورصة الأعضاء؛
- تمثيل البورصات الأعضاء في المحافل الدولية؛
- تشجيع ودعم الجهود لإقامة بنك للمعلومات يضم بيانات ومعلومات عن نشاط البورصات الأعضاء.

7- إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية:

- تأسس هذا الإتحاد بمدينة (ريو دي جينيور) بالبرازيل سنة 1973 ويضم في عضويته كل من بورصات الدول التالية: البرازيل، إسبانيا، سيلفادور، إكوادور، كوستاريكا، البرتغال، المكسيك، البيرو، الأروغواي ويهدف هذا الإتحاد إلى⁽²⁾:
- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء وتقديم المساعدة والدعم للنهوض بها؛
- التشاور والتعاون مع الجهات الوطنية والدولية فيما يخص المسائل المتعلقة بالبورصات لأجل توحيد المعايير واللوائح الخاصة بعمليات الإصدار والتداول والإيداع والتسوية؛
- دعم كافة أشكال التعاون بين البورصات الأعضاء ودعم عمليات الإدراج المشترك؛

⁽¹⁾ بن دحان الياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص. 126.

⁽²⁾ محمد قمر اسلام، مرجع سبق ذكره، ص. 39.

- تقديم الإستشارات الفنية و الخبرات للدول الأعضاء.

8- إتحاد البورصات وهيئات الأسواق المالية العربية:

تأسس في سنة 1982 ويسعى هذا الإتحاد إلى تيسير تدفقات الاستثمارات المالية بين الدول العربية من خلال التنسيق بين البورصات العربية والعمل على إنشاء سوق إقليمية عربية للأوراق المالية⁽¹⁾.

⁽¹⁾اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي (الأسكوا)، مرجع سبق ذكره، ص.45.

المبحث الثاني: آليات وأهداف عملية تكامل الأسواق المالية

بعدما إكتسبت العولمة المالية إهتماما كبيرا يوما بعد يوم، أوجب ذلك على الباحثين في الحقل المالي من وضع الإستراتيجيات المناسبة وإيجاد الآليات والسبل التي تمكن من تعظيم الإستفادة من مكاسب التحرير المالي، والتقليل من الآثار والإنعكاسات السلبية له، ومواجهة هذه التحديات بهدف بقاء أسواقها ونموها في دائرة المنافسة والبحث عن الميزة التي يسعى كل سوق مالي ناجح أن يضعه لنفسه، وقد تمخض ذلك عن بروز مفهوم التكامل المالي كأحد الخيارات الإستراتيجية.

المطلب الأول: أساليب و نماذج تكامل الأسواق المالية

لقد عرفت ترتيبات وتجارب التكامل بين البورصات العديد من النماذج والوسائل للربط بينها حيث سمحت هذه العملية بتوفير الكثير من البدائل أمام المستثمرين لتنوع محافظهم الاستثمارية وفقا لمبدأ العائد والمخاطرة وتدرج مستويات الربط والتكامل بين البورصات من الأكثر تكاملا إلى الأقل كمايلي⁽¹⁾:

- تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات التسوية والمقاصة؛
- تسيير الاستثمار الأجنبي من خلال التداول عبر الحدود؛
- الإدراج المشترك للأسهم.

الفرع الأول: أساليب تكامل الأسواق المالية

وفيما يلي أهم أساليب الربط بين البورصات:

أولاً: منصة التداول المشترك:

تتم عمليات التداول من خلال منصة مركزية تهيئ فرص التعامل بصورة جماعية في الأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق البلدان المتكاملة، وتتفق البورصات المشاركة في هذه المنصة على شروط الإدراج وتحدد الإجراءات المنظمةة لعمليات التداول وشروط عضوية الوسطاء، ويتم التداول عبر هذه المنصة من خلال أسلوبين⁽²⁾:

⁽¹⁾ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الأسكوا)، إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004، ص.37.

⁽²⁾ محمدقمر الإسلام، تحالفت أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، العدد42، 2004، ص.42.

1- منصة ذات نظام مركزي:

وتشرف على هذه المنصة لجنة مكونة من ممثلين عن البورصات الأعضاء وتتولى إدارة هذه المنصة وتسيير تعاملاتها أحد البورصات الأعضاء أو هيئة إعتبارية، ويسمح هذا النموذج بالإبقاء على النظم واللوائح المطبقة داخل البورصات الأعضاء في حين يوضع نظام جديد للتداول خاص لهذه المنصة.

2- نظام توجيه الطلبات:

لا يحتاج هذا النموذج إلى نظام مركزي للتداول يكفي الإتفاق على نظام معين للتداول أو إيجاد نقطة إتصال مشتركة بينها وتشارك كافة البورصات الأعضاء في إدارة هذه المنصة والتي تكون في شكل هيئة إعتبارية.

وفي كلتا الحالتين يتألف أعضاء هيئة المقاصة والتسوية لهذه المنصة من هيأت المقاصة والتسوية في البورصات المشاركة في هذه المنصة ومن جهات الحفظ (المستودعات المركزية بدول المشاركة في هذه المنصة)، غير أن وجود عدد كبير من المستودعات المركزية والأعضاء الوسطاء من شأنه أن يرفع من معدلات الأخطاء كما أنه من بين الصعوبات التي تعيق تطبيق هذا النموذج وجود لوائح في بعض الدول تمنع إنضمام المستودعات المركزية للأوراق المالية بهذه المنظمات.

ثانياً: العضوية المقابلة (التداول عبرالحدود):

تتيح هذه الطريقة للمستثمر الأجنبي إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وتشجع العديد من البورصات الدولية هذا النوع من التداول من خلال تيسير عمليات تنفيذ أوامر المستثمرين من كافة مناطق العالم داخل وورصتها.

ويستوجب هذا النموذج قبول عضوية الأعضاء في البورصات الأجنبية داخل البورصة المحلية ليتيح

ذلك المؤسسات الوسطة المالية الأجنبية التعامل داخل البورصة المحلية والأجنبية بشكل مباشر وفي ذات الوقت، ويطبق هذا النموذج من خلال طريقتين⁽¹⁾:

1- العضوية عن بعد:

بموجب هذه الطريقة يقوم المستودع المركزي للأوراق المالية بفتح حسابين للأعضاء عن بعد أحدهما حساب نقدي وآخر للأوراق المالية أو يقوم مباشرة بفتح حساب للمستودع المركزي ببلدهما لأصلي ويمكن إبرام إتفاقيه موحدة للحفظ المركزي لتقليل من المشاكل التي يمكن أن تعيق عملية التسوية فيظل إختلاف ممارسات

⁽¹⁾اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الأسكو)، مرجع سبق ذكره، ص.39.

التسوية والمقاصة بين مختلف بورصات العالم ويتكون أعضاء التسوية والمقاصة في حالة العضوية عن بعد من المستودعات المركزية.

2- عن طريق الوسيط المحلي:

ويشترط في هذه الحالة على الوسطاء الأجانب التعامل داخل البورصة المحلية من خلال الوسطاء المحليين وبالرغم من أن الوسيط المحلي يعتبر طرفاً مباشراً في عمليات التداول إلا أن مسؤولية الإحلال بالالتزامات يتحملها الوسيط الأجنبي والبورصة التي يتبعها هذا الوسيط ومؤسسة التسوية والمقاصة، ويستند هذا النموذج في تداولاته إلى وجود إتفاقيات تبرم بين الوسطاء المحليين والأجانب من جهة وبين البورصات وبين هيئات التسوية والمقاصة في كلتا البلدين من جهة أخرى وتتم تسوية الأوراق المالية بواسطة هيئة التسوية والمقاصة والحفظ المركزي في بلد التعامل.

وتستند هذه الطريقة على استخدام الصحف الدولية الكبرى لنشر المعلومات عن الأوراق المالية بحيث تصل هذه الصحف إلى أوسع قاعدة ممكنة من المستثمرين، كما يدفع هذا النموذج إلى رفع القيود التشريعية لسقف تملك الأجانب لأسهم الشركات المحلية المدرجة في البورصات ويساهم هذا النموذج في زيادة حجم تدفقات الاستثمارات المالية الأجنبية بشكل كبير، تدعم التكنولوجيا المتقدمة في الاتصالات وشبكة الإنترنت هذا النموذج . وفيما يلي جدول يوضح الفرق بين الطريقتين:

الجدول رقم (2-1): الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي.

النظام	العضوية عن بعد	عن طريق الوسيط المحلي
التداول والتعامل	يفتح المستودع المركزي حساب بإسم العضو عن بعد أو بإسم المستودع المركزي التابع له في البلد الأجنبي.	التعامل يكون من خلال وسيط محلي.
أعضاء التسوية	- الوسيط الأجنبي -المستودع المركزي التابع له الوسيط الأجنبي.	الوسيط المحلي.
تسوية الأوراق المالية والتفاصيل	تتم التسوية من خلال المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم به التعامل.	تتم التسوية من خلال المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم به التعامل.

المصدر: محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص.42.

ثالثاً: إدراج الشركات المشتركة:

هو أبسط أشكال التكامل والأكثر إنتشاراً بين دول العالم ويسمح هذا الإدراج بتداول الأوراق المالية لدى البورصات المحلية في البورصات الأجنبية وتبقى هذه الأوراق المدرجة في البورصات الأجنبية خاضعة للوائح والأحكام المطبقة في بورستها المحلية، وتشجع البورصات المحلية هذه العملية من خلال فتحها الباب لتسجيل الأوراق المالية المسجلة في بورصات أخرى.

ويساعد هذا النموذج البورصات في الدول النامية على إقامة صلات أقوى مع باقي البورصات الإقليمية والدولية خاصة في ظل عدم قدرتها على توحيد قواعدها ونظمها وإجراءات التسوية والتفاصيل مع ما هو معمول به في هذه البورصات المتطورة، كما يعتبر هذا النموذج أقل كلفة لها خاصة أن المتطلبات القانونية تكون أقل مما لو إتجهنا نحو نموذج توحيد الأنظمة والتشريعات أو إقامة منصة موحدة للتداول وغالبا ما يناسب هذا النوع من الإدراج الشركات الكبرى المتواجدة في الدول النامية ذلك لأن عملية الإدراج المشترك تتطلب إستثمار أموال ووقت للتعرف على شروط الإدراج والإمتثال بها مايشكل صعوبة أمام الشركات متوسطة الحجم، وبالرغم من التكاليف الإضافية لعملية الإدراج المشترك فإنها⁽¹⁾:

- تسمح بتوفر أموال يمكن أن لاتتاح في البورصات المحلية؛

⁽¹⁾ محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص.41.

- تجذب عملية الإدراج المشترك الاستثمارات العالمية إلى الشركات المحلية؛
- زيادة عمق البورصة المحلية من خلال إدراج مشترك لشركات أجنبية.

الفرع الثاني: نماذج تكامل الأسواق المالية

يوجد العديد من النماذج الأخرى لربط بين البورصات تختلف حسب درجة التجانس والاختلاف بين البورصات المراد ربطها، ويمكن حصر نماذج الربط بين البورصات كمايلي⁽¹⁾:

1-الربط الحاسوبي:

يستوجب هذا النموذج وجود شبكة تربط بين حواسب البورصات المعنية بعملية الربط مايجعلها تشكل شبكة مركزية واحدة يديرها برنامج إلكتروني واحد، ويتطلب تطبيق هذا البرنامج:

- توحيد هندسة البرمجيات المطبقة في البورصات؛
- الإعتماد على قاعدة بيانات موحدة.

2-الربط البريدي العاجل:

يستخدم هذا النموذج عادة في الربط بين البورصات في الظروف التي تستوجب تبادل الأوراق المالية والصكوك المالية والعقود الرسمية ويستعان في هذا النموذج بالشركات المتخصصة والتي لها فروع عبر كافة مناطق العالم.

3-الربط بالوسطاء الماليين:

يستخدم هذا النموذج الوسطاء الماليين في الربط بين البورصات من خلال السماح لهم بالتعامل في مختلف البورصات إضافة إلى البورصات المسجلين بها.

4- الربط بالشركات المالية العالمية:

تستعين البورصات في عملية الربط هذه بالشركات المالية العالمية التي تمتلك فروعاً ومكاتب في الدول الأعضاء وتقدم هذه الشركات العديد من الخدمات مثل الإستشارات وإدارة المحافظ والإصدارات العالمية والتداول في هذه البورصات.

(1) فريد نجار، مرجع سبق ذكره، ص.169.

5- الربط بمحفظة الإستثمار الدولية:

تم عملية الربط في هذه الطريقة من خلال تشكيل محفظة استثمارية تتكون من أوراق مالية مسجلة في بورصات مختلفة وبعملات مختلفة وتوجب هذه الطريقة على مديري المحافظ الاستثمارية التعامل في أكثر من بورصة وتتبع حركة الأسعار وأسعار الصرف ويستوجب هذا النموذج وجود إتصال مستمر مع وسطاء من مختلف البورصات ليضمن بذلك التنفيذ السريع للأوامر وتدفق المعلومات ونتيجة لذلك فقد ساهمت هذه الطريقة في الربط بين البورصات.

6- الربط بالسياسات المالية:

يستند هذا النموذج في عملية الربط على توحيد السياسات المالية المتعلقة بالبورصة من خلال توحيد سياسات الاستثمار وقوانين شركات المساهمة العامة وشروط إدراج الأوراق المالية.

7- الربط التنظيمي:

تقوم عملية الربط في هذا النموذج على تنسيق الهياكل التنظيمية بين البورصات وبذلك تتوحد جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول ليسهل بعد ذلك عملية الربط فيما بينها.

8- الربط التشريعي:

يتم الربط خلال هذا النموذج بتوحيد التشريعات والقوانين مثل توحيد تشريعات التقييد والإدراج، والاستثمار في الأوراق المالية وقوانين الإفصاح المالي.

9- الربط بالشركات المشتركة:

تلعب هذه الشركات دورا استراتيجيا مهما في الربط بين البورصات من خلال فروعها المتعددة والمتواجدة في أماكن جغرافية مختلفة ما يسهل عليها عملية التسجيل في العديد من البورصات.

10- الربط المتكامل:

يشمل نموذج الربط هذا إستخدام أكثر من نموذج في عملية الربط بين البورصات مثل الربط بين البورصات من خلال شبكة الحواسيب والبريد السريع والعمل على توحيد أنظمة التسجيل والإدراج وغيرها.

المطلب الثاني: آليات تنفيذ التكامل بين البورصات

يتضح من العرض السابق أن تكامل البورصات يحتاج إلى⁽¹⁾:

1- تحديد نموذج التكامل المناسب؛

2- إختيار نموذج الربط المثالي مع مراعاة التكلفة والمكاسب في كل بورصة وكما سبق الذكر أن الاشتراك الجماعي في شبكات المعلومات القومية أقل تكلفة من تعدد الإشتراكات لنفس المعلومة.

حيث تتطلب عملية التكامل الناجحة للأسواق المالية توفر شروط معينة، والتي تتضمن⁽²⁾:

- قبل الدخول في التحالفات الدولية يجب أن يكون البلد متطورا محليا، بعبارة أخرى توفر محيط ماكرو اقتصادي ذو بنية سليمة، وعلى المستوى الداخلي، وجود قطاع مالي في صحة جيدة، هذه العوامل تشجع دخول رؤوس الأموال الدولية، مع تخفيف خطر الأزمات المالية؛

- تكامل الأنظمة الاقتصادية للدول المعينة والتقارب في الأنظمة السياسية، بالإضافة إلى توفر الانسجام بين الأنظمة المالية؛

- يلعب التطور التكنولوجي والاتصالات السلكية واللاسلكية دورا هاما في تفعيل عملية التكامل؛

- قبل إجراء عملية التكامل ينبغي أن تعمل الحكومات على تحرير الاقتصاد والإندماج في النظام المالي العالمي، وللحكومات دور فعال في تسهيل عملية الإندماج من خلال تسهيل عمل القطاع الخاص، وإنشاء قنوات تبادل المعلومات ما بين الأسواق مما يحفز التجارة الإلكترونية، وكذلك تبني نظام ضريبي محفز وتعد درجة انفتاح الاقتصاد والإمداد بالموارد المالية الكافية عاملان فاصلان في عملية الربط والإندماج؛

- يجب على السلطات العمومية، خصوصا البنوك المركزية والسلطات الرقابية أن تؤسس ميكانيزمات تسمح بمتابعة وتحليل هذه التحولات من أجل ضبط أفضل للمتغيرات فيما يخص الأخطار النظامية؛

- توافر الأسواق على قواعد وأنظمة دولية مقبولة، تتعلق بكفاءة رأس المال، محاربة المتاجرة غير القانونية للأسهم والممارسات غير الشرعية في الأسواق؛

(1) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص.175.

(2) عمرعبد سامية، ترابط الأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة 08 ماي 1945، قالة، 2003-2004، ص.ص.61-62.

- قبل إتمام عملية التكامل يجب توحيد النظم المحاسبية، نظم المقاصة والتسوية وتطبيق نظم تداول كفاءة والتي تسمح بتنفيذ السريع للمعاملات والصفقات والشفافية التامة؛
- تبني أنظمة معلوماتية مشتركة؛
- شيوع اللغة، الثقافة والأنظمة القانونية.

وتجدر الإشارة إلى أنه، إذا خلق المحيط التشريعي والقانوني للنظام المالي والشروط اللازمة والضرورية للإندماج والتطور المالي. فإن أعضاء السوق سيسهمون من ناحيتهم في إنشاء وتطوير السوق الموحدة وذلك بالاستفادة في نفس الوقت أفرادا وجماعات من الفرص التي يقدمها. ويتطلب تحقيق التكامل ما بين الأسواق المالية تفاعل كل من السلطات العمومية، والقائمين على إدارة وتسيير هذه الأسواق ومجمل المتدخلين فيها مما يسمح بزيادة عمق وسيولة السوق.

المطلب الثالث: فوائد وعوائق تكامل الأسواق المالية

ينطوي تكامل الأسواق المالية على العديد من الإيجابيات التي لا بد من الاستفادة منها، كما لا يخلو من العوائق التي يجب تذليلها للاستفادة لحد أقصى منه.

الفرع الأول: فوائد تكامل الأسواق المالية:

يسمح تكامل الأسواق المالية بتحقيق مايلي⁽¹⁾:

- خلق سوق كبيرة وفعالة، تسمح بتعبئة أكبر لرؤوس الأموال في أسواق الإصدارات وتحسن عمق الأسواق الثانوية، مما يوفر سيولة أكبر؛
- توفير فرص إنسياب أكبر للاستثمار الأجنبي غير المباشر، يمكن المؤسسات الخاصة العاملة في الأسواق الناشئة من التنافس على رأس المال على مستوى إقليمي أو حتى دولي بتوفيرها فرص إستعمال أدوات مالية أقل تكلفة وأكثر فعالية؛
- إتمام برامج خصخصة الشركات العمومية وتشجيع مشاركة هيئات الاستثمار الجماعي المحلية؛

(1) عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص.62.

- تحسين مقاييس أداء السوق وأنشطة السمسرة كنتيجة لوفورات الإنتاج الذي سيحقق من خلال الإستغلال الكفاء للتكنولوجيا ومشاركة عدة أسواق في تكاليفها مما يقلل من تكلفة الصفقة؛
- تشجع على الشراكة الأجنبية نتيجة تحسين إدارة الشركات ورفع مستوى الإفصاح المعلوماتي والعمل وفقا للمعايير الدولية؛
- تسمح السوق الواسعة بتوفير الموارد المالية للشركات الكبيرة مما ينعكس إيجابا على السوق ويولد إهتماما أكبر بالمنطقة؛
- تشجع التخصص في الإنتاج، وبالتالي ترفع مستوى النمو الكامن؛
- توفر إمكانيات تقاسم الأخطار بين المناطق مما يحد من تأثير الأزمات؛
- يعد عملاء السوق من أوائل المستفيدين من تكامل الأسواق المالية، حيث يستفيدون من إنخفاض تكاليف الوساطة مما يعزز المنافسة، وكذلك الاستفادة من التشكيلات الواسعة المعروضة في السوق وتزايد احتمالات تنوع محفظة الأوراق المالية.

الفرع الثاني: عوائق تكامل الأسواق المالية:

ويحقق التكامل بين البورصات سهولة إنتقال الأموال والأوراق المالية شريطة تذلل المعوقات قبل تنفيذ آليات التكامل المقترحة. إذن يجب القضاء على مايلي⁽¹⁾:

أولاً: القيود المالية في البورصات:

- الرقابة على النقد الأجنبي؛
- قيود تحويل العملات الأجنبية؛
- التأخير في تحويل قيمة الأوراق المالية للخارج؛
- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول؛
- أثر التضخم على عائد السندات؛
- ضعف البورصات من حيث حجم التداول؛

(1) فريد نجار، مرجع سبق ذكره، ص. 176-177

- غياب السماسرة المتخصصين؛
- غياب ضمانات لحقوق المتعاملين؛
- غياب بنوك الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.

ثانياً: القيود المعلوماتية في البورصات:

- ضعف الإفصاح المالي؛
- تخلف صناعة التحليل المالي؛
- تخلف الإعلام المالي؛
- نقص الوعي الاستثماري؛
- المغالاة في تقدير المراكز المالية؛
- عدم توفر شبكات للمعلومات في جميع الدول؛
- عدم تنمية المقاييس المعلوماتية بالبورصات؛
- غياب مراكز دعم القرارات بالبورصات وللشركة والمتعاملين بالبورصة.

ثالثاً: القيود التنظيمية في البورصات:

- ضعف الهياكل التنظيمية وجمودها في بعض البورصات؛
- غياب البيئة التنظيمية المساندة للبورصات النامية؛
- غياب أدلة لطرق التداول في البورصة؛
- غياب الإتصالات الفورية في التداول والتعامل بين البورصات؛
- نقص الأدوات المالية محل التداول بالبورصات؛
- غياب قوانين تنظيم طرح الأوراق المالية؛
- نقص عدد الشركات المساهمة العامة ذات الإكتتاب العام؛
- غياب العلاقات العامة بين البورصة والمجتمع والجمهور.

المبحث الثالث: الآثار المترتبة عن عملية تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي

لقد كان لإنتشار ظاهرة تكامل واندماج الأسواق المالية آثار بعيدة على مختلف الأنشطة الاقتصادية والمالية على حد سواء، حيث أدت هذه الظاهرة لإعادة صياغة العلاقات الاقتصادية في المجتمع الدولي على النحو الذي فرض كثيراً من التحديات لاسيما أمام الأنشطة المالية والمصرفية.

المطلب الأول: تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المصرفي

تجلى تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المصرفي فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: تغير هيكل الخدمات المصرفية:

بعد ما إتجهت الأسواق المالية الأخيرة نحو تحرير القيود والمعوقات التي تحد من انتقال رؤوس الأموال زاد ذلك من درجة ترابطها بالأسواق المالية العالمية، وقد انعكس هذا على القطاع المصرفي من خلال فتح مجالات للأنشطة التي لم يكن مسموحاً بها أمام البنوك، وكذلك رفع القيود أمام فتح الفروع والمكاتب بالإضافة إلى إلغاء القيود على الأسعار التي تتقاضاها البنوك سواء أسعار الفائدة أو رسوم الخدمات التي تقدمها.

وقد إنعكس هذا المناخ بشكل كبير على أعمال البنوك وهيكل الخدمات التي تقدمها وذلك على النحو

التالي:

- حدثت تغيرات هامة في هيكل ميزانيات البنوك حيث تنوعت مصادر الأموال ومجالات توظيفها فلم يعد المصدر الرئيسي لأرباح البنوك يتحقق من الائتمان المصرفي؛
- أدى دخول البنوك التجارية في عمليات بنوك الاستثمار إلى توسيع دائرة المخاطر التي تواجه أعمالها لتشمل مخاطر السوق بالإضافة للمخاطر الائتمانية؛
- شهدت البنوك في معظم دول العالم تغيرات هامة في مكونات الودائع تمثلت في اتجاه نسبة الودائع لأجل وودائع التوفير وشهادات الإيداع إلى إجمالي الودائع للتزايد بشكل واضح مقابل انخفاض حجم الودائع الجارية.
- وكنتيجة طبيعية لإعادة هيكلة الخدمات المصرفية توجهت البنوك وخاصة البنوك التجارية إلى التحول إلى ما يسمى بالبنوك الشاملة.

(1) بدون كاتب، العولمة المصرفية، مجلة إضاءات، معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، سبتمبر 2010، ص.03.

ثانيًا: التحول إلى البنوك الشاملة:

إن التغييرات المصرفية التي عكسها تكامل الأسواق المالية على أداء البنوك أدت إلى ظهور ونمو كيانات مصرفية جديدة تمثلت في البنوك الشاملة والتي تعني تحول البنوك التجارية بل وباقي البنوك إلى البنوك الشاملة، التي تسعى دائما وراء تنوع مصادر التمويل والتوظيف وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات؛ أي أن هذا النوع من البنوك أصبح يجمع بين وظائف البنوك التجارية التقليدية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار وبنوك الأعمال أي أنها تقوم بأعمال كل البنوك. وتهدف البنوك الشاملة من خلال تبني سياسة التنوع إلى استقرار حركة الودائع والموازنة بين السيولة والربحية وتقليل درجة المخاطر المصرفية التي تعتبر أحد أهم مزايا المشتقات المالية.

ثالثًا: تنوع النشاط المصرفي والإتجاه إلى التعامل في المشتقات المالية:

يشمل تنوع النشاط المصرفي على مستوى مصادر التمويل إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول والاتجاه إلى الاقتراض طويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي، وعلى مستوى الإستخدامات والتوظيفات تم تنوع القروض الممنوحة وإنشاء الشركات القابضة المصرفية وغيرها. ومن ناحية أخرى وصل تنوع النشاط المصرفي إلى مدها في ظل العولمة عندما أضفت البنوك إلى أنشطتها المشتقات المالية حيث أخذت تتعامل مع العقود الآجلة وحقوق الشراء الإختيارية، إلى جانب عقود المبادلة.

رابعًا: تزايد المنافسة في السوق المصرفية:

لاشك أن تحرير حركة رؤوس الأموال على مستوى العالم هو أمر من شأنه تحقيق مكاسب كبيرة للعديد من دول العالم، بيد أن توزيع تلك المنافع لن يكون بالتساوي بالنسبة لكافة الدول، بل إنه يرتبط بحجم قطاع الخدمات المالية في كل منها ودرجة مرونته والمزايا النسبية التي يتمتع بها، وكذلك مدى قدرته على المنافسة مع القطاعات الخارجية المماثلة، وهو ما يعنى أن القطاع المصرفي في الدول النامية سيواجه العديد من التحديات والصعوبات من جراء ذلك بسبب تواضع إمكانياتها في مجال الخدمات بصفة عامة وانخفاض كفاءتها وقدرتها التنافسية.

خامسًا: الإندماجات المصرفية:

يعد الإندماج المصرفي أحد أهم التغييرات المصرفية العالمية التي تزايد تأثيرها بقوة، خاصة خلال العقد الماضي مع تسارع وتيرة العولمة والتحرر المالي في ظل بيئة اقتصادية تنطوي على العديد من المخاطر، ويبدو أن عملية الإندماج المصرفي من كثرتها وسرعتها وشموها أصبحت ظاهرة عالمية تأثرت بها كل البنوك في العالم تقريبًا. حيث لم تقتصر عمليات الإندماج المصرفي على البنوك والمؤسسات المصرفية المحلية في نطاق الدولة الواحدة فقط،

بل امتدت لتسجل أيضا حالات اندماج مصرفي بين بنوك ومؤسسات مصرفية من دول مختلفة، ويعد الاندماج المصرفي أحد أجمع السبل لمواجهة المنافسة الشديدة في الساحة المصرفية العالمية.

إن تكامل الأسواق المالية إلى جانب ما يمكن أن يترتب عنه من آثار إيجابية على الجهاز المصرفي، يمكن أن تنعكس سلبا على هذا الأخير حيث يمكن أن تتسبب فيما يلي:

سادسًا: تزايد حدوث الأزمات بالبنوك:

في إطار التكامل تزايدت المنافسة بين البنوك وخاصة بعد تزايد عمليات الاندماج بين المؤسسات المالية بصفة عامة والبنوك بصفة خاصة، إلى جانب ظهور البنوك متعددة الجنسيات. لكن ورغم تطور هيكل وأداء البنوك، يبقى دائما الجهاز المصرفي معرضا للصدمات، إذ يمكن القول أن من بين الآثار السلبية لعملية تكامل الأسواق المالية على الجهاز المصرفي هي تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي في العديد من الدول المتحالفة.

سابعًا: إضعاف قدرات البنوك المركزية على التحكم في السياسة النقدية:

إن النظرية الاقتصادية تظهر أن هدف التحرير الكامل لحركة رؤوس الأموال لا يمكن أن يتحقق في نفس الوقت مع ثبات سعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية. فالإنفتاح على أسواق رأس المال العالمية يؤدي إلى تقليل مجالات العمل الممكنة أمام السياسة النقدية، أين يصبح من الصعب على البنوك المركزية التحكم في السياسة النقدية، فمثلا الضغوط التضخمية الناتجة عن التدفقات الكبيرة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي، تجعل من الصعب اتخاذ القرارات المتعلقة بتنظيم وتوقيت السياسات الاقتصادية اللازمة، كما تبين أيضا أن التغير المفاجئ في اتجاه تدفق رأس المال، قد يجعل السلطات المالية والنقدية عاجزة عن كبح سرعة هذه التدفقات عندما يشعر أصحاب رؤوس الأموال بعدم توفر المردودية اللازمة لاستثماراتهم المالية أو بمخاطر قد تنجم عن ضعف أداء النظام المصرفي.

ثامنًا: إنتشار عمليات غسيل الأموال:

في ظل العولمة والتجارة والصيرفة الإلكترونية ونمو فعالية أسواق المال الدولية، أصبح من اليسير انتقال رؤوس الأموال عبر الدول المختلفة، وقد حمل هذا في طياته تنامي حركة الجريمة المنظمة وتزايد حركة تداول أموال المنظمات الإجرامية على المستوى المحلي والدولي بهدف تغيير صفة الأموال التي تم الحصول عليها بطريقة غير مشروعة مثل تجارة المخدرات وتهريب السلاح وتجارة الرقيق وأعمال الفساد الإداري والرشوة؛ لتظهر كما لو كانت قد تولدت من مصدر مشروع، ويطلق على هذه العمليات "غسيل الأموال".

من خلال ما سبق يظهر أن لعملية تكامل الأسواق المالية العديد من الآثار على الجهاز المصرفي، منها ما هو إيجابي ومنه ما هو سلبي، الشيء الذي يجعل من الضروري على الجهاز المصرفي مواجهة هذه التغيرات من خلال إصلاح هيكله وتطوير أدائه بما يتوافق ومتطلبات العولمة المالية ووضع السياسات اللازمة من أجل تعظيم الآثار الإيجابية وتقليل الآثار السلبية.

المطلب الثاني: تأثير تكامل الأسواق المالية على السوق المالي المحلي

يدعم التكامل بين البورصات أداء البورصات محليا من خلال عدة محاور أهمها⁽¹⁾:

- تضيف عملية التكامل بين البورصات درجة عالية من السيولة على الأصول المالية من خلال حشدها لشرائح أوسع وأكبر من المستثمرين، و تمكن كذلك شركات المساهمة الموجودة في البورصات من الاستفادة من إقتصاديات الحجم والنطاق الجغرافي للتواصل مع شريحة أوسع من المستثمرين؛
- تأمين عملية التكامل بين البورصات العديد من البدائل الإستثمارية أمام المستثمرين ما يلي حاجة المستثمر في تنويع إستثماراته، خاصة بالنسبة للمستثمر المؤسسي سواء من حيث الأدوات المالية المتاحة أو من حيث القطاعات المدرجة والتي تتباين في البورصات، ويسمح ذلك كله بتوسيع قدرات المستثمر على إدارة مخاطر الإستثمار وتحقيق عوائد إستثمارية مجزية؛
- يضمن لشركات المساهمة الحصول على تمويل بشروط أفضل من خلال تأمينه الوصول إلى قاعدة أوسع من المستثمرين دون الإقتصار على الأسواق المحلية؛
- إن التكامل الأسواق المالية ونتيجة لما يحققه من زيادات كبيرة في حجم السوق سيعزز من كفاءة البورصات ويدعم عمقها ويوسع من طاقتها الإستيعابية من خلال ضمان وجود السيولة الكافية ما يدعم دورها داخل إقتصاداتها؛

¹ بالاعتماد على العديد من المراجع منها:

- وفاء الرشيد وآخرون، منتدى سوق المال: يؤكد أن الاجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية، مجلة سوق المال، تصدرها الهيئة العامة لسوق المال، العدد 46، سلطنة عمان، أكتوبر 2010، ص.19.
- أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البنينة والتكامل الإقتصادي العربي تحت رعاية المنظمة العربية للتنمية الإدارية الجامعة الأردنية، الأردن، 20 - 22 ديسمبر 200، ص.22.
- علال بن ثابت، محمد بن جاب الله، إدارة الأزمات في البورصات كمدخل لتدعيم تكامل الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي الثاني "التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 19-17 أبريل 2007 ص.8.

- تتيح عملية التكامل بين البورصات لهيئات أسواق المال في تخفيض تكاليف الإشراف والتطوير وتنظيم الأسواق؛

- يوفر التكامل بين البورصات فرص أكبر لتقاسم المخاطر بين هذه الأسواق وكذلك تقليل كلفة رأس المال إضافة الى أنه سيخفض من هامش التقلبات الكبيرة في الأسعار ويرفع من كفاءة توزيع الموارد المالية بالشكل الذي يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين ومجموع المستثمرين و بالتالي سيوفر مصادر تمويلية على درجة عالية من الضخامة والوفرة يمكن أن تحدث تغيرات جوهرية في الواقع الاقتصادي العربي في مجموعه؛

- يعزز التكامل بين البورصات من دور هذه البورصات داخل اقتصاداتها من خلال مساندة جهود التنمية وإشراك الشعوب في عملية التنمية من خلال نشر السلوك الإدخاري والاستثماري بين أفراد هذه الشعوب والذي سينعكس في زيادة معدلات النمو الاقتصادي ورفع المستوى المعيشي للأفراد؛

- من شأن عملية التكامل بين البورصات رفع قدرات هذه البورصات على إدارة أزمته ومنع إنتشارها من خلال إنشاء جهاز مختص بإدارة هذه الأزمات تتوزع تكاليف إنجازه على البورصات ويكون هذا الجهاز تابع للهيئة التي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على البورصات العربية المتكاملة ويكلف هذا الجهاز بوضع نظام ذو كفاءة عالية وفعالية للإنذار المبكر للأزمات داخل البورصات العربية، إضافة إلى توحيد الجهود والتنسيق فيما بينها للتعامل مع الأزمات التي من الممكن أن تحدث في أحد هذه البورصات و في مختلف مراحل هذه الأزمات، ويتولى كذلك هذا الجهاز إعداد البرامج التدريبية للمسؤولين والعاملين في البورصات العربية لتدعيم مهاراتهم في مجال إدارة الأزمات؛

- ينشط التكامل بين البورصات العربية الأسهم ضعيفة الجاذبية التي تنتشر في معظم البورصات خاصة أن أغلب البورصات العربية تعتبر بورصات عالية التركيز، وستساهم قاعدة الاستثمار التي سيجتمعها التكامل بين البورصات في رواج معظم الأوراق المالية المدرجة في البورصات؛

- تدعم عملية التكامل بين البورصات الأخيرة في إستكمال أطرها القانونية والمؤسسية ومراجعة التشريعات القائمة وإيجاد قوانين مرنة تسمح بإستيعاب كافة التطورات التي تشهدها البورصات المتقدمة، كما يدعم التكامل البورصات تجاوز المنافسة الشديدة التي تتعرض إليها من قبل البورصات المتطورة في الدول المتقدمة والناشئة على حد سواء و يؤهلها لإيجاد موضع قدم ضمن المنافسة العالمية بين البورصات من خلال هذا الكيان المالي المتكامل.

ومنه تتطلب عميلة إنتقال الأسواق المالية من مرحلة الإنفراد نحو مرحلة التكامل العديد من التعديلات والإبتكارات في الأدوات المستخدمة في عمليات تلك الأسواق، وذلك لجعل تلك الأدوات أكثر استجابة لمتطلبات المرحلة الجديدة.

حيث شجع تكامل الأسواق المالية على إبتكار العديد من الأدوات المالية التي تدعم الإتجاه نحو الاندماج، فضلا عن تطوير الأدوات السابقة التي كانت تستخدم في عمليات السوق المالي الأمر الذي جعل التعامل في الأسواق المالية الدولية أكثر سهولة، وأصبح تقدير درجة المخاطر أكثر يسرا، كما أن عملية تطوير الأدوات المالية التقليدية وإبتكار أدوات مالية جديدة أزالة الكثير من المعوقات أمام المستثمر والمقترض المحليين للتعامل في الأسواق المالية الدولية، داعما ذلك عملية التكامل فيما بين تلك الأسواق.

المطلب الثالث: تأثير تكامل الأسواق المالية على شركات التأمين وصناديق الاستثمار

وإنعكس تأثير تكامل الأسواق المالية على شركات التأمين وصناديق الاستثمار كما يلي:

الفرع الأول: تأثير تكامل الأسواق المالية على شركات التأمين:

يتعرض العالم في الأونة الأخيرة لتغيرات دائمة مما يجعل كل شيء يسعى لتحقيق أعلى المنافع على الصعيد المحلي والدولي بما في ذلك شركات التأمين، إذ لا ينحصر دورها على العمل في السوق المحلي فبعد تكامل الأسواق المالية تعدى دورها ليصل إلى السوق العالمي، وهذا ما يدخلها في دائرة المنافسة العالمية داخليا وخارجيا. ويمكن حصر بعض المتغيرات التي يفرضها تكامل الأسواق المالية على قطاع التأمين فيما يلي⁽¹⁾:

- بدخول الشركات الأجنبية إلى أسواق التأمين المحلية لابد على الدول المضيفة أن تعدل قوانين الإشراف والرقابة حيث تسمح بدخول رأس المال الأجنبي للمشاركة في تأسيس شركات التأمين وفتح الأسواق الوطنية أمام صناعة التأمين العالمية، وتماشيا مع هذه التطورات كان لابد من تحرير الأسعار وتكون المنافسة مدروسة بين الشركات التي هي في أساس التعاون في مجال الإبتكار وتنويع المنتجات التأمينية؛

- تشجع شركات التأمين تكامل الأسواق المالية لأنه يآثر ايجابا على نشاطها حيث أنه كلما كان السوق المالي متكاملا ومترابطا كلما زاد حجمه وعمقه وهو ما يزيد من نسبة المخاطر على الأوراق المالية، والذي تستفيد منه شركات التأمين بتقديم خدمات مالية مغرية لجذب رؤوس الأموال؛

- بدخول الأسواق المالية في تحلفات يتوقع زيادة ايرادات التأمين والذي سيؤثر ايجابا على الاقتصاد، حيث ستزيد الاستثمارات الرأسمالية وتتولد الثروة.

⁽¹⁾نادية أمين محمد علي، إستراتيجيات مستحدثة لتطوير المنتج بالتطبيق على وثائق التأمين، الملتقى العربي الثاني للتسويق في الوطن العربي الفرص والتحديات، قطر، 2003، ص.07.

كما لتكامل الأسواق المالية آثار سلبية على قطاع التأمين والمتمثلة فيما يلي⁽¹⁾:

- التعرض بصورة كبيرة للمنافسة المحلية والتي تتمثل في مجموعة الكيانات الصغيرة الحجم ومحدودة الإمكانيات مع الشركات الأجنبية والتي تتمتع بإمكانيات مالية وفنية عالية جدا ولديها أنظمة متقدمة في كافة مجالات الأنشطة التأمينية، لذا يتحتم على الشركات المحلية الإهتمام بالأساليب الحديثة للتسويق لمواجهة المنافسة؛
- علاقة عدم التكافؤ الحالي بين اقتصاديات الدول المتقدمة واقتصاديات الدول النامية، حيث تتحول هذه الأخيرة لأسواق مستهلكة للسلع والخدمات القادمة من الدول الكبرى بما في ذلك الخدمة التأمينية؛

الفرع الثاني: تأثير تكامل الأسواق المالية على صناديق الاستثمار:

يعمل تكامل الأسواق المالية على إنعاش نشاط صناديق الاستثمار بإعتبارها الممول الرئيسي للبورصة، حيث في ظل بورصة نشيطة تزيد رؤوس الأموال وبها يتجه المتعاملين لصناديق الاستثمار التي تتوفر على رؤوس أموال بدون إنقطاع بدل البنوك التي تفرض تكلفة مرتفعة.

⁽¹⁾عزة عبد السلام ابراهيم، تسويق التأمين في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية، الملتقى العربي الثاني، التسويق في الوطن العربي الفرص والتحديات، قطر، 2003، ص.15.

الخلاصة:

يعتبر تكامل الأسواق المالية من أحدث نتائج العولمة المالية والذي يؤدي إلى اتساع السوق، ويفضي إلى اقتصاديات الحجم، وبالتالي تعزيز الكفاءة العملية للسوق المالية وعليه فتكامل الأسواق المالية له دور حيوي في جهود الاندماج الإقليمي، ويعبر عن ضرورة ملحة لبلوغ أهداف التكامل الاقتصادي.

ولكي يتحقق تكامل الأسواق المالية، لا بد من توافر بعض المقومات كتطور تكنولوجيا ربط البورصات وصناعة تكنولوجيا المعلومات، إلى جانب خدمات البريد الإلكتروني... إلخ. هذا ويتم الربط بين الأسواق المالية باستخدام عدة أساليب نذكر منها، الربط الحاسوبي للبورصات، الربط البريدي العاجل، الربط بالوسطاء الماليين، الربط بالشركات المالية، الربط بالسياسات المالية، الربط التنظيمي والربط التشريعي وغيرها. ويؤدي تكامل أسواق المال إلى رفع الكفاءة التشغيلية، وزيادة عمق السوق، حيث يزيد من عدد شركات الوساطة، ومن ثم زيادة حدة المنافسة بينها على جذب أكبر عدد من المستثمرين، وبالتالي خفض التكاليف والعمولات الإدارية.

الفصل الثالث: دراسة حالة

مجلس التعاون الخليجي

تمهيد:

يشهد العالم اليوم عصر التكتلات والتجمعات الاقتصادية والتي تعتبر سمة العصر الذي نعيشه، وذلك بهدف تنمية وتدعيم القطاعات المختلفة بالدول في ظل الصراعات والمشاكل الاقتصادية التي تعاني منها الكثير من الدول. وتعتبر التكتلات الاقتصادية الإقليمية من أبرز التكتلات التي عرفها العالم بشكل متميز وتفصيلي مع بداية النصف الثاني من القرن العشرين، حيث يفتح باب العضوية في هذه التكتلات لمجموعة الدول المتجاورة جغرافياً، والتي تنتهج فلسفات ونظم اقتصادية متشابهة أو على الأقل متقاربة، بحيث يسهل الإنصهار والاندماج بين صفوف الدول الراغبة في الدخول في مصفوفة التكامل المالي.

والهدف من إنشاء مجلس التعاون الخليجي هو إذابة الفروقات والإختلافات في السياسات الاقتصادية الوطنية لتوحيد ودمج قوى العرض والطلب في الدول الأعضاء عن طريق التحرير الكامل للتجارة بالسلع والخدمات وعناصر الإنتاج. وتنبع أهمية قيام مجلس التعاون الخليجي من كونها الأداة الرئيسية الهامة في وصول الدول الأعضاء فيها إلى تحقيق غاياتها وأهدافها.

ورغبة في الوقوف على مدى تأثير تكامل الأسواق المالية للدول المنظمة لمجلس التعاون الخليجي وإرتباطها بالقطاع المالي للدول الأعضاء، فقد تم التركيز على دراسة مجلس التعاون الخليجي باعتباره من أهم الأسواق المالية العربية.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: الدراسة المنهجية للدراسة التطبيقية
- المبحث الثاني: التعريف بمجلس التعاون الخليجي
- المبحث الثالث: دراسة تحليلية وقياسية لتأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي (2003-2013)

المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية

نظرا لما تلعبه المنهجية من دور كبير في أي بحث علمي من حيث طريقة جمع المعلومات وتحليلها وتفسيرها للوصول إلى النتائج التي تجيب على إشكالية البحث، فإنه يجب التطرق قبل كل شيء إلى الإجراءات المنهجية الواجب إتباعها في أي دراسة تطبيقية والتي سيستعرضها هذا المبحث.

المطلب الأول : مبررات إختيار فترة ومكان والمناهج المتبعة في الدراسة التطبيقية

تم تحديد كل من فترة ومكان والمناهج المتبعة في الدراسة كما يلي:

الفرع الأول: فترة الدراسة

لقد تم إختيار مدة تقدر ب 10 سنوات تبدأ من سنة 2003 الى غاية سنة 2013، وذلك لتوفر جميع البيانات المتعلقة بالمؤشرات العامة للبورصات المدروسة خلال هذه الفترة وكذا مؤشرات القطاع المالي، كما أن طول المدة تعمل على الوصول إلى نتائج أكثر دقة.

خلال هذه الفترة تم جمع القيم السنوية للمؤشرات بورصات الدول الأعضاء وكذا كافة البيانات المتعلقة بمؤشرات القطاع المالي المختارة في الدراسة. كما تتميز هذه الفترة بأنها غير عادية حيث إشملت العديد من الأزمات لعل أهمها أزمة 2008 وكذا أزمة بورصة دبي.

الفرع الثاني: مكان الدراسة

بما أن هذه الدراسة تهدف إلى محاولة قياس مدى تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي، فقد أخذ مجلس التعاون الخليجي كعينة للدراسة وذلك لإعتباره أقوى وأبجح كتكتل عربي. حيث يشتمل مجلس التعاون الخليجي على ستة دول وهي كالاتي:

- الإمارات العربية المتحدة؛
- مملكة البحرين؛
- المملكة العربية السعودية؛
- سلطنة عمان؛
- دولة قطر؛
- دولة الكويت.

الفرع الثالث: المناهج المتبعة

يختلف المنهج باختلاف كل بحث، إذ لكل منهج خصائصه التي تتوقف على طبيعة النتائج المراد التوصل إليها، وتم إتباع وفقاً لطبيعة الموضوع المناهج التالية:

1- المنهج التاريخي:

وهو المنهج الذي يستخدم لدراسة الأحوال والأحداث والظواهر التي جرت في الماضي، وقد تم استخدامه في سرد التطور التاريخي للأسواق المالية والقطاع المالي ومؤشرات أدائها خلال سنوات الدراسة.

2- المنهج الوصفي التحليلي:

يقوم هذا المنهج على وصف الظاهرة المدروسة وتطورها كميًا عن طريق جمع معلومات مقننة عن الظاهرة المدروسة، وقد استخدم هذا المنهج في جمع وتلخيص البيانات والمعلومات.

3- المنهج الرياضي الإحصائي:

وهو أحد طرق وصف ومقارنة المجموعات والظواهر المتغيرة وإثبات الحقائق العلمية المتصلة بها، وقد تم الاستعانة به في تقدير النموذج الإحصائي بهدف قياس مدى تكامل أسواق مجلس التعاون الخليجي ببعضها البعض وكذا لقياس تأثير هذا التكامل على القطاع المالي للدول الأعضاء.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

سيستعرض هذا المطلب متغيرات الدراسة ومصادر البيانات وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول: متغيرات الدراسة

يمكن حصر متغيرات الدراسة في المؤشرات الرئيسية لبورصات دول المجلس والتي هي عبارة عن رقم إحصائي يرصد وضعية وإتجاه بوصة معينة وتغيراتها من فترة لأخرى، كما أن هذا الرقم يعتمد عليه بشكل كبير في اتخاذ القرارات الاستثمارية وفي الحكم على أداء البورصة والاقتصاد ككل. ومن أجل معرفة تأثير التكامل المالي على القطاع المالي أختيرت المؤشرات الآتية للتعبير عن هذا الأخير عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، حجم التداول، صافي الإئتمان المحلي، السيولة المحلية.

وتتمثل المؤشرات المستخدمة في الدراسة في الجدول الآتي:

الجدول (3-1): المؤشرات المستخدمة في الدراسة

الرمز	المؤشر
DFM	المؤشر العام لسوق دبي المالي
ADI	المؤشر العام لسوق أبوظبي المالي
BSE	المؤشر العام لسوق البحرين المالي
SSM	المؤشر العام لسوق السعودية المالي
MSM	المؤشر العام لسوق مسقط المالي
DSM	المؤشر العام لسوق قطر المالي
KSE	المؤشر العام لسوق الكويت المالي
NDC	مؤشر صافي الإئتمان المحلي
DL	مؤشر السيولة المحلية
MC	مؤشر القيمة السوقية
TV	مؤشر حجم التداول
NLC	مؤشر عدد الشركات المدرجة

الفرع الثاني: مصادر البيانات

تم الاعتماد في جمع المعلومات لإتمام الدراسة التي تتكون أساساً من تشكيلة تضم مؤشرات بورصات العينة على عدة مصادر مختلفة تمثلت في:

أولاً: التقارير:

تعتبر التقارير المصدر الرئيسي للمعلومات الدقيقة والضرورية للمتعاملين في السوق والباحثين على حد سواء. وتمثل هذه التقارير في:

- التقارير الصادرة عن هيئات الأسواق المالية؛
- النشرة الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي؛
- التقارير السنوية الصادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون الخليجي؛
- التقارير السنوية الصادرة من الأسواق المالية المدروسة؛

- التقارير الفصلية الصادرة عن المجلس النقدي الخليجي.

ثانياً: مواقع الأنترنت:

وتمثلت في مواقع الأسواق المالية التالية:

- صندوق النقد العربي <http://www.amf.org.ae/ar>؛

- الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي <http://www.gcc-sg.org/ar-sa/Pages/default.aspx>؛

- مجلس النقد الخليجي <http://ar.gmco.int>.

ولإستخراج مؤشرات الأسواق المالية المدروسة تم الإعتماد على المواقع التالية:

- مؤشر سوق دبي المالي <https://sa.investing.com/indices/dfmgi>؛

- مؤشر سوق أبوظبي المالي <https://sa.investing.com/indices/adx-general>؛

- مؤشر سوق البحرين المالي <https://sa.investing.com/indices/bax>؛

- مؤشر سوق السعودية المالي <https://sa.investing.com/indices/tasi>؛

- مؤشر سوق مسقط المالي <https://sa.investing.com/indices/msi>؛

- مؤشر سوق قطر المالي <https://sa.investing.com/indices/qsi>؛

- مؤشر سوق الكويت المالي <https://sa.investing.com/indices/kwse>.

ثالثاً: البرنامج الإحصائي E-views8:

حيث أستخدم في إيجاد مصفوفة الارتباط المشترك وكذا إستخراج نموذج الإنحدار البسيط.

المطلب الثالث: تحديد نموذج تحليل الإنحدار

سوف يتم في هذا المطلب التطرق إلى مراحل إعداد نموذج تحليل الإنحدار التي هي كالتالي:

المرحلة الأولى: مصفوفة الارتباط المشترك لمؤشرات دول مجلس التعاون الخليجي

يتم في هذه المرحلة إختبار مدى إرتباط الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي من خلال مصفوفة

الإرتباط المشترك لمؤشرات بورصات الدول الأعضاء.

المرحلة الثانية: تحديد نموذج تحليل الانحدار

أولاً: الإختبار الاقتصادي:

حيث من خلاله سوف يتم دراسة علاقة التأثير والتأثر، ذلك من خلال دراسة إشارة المتغيرات ومقارنتها بالمنطق الاقتصادي وتحديد طبيعة العلاقة بينهما.

ثانياً: الإختبار الإحصائي:

يتم الإعتداد في الدراسة على النموذج الخطي البسيط الذي يتخذ الشكل التالي:

$$Y = a + b_i x_i + \varepsilon$$

Y: المتغير التابع

x_i: المتغير المستقل أو المتغير المفسر

a: المعامل الثابت

b_i: معاملات الإتجاه العام

ε: عنصر التشويش أو الخطأ العشوائي الذي يتبع التوزيع الطبيعي

ولتحليل نموذج الانحدار يجب القيام أولاً بتقديره حيث يتم حذف عنصر التشويش وبالتالي يصبح

نموذج الانحدار يكتب كمايلي:

$$Y = a + b_1 x_1$$

1- إختبار نموذج الانحدار:

أثناء عملية الإختبار يتم وضع الفرضيتين التاليتين:

H₀: فرضية العدم التي تنص على عدم تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.

H₁: الفرضية البديلة التي تنص على تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.

وللتأكد من صحة أحد هاتين الفرضيتين يتم إختبار النموذج بواسطة أسلوبين من الإختبار.

أ. إختبار "Student":

يختص بإختبار المعاملات (الثابتة والمتغيرة)، حيث يتم أولاً تحديد مستوى معنوية X التي تحدد بدورها منطقة القبول ومنطقة الرفض وذلك كما يلي:

- بعد تحديد مستوى المعنوية α يتم حساب t وفقاً للقانون التالي:

$$|t| = \frac{b - b_0}{\delta b}$$

- وعليه يتم رفض الفرضية H_0 عند مستوى معنوية α إذا كان:

$$P[|t| > t_{\frac{\alpha}{2}}] = \alpha$$

ويكون العكس في حالة قبول الفرضية H_0 .

ب. إختبار "Ficher":

يختص بإختبار النموذج ككل، حيث يعبر عن مدى تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع ويتم الإختبار كما يلي:

- يتم رفض الفرضية H_0 إذا كان F^* المحسوبة أكبر من F الجدولة.

- يتم قبول الفرضية H_0 إذا كان F^* المحسوبة أقل من F الجدولة

2- تحليل نموذج الإنحدار:

بعد تقدير نموذج الانحدار يتم تحليله باستخدام معامل التحديد والذي هو المعامل الذي يحدد نسبة تفسير المتغير X للمتغير التابع Y ويحسب وفقاً للقانون التالي:

$$R^2_{x,y} = \frac{cov[(x,y)]}{\delta_x^2 \cdot \delta_y^2}$$

المبحث الثاني: التعريف بمجلس التعاون الخليجي

تم الإعتماد على هذا المبحث للتعريف بمجلس التعاون الخليجي حيث تنتهج الدراسة في التعرف على هذه السوق من خلال التطرق الى:

- نشأة وتطور مجلس التعاون الخليجي؛
- الهيكل التنظيمي لمجلس التعاون الخليجي؛
- أهداف مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الأول: نشأة وتطور مجلس التعاون الخليجي

جاءت إقامة مجلس التعاون لدول الخليج العربي إنعكاساً للعلاقات الخاصة والسلمات المشتركة لدول الخليج العربي ولتشابه أنظمتها وتمائل تكوينها السياسي والإجتماعي والسكاني وتقاربها الثقافي والحضاري واستهدافاً لتحقيق أكبر قدر من التنسيق بين أعضائه للوصول إلى تحقيق التكامل الاقتصادي⁽¹⁾.

وتعود أسباب قيام مجلس التعاون الخليجي إلى إنتعاش الوعي القومي لدى دول المنطقة في توثيق الصلات والتنسيق فيما بينها وذلك بعد إنسحاب بريطانيا في مطلع السبعينات وحصول دول المنطقة على استقلالها السياسي، وقد برزت مساعي جادة من أجل تنسيق الجهود بين دول منطقة الخليج حيث بدأ العمل المشترك والتعاون الثنائي من خلال الإتفاقيات الثنائية، فوعدت الإمارات العربية المتحدة اتفاقية مع كل من قطر والكويت سنة 1973، لتبدأ بعد ذلك الإتفاقيات الجماعية المشتركة والتي أثمرت عن ظهور هيئات ومؤسسات ولجان مشتركة مثل الأمانة العامة للزراعة والمالية والصحة، وأخذ شكل العمل التنسيقي بين دول الخليج ينمو ويتسارع.

ومن أجل إيجاد نوع من التنسيق الكامل بين هذه الدول فقد كانت هناك عدة مبادرات بين دول المنطقة لعل أهمها المشروع الكويتي الذي إرتكز عليه قيام مجلس التعاون الخليجي وجاء ذلك على هامش القمة الإسلامية بالطائف سنة 1981 عندما طرح أمير الكويت فكرة إقامة أوسع دائرة للتعاون الاقتصادي والنفطي والثقافي يؤدي في النهاية إلى إقامة إتحاد إقليمي على نظرائه الخليجين، وفي 25 ماي 1981 قامت الدول الست (الإمارات العربية المتحدة، البحرين، المملكة العربية السعودية، قطر، عمان، الكويت) بالتوقيع على النظام الأساسي وأعلنت قيام مجلس التعاون الخليجي⁽²⁾.

⁽¹⁾ عبد المنعم السيد، الاتحاد النقدي الخليجي والعملة الخليجية المشتركة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2008، ص141.

⁽²⁾ جاسم بن محمد القاسمي، التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص.31.

وبهدف تحقيق التكامل الاقتصادي بينها قامت دول المجلس بتبني سياسات عملية وأهداف واقعية متدرجة، وحرصت على الربط بين تحديد الأهداف المستقبلية ووضع البرامج العملية لتحقيقها، وبناء المؤسسات القادرة على ذلك وبهذا الهدف اتفقت دول المجلس على عدد من الخطوات التي تهدف إلى تحقيق التكامل الاقتصادي بين دول المجلس، وفق خطوات متدرجة، حيث تمت إقامة منطقة التجارة الحرة في عام 1983، ثم الاتحاد الجمركي في الأول من جانفي 2003، ثم السوق الخليجية المشتركة التي تم الإعلان عنها في ديسمبر 2008م⁽¹⁾.

وتطور مجلس التعاون الخليجي عبر مرحلتين أساسيتين هما⁽²⁾:

1- إقامة الاتحاد الجمركي: دخل الاتحاد الجمركي حيز التنفيذ في يناير 2003م وبذلك حل محل منطقة التجارة الحرة، ويتم بموجبه إزالة كافة الحواجز الجمركية وغير الجمركية على التجارة وهو ما تم في مرحلة التجارة الحرة بالإضافة إلى توحيد الرسوم الجمركية لدول غير الأعضاء. حيث تم الإتفاق على تعريف جمركية موحدة بواقع 5% على السلع الأجنبية المستوردة من خارج الإتحاد، وقد تم إعطاء فترة انتقالية من 2003م الى 2009م للدول الأعضاء حتى تتأقلم مع بعض جوانب الاتحاد الجمركي كاستيراد الأدوية والمستحضرات الطبية وإستيراد المواد الغذائية وإستمرار الحماية الجمركية لبعض السلع والتحصيل المشترك للإيرادات الجمركية.

2- إقامة السوق الخليجي المشتركة: دخلت السوق الخليجية المشتركة حيز التنفيذ في ديسمبر 2008م وبذلك حلت محل الإتحاد الجمركي، ويتم بموجبها إزالة كافة الحواجز الجمركية وغير الجمركية على التجارة وهو ما تم في مرحلة التجارة الحرة، وتوحيد الرسوم الجمركية مع الدول غير الأعضاء وهو ما تم في مرحلة الإتحاد الجمركي بالإضافة إلى إلغاء القيود على حركة الأشخاص وحركة رؤوس الأموال. حيث عملت على تعميق تحرير حركة الخدمات وحرية تنقل المواطنين الخليجين مع تمتعهم بالمعاملة الوطنية في أي دولة من الدول الأعضاء، والسماح للمواطنين بتملك العقارات والاستثمار في أسواق المال وحرية ممارسة الأنشطة الاقتصادية وغيرها، وفتح فروع للبنوك في الدول الأعضاء.

⁽¹⁾ وثيقة السوق الخليجية المشتركة، مجلس التعاون لدول الخليج العربية، 29-30 ديسمبر 2008، ص.ص. 11-12.

⁽²⁾ بن يوب لطيفة، رشاش عباسية، التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، كلية العلوم الاقتصادية جامعة سيدي بلعباس، دون سنة نشر، ص.04. من الموقع:

[http://9icief.sesric.org/presentations/Day2/Session11/\(3\)%20-%20133%20-%20Latifa%20benyoub%20The%20financial%20integration%20in%20the%20GCC%20countries.%20%20%20.docx](http://9icief.sesric.org/presentations/Day2/Session11/(3)%20-%20133%20-%20Latifa%20benyoub%20The%20financial%20integration%20in%20the%20GCC%20countries.%20%20%20.docx) تاريخ الإطلاع 2017/05/05

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق الخليجية المشتركة

ويتكون الهيكل التنظيمي للسوق الخليجية المشتركة من ثلاث مرافق رئيسية:

أولاً: المجلس الأعلى:

هو السلطة العليا لمجلس التعاون، ويتكون من رؤساء الدول الاعضاء، ورئاسته دورية حسب الترتيب الهجائي لأسماء الدول، ويجمع في دورة عادية كل سنة، ويجوز عقد دورات إستثنائية بناء على دعوة أي دولة عضو، وتأييد عضو آخر.

1- الهيئة الإستشارية للمجلس الأعلى:

وهي مكونة من ثلاثين عضواً على أساس خمسة أعضاء من كل دولة عضو يتم إختيارهم من ذو الخبرة والكفاءة لمدة ثلاث سنوات. وتختص الهيئة بدراسة ما يحال إليها من المجلس الأعلى.

2- هيئة تسوية المنازعات:

تتبع المجلس الأعلى هيئة تسوية المنازعات التي يشكلها المجلس الأعلى في كل حالة حسب طبيعة الخلاف النظام الأساسي.

ثانياً: المجلس الوزاري:

يتكون المجلس الوزاري من وزراء خارجية الدول الأعضاء أو من ينوب عنهم من الوزراء، وتكون رئاسته للدولة التي تولت رئاسة الدورة العادية الأخيرة للمجلس الأعلى، ويعقد المجلس إجتماعاته مرة كل ثلاثة أشهر ويجوز له عقد دورات إستثنائية بناء على دعوة أي من الأعضاء وتأييد عضو آخر، ويعتبر أنعقاده صحيحاً إذا حضر ثلثا الدول الاعضاء. وتشمل إختصاصات المجلس الوزاري، من بين أمور أخرى، إقتراح السياسات ووضع التوصيات الهادفة لتطوير التعاون بين الدول الأعضاء، والعمل على تشجيع وتنسيق الأنشطة القائمة بين الدول الأعضاء في مختلف المجالات، وتحال القرارات المتخذة في هذا الشأن إلى المجلس الوزاري الذي يرفع منها بتوصية إلى المجلس الأعلى ما يتطلب موافقته. كما يضطلع المجلس بمهمة التهيئة لإجتماعات المجلس الأعلى وإعداد جدول أعماله. وتمثال إجراءات التصويت في المجلس الوزاري نظيرتها في المجلس الأعلى النظام الأساسي.

ثالثاً: الأمانة العامة:

تتلخص إختصاصات الأمانة العامة في إعداد الدراسات الخاصة بتعزيز التعاون والتنسيق والتكامل في خطط وبرامج ومشروعات العمل الخليجي المشترك، وإعداد تقارير دورية عن أعمال المجلس، ومتابعة تنفيذ

القرارات، وإعداد التقارير والدراسات التي يطلبها المجلس الأعلى أو المجلس الوزاري، والتحضير للإجتماعات وإعداد جداول أعمال إجتماعات المجلس الوزاري و مشروعات القرارات، وغير ذلك من المهام المنصوص عليها في النظام الأساسي لمجلس التعاون.

وحسب الهيكل التنظيمي الجديد للأمانة العامة، الذي إتمده المجلس الوزاري في 25 نوفمبر 2014م، فإن الجهاز الإداري للأمانة العامة يتألف من الآتي:

أ- أمين عام يعينه المجلس الأعلى لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.

ب- خمسة أمناء مساعدين للشؤون السياسية والمفاوضات، والشؤون الاقتصادية والتنمية، والشؤون العسكرية، والشؤون الأمنية، والشؤون التشريعية والقانونية، ويعينهم المجلس الوزاري بترشيح من الأمين العام لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

ج- أربعة رؤساء قطاعات تخصصية للشؤون السياسية، وشؤون المفاوضات، والشؤون الاقتصادية، وشؤون الإنسان والبيئة، على إرتباط مباشر بالأمناء العامين المساعدين المعينين. ويعينهم المجلس الوزاري بترشيح من الأمين العام لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

د- خمسة رؤساء بعثات للمكاتب الخارجية، على إرتباط مباشر بالأمناء العامين المساعدين المعينين. ويعينهم المجلس الوزاري بترشيح من الأمين العام لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

هـ- خمسة مدراء عموم لقطاعات التالية: مكتب الأمين العام، التنسيق والمتابعة، التخطيط الاستراتيجي والتميز المؤسسي، الإعلام والتواصل الإستراتيجي، الشؤون المالية والإدارية، شؤون المعلومات، المراسم، ويتم تعيينهم من قبل الأمين العام⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أهداف السوق الخليجية المشتركة

تأتي السوق الخليجية المشتركة من الأهداف والغايات التي نص عليها النظام الأساسي لمجلس التعاون لتقوية أواصر التعاون والتكامل بين الدول الأعضاء، حيث حدد النظام الأساسي لمجلس التعاون في مادته الرابعة أهداف المجلس على النحو التالي⁽²⁾:

⁽¹⁾ الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، عن الموقع:

<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/AboutGCC/Pages/OrganizationalStructure.aspx> تاريخ الاطلاع:

2017/05/10

⁽²⁾ وثيقة السوق الخليجية المشتركة، مرجع سبق ذكره، ص.ص.13-14.

- تحقيق التنسيق والتكامل والترابط بين الدول الأعضاء في جميع الميادين وصولاً إلى وحدتها؛
- تعميق وتوثيق الروابط والصلات وأوجه التعاون القائمة بين شعوبها في مختلف المجالات؛
- وضع أنظمة متماثلة في مختلف الميادين بما في ذلك المجالات الآتية:

- الشؤون الاقتصادية والمالية؛

- الشؤون التجارية والجمارك والمواصلات؛

- الشؤون التعليمية والثقافية؛

- الشؤون الاجتماعية والصحية،

- الشؤون الاعلامية والسياحية؛

- الشؤون التشريعية والادارية.

-دفع عجلة التقدم العلمي والتقني في مجالات الصناعة والتعدين والزراعة والثروات المائية والحيوانية وإنشاء مراكز بحوث علمية وإقامة مشاريع مشتركة وتشجيع تعاون القطاع الخاص بما يعود بالخير على شعوبها.

وعلى وجه الخصوص تهدف السوق الخليجية المشتركة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- تحقيق المساواة في المعاملة بين مواطني دول المجلس، في جميع المجالات الاقتصادية، وإيجاد سوق واحدة يستفيد من خلالها مواطنو دول المجلس من الفرص المتاحة في الاقتصاد الخليجي.
- 2- تعزيز الاستثمار من خلال زيادة إستفادة مواطني دول المجلس من الفرص المتاحة في الاقتصاد الخليجي، وفتح مجال أوسع للاستثمار البيئي والأجنبي.
- 3- تعظيم الفوائد الناجمة عن اقتصاديات الحجم، ورفع الكفاءة في الإنتاج، وتحقيق الإستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة.
- 4- تسهيل التبادل التجاري بوصفه من أهم أهداف عملية التكامل الاقتصادي وذلك من خلال وجود نظام فعال للتبادل التجاري الحر داخل منطقة السوق.
- 5- تحسين المفاوضات التجارية وذلك من خلال تقوية الوضع التفاوضي لدول المجلس، وتعزيز مكانتها الفاعلة والمؤثرة بين التجمعات الاقتصادية الدولية.

المبحث الثالث: دراسة تحليلية وقياسية لتأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي (2003-2013)

سيتم في هذا المبحث التعرف على واقع أداء القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي ثم تقدير النموذج ومن ثم التعليق على النتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول: تحليل واقع القطاع المالي لمجلس التعاون الخليجي (1995-2014)

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى تقييم أداء القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي للوقوف على درجة تطوره من خلال الدخول في التكامل مع دول الجوار ولنبرز الأهمية النسبية لكل جزء منه خلال الفترة (1995-2014)

الفرع الأول: البنوك

ولمعرفة أداء البنوك تم الإعتماد على مقياسين هما:

- إجمالي البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء ؛

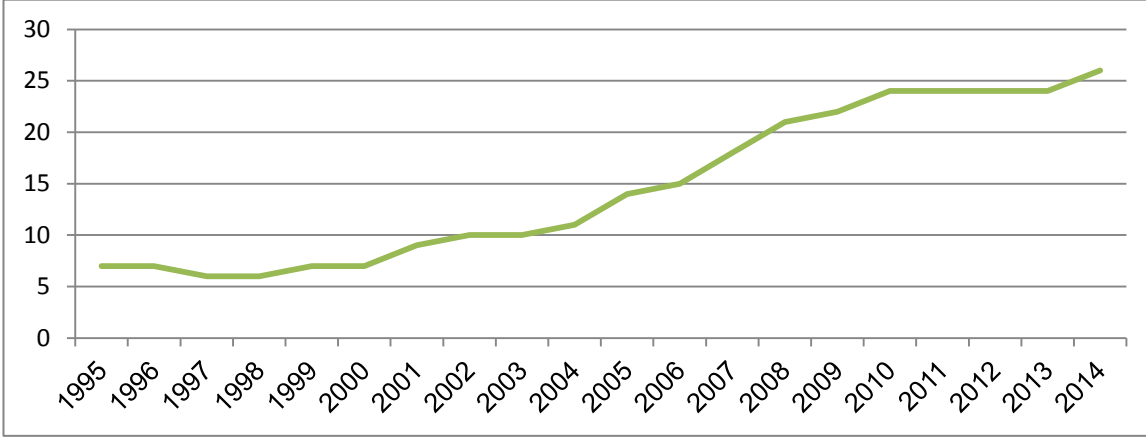
- جنسية البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء.

أولاً: إجمالي البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء:

والشكل الآتي يبرز تطور البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بدول مجلس التعاون الخليجي

الشكل رقم (3-1): إجمالي البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء

(1995-2014)



المصدر: الأمانة العامة "السوق الخليجية المشتركة"، قواعد المعلومات الإحصائية، سنة 2014، من الموقع:

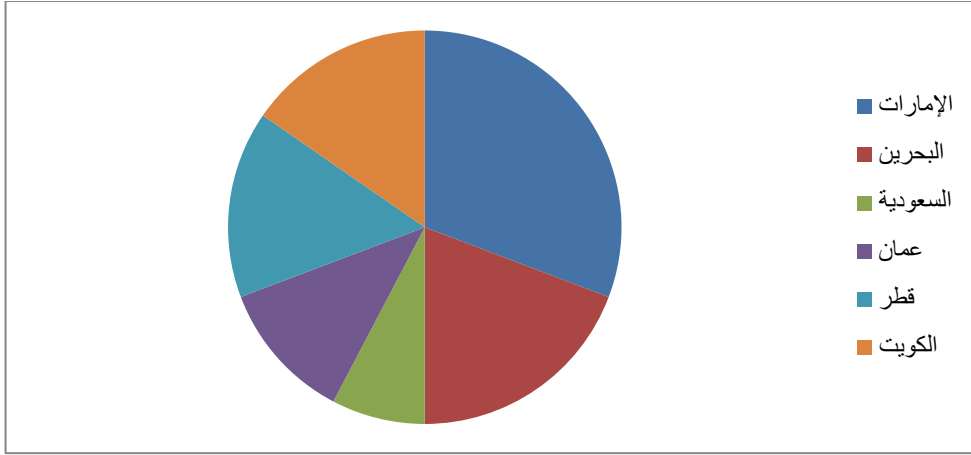
<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/CognitiveSources/GulfDatabases/pages/GulfInformationwithCategorization.aspx>

يتبين من الشكل السابق تطور عدد البنوك الخليجية بين دول المجلس من (07) بنوك في سنة 1995 إلى (26) في سنة 2014، مما يؤكد الدور الكبير للإتحاد الجمركي وكذلك السوق المشتركة في إزدياد البنوك التجارية بين الدول الأعضاء.

ثانياً: جنسية البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء:

والشكل الآتي يبرز جنسية البنوك المنتشرة عبر تراب دول المجلس.

الشكل (3-2): جنسية البنوك التجارية الخليجية المصرح لها بالدول الأعضاء (1995-2014)



المصدر: الأمانة العامة "السوق الخليجية المشتركة"، قواعد المعلومات الإحصائية، سنة 2014، من الموقع:

<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/CognitiveSources/GulfDatabases/pages/GulfInformationwithCategorization.aspx>

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن فروع البنوك الإماراتية هي الأكثر إنتشاراً عبر دول المجلس وذلك بفتحها لثمانية (08) فروع بالدول الأعضاء، تليها دولة البحرين بخمسة (05) فروع، فيما تتساوى كل من قطر والكويت بأربعة (04) فروع وعمان بثلاثة (03) فروع، في حين نجد أن السعودية لم تفتح أكثر من بنكين فقط. ومن هنا يمكن القول أن دول الإمارات هي البلد الأكثر إستفادة من التكامل مع دول الجوار.

الفرع الثاني: الأسواق المالية

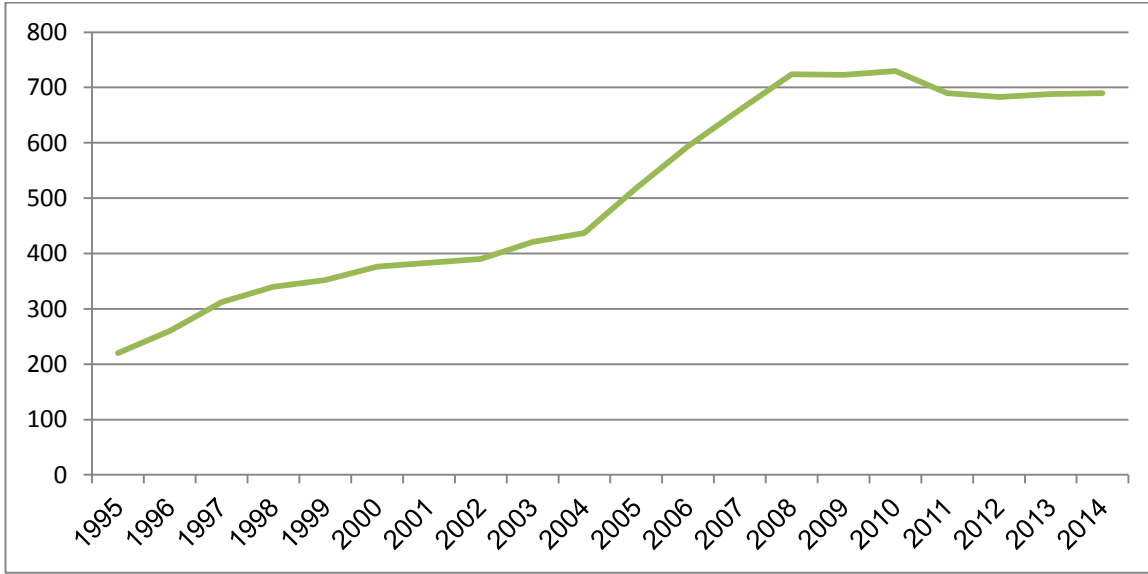
ولمعرفة التطور في أداء الأسواق المالية للدول الستة المكونة لمجلس التعاون الخليجي بعد تحالفها تم الإعتماد على مقياسين هما:

- إجمالي عدد شركات المساهمة المدرجة بأسواق المال؛
- إجمالي رؤوس أموال شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني مجلس التعاون.

أولاً: إجمالي عدد شركات المساهمة المدرجة بأسواق المال:

والشكل الآتي يبرز عدد الشركات المساهمة المدرجة بأسواق المال.

الشكل (3-3): إجمالي عدد شركات المساهمة المدرجة بأسواق المال (2008-2014)



المصدر: الأمانة العامة "السوق الخليجية المشتركة"، قواعد المعلومات الإحصائية، سنة 2014، من الموقع:

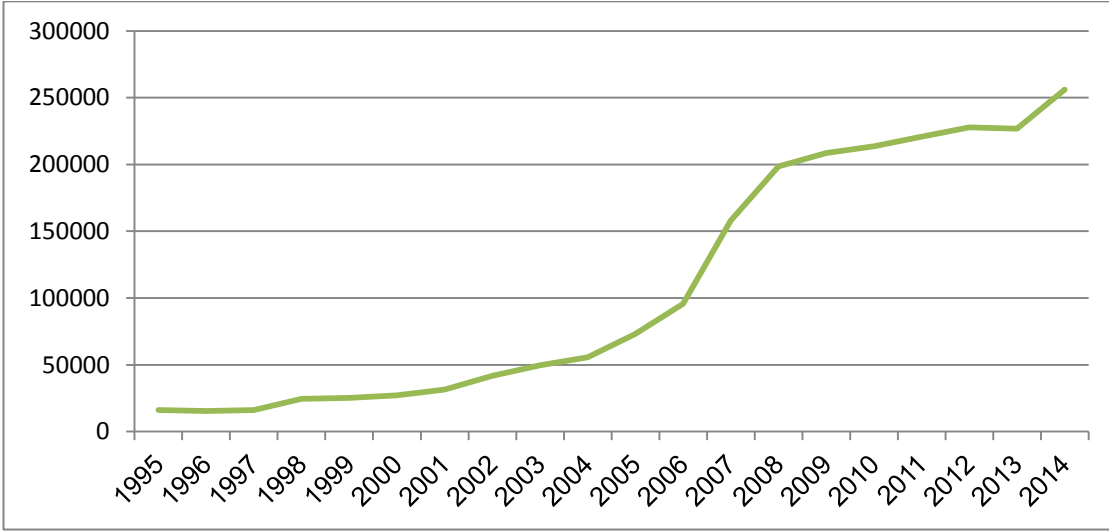
<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/CognitiveSources/GulfDatabases/pages/GulfInformationwithCategorization.aspx>

يتبين من الشكل زيادة ملحوظة في شركات المساهمة في الفترة من 1995 إلى غاية 2010 لتصل لأعلى قيمة لها بـ 730 شركة مساهمة، لتراجع بعد ذلك متأثرة بالأزمات المالية وتصل إلى 683 شركة مساهمة في سنة 2012، إلا أنها بدأت بالتزايد تدريجياً حيث قدرت بـ 690 شركة مساهمة نهاية سنة 2014.

ثانياً: إجمالي رؤوس أموال شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني مجلس التعاون:

ويظهر الشكل الموالي حجم الأموال في شركات المساهمة بمجلس التعاون الخليجي

الشكل (3-4): إجمالي رؤوس أموال شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني مجلس التعاون (1995-2014)



المصدر: الأمانة العامة "السوق الخليجية المشتركة"، قواعد المعلومات الإحصائية، سنة 2014، من الموقع:

<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/CognitiveSources/GulfDatabases/pages/GulfInformationwithCategorization.aspx>

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه زيادة بطيئة لرؤوس أموال شركات المساهمة في الفترة من 1995 الى غاية سنة 2006 لتعرف بعدها زيادة سريعة حيث بلغت أعلى قيمة لها سنة 2014 قدرت بأكثر من 250000 مليون دولار.

من خلال ما سبق نستنتج أن هناك علاقة تأثير و تأثير بين دول المكونة لمجلس التعاون الخليجي، حيث ظهر ذلك جليا من خلال الإرتفاع المحسوس عند كل مرحلة من مراحل التكامل، وكذا عند الإنخفاض وذلك بسبب الأزمات التي إنتقلت بسرعة بين بلدان المجلس وذلك لإرتباطها ببعضها البعض وهو ما يعرف بعدوة الأزمات المالية.

ومنه يمكن القول أن تكامل الأسواق المالية قد يؤثر إيجابًا على القطاع المالي للدول المتحالفة كما قد يؤثر سلبًا.

المطلب الثاني: تقدير النموذج تحليل الإنحدار

من خلال هذا المطلب سيتم قياس مدى ارتباط الأسواق المالية والمشار إليه بالمؤشر المشترك لدول مجلس التعاون الخليجي GCCI [وهو يساوي \sum مؤشرات بورصات دول مجلس التعاون الخليجي (بروصة دبي، أبوظبي، البحرين، السعودية، عمان، قطر، الكويت)]/7 تأثير تكاملها على باقي مؤشرات القطاع المالي (متغيرات تابعة) وذلك من خلال مصفوفة الإرتباط المشترك، بالإضافة إلى قياس تأثير المتغير المستقل على كل متغير تابع من

خلال معامل التحديد واختبارات (Student)، وكذا إختبار (Ficher) الذي يحدد التأثير الكلي للمتغير المستقل على المتغيرات التابعة.

الفرع الأول: مصفوفة الارتباط المشترك لمؤشرات بورصات دول مجلس التعاون الخليجي

من أجل إختبار مدى إرتباط الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تمت الاستعانة بمصفوفة الإرتباط المشترك، والجدول التالي يبين النتائج المتوصل إليها

الجدول رقم (3-2): مصفوفة الارتباط المشترك لمؤشرات بورصات دول مجلس التعاون الخليجي

KSE	DSM	MSM	SSM	BSE	ADI	DFM	
						1.000000	DFM
					1.000000	0.474464	ADI
				1.000000	0.546042	0.388960	BSE
			1.000000	0.528729	0.916699	0.240233	SSM
		1.000000	0.215110	0.247721	0.457977	0.825131	MSM
	1.000000	0.620231	0.722640	0.290668	0.806983	0.407171	DSM
1.000000	0.564232	0.562534	0.760267	0.661092	0.802652	0.703619	KSE

نلاحظ من خلال مصفوفة الإرتباط المشترك وجود علاقة طردية بين جميع مؤشرات بورصات دول مجلس التعاون لكنها تبقى متباينة من سوق لآخر، حيث تتراوح معاملات الإرتباط فيما بينها بين 21 في المائة إلى 92 في المائة، فنجد أن بورصة أبو ظبي وبورصة السعودية هما الأكثر إرتباطا إذ بلغ معامل الارتباط فيما بينهما 92 في المائة، بينما سجلت بورصة عمان وبورصة السعودية إرتباطا هو الأقل من بين باقي بورصات دول المجلس حيث بلغ معامل الإرتباط فيما بينها 21 في المائة. كما نلاحظ من خلال المصفوفة فنلاحظ وبورصة الكويت أكثر البورصات إرتباطا بباقي البورصات، وذلك راجع لإنتعاش سوقها المالي، أما بورصة عمان فهي الأضعف إرتباطا، وذلك راجع لإعتبارات اقتصادية وسياسية.

الفرع الثاني: تقدير واختبار النموذج

توصلت نتائج تقدير النماذج والإختبارات لكل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي إلى مايلي:

الجدول رقم(3-3): تقدير نماذج دولة الإمارات وفق طريقة المربعات الصغرى

المتغير التابع	a	b	R^2	F
النموذج الأول	DCE 5017.94 (4.323)	0.0010 (0.185)	0.003	0.034
النموذج الثاني	DLE 4927.11 (4.14)	0.001 (0.26)	0.007	0.069
النموذج الثالث	MCE 3612.41 (7.28)	0.018 (3.98)	0.638	15.87
النموذج الرابع	TVE 4632.36 (7.84)	0.022 (1.45)	0.189	2.110

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews

النموذج الأول: الإئتمان المحلي

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة الإئتمان المحلي، وهذا لا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 4.32 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCC) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.185 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.372$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.034) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والإئتمان المحلي بدولة الامارات.

النموذج الثاني: السيولة المحلية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة السيولة المحلية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 4.14 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.263 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.372$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.069) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والسيولة المحلية بدولة الإمارات

النموذج الثالث: القيمة السوقية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة القيمة السوقية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 7.28 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 9.98 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة b لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (15.87) أكبر من F الجدولية (3.36) وعليه نقبل الفرض البديل و نرفض فرض العدم، ومنه النموذج مقبول إحصائياً.

وتظهر نتائج التقدير أن 63.8 بالمئة من التغير في القيمة السوقية مفسر من قبل المتغير المستقل. حيث تبين وجود علاقة طردية قوية بين تكامل الأسواق المالية والقيمة السوقية، بحيث أن تغير GCCI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في MCE بـ 0.018.

النموذج الرابع: حجم التداول

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة حجم التداول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي لمعاملات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ t تساوي 7.84 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ t تساوي 1.452 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نرفض الفرض العدم ونقبل فرض البديل أي أن المعلمة b لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (2.11) أصغر من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي وحجم التداول بدولة الامارات.

الجدول رقم(3-4): تقدير نماذج دولة البحرين وفق طريقة المربعات الصغرى

المتغير التابع	a	b	R ²	F
النموذج الأول DCB	5238.935 (4.782)	0.0018 (-0.025)	0.000072	0.00064
النموذج الثاني DLB	5072.784 (3.691)	0.0087 (0.109)	0.0013	0.012
النموذج الثالث MCB	570.822 (0.425)	0.260 (3.553)	0.538	12.63
النموذج الرابع TVB	4884.373 (11.730)	0.112 (2.207)	0.351	4.870

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews

النموذج الأول: الإئتمان المحلي

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة سالبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية انخفضت درجة الإئتمان المحلي، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي لمعاملات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 4.782 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b من أجل للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.025 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.00064) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والائتمان المحلي بدولة البحرين.

النموذج الثاني: السيولة المحلية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة السيولة المحلية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 3.691 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.109 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.372$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.069) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والسيولة المحلية بدولة البحرين.

النموذج الثالث: القيمة السوقية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة القيمة السوقية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.425 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم أي أن المعلمة a ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 3.553 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة b لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (12.63) أكبر من F الجدولية (3.36) وعليه نقبل الفرض البديل و نرفض فرض العدم، ومنه النموذج مقبول إحصائياً.

وتظهر نتائج التقدير أن 58.3 بالمئة من التغير في القيمة السوقية مفسر من قبل المتغير المستقل. حيث تبين وجود علاقة طردية قوية بين التكامل الأسواق المالية والقيمة السوقية، بحيث أن تغير GCCI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في MCB بـ 0.260.

النموذج الرابع: حجم التداول

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة حجم التداول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعاملات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 11.730 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 2.207 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نرفض الفرض العدم ونقبل فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (4.87) أكبر من F الجدولية (3.36) وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم، ومنه النموذج مقبول إحصائياً.

وتظهر نتائج التقدير أن 35 بالمئة من التغير في حجم التداول مفسر من قبل المتغير المستقل. حيث تبين وجود علاقة طردية ضعيفة بين التكامل الأسواق المالية حجم التداول، بحيث أن تغير GCCI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في TVB بـ 0.112.

الجدول رقم(3-5): تقدير نماذج المملكة العربية السعودية وفق طريقة المربعات الصغرى

المتغير التابع	a	b	R ²	F
النموذج الأول	DCS 5147.759 (10.217)	0.003 (0.415)	0.0188	0.172
النموذج الثاني	DLS 5070.339 (3.805)	0.00058 (0.115)	0.0014	0.013
النموذج الثالث	MCS 4885.597 (5.870)	0.0006 (0.481)	0.025	0.231
النموذج الرابع	TVS 4722.457 (7.254)	0.001 (1.056)	0.110	1.115

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews

النموذج الأول: الإئتمان المحلي

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة الإئتمان المحلي، وهذا لا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 10.217 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCC) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.415 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.024) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والإئتمان المحلي لدولة السعودية.

النموذج الثاني: السيولة المحلية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة السيولة المحلية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 3.805 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b من أجل للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.115 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.013) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي ومؤشر السيولة المحلية بدولة السعودية.

النموذج الثالث: القيمة السوقية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة القيمة السوقية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 5.870 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b من أجل للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.481 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.469) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل و نقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والقيمة السوقية بدولة السعودية.

النموذج الرابع: حجم التداول:

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة حجم التداول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعاملات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 7.25 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 1.056 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (1.115) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي وحجم التداول بدولة السعودية.

الجدول رقم(3-6): تقدير نماذج سلطنة عمان وفق طريقة المربعات الصغرى

F	R^2	b	a	المتغير التابع	
0.024	0.0027	-0.11 (-0.157)	5398.856 (4.256)	DCO	النموذج الأول
0.0027	0.0003	0.0031 (0.052)	5156.559 (4.308)	DLO	النموذج الثاني
0.469	0.0495	0.0354 (0.685)	4491.811 (3.892)	MCO	النموذج الثالث
0.016	0.0017	0.023 (0.126)	5149.853 (7.371)	TVO	النموذج الرابع

النموذج الأول: الإئتمان المحلي

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة سالبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية تنخفض درجة الإئتمان المحلي، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمت النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 4.25 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b من أجل للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.157 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.024) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والائتمان المحلي بدولة عمان.

النموذج الثاني: السيولة المحلية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة السيولة المحلية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 4.308 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.052 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.0027) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والسيولة المحلية لدولة عمان

النموذج الثالث: القيمة السوقية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة الائتمان المحلي، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 3.325 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.685 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.469) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والقيمة السوقية لدولة عمان.

النموذج الرابع: حجم التداول

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة حجم التداول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 7.37 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCl) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.126 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.016) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي وحجم التداول بدولة عمان.

الجدول رقم (3-7): تقدير نماذج دولة قطر وفق طريقة المربعات الصغرى

المتغير التابع	a	b	R ²	F
النموذج الأول DCQ	5270.476 (6.813)	0.00074 (-0.093)	0.00097	0.0087
النموذج الثاني DLQ	5091.806 (5.741)	0.0021 (0.164)	0.0029	0.026
النموذج الثالث MCQ	3983.218 (3.325)	0.0134 (1.109)	0.120	1.231
النموذج الرابع TVQ	4960.013 (70.040)	0.0169 (0.489)	0.025	0.239

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews

النموذج الأول: الإئتمان المحلي

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة سالبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية تنخفض درجة الإئتمان المحلي، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 6.813 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.093 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.0087) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والائتمان المحلي لدولة قطر.

النموذج الثاني: السيولة المحلية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة السيولة المحلية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 5.741 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.164 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.026) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والسيولة المحلية لدولة قطر.

النموذج الثالث: القيمة السوقية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة الإئتمان المحلي، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 3.325 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 1.109 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (1.231) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل و نقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والقيمة السوقية لدولة قطر.

النموذج الرابع: حجم التداول

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة حجم التداول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعاملات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 7.04 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.489 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.239) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي وحجم التداول لدولة قطر.

الجدول رقم(3-8): تقدير نماذج دولة الكويت وفق طريقة المربعات الصغرى

المتغير التابع	a	b	R^2	F
النموذج الأول DCK	4372.514 (2.540)	0.0110 (0.508)	0.0279	0.258
النموذج الثاني DLK	5011.803 (3.484)	0.0027 (0.149)	0.0024	0.022
النموذج الثالث MCK	/	0.054793 (29.22476)	0.838	/
النموذج الرابع TVK	309.002 (4.535)	0.0169 (1.186)	0.135	1.406

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews

النموذج الأول: الائتمان المحلي

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة الائتمان المحلي، وهذا لا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 2.54 وهي أكبر من $t_{9}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCC) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.508 وهي أقل من $t_{9}^{0.1} = 1.372$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.258) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والائتمان المحلي لدولة الكويت.

النموذج الثاني: السيولة المحلية

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة السيولة المحلية، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 3.484 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b من أجل للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 0.149 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (0.022) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والسيولة المحلية لدولة الكويت.

النموذج الثالث: القيمة السوقية

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لكل معلمة من معلمات النموذج أن المعلمة a ليس لها معنوية إحصائية، لذلك قمنا بإعادة تقدير النموذج بحذفها لتتحصل على النتائج الموضحة في الجدول.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCCI) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 29.22 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.383$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة b لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (1.406) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل و نقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي والقيمة السوقية لدولة الكويت.

النموذج الرابع: حجم التداول

توضح نتائج التقدير أن معلمة تكامل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تأخذ إشارة موجبة، أي كلما إرتفعت درجة تكامل الأسواق المالية ترتفع درجة حجم التداول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

أظهرت نتائج الإختبار الإحصائي لمعلمات النموذج من أجل المعامل الثابت a نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 4.535 وهي أكبر من $t_{0.1}^{0.1} = 1.372$ وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض فرض العدم أي أن المعلمة a لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

من أجل المعامل b للمتغير التفسيري (GCCII) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t تساوي 1.186 وهي أقل من $t_{0.1}^{0.1} = 1.372$ وعليه نقبل الفرض العدم ونرفض فرض البديل أي أن المعلمة b ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج تبين أن F المحسوبة (1.406) أقل من F الجدولية (3.36) وعليه نرفض الفرض البديل ونقبل فرض العدم، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

ومنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي وحجم التداول لدولة الكويت.

المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج

إن الإختبار التطبيقي لفرضيات الدراسة، يعد خط حاسم في قياس تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي، حيث وضع نموذج الدراسة التطبيقية كخلاصة للفصلين النظريين ويوضح التحليل الإحصائي مدى تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي لدول مجلس التعاون.

الفرع الأول تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المصرفي لدول مجلس التعاون الخليجي:

ولقد تم إختيار كل الائتمان المحلي والسيولة المحلية كمؤشرات معبرة عن القطاع المصرفي:

أولاً: النتائج المتعلقة بالائتمان المحلي

من خلال اختبار العلاقة بين الائتمان بأسواق دول مجلس التعاون الخليجي والمؤشر المشترك للمجلس، بإستخدام نموذج الإنحدار البسيط تم قبول اقتصادياً نماذج كل من البحرين عمان وقطر فيما تم رفض نموذج

الإمارات السعودية والكويت وهذا توافقاً مع منطق النظرية الاقتصادية التي تؤكد وجود علاقة عكسية بين منح القروض وتكامل الأسواق المالية، ومنه هناك تأثير إيجابي للمؤشر المشترك لدول مجلس التعاون الخليجي على الإئتمان المحلي للدول المقبول نموذجها، فيمل تم رفض النموذج اقتصاديا بكل من الإمارات عمان والكويت.

ولم يتم قبول النماذج إحصائيا عند درجة ثقة 90% وهذا لأن نتائج إختبار فيشر لمعنوية النماذج أفضت إلى أن النماذج غير صالحة للإستخدام عند مستوى معنوية 10%.

ثانياً: النتائج المتعلقة بالسيولة المحلية

من خلال اختبار العلاقة بين السيولة المحلية بأسواق دول مجلس التعاون الخليجي والمؤشر المشترك للمجلس، بإستخدام نموذج الإنحدار البسيط تم قبوله اقتصاديا في جميع الدول الأعضاء لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي أن هناك تأثير إيجابي للمؤشر المشترك لدول مجلس التعاون الخليجي على القيمة السوقية للأسهم المتداولة.

أما إحصائيا فلم يتم قبول أي نموذج عند درجة ثقة 90% وهذا لأن نتائج إختبار فيشر لمعنوية النماذج أفضت إلى أن النماذج غير صالحة للإستخدام عند مستوى معنوية 10%.

الفرع الثاني: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على الأسواق المالية المحلية لدول مجلس التعاون الخليجي:

ولقد تم إختيار كل من القيمة السوقية و حجم التداول كمؤشرات معبرة عن السوق المالي:

أولاً: النتائج المتعلقة بالقيمة السوقية:

من خلال إختبار العلاقة بين الرسملة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي والمؤشر المشترك للمجلس بإستخدام نموذج الإنحدار البسيط تم قبوله اقتصاديا في جميع الدول الأعضاء لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي أن هناك تأثير إيجابي للمؤشر المشترك لدول مجلس التعاون الخليجي على معدل الرسملة السوقية بها.

وتم قبول النماذج إحصائيا عند درجة ثقة 90% في كل من الإمارات و البحرين وهذا لأن نتائج إختبار ستيدونت أثبتت معنوية المعلمات لكل النماذج، كما أثبت إختبار فيشر معنوية النماذج ككل بمعنى أنها صالحة للإستخدام عند مستوى معنوية 10%. فيما تم رفضه في باقي الدول والمتمثلة في السعودية، عمان، قطر، الكويت. وقدر معامل التحديد بـ 36.8% بدولة الإمارات و 58.3% بدولة البحرين، بمعنى أن تغير في المؤشر المشترك لمجلس التعاون الخليجي بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير في القيمة السوقية لدولة الامارات والقيمة السوقية بدولة الكويت بـ 63% و 58% على التوالي.

ثانياً: النتائج المتعلقة بحجم التداول:

من خلال اختبار العلاقة بين حجم التداول بأسواق دول مجلس التعاون الخليجي والمؤشر المشترك للمجلس، باستخدام نموذج الإنحدار البسيط تم قبوله اقتصادياً في جميع الدول الأعضاء لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي أن هناك تأثير ايجابي للمؤشر المشترك لدول مجلس التعاون الخليجي على القيمة السوقية للأسهم المتداولة.

ولم يتم قبول النماذج إحصائياً عند درجة ثقة 90% عدا نموذج البحرين، وهذا لأن نتائج اختبار فيشر لمعنوية النماذج أفضت إلى أن النماذج غير صالحة للإستخدام عند مستوى معنوية 10%.

حيث أظهرت نتائج التقدير أن 35 بالمئة من التغير في حجم التداول مفسر من قبل المتغير المستقل. حيث تبين وجود علاقة طردية ضعيفة بين التكامل الأسواق المالية حجم التداول، بحيث أن تغير في المؤشر المشترك للمجلس بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في حجم التداول بدولة البحرين بـ 0.112.

ويرجع السبب وراء النتائج المتوصل إليها في القطاع المصرفي إلى طبيعة القطاع المالي في دول مجلس التعاون الخليجي. فعلى الرغم من أن قطاع الخدمات المالية يلعب بالفعل دوراً هاماً في اقتصاديات دول مجلس التعاون، إلا أن مساهمته في الاقتصاد المحلي تتفاوت بنسبة كبيرة بين دول المجلس. فعلى سبيل المثال، أسهم القطاع المالي بالبحرين قدرت بنحو 17% من معدل مصادر الدخل في مقابل 8.5% فقط في سلطنة عمان في الفترة نفسها. ولا تزال هناك تحديات جوهرية تواجه البنوك بسبب بعض القواعد المقيدة لأنشطتها فنمو القطاعات المصرفية في هذه المنطقة محدود نسبياً، وفرض مبالغ عالية من رأس المال الأدنى كشرط لفتح البنوك. كما أن أسواق رأس المال غير متطورة نسبياً في دول مجلس التعاون. وأسواق الأسهم فيها ضعيفة، باستثناء المملكة العربية السعودية حيث تعدت النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة من القيمة السوقية 140% بالمقارنة مع باقي دول مجلس التعاون التي لا تتعدى 30%، وبالتالي فإن خيار الحصول على الأموال من خلال أسواق رأس المال للدخل الثابت شبه معدوم. وبذلك يبقى المصدر الرئيسي لتمويل البنوك من ودائع الأفراد، ومعظمهم ممن يعمل في القطاع العام.

ويمكن إيجاز أسباب عدم تطور القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي وعدم تأثره بتكامل الأسواق المالية في ما يلي:

- تملك دول مجلس التعاون قطاعات مالية متينة، لكنها ليست متطورة جداً. إذ يتم تمويل معظمها من خلال أعمال الإقراض المصرفي بدلاً من السندات أو أسهم الإكتتاب. وتواصل البنوك الإعتماد على دعم الدولة. وفي كثير من الحالات، تكون هذه البنوك مملوكة من الدولة مباشرة. فعند النظر في طبيعة ملكية البنوك في دول مجلس التعاون، يتبين أن القطاع العام، مثل صناديق التقاعد والصناديق السيادية التابعة للحكومة، يملك كمية كبيرة من

الأوراق المالية في هذه البنوك، في حين تعتبر الملكية الأجنبية منخفضة نظرًا إلى القيود التي وضعتها حكومات المنطقة على هذه الملكية. كما أن نسبة ملكية الحكومة (المباشرة وغير المباشرة) للبنوك المحلية تختلف على نطاق واسع بحسب البلد، بدءًا من أقل من 20% في الكويت إلى أكثر من النصف في الإمارات العربية المتحدة. إضافة إلى ذلك، فإن معظم الأسهم غير الحكومية في البنوك المحلية مملوكة من خلال عدد محدود من العائلات التجارية المحلية الكبيرة .

- الإعتماد على الثروة النفطية يجعل النظام المالي، بأقسامه متكلاً على القطاع العام الذي سيقدم دعمًا غير مشروط لأطراف النظام المالي، خصوصًا البنوك المحلية، ما يقلل من الحوافز والعقوبات التي تعتبر دعامة الإنضباط السوقي للوقاية من الأزمات المالية وتحقيق الإستقرار المالي. وغياب الإنضباط السوقي الناجم عن الإتكال التام أو شبه التام على الثروة النفطية يتجلى في كل دعامة من دعائم النظام المالي. فالبنوك، خصوصًا إذا كانت مملوكة للدولة، يقل الحافز لديها في تقديم القروض، وإذا فعلت، يقلّ الحافز لديها في التقييم الحذر للقرض وتحمل تكاليف الرقابة الوكيله لأنها تعلم أن الحكومة ستعيد رسميتها دوريًا في حال تعرضت لمشاكل مالية، وستمدّها بسهولة غير مشروطة باعتبار أنها تمثل الكيان المصرفي للدولة. وهكذا فإن هذا التهاون الناتج عن غياب الحافز يخفض من الإستقرار المالي.

- وهيمنة الدولة في ملكية القطاع المصرفي انعكاسات أيضًا على تطور البنوك الخاصة. ففي كثير من الأحيان، تتمتع البنوك المملوكة للدولة بضمانات صريحة أو ضمنية، كالحصول على التمويل العام، وقد تخضع لقواعد أقل صرامة أو أكثر مرونة من غيرها من البنوك الخاصة، مما يخلق وضعًا غير ملائم للمستثمرين الآخرين. إضافة إلى ذلك، فإن الملكية الحكومية للقطاع المصرفي تُخضع البنوك لصراع مصالح محتمل نظرًا إلى دور الحكومة كمنظم ومسؤوليتها عن الإشراف على الأسواق المالية، وإلى قدرة السلطات السياسية على التدخل في عمليات البنك لتمويل المشاريع العامة التي قد لا تكون مؤهلة للحصول على تمويل من القطاع الخاص، ولا زال هناك جدلاً نظريًا قائمًا حول أفضلية الملكية العامة أو الخاصة أو المنافسة فيما بينهما اقتصاديا.

- كانت البنوك قادرة على النجاح في غياب إستراتيجية متميزة بسبب قلة التحديات والمنافسة نسبيًا. لذلك، لم تكن عملياتها تتميز بجودة عالية، كما لم تكن تتبع هياكل الحوكمة القوية. وعدم التركيز على آليات الحوكمة كان وراء صعوبة التحكم في العمليات وعدم التقيد بالأنظمة قبل الأزمة المالية العالمية. أما بعد الأزمة، فقد اضطرت البنوك إلى محاولة التغلب على أوجه القصور هذه في محاولتها للتعامل مع الضغوط الناجمة عن الأزمة المالية. فعلى سبيل المثال، كانت هناك قيود مفروضة على تمويل القطاع العقاري في النظم المصرفية قبل الأزمة، لكن اللوائح لم تشمل أنشطة الإقراض المرتبطة بالعقارات. ونتيجة لذلك، كان التمويل الفعلي المرتبط بالقطاع العقاري أعلى

بكثير من الحدود التنظيمية المقترحة. فقد قام مصرف البحرين المركزي، مثلاً، بطرح فكرة فرض 30% كحد أقصى للاستثمار في القطاع العقاري في 2008 بعد وصول آثار الأزمة إلى دول مجلس التعاون.

- محاولات التدخل الحكومي لمواجهة الأزمة المالية، والتي تفاوتت بين خفض أسعار الفائدة وضخ رؤوس أموال في البنوك و ضمانات إيداع التأمين، ساعدت في إحتواء الأزمة، وكانت محورية في إستعادة الثقة بالنظام المالي في هذه الدول، وتجنّب حدوث أزمة اقتصادية. وتواصل القطاعات المصرفية في دول مجلس التعاون عملياتها بشكل سلس بعد الأزمة المالية، ويتمتع معظمها بمعدلات رسمية جيدة ونسب كافية من رأس المال أعلى بكثير من الحد الأدنى من المعايير ونسب الرافعة المالية (Financial Leverage) من خلال المقارنات الدولية.

نتائج أداء القطاع المالي لدول مجلس التعاون الخليجي:

يرتكز القطاع المالي في دول مجلس التعاون الخليجي على المصارف، وباستثناء الإمارات والبحرين فإن معدلات الانتشار أقل كثيراً من مثيلتها في الدول المتقدمة. وفي نهاية عام 2013، كانت الإمارات والبحرين تملكان أكبر قطاعين مصرفيين (بما في ذلك وحدات المعاملات الخارجية "أوفشور"). وبلغ إجمالي أصول القطاع المصرفي 144 في المائة من إجمالي الناتج المحلي في الإمارات وأكثر من 5 أضعاف إجمالي الناتج المحلي في البحرين. وعلى العكس من ذلك، بلغت الأصول المصرفية الإجمالية في عُمان ذات القطاع المصرفي الأصغر حوالي 60 في المائة من إجمالي الناتج المحلي. ويعتبر القطاع المصرفي في السعودية صغير نسبياً بالمقاييس الإقليمية والدولية.

إن القطاع المصرفي مملوك محلياً في غالبيته. وهذا يعكس الحواجز المفروضة على دخول السوق وعلى قيود ترخيص المصارف الأجنبية، بما في ذلك مصارف دول مجلس التعاون. فمع استثناء البحرين، تفرض دول مجلس التعاون الأخرى جميعاً حدوداً قصوى على الملكية الأجنبية. ولذلك، فإن الحضور العابر للحدود لمصارف دول مجلس التعاون والمصارف الأجنبية يعتبر حضوراً محدوداً وغالباً ما يكون في شكل فروع مصرفية وأكثرها فروع قائمة بذاتها. ويعتبر حضور المصارف الأجنبية مهماً في البحرين والإمارات حيث تجعل الجهات الرقابية القطاع المالي مفتوحاً أمام المصارف الأجنبية وفقاً لمبدأ المعاملة بالمثل وعلى أساس انتقائي.

وهناك اثنتان من السمات الهيكلية الإضافية المشتركة للقطاعات المصرفية في دول مجلس التعاون: الملكية العامة، والتركز. وتفاوتت ملكية القطاع العام وشبه العام ولكنها تتراوح من 13 في المائة في الكويت إلى 30 في المائة و35 في المائة في عُمان والسعودية على التوالي، وتصل إلى أكثر من 52 في المائة في الإمارات (بيانات تقريبية). ويعزى الارتفاع النسبي لملكية القطاع العام في عُمان والسعودية إلى حد كبير إلى ملكية المؤسسات شبه الحكومية، في حين أن الملكية العامة للأصول المصرفية المحلية في الإمارات ترجع غالباً إلى الملكية المباشرة من قبل الحكومة (42 في المائة). ويتسم القطاع المصرفي في دول مجلس التعاون بشدة التركيز أيضاً حيث

يهيمن عدد قليل من البنوك على السوق: ففي جميع الدول، تمثل أكبر ثلاثة بنوك (وكلها بنوك محلية) 50 إلى 90 في المائة من إجمالي أصول القطاع المصرفي. وتوجد الأنظمة المصرفية الأكثر تركزا في البحرين والكويت وقطر.

للمؤسسات المالية غير المصرفية حضور محدود في دول مجلس التعاون مع وجود استثناءات قليلة. وقد أخذت صناديق الاستثمار في النمو بوتيرة سريعة في عدة دول، ولكنها تميل إلى مواصلة التركيز إلى حد كبير على الأسهم المحلية والعقارات. ومعظم صناديق الاستثمار المشترك مملوكة للبنوك، وهي موجودة، ولكن بشكل محدود، في البحرين والسعودية والإمارات. ولدى الكويت 95 شركة استثمار تقريبا، أو ما يعادل 75 في المائة من أصول القطاع المصرفي (بيانات 2012). وأدى حجم الأصول الكبير نسبيا وزيادة الاعتماد على القطاع المصرفي في التمويل إلى زيادة مخاطرها داخل النظام وانتقال آثار التداعيات المحتملة إلى القطاع المصرفي. ومازال قطاع التأمين قطاعا صغيرا يركز بصورة رئيسية على خدمات التأمين على الممتلكات والتأمين ضد الحوادث. وثمة نقص في تنمية المدخرات التعاقدية التي تهيمن عليها أنظمة معاشات التقاعد العامة ذات المنافع المحددة بشكل رئيسي وهي أنظمة غير ممولة قائمة على خصم الاشتراكات من المنبع، وتسهم بصورة ضعيفة في تراكم موارد طويلة الأمد للاستثمار.

فيما يتعلق بالأسواق المالية، شهدت أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون تطورا قويا في العشر سنوات الماضية حيث وصل متوسط الرملة إلى 107 في المائة من إجمالي الناتج المحلي في عام 2007. وبعد إجراء تصحيح رئيسي في عام 2008، انخفض متوسط رملة الأسواق إلى 44 في المائة من إجمالي الناتج المحلي في عام 2013. غير أن أسواق الأوراق المالية لا تلعب دورا رئيسيا إلا في الكويت والسعودية باعتبارهما السوق الأكبر الذي يمثل أكثر من نصف كمية الأوراق المتداولة في المنطقة. ولكن عمليات القيد مازالت متركزة في عدد صغير للغاية من القطاعات، وخاصة قطاعات الصناعات الأساسية والخدمات المالية. ويهيمن على البورصات الخليجية المستثمرون الأفراد من المواطنين الذين يميلون إلى انتهاز سلوك استثماري أقل تطورا من المؤسسات الاستثمارية. وتعكس هيمنة المستثمرين الأفراد من المواطنين على أسواق دول مجلس التعاون القيود المفروضة على المشاركة الأجنبية في البورصات الخليجية.

وتمثل أسواق سندات الدين الشريحة المالية الأقل تطورا في دول مجلس التعاون. فمازالت السوق ماضية في مسار تصاعدي، وخاصة سوق سندات الشركات. وعلاوة على ذلك، تؤدي الصكوك الإسلامية دورا مهما بصورة متزايدة في إصدار السندات في دول مجلس التعاون بسبب النمو القوي - وإن كان منطلقا من قاعدة منخفضة نسبيا - للتمويل الإسلامي في المنطقة وازدياد الطلب في جميع أنحاء العالم على منتجات الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتمثل دول مجلس التعاون واحدا من أكبر الأسواق المصرفية الإسلامية بأصول مالية تبلغ قرابة 300 مليار دولار أو حوالي ثلث إجمالي الأصول المصرفية الإسلامية في العالم.

الجدول رقم (3-9): القطاع المالي في دول مجلس التعاون الخليجي - المقاييس الهيكلية

الرئيسية

البلد	السنة	الودائع المصرفية المحلية/إجمالي الناتج المحلي %	الائتمان الخاص/ إجمال الناتج المحلي %	رسملة أسواق الأوراق المالية/ إجمالي الناتج المحلي* %	أقساط التأمين/ إجمالي الناتج المحلي %	إجمالي قيمة إصدارات السندات/ إجمالي الناتج المحلي %
البحرين	2005	54.44	43.68	108.74	1.56	6.13
	2009	78.28	71.44	73.82	2.01	5.59
	2013	70.55	69.10	52.91	1.76	6.67
الكويت	2005	53.01	50.93	160.99	0.56	0.62
	2009	79.09	79.07	90.58	0.47	0.47
	2013	62.67	59.19	52.99	...	0.18
عُمان	2005	26.82	30.83	49.41	0.98	...
	2009	39.05	46.68	35.86	1.28	...
	2013	35.16	42.62	25.68	0.94	106
قطر	2005	46.91	33.72	196.08	0.96	5.31
	2009	58.83	51.73	89.83	0.97	15.79
	2013	60.36	39.11	66.53	...	3.13
السعودية	2005	39.42	35.42	196.71	0.31	0.36
	2009	59.08	45.63	74.29	0.45	0.65
	2013	50.56	40.12	50.87	0.44	1.73
الإمارات	2005	46.21	43.76	64.20	1.11	3.70
	2009	75.54	84.46	31.47	1.60	13.78
	2013	68.11	64.39	17.70	1.29	3.94

14.60	5.60	79.96	100.07	77.51	2005	متوسط منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
23.46	5.36	59.98	110.75	89.47	2009	
15.33	4.49	61.99	114.21	93.10	2013	
* أرقام خاصة بعام 2012						
المصدر: قاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية						

الخلاصة:

في ظل المعطيات والإنجازات التي حققها مجلس التعاون في كافة المجالات منذ انطلاقة في عام 1981م، وبالأخص ما يتعلق منها في المجال الاقتصادي بداية من قيام منطقة التجارة الحرة (عام 1983م) وانطلاق الإتحاد الجمركي (عام 2003م) وإعلان السوق الخليجية المشتركة (عام 2007م) والسير قدماً في الإتحاد النقدي وقيام المجلس النقدي والبدء في تنفيذ مهامه تمهيداً لقيام البنك المركزي وإطلاق العملة الموحدة. فقد برزت أهمية تكامل الأسواق المالية بدول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها نظراً للأهمية القصوى لهذه المواضيع، حيث نصت الإتفاقية الاقتصادية لدول مجلس التعاون لتفعيل السوق الخليجية المشتركة وتعظيم الإستفادة منها، وهو ما أكد عليها المجلس الأعلى في دورته الثلاثين (الكويت - ديسمبر 2009م) بتكليف اللجان الوزارية المعنية بوضع الآليات اللازمة لتفعيل المادة الخامسة من الإتفاقية الاقتصادية التي تنص على "تكامل الأسواق المالية في دول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها" وذلك بهدف تنمية الاستثمارات المحلية والبيئية والخارجية في دول المجلس، وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والإستقرار.

يظهر من واقع الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي، أنها أسواق حديثة النشأة وتتميز بنظم متطورة للتداول والتسويات، إلا أنها تعاني من عدة معوقات والتي تتمثل في ضيقها ومحدوديتها وعدم توفر الوعي الاستثماري وإنخفاض أداء الشركات المدرجة وتنوع الأدوات المالية المتداولة على نطاق ضيق، حيث و رغم تطورها إلا أن أدواتها لايزال ضعيف.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

أصبحت الأسواق المالية اليوم تمثل أحد أهم الآليات التي تستخدمها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في تعبئة مواردها المالية من أجل تمويل الإستثمارات ولجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال، فهي تمثل لمصدري الأوراق المالية مصدرًا لتمويل إستثماراتهم وللمدخرين منفذًا لإستثمار مدخراتهم، وقد تعاضم دورها داخل هذه الاقتصاديات من خلال قدرتها على التخصيص الأمثل للموارد المالية في مختلف القطاعات.

وقد ساهمت العولمة المالية وعمليات التحرير المالي وتبني سياسة الإنفتاح إضافة إلى التقدم التكنولوجي خاصة في مجال الإتصالات والمعلومات في عولمة بورصات الأوراق المالية لتصبح أكثر تكاملاً وإرتباطاً وتشابهاً في خدماتها بالشكل الذي رفع من حدة المنافسة فيما بينها، وسعيها منها لمواجهة هذه التحديات وضمان بقائها ونموها في ظل هذه المنافسة الشديدة برز مفهوم التكامل بين البورصات كأحد الخيارات الإستراتيجية لتجاوز هذه التحديات. حيث أصبح تكامل الأسواق المالية العالمية واقعا ملموسا، ينبغي التعامل معه بكل حذر وواقعية.

ونظرا للأهمية المتزايدة بفكرة تكامل الأسواق المالية فقد بدأت دول الخليج والمتمثلة في دول مجلس التعاون الخليجي في تطوير إمكانياتها وقدراتها لتتواكب مع هذه المعطيات عن طريق التوافق مع المعايير العالمية للبورصات المتقدمة. وضمن هذا السياق شهدت أسواق المال الخليجية مؤخرا طفرة هائلة سواء من حيث حجم أو قيمة التداول والإصدارات الجديدة، ويعود هذا التطور إلى سياسات تحرير الأسواق، ونمو الوعي الاستثماري لدى قاعدة كبيرة من الجمهور.

وجاءت هذه الدراسة لتوضيح تأثير تكامل الأسواق المالية على القطاع المالي، فقد أسهم ظهور أسواق مالية متكاملة زيادة تدفقات رؤوس الأموال، مما أدى إلى تنشيط السوق المالي من خلال زيادة التداول وتعدد الفرص الاستثمارية وبالتالي إتساعه وزيادة عمقه.

الخاتمة العامة

نتائج الفرضيات:

- الفرضية الأولى: يعتبر القطاع المالي عنصراً من عناصر اقتصاد البلد الذي ينشأ عن تدفقات رأس المال وتدفعه في القطاع المالي. ويشمل القطاع المالي على المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين ودور الوساطة وشركات الاستثمار وما إلى ذلك كلها جزء من القطاع المالي. ويمكنها أن تتاجر برأس المال بطرق متنوعة، بما في ذلك الأموال والمشتقات والاستثمارات وأدوات الدين، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- الفرضية الثانية: تحاول الأسواق المالية توسيع نطاق التداول وتنوع الأوراق المالية بغرض تخفيف المخاطر وتحقيق ما يسمى بتكامل الأسواق المالية، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل ومكانزمات ومنها الربط بين الأسواق المالية وذلك من خلال السماح للمستثمرين من بيع وشراء الأوراق المالية داخل وخارج البلد مع أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار. وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- الفرضية الثالثة: وقد أسفرت نتائج الدراسات التحليلية من خلال إختبار درجة إرتباط بورصات دول مجلس التعاون الخليجي إلى وجود إرتباط طردي بينها لكن بنسب متفاوتة تختلف من دولة لأخرى وذلك راجع إلى مدى نشاط سوقها المالي. وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الثالثة.
- الفرضية الرابعة: من خلال تقدير النموذج الخطي البسيط بين مؤشر مجلس التعاون الخليجي و صافي الإئتمان المحلي وكذا السيولة المحلية، أثبت وجود إرتباط ضعيف جدا بين المتغيرات. وهذا يثبت صحة نظرية أن القطاع المصرفي والأسواق المالية أحدهما يلغي عمل الثاني كوسيط مالي فإن البنوك في ظل أسواق مالية مفعلة ومتكاملة مجبرة على التكيف معها لكي لا تؤثر سلباً على نشاطها، فتلجئ إلى إعتما د خدمات مالية جديدة. وهو ما لم تعتمد بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، حيث نجد أن تكامل الأسواق المالية لدول المجلس أثر سلباً على نشاط البنوك، بينما إنعكس إيجاباً على الأسواق المالية من خلال زيادة القيمة السوقية وحجم التداول. وهو يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة.

الخاتمة العامة

نتائج الدراسة:

تم التوصل إلى النتائج التالية:

- يهدف تكامل الأسواق المالية، إلى حشد المدخرات وزيادة عدد المتعاملين وكذا توطين رؤوس الأموال وتشجيع الحوكمة والتنافسية.
- يعمل تكامل الأسواق المالية على زيادة عمق وإتساع السوق.
- تقيس مؤشرات الأسواق المالية والمتمثلة في: الرسملة السوقية، مؤشر حجم التداول، والمؤشر المشترك بورصات لدول الأعضاء في التحالف، درجة تكامل الأسواق المالية.

أما فيما يخص الدراسة التطبيقية، فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- من خلال الدراسة التحليلية فيما يتعلق بالقطاع المصرفي نجد تطور عدد بنوك بين دول الإتحاد وأن معظم البنوك من الجنسية الإماراتية والبحرينية، وفيما يتعلق بالأسواق المالية سجل مجلس التعاون زيادة في عدد شركات المساهمة المصرح لها بين الدول الأعضاء كما سجلت رؤوس الأموال شركات المساهمة تذبذب خاصة في الفترة مابين 2008-2013 وذلك تأثراً بالازمات المالية في تلك الفترة.
- تبين من خلال إختبار إرتباط الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، إلى وجود علاقة طردية تجمع كل الأسواق المالية إلا أنها مختلفة في الدرجة، حيث نجد أن السوق المالي لدولة الكويت هو الأكثر إرتباطاً بالأسواق المالية الأخرى، تليها دولة الإمارات بسوقها الماليين (سوق دبي المالي، سوق أبوظبي المالي) وهو ما يفيد إستفادتهما من تكامل أسواقهما المالية، بينما لم تسجل دولة عمان نتائج جيدة مقارنة بالدول الأخرى بمجلس التعاون.
- أثبتت نتائج تقدير نموذج الإنحدار البسيط الذي تم بناءه لمجلس التعاون الخليجي والمتغيرات الاقتصادية الأخرى، والمتمثلة في: الائتمان المحلي، السيولة المحلية، القيمة السوقية وحجم التداول، أن تكامل الأسواق المالية أثر إيجاباً في معظم الأسواق المحلية للدول الأعضاء، بينما لم يكن له تأثير واضح على النظام المصرفي.
- أثبتت نتائج تقدير نموذج الإنحدار البسيط الذي يربط بين مؤشر دول مجلس التعاون الخليجي والائتمان المحلي خلال الفترة (2003-2013)، أنه لا يوجد إرتباط بينهما.

الخاتمة العامة

- أثبتت نتائج تقدير نموذج الإنحدار البسيط الذي يربط بين مؤشر دول مجلس التعاون الخليجي والسيولة المحلية خلال الفترة (2003-2013)، أنه لا يوجد ارتباط بينهما.
- أثبتت نتائج تقدير نموذج الإنحدار البسيط الذي يربط بين مؤشر دول مجلس التعاون الخليجي والقيمة السوقية خلال الفترة (2003-2013)، أنه يوجد إرتباط بين المؤشر المشترك لدول المجلس والقيمة السوقية للإمارات والبحرين فقط.
- أثبتت نتائج تقدير نموذج الإنحدار البسيط الذي يربط بين مؤشر دول مجلس التعاون الخليجي وحجم التداول خلال الفترة (2003-2013)، أنه يوجد إرتباط بين المؤشر المشترك لدول المجلس وحجم التداول بدولة البحرين.
- أثبتت نتائج التحليل أن تكامل الأسواق المالية يؤثر إيجابيا على القطاع المالي لدول التكتل إذا كانت تتمتع بنظام مالي قوي، حيث كلما كانت مؤسساتها متقدمة كلما أثر ذلك إيجابا على القطاع المالي ككل.

الإقتراحات: على أساس النتائج المستخلصة، يمكن إقتراح مايلي:

- تنشيط الاستثمار الخليجي وإعطائه ديناميكية أكبر تستوجب رفع القيود على المصاريف الخليجية التي ظلت لمدة طويلة تلعب دورا سلبيا في التقارب بين الاقتصاديات الخليجية، كما أن عمليات الإندماج المصري الخليجي مطلوبة الآن أكثر من أي وقت مضى، وهذا لتشكيل كيانات مصرفية قوية قادرة على المنافسة وعلى تمويل المشروعات الإنتاجية المشتركة.
- حماية الأسواق المالية الخليجية من الممارسات المالية المضرة ذات النزعة التجارية كالمضاربات في البورصات، وضرورة إخضاع المعاملات لقانون العرض والطلب.
- العمل على جعل حركة رؤوس الأموال الخليجية أكثر حرية وانسيابا.
- تيسير وتسهيل الإجراءات الجمركية بين دول المجلس مع بناء شبكة الكترونية موحدة، وإزالة مايجول دون تسهيل ممارسة الأعمال بها.
- بناء قاعدة معلوماتية حديثة ومتطورة، تتضمن ما يحقق الشفافية والتحديث المستمر للبيانات والمعلومات.

الخاتمة العامة

آفاق الدراسة:

هذه الدراسة وما توصلت إليه من نتائج، ما هي إلا الخطوة الأولى في سلسلة من البحوث العلمية التي تلمس الموضوع المعالج سواء من قريب أو من بعيد، وما زالت تحتاج إلى المزيد من البحث والتحليل مثل:

- آفاق التكامل بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل الأزمة الراهنة.

- التحديات التي تواجه دول مجلس التعاون الخليجي في المرحلة القادمة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

I. الكتب:

- أحمد أنور، أحمد بسيوني، محاسبة المنشآت المالية، دار النهضة العربية، بيروت، 1986.
- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في الأسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- بلعزوز بن علي، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- بن قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995.
- جاسم بن محمد القاسمي، التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000.
- جعفر الجزائر، البنوك في العالم أنواعها وكيف تتعامل معها، دار النفائس للطباعة والنشر، بيروت، 1993.
- جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، المنظور العلمي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999.
- حسن أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- حسن جميل البديري، البنوك مدخل محاسبي واداري، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- حسن حمدي، دليلك الى البورصة والاسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006.
- حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك، جامعة الكويت، 1995.
- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002.
- رضا صاحب أحمد، إدارة المصارف: مدخل تحليلي كمي معاصر، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- زياد رمضان، الأسواق المالية، المكتب الاسلامي، القاهرة، 2008.
- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003.
- سمير عبد الحميد رضوان، الأوراق المالية، المعهد العالمي الاسلامي، القاهرة، 1996.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- شاکر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.

- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000.
- طارق طه، ادارة البنوك وتكنولوجيا المعلومات، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2007.
- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
- عبد الحق بو عتروس، الوجيز في البنوك التجارية عمليات تقنيات وتطبيقات، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
- عبد الرحمان توفيق، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، مركز الخبرات المهنية، الاسكندرية، طبعة الثالثة، 2004.
- عبد الغفار حنفي، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.
- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.
- عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، بدون سنة.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، أسواق المال-بورصات، مصارف شركات التأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.
- عبد الغفار حنفي، عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، دون سنة نشر.
- عبد الله حباية، الاقتصاد المصري، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2013.
- عبد المنعم السيد، الاتحاد النقدي الخليجي والعملة الخليجية المشتركة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2008.
- عبد النعيم مبارك، احمد ناقة، النقود والبنوك، مركز الاسكندرية للكتاب، الاسكندرية، 1995.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية: اسبابه وانعكساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- فائق شقير وآخرون، محاسبة البنوك، دار ميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، دون سنة نشر.
- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1999.

- محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- محمد السيد سرايا، المحاسبة في المنشآت المالية، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2008.
- محمد الصيرفي، ادارة المصارف، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، 2006.
- محمد توفيق البلقاني، مبادئ إدارة الخطر والتأمين، دار الكتب الاكاديمية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2004.
- محمد جمال علي هلالي، عبد الرزاق قاسم شحادة، محاسبة المؤسسات المالية، دار الناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- محمد رفبق المصري، التأمين وإدارة الخطر، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، بدون سنة نشر.
- محمد سعيد أنور سلطان، ادارة البنوك، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، 2005.
- محمد صالح الحناوي، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998.
- محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- محمد صالح الحناوي، عبد الفاتح عبد السلام، الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، بدون سنة نشر.
- محمد صالح حناوي، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
- محمد صالح حناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، دون سنة نشر.
- محمد عبد الحلیم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 1998.
- محمد مطر، فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- محمود داغر، الأسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان، 2007.
- مصطفى رشدي شيحة، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 1998.
- معروف هوشيار، الاستثمار في الأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003.

قائمة المراجع

- منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، دار المعارف، اسكندرية، 1999.
- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر (الجزء2)، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
- مؤيد وهيب جاسم، مقدمة في اقتصاديات المؤسسات المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، دون سنة نشر.
- نوري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
- هشام جبر، ادارة المصارف، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.

.II الرسائل العلمية:

- بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
- عمرعبدة سامية، ترابط الأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة 8 ماي 1945، قلمة، 2003-2004.

.III المجلات والملتقيات العلمية:

- 1 - المجلات:
- بدون كاتب، العوالة المصرفية، مجلة إضاءات، معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، سبتمبر 2010.
- صالح مفتاح، العوالة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2004.
- عبد القادر زيتوني، سهام دربالي، تقييم كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القاع العائلي في الجزائر للفترة 1999-2009، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 2012/11، 2012.
- عديلة مریمت، البورصة والأوراق المالية، مطبوعة دروس، قسم علوم التسيير، جامعة 8ماي 1945، قلمة، 2014/2015.

- محمد زكريا بن معزو، كمال حمادة، قياس العلاقة بين التحرر المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)، مجلة الباحث، العدد 2013/13، قاصدي مرباح ورقلة، 2013.
- محمد قمر إسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، العدد 42، 2004.
- وفاء الرشيدى وآخرون، منتدى سوق المال: يؤكد أن الاجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية، مجلة سوق المال، تصدرها الهيئة العامة لسوق المال، العدد 46، سلطنة عمان، أكتوبر 2010.
- 2- الملتقيات العلمية
- الاتحاد الافريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، إدارة الشؤون الاقتصادية، ديسمبر، 2008.
- أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الإقتصادي العربي تحت رعاية المنظمة العربية للتنمية الإدارية الجامعة الأردنية، الأردن، 20 - 22 ديسمبر 200.
- جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الإقتصادي العربي الواقع و الآفاق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 17-19 أبريل 2007.
- عزة عبد السلام ابراهيم، تسويق التأمين في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية، الملتقى العربي الثاني، التسويق في الوطن العربي الفرص والتحديات، قطر، 2003.
- علاال بن ثابت، محمد بن جاب الله، إدارة الأزمات في البورصات كمدخل لتدعيم تكامل الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي الثاني "التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 17-19 أبريل 2007.
- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي (الأسكوا)، إستجابة للعملة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004.
- نادية أمين محمد علي، إستراتيجيات مستحدثة لتطوير المنتج بالتطبيق على وثائق التأمين، الملتقى العربي الثاني التسويق في الوطن العربي الفرص والتحديات، قطر، 2003.

.IV مواقع الأنترنت:

- الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، عن الموقع:
<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/AboutGCC/Pages/OrganizationalStructure.aspx>
- الأمانة العامة "السوق الخليجية المشتركة"، قواعد المعلومات الإحصائية، سنة 2014، من الموقع:
<http://www.gcc-sg.org/ar-sa/CognitiveSources/GulfDatabases/pages/GulfInformationwithCategorization.aspx>
- جبار محفوظ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، على الموقع الإلكتروني:
<http://static2.docstoccdn.com/search/%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84>
- محمد بن ناصر الجديد، السوق السعودية.. أهمية التوجه نحو العالمية، صحيفة اقتصادية إلكترونية، العدد 5604، الجمعة 13 فيفري 2009، على الموقع:
<http://www.aleqt.com/2009/02/13/article195485.html>
- محمد بن ناصر الجديد، تكامل الأسواق المالية العربية، صحيفة اقتصادية إلكترونية، العدد 4973، الخميس 24 مايو 2007، على الموقع: <http://www.aleqt.com/2007/05/24>
- بن يوب لطيفة، رشاش عباسية، التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، كلية العلوم الاقتصادية جامعة سيدي بلعباس، دون سنة نشر، من الموقع:
[http://9icief.sesric.org/presentations/Day2/Session11/\(3\)%20-%20133%20-%20Latifa%20benyoub%20The%20financial%20integration%20in%20the%20GCC%20countries.%20%20%20.docx](http://9icief.sesric.org/presentations/Day2/Session11/(3)%20-%20133%20-%20Latifa%20benyoub%20The%20financial%20integration%20in%20the%20GCC%20countries.%20%20%20.docx)
- صندوق النقد العربي <http://www.amf.org.ae/ar>
- الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي <http://www.gcc-sg.org/ar-sa/Pages/default.aspx>
- مجلس النقد الخليجي <http://ar.gmco.int>
- مؤشر سوق دبي المالي <https://sa.investing.com/indices/dfmgi>
- مؤشر سوق أبوظبي المالي <https://sa.investing.com/indices/adx-general>
- مؤشر سوق البحرين المالي <https://sa.investing.com/indices/bax>

- مؤشر سوق السعودية المالي <https://sa.investing.com/indices/tasi>
- مؤشر سوق مسقط المالي <https://sa.investing.com/indices/msi>
- مؤشر سوق قطر المالي <https://sa.investing.com/indices/qsi>
- مؤشر سوق الكويت المالي <https://sa.investing.com/indices/kwse>

.V القوانين والمراسيم:

- المادة 114 من قانون 10/90 المؤرخ في 4 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16.
- وثيقة السوق الخليجية المشتركة، مجلس التعاون لدول الخليج العربية، 29-30 ديسمبر 2008.
-

.VI مراجع باللغة الأجنبية:

- Aglietta M et autre, Globalisation financière, Ellipses Marketing S.A, 1997.
- Dominique Plihon , Les enjeux de la globalisation financière, Casbah , Alger, 1997.
- El Serafie H, Abdel shahid SH, word stock exchanges are integrating/ consolidating/ merging: what could be done by Arab exchanges?, Working paper, serie No 2, Cairo & Alexandria stock exchanges, October 2002.
- Harris R G, Trade and income, Canadian journal of Economica, Vol 26, 1993.
- Martin P. et Hélène R., Globalization and emerging markets, CPRE DP 3378, London, 2002.

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق:

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (01)

مؤشر البورصات local indices

الكويت	قطر	عمان	السعودية	البحرين	أبوظبي	دبي	
4819.00	3946.70	2726.70	4437.58	234.29	1756.92	161.21	2003
6409.50	6493.62	3375.05	8206.23	3054.20	3070.88	438.87	2004
11445.10	11053.06	4875.11	16712.64	2195.80	5202.95	1019.69	2005
10067.0	7133.0	5581.6	7933.3	2217.6	2999.7	4127.3	2006
12588.0	9580.5	9035.5	11176.0	2755.3	4551.8	5932.0	2007
7782.0	6886.7	5441.1	4803.0	1804.1	2390.0	1636.3	2008
7005.3	6959.2	6368.8	6121.8	1458.2	2743.6	1803.6	2009
6955.0	8681.7	6754.9	6620.8	1432.3	2711.1	1630.5	2010
5814.2	8779.0	5588.0	6417.7	1143.7	2402.3	1353.4	2011
5934.3	8510.2	5534.4	7143.1	1087.3	2630.9	1622.5	2012
7549.5	10379.6	6834.6	8535.6	1248.9	4290.3	3369.8	2013

من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- مؤشر سوق دبي المالي <https://sa.investing.com/indices/dfmgi>
- مؤشر سوق أبوظبي المالي <https://sa.investing.com/indices/adx-general>؛
- مؤشر سوق البحرين المالي <https://sa.investing.com/indices/bax>؛
- مؤشر سوق السعودية المالي <https://sa.investing.com/indices/tasi>؛
- مؤشر سوق مسقط المالي <https://sa.investing.com/indices/msi>؛
- مؤشر سوق قطر المالي <https://sa.investing.com/indices/qli>؛
- مؤشر سوق الكويت المالي <https://sa.investing.com/indices/kwse>.

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (02)

صافي الائتمان المحلي net domestic credit

الوحدة: مليون دولار أمريكي

الكويت	قطر	عمان	السعودية	البحرين	الامارات	
38624	9102	8277	93058	4703	41511	2003
41167	10708	8485	104406	5683	69867	2004
47550	19050	8639	94602	6997	102838	2005
56268	25471	10271	78951	7485	136973	2006
83470	40558	13619	64741	10447	149528	2007
81838	65382	17531	-21177	14711	203709	2008
82956	78858	19210	-1749	16452	237933	2009
87970	95044	20840	-659	17449	247405	2010
91829	136845	22188	-31733	20277	267879	2011
90023	166449	26386	-78895	21785	266052	2012
95431	185279	27140	-65074	25038	297226	2013

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على: التقارير السنوية، مؤسسة النقد العربي السعودي

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (03)

السيولة المحلية domestic liquidity

الوحدة: مليون دولار أمريكي

الكويت	قطر	عمان	السعودية	البحرين	الامارات	
35294	10226	7366	111473	7354	54622	2003
39549	12326	7657	132293	7659	65961	2004
44816	21676	9293	145673	9343	88241	2005
55089	30267	11603	176156	10732	108725	2006
69450	42235	15916	210602	15113	154016	2007
78394	50551	19592	247766	17895	183586	2008
86807	59088	20520	274385	18934	201666	2009
89734	72724	22847	288099	20924	214129	2010
100556	85155	25630	326283	21636	224860	2011
105960	104685	28380	371662	22513	234819	2012
114876	125196	30788	412040	24359	287752	2013

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على: التقارير السنوية، مؤسسة النقد العربي السعودي

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (04)

القيمة السوقية market capitalization

الوحدة: مليون دولار أمريكي

الكويت	قطر	عمان	السعودية	البحرين	أبوظبي	دبي	
59528.01	26702.11	7246.23	157306.4	9701.77	30362.51	14284.23	2003
73580.54	40434.79	9317.66	306255.7	13513.18	55490.40	35090.90	2004
123892.58	87143.34	12062.05	646120.80	17364.31	132412.89	411349.10	2005
105950	60905	13033.5	326869	21122.4	80745	86895	2006
135362	95505	23086.0	518984	27016.3	121128	138179	2007
70181	76627	15139.0	246337	19947	68810	63099	2008
93824	87930	23616.0	318751	16263	80201	58095	2009
113883.1	123641	28308.6	1325392	20060	77081	54692	2010
86295	125598	26209.7	1270843	16590	71329	49033	2011
79375.1	128592	29457.6	378359	15832	77647	49523	2012
108352.1	152589	36766.6	467341	18469	109645	70686	2013

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية من

العدد 40 إلى العدد 83.

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (05)

قيمة الأسهم المتداولة (حجم التداول) trading volume

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنة	دبي	أبوظبي	البحرين	السعودية	عمان	قطر	الكويت
2003	1026.81	1003.87	261.14	159055.6	1334.30	3220.16	54728.88
2004	13735.05	4449.14	463.05	472990.8	1985.19	6343.59	51817.80
2005	26914.02	9358.82	274.96	395627.03	711.75	6714.35	29380.84
2006	94735	19222	1386.9	1402953	2214.3	20584.9	59600
2007	103297	47746	27016.3	682287	5210.6	29926.6	130896
2008	83096	63114	2088.5	523129	8686.4	48220.1	133650
2009	47239	18766	473.1	337041	5904.7	25317.4	103772
2010	3249	2517	60.6	45461	947.0	6003.7	9536.8
2011	1221	1141	106.8	85989	479.4	5862.4	6990
2012	2216	1455	27.4	91880	615.6	6551.4	3421.9
2013	14162	7726	125.8	78532	1556.1	5692.3	5984.3

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية من العدد 40 إلى العدد 83.

قائمة الملاحق:

القيمة السوقية

الملحق رقم (06)

الإمارات

Dependent Variable: GCCI
Method: Least Squares
Date: 06/12/17 Time: 12:08
Sample: 2003 2013
Included observations: 11

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.285772	495.8171	3612.411	C
0.0032	3.984171	0.004568	0.018201	MCE
5213.935	Mean dependent var		0.638171	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.597968	Adjusted R-squared
16.74032	Akaike info criterion		962.6975	S.E. of regression
16.81267	Schwarz criterion		8341078.	Sum squared resid
16.69472	Hannan-Quinn criter.		-90.07177	Log likelihood
1.762261	Durbin-Watson stat		15.87362	F-statistic
			0.003186	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (07)

البحرين

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.6808	0.425023	1343.039	570.8228	C
0.0062	3.553933	0.073368	0.260744	MCB
5213.935	Mean dependent var		0.583920	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.537689	Adjusted R-squared
16.88003	Akaike info criterion		1032.349	S.E. of regression
16.95237	Schwarz criterion		9591703.	Sum squared resid
16.83442	Hannan-Quinn criter.		-90.84015	Log likelihood
1.946589	Durbin-Watson stat		12.63044	F-statistic
			0.006178	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (08)

السعودية:

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0002	5.870335	832.2519	4885.597	C
0.6419	0.481172	0.001259	0.000606	MCS
5213.935	Mean dependent var		0.025080	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.083244	Adjusted R-squared
17.73150	Akaike info criterion		1580.238	S.E. of regression
17.80385	Schwarz criterion		22474374	Sum squared resid
17.68590	Hannan-Quinn criter.		-95.52327	Log likelihood
1.435844	Durbin-Watson stat		0.231527	F-statistic
			0.641877	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (09)

عمان:

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0037	3.892359	1154.008	4491.811	C
0.5104	0.685277	0.051691	0.035423	MCO
5213.935	Mean dependent var		0.049591	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.056010	Adjusted R-squared
17.70604	Akaike info criterion		1560.247	S.E. of regression
17.77839	Schwarz criterion		21909339	Sum squared resid
17.66044	Hannan-Quinn criter.		-95.38323	Log likelihood
1.411317	Durbin-Watson stat		0.469605	F-statistic
			0.510432	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (10)

قطر:

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0089	3.325747	1197.691	3983.218	C
0.2958	1.109860	0.012129	0.013462	MCQ
5213.935	Mean dependent var		0.120389	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.022654	Adjusted R-squared
17.62863	Akaike info criterion		1501.010	S.E. of regression
17.70097	Schwarz criterion		20277271	Sum squared resid
17.58303	Hannan-Quinn criter.		-94.95746	Log likelihood
1.289598	Durbin-Watson stat		1.231790	F-statistic
			0.295832	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (11)

الكويت:

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7071	-0.387854	824.9390	-319.9559	C
0.0001	6.898570	0.008402	0.057962	MCK
5213.935	Mean dependent var		0.840962	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.823291	Adjusted R-squared
15.91829	Akaike info criterion		638.2465	S.E. of regression
15.99064	Schwarz criterion		3666227.	Sum squared resid
15.87269	Hannan-Quinn criter.		-85.55060	Log likelihood
1.518160	Durbin-Watson stat		47.59027	F-statistic
			0.000071	Prob(F-statistic)

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	29.22476	0.001875	0.054793	MCK
5213.935	Mean dependent var		0.838304	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.838304	Adjusted R-squared
15.75305	Akaike info criterion		610.5331	S.E. of regression
15.78922	Schwarz criterion		3727506.	Sum squared resid
15.73025	Hannan-Quinn criter.		-85.64177	Log likelihood
	Durbin-Watson stat		1.436305	Durbin-Watson stat

قائمة الملاحق:

حجم التداول

الملحق رقم (12)

الإمارات

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.842943	590.6411	4632.365	C
0.1802	1.452839	0.015521	0.022550	TVE
5213.935	Mean dependent var		0.189973	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.099970	Adjusted R-squared
17.54622	Akaike info criterion		1440.416	S.E. of regression
17.61856	Schwarz criterion		18673172	Sum squared resid
17.50061	Hannan-Quinn criter.		-94.50419	Log likelihood
2.006822	Durbin-Watson stat		2.110741	F-statistic
			0.180226	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (13)

البحرين

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.73021	416.3927	4884.372	C
0.0547	2.207013	0.050878	0.112289	TVB
5213.935	Mean dependent var		0.351160	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.279067	Adjusted R-squared
17.32434	Akaike info criterion		1289.160	S.E. of regression
17.39668	Schwarz criterion		14957405	Sum squared resid
17.27873	Hannan-Quinn criter.		-93.28384	Log likelihood
1.335218	Durbin-Watson stat		4.870907	F-statistic
			0.054711	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (14)

السعودية

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.254533	650.9664	4722.457	C
0.3185	1.056080	0.001197	0.001265	TVS
5213.935	Mean dependent var		0.110259	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		0.011399	Adjusted R-squared
17.64008	Akaike info criterion		1509.628	S.E. of regression
17.71242	Schwarz criterion		20510779	Sum squared resid
17.59448	Hannan-Quinn criter.		-95.02044	Log likelihood
2.218033	Durbin-Watson stat		1.115305	F-statistic
			0.318455	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (15)

عمان

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.371084	698.6562	5149.853	C
0.9019	0.126731	0.187623	0.023778	TVO
5213.935	Mean dependent var		0.001781	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.109132	Adjusted R-squared
17.75512	Akaike info criterion		1599.009	S.E. of regression
17.82747	Schwarz criterion		23011467	Sum squared resid
17.70952	Hannan-Quinn criter.		-95.65317	Log likelihood
1.586221	Durbin-Watson stat		0.016061	F-statistic
			0.901939	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (16)

قطر

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	7.040342	704.5131	4960.013	C
0.6365	0.489112	0.034728	0.016986	TVQ
5213.935	Mean dependent var		0.025893	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.082341	Adjusted R-squared
17.73067	Akaike info criterion		1579.579	S.E. of regression
17.80301	Schwarz criterion		22455634	Sum squared resid
17.68507	Hannan-Quinn criter.		-95.51869	Log likelihood
1.732037	Durbin-Watson stat		0.239231	F-statistic
			0.636461	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (17)

الكويت

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0014	4.535325	68.13228	309.0020	C
0.2660	1.186044	0.000954	0.001132	TVK
369.6990	Mean dependent var		0.135173	R-squared
152.1785	S.D. dependent var		0.039081	Adjusted R-squared
13.01109	Akaike info criterion		149.1753	S.E. of regression
13.08343	Schwarz criterion		200279.4	Sum squared resid
12.96548	Hannan-Quinn criter.		-69.56098	Log likelihood
1.323221	Durbin-Watson stat		1.406700	F-statistic
			0.265971	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الإئتمان المحلي

الملحق رقم (18)

الإمارات

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0019	4.323138	1160.719	5017.948	C
0.8569	0.185580	0.005748	0.001067	DCE
5213.935	Mean dependent var		0.003812	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.106875	Adjusted R-squared
17.75308	Akaike info criterion		1597.382	S.E. of regression
17.82543	Schwarz criterion		22964654	Sum squared resid
17.70748	Hannan-Quinn criter.		-95.64197	Log likelihood
1.566397	Durbin-Watson stat		0.034440	F-statistic
			0.856890	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (19)

البحرين

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0010	4.782388	1095.464	5238.935	C
0.9803	-0.025421	0.071630	-0.001821	DCB
5213.935	Mean dependent var		0.000072	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.111031	Adjusted R-squared
17.75683	Akaike info criterion		1600.378	S.E. of regression
17.82918	Schwarz criterion		23050877	Sum squared resid
17.71123	Hannan-Quinn criter.		-95.66258	Log likelihood
1.557733	Durbin-Watson stat		0.000646	F-statistic
			0.980274	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (20)

السعودية

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	10.21716	503.8345	5147.759	C
0.6876	0.415415	0.007410	0.003078	DCS
5213.935	Mean dependent var		0.018814	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.090207	Adjusted R-squared
17.73791	Akaike info criterion		1585.309	S.E. of regression
17.81026	Schwarz criterion		22618828	Sum squared resid
17.69231	Hannan-Quinn criter.		-95.55851	Log likelihood
1.503875	Durbin-Watson stat		0.172570	F-statistic
			0.687567	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (21)

عمان

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0021	4.256285	1268.443	5398.856	C
0.8782	-0.157602	0.070689	-0.011141	DCO
5213.935	Mean dependent var		0.002752	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.108053	Adjusted R-squared
17.75415	Akaike info criterion		1598.231	S.E. of regression
17.82649	Schwarz criterion		22989086	Sum squared resid
17.70855	Hannan-Quinn criter.		-95.64782	Log likelihood
1.555763	Durbin-Watson stat		0.024838	F-statistic
			0.878250	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (22)

قطر

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	6.813466	773.5381	5270.476	C
0.9276	-0.093493	0.007988	-0.000747	DCQ
5213.935	Mean dependent var		0.000970	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.110033	Adjusted R-squared
17.75593	Akaike info criterion		1599.658	S.E. of regression
17.82828	Schwarz criterion		23030164	Sum squared resid
17.71033	Hannan-Quinn criter.		-95.65763	Log likelihood
1.557961	Durbin-Watson stat		0.008741	F-statistic
			0.927560	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (23)

الكويت

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0317	2.540264	1721.283	4372.514	C
0.6232	0.508648	0.022828	0.011611	DCK
5213.935	Mean dependent var		0.027944	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.080063	Adjusted R-squared
17.72856	Akaike info criterion		1577.916	S.E. of regression
17.80091	Schwarz criterion		22408358	Sum squared resid
17.68296	Hannan-Quinn criter.		-95.50709	Log likelihood
1.522507	Durbin-Watson stat		0.258723	F-statistic
			0.623233	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

السيولة المحلية:

الملحق رقم (24)

الإمارات

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0025	4.146005	1188.400	4927.112	C
0.7978	0.263904	0.006575	0.001735	DLE
5213.935	Mean dependent var		0.007679	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.102579	Adjusted R-squared
17.74920	Akaike info criterion		1594.278	S.E. of regression
17.82154	Schwarz criterion		22875512	Sum squared resid
17.70359	Hannan-Quinn criter.		-95.62058	Log likelihood
1.551283	Durbin-Watson stat		0.069645	F-statistic
			0.797797	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (25)

البحرين

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0050	3.691933	1374.018	5072.784	C
0.9150	0.109707	0.080203	0.008799	DLB
5213.935	Mean dependent var		0.001336	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.109627	Adjusted R-squared
17.75557	Akaike info criterion		1599.366	S.E. of regression
17.82791	Schwarz criterion		23021745	Sum squared resid
17.70996	Hannan-Quinn criter.		-95.65562	Log likelihood
1.554868	Durbin-Watson stat		0.012036	F-statistic
			0.915049	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (26)

السعودية

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0042	3.805215	1332.471	5070.339	C
0.9105	0.115601	0.005067	0.000586	DLS
5213.935	Mean dependent var		0.001483	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.109464	Adjusted R-squared
17.75542	Akaike info criterion		1599.248	S.E. of regression
17.82777	Schwarz criterion		23018353	Sum squared resid
17.70982	Hannan-Quinn criter.		-95.65481	Log likelihood
1.558690	Durbin-Watson stat		0.013364	F-statistic
			0.910507	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (27)

عمان

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0020	4.308585	1196.810	5156.559	C
0.9594	0.052386	0.060362	0.003162	DLO
5213.935	Mean dependent var		0.000305	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.110772	Adjusted R-squared
17.75660	Akaike info criterion		1600.191	S.E. of regression
17.82894	Schwarz criterion		23045505	Sum squared resid
17.71100	Hannan-Quinn criter.		-95.66130	Log likelihood
1.557645	Durbin-Watson stat		0.002744	F-statistic
			0.959366	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (28)

قطر

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0003	5.741459	886.8488	5091.806	C
0.8733	0.164032	0.013336	0.002188	DLQ
5213.935	Mean dependent var		0.002981	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.107799	Adjusted R-squared
17.75392	Akaike info criterion		1598.048	S.E. of regression
17.82626	Schwarz criterion		22983819	Sum squared resid
17.70832	Hannan-Quinn criter.		-95.64656	Log likelihood
1.553687	Durbin-Watson stat		0.026907	F-statistic
			0.873330	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (29)

الكويت

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0069	3.484137	1438.463	5011.803	C
0.8847	0.149139	0.018170	0.002710	DLK
5213.935	Mean dependent var		0.002465	R-squared
1518.306	S.D. dependent var		-0.108372	Adjusted R-squared
17.75444	Akaike info criterion		1598.461	S.E. of regression
17.82678	Schwarz criterion		22995700	Sum squared resid
17.70883	Hannan-Quinn criter.		-95.64940	Log likelihood
1.557601	Durbin-Watson stat		0.022243	F-statistic
			0.884732	Prob(F-statistic)

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (30)

الجدول الإحصائية لـ "Student"

Table		.50	.75	.80	.85	.90	.95	.975	.99	.995	.999	.9995
cum. prob	one-tail	0.50	0.25	0.20	0.15	0.10	0.05	0.025	0.01	0.005	0.001	0.0005
two-tails		1.00	0.50	0.40	0.30	0.20	0.10	0.05	0.02	0.01	0.002	0.001
df												
1		0.000	1.000	1.376	1.963	3.078	6.314	12.71	31.82	63.66	318.31	636.62
2		0.000	0.816	1.061	1.386	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	22.327	31.599
3		0.000	0.765	0.978	1.250	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	10.215	12.924
4		0.000	0.741	0.941	1.190	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	7.173	8.610
5		0.000	0.727	0.920	1.156	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5.893	6.869
6		0.000	0.718	0.906	1.134	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	5.208	5.959
7		0.000	0.711	0.896	1.119	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.785	5.408
8		0.000	0.706	0.889	1.108	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	4.501	5.041
9		0.000	0.703	0.883	1.100	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	4.297	4.781
10		0.000	0.700	0.879	1.093	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	4.144	4.587
11		0.000	0.697	0.876	1.088	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	4.025	4.437
12		0.000	0.695	0.873	1.083	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.930	4.318
13		0.000	0.694	0.870	1.079	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.852	4.221
14		0.000	0.692	0.868	1.076	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.787	4.140
15		0.000	0.691	0.866	1.074	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.733	4.073
16		0.000	0.690	0.865	1.071	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.686	4.015
17		0.000	0.689	0.863	1.069	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.646	3.965
18		0.000	0.688	0.862	1.067	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.610	3.922
19		0.000	0.688	0.861	1.066	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.579	3.883
20		0.000	0.687	0.860	1.064	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.552	3.850
21		0.000	0.686	0.859	1.063	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.527	3.819
22		0.000	0.686	0.858	1.061	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.505	3.792
23		0.000	0.685	0.858	1.060	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.485	3.768
24		0.000	0.685	0.857	1.059	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.467	3.745
25		0.000	0.684	0.856	1.058	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.450	3.725
26		0.000	0.684	0.856	1.058	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.435	3.707
27		0.000	0.684	0.855	1.057	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.421	3.690
28		0.000	0.683	0.855	1.056	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.408	3.674
29		0.000	0.683	0.854	1.055	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.396	3.659
30		0.000	0.683	0.854	1.055	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.385	3.646
40		0.000	0.681	0.851	1.050	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	3.307	3.551
60		0.000	0.679	0.848	1.045	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660	3.232	3.460
80		0.000	0.678	0.846	1.043	1.292	1.664	1.990	2.374	2.639	3.195	3.416
100		0.000	0.677	0.845	1.042	1.290	1.660	1.984	2.364	2.626	3.174	3.390
1000		0.000	0.675	0.842	1.037	1.282	1.646	1.962	2.330	2.581	3.098	3.300
		0.000	0.674	0.842	1.036	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	3.090	3.291
		0%	50%	60%	70%	80%	90%	95%	98%	99%	99.8%	99.9%
		Confidence Level										

قائمة الملاحق:

الملحق (31)

الجداول الإحصائية لـ "Ficher"

F Values for $\alpha = 0.10$

d_2	d_1								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	39.86	49.5	53.59	55.83	57.24	58.2	58.91	59.44	59.86
2	8.53	9.00	9.16	9.24	9.29	9.33	9.35	9.37	9.38
3	5.54	5.46	5.39	5.34	5.31	5.28	5.27	5.25	5.24
4	4.54	4.32	4.19	4.11	4.05	4.01	3.98	3.95	3.94
5	4.06	3.78	3.62	3.52	3.45	3.40	3.37	3.34	3.32
6	3.78	3.46	3.29	3.18	3.11	3.05	3.01	2.98	2.96
7	3.59	3.26	3.07	2.96	2.88	2.83	2.78	2.75	2.72
8	3.46	3.11	2.92	2.81	2.73	2.67	2.62	2.59	2.56
9	3.36	3.01	2.81	2.69	2.61	2.55	2.51	2.47	2.44
10	3.29	2.92	2.73	2.61	2.52	2.46	2.41	2.38	2.35
11	3.23	2.86	2.66	2.54	2.45	2.39	2.34	2.3	2.27
12	3.18	2.81	2.61	2.48	2.39	2.33	2.28	2.24	2.21
13	3.14	2.76	2.56	2.43	2.35	2.28	2.23	2.20	2.16
14	3.10	2.73	2.52	2.39	2.31	2.24	2.19	2.15	2.12
15	3.07	2.70	2.49	2.36	2.27	2.21	2.16	2.12	2.09
16	3.05	2.67	2.46	2.33	2.24	2.18	2.13	2.09	2.06
17	3.03	2.64	2.44	2.31	2.22	2.15	2.10	2.06	2.03
18	3.01	2.62	2.42	2.29	2.20	2.13	2.08	2.04	2.00
19	2.99	2.61	2.40	2.27	2.18	2.11	2.06	2.02	1.98
20	2.97	2.59	2.38	2.25	2.16	2.09	2.04	2.00	1.96
21	2.96	2.57	2.36	2.23	2.14	2.08	2.02	1.98	1.95
22	2.95	2.56	2.35	2.22	2.13	2.06	2.01	1.97	1.93
23	2.94	2.55	2.34	2.21	2.11	2.05	1.99	1.95	1.92
24	2.93	2.54	2.33	2.19	2.10	2.04	1.98	1.94	1.91
25	2.92	2.53	2.32	2.18	2.09	2.02	1.97	1.93	1.89
26	2.91	2.52	2.31	2.17	2.08	2.01	1.96	1.92	1.88
27	2.90	2.51	2.30	2.17	2.07	2.00	1.95	1.91	1.87
28	2.89	2.50	2.29	2.16	2.06	2.00	1.94	1.90	1.87
29	2.89	2.50	2.28	2.15	2.06	1.99	1.93	1.89	1.86
30	2.88	2.49	2.28	2.14	2.05	1.98	1.93	1.88	1.85
40	2.84	2.44	2.23	2.09	2.00	1.93	1.87	1.83	1.79
60	2.79	2.39	2.18	2.04	1.95	1.87	1.82	1.77	1.74
120	2.75	2.35	2.13	1.99	1.90	1.82	1.77	1.72	1.68
inf	2.71	2.30	2.08	1.94	1.85	1.77	1.72	1.67	1.63