

# دور تكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية

أستاذ مساعد أ: عبد القادر بن عيسى  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
جامعة الجزائر 03 ( الجزائر )

أستاذ: محمد براق  
المدرسة العليا للتجارة ( الجزائر )

## الملخص

يعد موضوع البحث في دور التكامل بين أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية أحد أهم المواضيع التي لاقت اهتماما كبيرا في الأدبيات المالية الحديثة، خاصة بعدما أصبح التكامل بين الأسواق الخليجية يشكل خطوة أساسية لدعم التكامل الاقتصادي الخليجي وآلية مهمة لرفع حجم التداول داخل هذه الأسواق. وقد تطرقت هذه الدراسة للإطار النظري للتكامل الاقتصادي بشكل عام، والتكامل المالي بشكل خاص، ومنه التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية دول مجلس التعاون الخليجي وتأثيرها على سيولة هذه الأسواق. الكلمات المفتاحية: التكامل الاقتصادي، التكامل المالي، دول مجلس التعاون الخليجي، التحرير المالي.

## Abstract :

The study of the role of integration among the Gulf Cooperation Council (GCC) stock markets in activating investment in financial instruments is one of the most important topics that have received great attention in modern financial literature, especially after the integration of the Gulf markets has become an essential step to support Gulf economic integration and an important mechanism to increase trading volume within these Markets.

The study covered the theoretical framework of economic integration in general, and financial integration in particular, including the financial integration of the GCC stock markets and their impact on the liquidity of these markets.

**Keywords:** Economic Integration, Financial Integration, Gulf Cooperation Council, Financial Liberalization.

## مقدمة

نظرا لأهمية دور أسواق الأوراق المالية في التطور الاقتصادي لأي دولة وتوفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية المختلفة وبالتالي المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، فقد شهدت صناعة الأوراق المالية تطورات هامة وكبيرة خلال فترة زمنية قصيرة ومن كافة النواحي، حيث شهدت أسواق الأوراق المالية الدولية تطورات تقنية هائلة خلال السنوات الأخيرة من حيث مكننة كافة أعمالها وخاصة تطوير أنظمة التداول والتسوية. وقد صاحب هذه التطورات ثورة كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات. مما أدى بهذه التطورات الحديثة في قطاع تكنولوجيا المعلومات بالمساهمة في إحداث تغيرات إيجابية على أسواق الأوراق المالية الدولية، حيث سهلت عملية التعامل بالأدوات المالية مما انعكس إيجابا على سيولة أسواق الأوراق المالية الدولية وعمقها.

وقد سعت أسواق الأوراق المالية الخليجية منذ نشأتها لمواكبة آخر التطورات التي عرفتها الأسواق العالمية خاصة بعد إدراكها للدور التمويلي الذي تؤديه هذه الأخيرة في اقتصاديات الدول المتقدمة، باعتبارها العصب الرئيسي للتمويل من خلال حشدها للمدخرات وتوجيهها نحو مختلف مجالات الاستثمار، وهو ما يمثل أحد أهم التحديات التي تواجهها هذه الدول من خلال بحثها

المستمر عن مصادر لتمويل استثماراتها وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وقد انعكس هذا الاهتمام في حركة الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية الخليجية.

يعتبر تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وانفتاحها على بعضها البعض ضرورة ملحة تملئها المستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والدولي، تحت تأثيرات العولمة المالية وتوسع وتيرة التحرر المالي الذي بات السمة الأبرز لأغلب الاقتصاديات المتقدمة، حيث تتجلى صورته في السعي المستمر لهذه الأسواق حتى تتكامل فيما بينها ومع الأسواق الدولية. وعلى إثر ما سبق، فالسؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الورقة الإجابة عليه يمكن صياغته كالآتي:

### ما أثر التكامل بين أسواق الأوراق المالية الخليجية على سيولة هذه الأسواق للفترة 2003 إلى 2016؟

وللإجابة على هذا السؤال تم تقسيم هذه الورقة إلى المحاور الآتية:

1. الإطار النظري للتكامل الاقتصادي وموقع التكامل المالي منه؛
2. التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية الخليجية؛
3. دراسة تأثير تكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية.

#### أولاً: الإطار النظري للتكامل الاقتصادي وموقع التكامل المالي منه

فرضت موجة التغيرات التي تسارعت وتيرتها خلال العقدين الأخيرين ضغوطاً متزايدة على الدول من أجل مواكبة تيار العولمة الاقتصادية في شقها المالي، وما تقتضيه من التمكين لاقتصاد السوق الحرة، بالسعي لتبني إصلاحات تشريعية ومؤسسية تستهدف تحرير رأس المال من القيود، وفتح المجال للمنافسة، ووضع الآليات والمؤسسات المرافقة لعملية التحول إلى مرحلة التكامل المالي.

#### 1. مدخل عام للتكامل الاقتصادي

يمكن تناول التكامل الاقتصادي من خلال:

##### 1.1. مفهوم التكامل الاقتصادي

تعرف الموسوعة السياسية التكامل الاقتصادي على أنه "ملاءمة بين عناصر متوفرة عند أحد الأجزاء كالتقوى البشرية والمهارات والسوق الواسعة، بينما يتوفر عند الطرف الثاني رأس المال فتتشكل بذلك العناصر الاقتصادية المتكاملة من أجل العملية الصناعية والتنمية، فهو اتجاه المشاريع الاقتصادية نحو تكبير حجمها للاستفادة من مزايا الإنتاج الكبير".<sup>1</sup> أما بالاساس فيعرفه كما يلي: "التكامل الاقتصادي يتمثل في علاقات تقوم بين الوحدات الاقتصادية (دولتين أو أكثر) باتجاه تحقيق الاندماج بينهما وإزالة مظاهر التمييز القائمة فيما بين هذه الوحدات وتكوين وحدة اقتصادية جديدة متميزة".<sup>2</sup>

##### 2.1. أشكال التكامل الاقتصادي

تتنوع أشكال التكامل الاقتصادي، غير أن المتفق عليه أن هناك خمسة أشكال للتكامل الاقتصادي.

##### 1.2.1. منطقة التجارة الحرة

هنا تلتزم كل دولة عضو بإلغاء كافة القيود على الواردات من الدول الأطراف في الاتفاقية، وبالتالي تتمتع صادرات كل دولة بإعفاء جمركي تام في الدول الأخرى الأعضاء. ولكل دولة مشتركة الحق في فرض الرسوم الجمركية على ما تستورده من الدول الأخرى غير الأعضاء في المنطقة دون الالتزام بتعريف جمركية موحدة.<sup>3</sup>

### 2.2.1. الاتحاد الجمركي

يعد الاتحاد الجمركي درجة أكثر تقدماً من منطقة التجارة الحرة، حيث يتم من خلاله توحيد التعريفات للدول الأعضاء في مواجهة العالم الخارجي بعد إزالة كافة القيود على التجارة البينية. وعليه، يمكن تلخيص الاتحاد الجمركي من خلال المعادلة الموالية:

الاتحاد الجمركي = منطقة حرة + تعريف جمركية موحدة للدول الأعضاء إزاء الدول الأخرى

### 3.2.1. السوق المشتركة

تعتبر السوق المشتركة تنظيمًا يقوم بين مجموعة من الدول على أساس مبادئ إطلاق حرية المبادلات وانتقال رؤوس الأموال والأفراد تدريجياً فيما بينها بحيث تخضع هذه المبادئ لقواعد تنظيمية متعددة<sup>4</sup>. ويمكن اختصار السوق المشتركة من خلال العلاقة أدناه:

السوق المشتركة = اتحاد جمركي + حرية تحرك عناصر الإنتاج بين دول السوق دون عوائق ضريبية أو كمية

### 4.2.1. الوحدة الاقتصادية

يشمل تحرير حركات رؤوس الأموال والأشخاص وإنشاء المشروعات إلى جانب التنسيق بين السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية للدول الأعضاء، وذلك بغرض إقامة هيكل اقتصادي متكامل بحيث تتحقق وحدة اقتصادية مستقبلاً بين الدول الأعضاء<sup>5</sup>. ويمكن اختصار الوحدة الاقتصادية من خلال العلاقة أدناه:

الاتحاد الاقتصادي = سوق مشتركة + توحيد للتشريعات والنظم والسياسات الاقتصادية الوطنية والخطط والبرامج الإنمائية

### 5.2.1. الاندماج الاقتصادي الكامل

يرقى فيه التنسيق بين السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء إلى مستوى توحيد هذه السياسات النقدية والمالية وسياسات مواجهة تقلبات الدورات الاقتصادية، كما توجد السياسات الاجتماعية ذات الأبعاد الاقتصادية، كما يتطلب إنشاء سلطة فوق الوطنية تكون قراراتها ملزمة للدول الأعضاء<sup>6</sup>.

ومنه، يمكن تلخيص الاندماج الاقتصادي الكامل من خلال المعادلة الموالية:

الاندماج الاقتصادي الكامل = اتحاد اقتصادي + توحيد للعملة والبنك المركزي والاحتياطي النقدي والسياسة المالية

ثانياً: التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية الخليجية

ترتكز فكرة السوق الخليجية المشتركة على تحقيق المواطنة الاقتصادية الخليجية التي جوهرها تمتع مواطني دول المجلس بالحرية، في جميع المجالات الاقتصادية، إضافة إلى حرية انتقال رؤوس الأموال بين دول المجلس.

### 1. الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية

شهدت البيئة المالية تغيرات مستمرة في الآونة الأخيرة، خاصة في مطلع عقد الثمانينيات بعد توسع العولمة المالية، ومساهمتها في تعميق الروابط بين مختلف أسواق الأوراق المالية.

### 1.1. المفاهيم المتعلقة بالتكامل المالي

يشكل موضوع التكامل المالي والمفاهيم المتعلقة به مسألة في غاية الأهمية لكثير من المتعاملين وصناع السياسة الاقتصادية وكذا الكثير من الباحثين والمهتمين.

**1.1.1. تعريف الانفتاح المالي:** يقيس الانفتاح المالي مدى فرض بلد ما قيوداً قانونية على حق تملك وتداول جزء أو كل الأصول الثابتة والمنقولة وحق تحويل رؤوس الأموال والعائدات الناجمة عن الاستثمار عبر حدوده.<sup>7</sup>

**2.1.1. تعريف التحرير المالي:** للتحرير المالي مفهومين رئيسيين:

- بمفهومه الشامل، هو تشكيلة واسعة من الإجراءات والسياسات التي تضع حداً لسياسات تقييد القطاع المالي.<sup>8</sup>  
- التحرير المالي بمفهومه الضيق، ويقصد به إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وامتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت المسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال.<sup>9</sup>

## 2.1. مفهوم تكامل أسواق الأوراق المالية

أصبح التكامل بين أسواق الأوراق المالية مصطلحاً مألوفاً في الأدبيات المالية المعاصرة، بفضل امتداد أفكار العولمة، غير أنه لا يوجد تعريف موحد، لمصطلح أسواق الأوراق المالية المتكاملة، لذلك سيتم ذكر عدة تعاريف:

**1.2.1. تعريف جانج (Jang):** بأن "التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية من الناحية الإجرائية على أنه "عملية اتصال متقدمة بين أسواق الأوراق المالية الوطنية المنفصلة، موجهة بقوى السوق، حيث من خلالها تدخل تلك الأسواق في منافسة مع بعضها، لتشكل شيئاً فشيئاً سوقاً واحدة، تتسم بأسعار ومنتجات متناعمة، وكفاءة وعوائد متماثلة بين مختلف مزودي الخدمات المالية، وتستطيع عدد من القنوات الظاهرة كالملكية المتبادلة عبر الحدود وتوطيد الإشراف المتبادل لتعزيز درجة التكامل".<sup>10</sup>

**2.2.1. تعريف تالبوتوني وروف (Talbotoni & Rouve (1988))** بأنه "داخل الأسواق المتكاملة تتساوى كافة الأصول المالية، التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقيدها أو التعامل بها خاصة أن عملية المراجعة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لآخر".<sup>11</sup>

## 2. متطلبات التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية

برز على الساحة العربية العديد من السيناريوهات التي ترسم خطوات الربط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية. ولعل أهم هذه السيناريوهات المطروحة هو إعطاء أهمية كبرى للمؤسسات المالية العربية المشتركة.

ومن خلال هذا، يمكن تلخيص الخطوات العملية لتحقيق التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية:

### 1.1.2. تحسين المناخ الاستثماري

يرتبط تطوير سوق الأوراق المالية ارتباطاً وثيقاً بتحسين المناخ الاستثماري، ويمكن القول أن العلاقة ذات اتجاهين، فكلما توفر مناخ ملائم للاستثمار كلما ساعد ذلك على تهيئة الفرصة لقيام سوق متطورة للأوراق المالية، وعملية تحسين المناخ الاستثماري تتطلب إعادة النظر في كثير من التشريعات الاستثمارية والمالية والنقدية.<sup>12</sup>

### 2.2.2. تنمية دور المؤسسات المالية العربية

يرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية فيما بين الدول العربية إلى ضعف جسر الوساطة المالية، ويعود السبب إلى ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل لسوق الأوراق المالية.

وفي هذا الإطار، يتعين على السلطات المالية في الدول العربية التركيز على الأمور الآتية:<sup>13</sup>

- تقوية مؤسسات التمويل القائمة، والتي يمكن تقويتها من خلال دعم طاقاتها برفع نسب ملاءة رؤوس أموالها وتحديث مقدراتها التقنية، لتمكينها من مواكبة التطورات الحديثة في قطاع المال.

- إنشاء المؤسسات المكملة للأجهزة القائمة.

### 3.2. تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية

يعد تطوير وتنظيم أسواق الأوراق المالية العربية شرطا أساسيا من أجل ربط وانفتاح هذه الأسواق عربيا، نظرا لاختلاف مستويات تنظيم هذه الأسواق وكون البعض منها غير مؤهل للارتباط بغيره من الأسواق لعدم استكمال ما ينظمه من أطر قانونية ومؤسسية.<sup>14</sup>

ثالثا: دراسة تأثير تكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية

أصبح من المستحيل في عالم اليوم المليء بالمتغيرات الإقليمية والدولية متعددة الاتجاهات أن تحقق سوق خليجية ما تتطلبها التنمية دون اللجوء إلى تعزيز الروابط مع بقية أسواق الأوراق المالية لدول المجلس.

#### 1. عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

تستخدم هذه الدراسة في تحليل بيانات البانل (مقطع عرضي وسلاسل زمنية)، للمتغير المستقل المتمثل في عدد الشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي، والمتغير التابع المتمثل في حجم التداول داخل هاته الأسواق، خلال الفترة 2003 إلى غاية سنة 2016. وهي موضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم: (1):التعريف بمتغيرات الدراسة

نوع المتغير	اسم المتغير	رمز المتغير	مصادر جمع البيانات
التابع	حجم التداول	V	- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الشركات الفصلية، العدد 68/2012.
المستقل	عدد الشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي	NC	- مجلس التعاون لدول الخليج العربية، السوق الخليجية المشتركة حقائق وأرقام، الأمانة العامة، للسنوات 2003 إلى غاية 2016

#### 2. خطوات تقدير النموذج وعرض النتائج

لتقدير النموذج وعرض النتائج يتم إتباع الخطوات الآتية:

##### 1.1. اختبارات التجانس لهسياو (Hsiao, 1986)

يمكن أن تكون فرضيات نموذج البانل غير محققة، ونظرا لإمكانية الوقوع في هذه الحالة سيتم التطرق إلى كيفية اختبار وجود عدم تجانس مصفوفة التباين والتباين المشترك، من خلال إجراء اختبار إحصائي للنموذج المقيد باعتبار النموذج A هو النموذج الأساس وحساب حجم التداول V وفق العلاقة الموالية:

$$V = \frac{(SCR_i - SCR_A) / q_i}{(SCR_A) / N(T - K)}$$

ويتم مقارنة هذه الكمية بالقيمة الجدولة لإحصائية فيشر Fisher بدرجات حرية  $[q_i, N(T - K)]$

الجدول رقم (2): نتائج اختبار التجانس لهسيانو Hsiao

النموذج	مجموع مربعات البواقي	عدد المعلمات المقدرة	درجة الحرية	عدد القيود المفروضة	درجة الحرية (البسط)	قيمة الاختبار	القيمة الجدولة لفيشر
A	35,15	12	--	--	--	--	--
B	43,75	7	42	5	30	0,34	1,74
C	46,46	7	42	5	5	2,7	2,45*
D	370,78	2	72	10	10	68,74	1,96*

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الملاحق (2)، (3) و(4)

- اختبار الفرضية الأولى  $H_0^1$ : والمتتمثلة في  $H_0^1: \alpha_i = \alpha, \beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$  أي تجانس الثوابت  $\alpha_i$ ، وتطابق شعاع المعاملات  $\beta_i$ .

يتبين من خلال الجدول السابق أن قيمة فيشر المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة  $(V_1 = 68.74 > F_{(10,72)} = 1.96)$  وبالتالي يتم رفض الفرضية  $H_0^1$ ، مما يعني الانتقال إلى اختبار الفرضية الثانية  $H_0^2$ . ومن الناحية الاقتصادية ليس هناك تطابق بين العينات المدروسة، وهذه نتيجة منطقية لكون هناك اختلاف نسبي في حجم التداول في أسواق رأس المال دول مجلس التعاون الخليجي.

- اختبار الفرضية الثانية  $H_0^2$ : المتمثلة في  $H_0^2: \beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$  أي تجانس شعاع المعاملات  $\beta_i$  للمتغيرات المفسرة لعينة الدراسة.

يتبين من خلال الجدول السابق قيمة فيشر المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة  $(V_2 = 2.70 > F_{(5,42)} = 2.45)$  ومنه يتم رفض الفرضية  $H_0^2$ ، أي يعني الانتقال إلى اختبار الفرضية الثالثة.

- اختبار الفرضية الثالثة  $H_0^3$ : المتمثلة في  $H_0^3: \alpha_i = \alpha \forall i \in [1, N]$ ، أي تجانس الحد الثابت بين عينات الدراسة. يتبين من خلال الجدول السابق أن قيمة فيشر المحسوبة أقل من القيمة الجدولة  $(V_2 = 2.70 > F_{(5,42)} = 2.45)$  وبالتالي يتم قبول الفرضية  $H_0^3$ .

## 2.2. اختبار وتقدير النموذج

لتحقيق هذا الهدف المتمثل في تقدير النموذج وبالتالي التوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، يجب القيام أولاً بتقدير النماذج الثلاث.

## 1.2.2. تقدير النماذج الثلاث

تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية من خلال تطبيق ثلاثة نماذج وهي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، والنتائج موضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (3): نتائج تقدير النماذج الثلاث

نوع النموذج	معامل التحديد	مجموع مربعات البواقي	معطمة النموذج	تباين معطمة النموذج
التجميعي	0.132566	370.7811	1.161825	0.107713
التأثيرات الثابتة	0.897642	43.75247	0.782697	0.0484427
التأثيرات العشوائية	0.119136	376.5218	0.792026	0.047573

المصدر: نتائج مستخرجة من الملحق رقم (02)، (03) و(04)

## 2.2.2. اختبار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة

يتم الاعتماد على قيمة اختبار فيشر واختبار هوسمان (Hausman) للمفاضلة بين النماذج الثلاثة، ويكون هذا على مرحلتين:

## 1.2.2.2. المرحلة الأولى (اختبار فيشر)

وتتم الاستعانة بهذا الاختبار للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، ويعتمد هذا الاختبار على حساب قيمة  $F$  ومقارنتها بقيمة فيشر Fisher الجدولة بدرجة حرية  $[N(T-1) - K]$ ، ويتم احتساب  $F$  عن طريق الصيغة الموالية:

$$F = \frac{(SSR_{pooled} - SSR_{LSDV}) / (N-1)}{SCR_{LSDV} / (N(T-1) - K)}$$

حيث إن:

$SSR_{pooled}$ : مجموع مربعات البواقي لنموذج الانحدار التجميعي.

$SSR_{LSDV}$ : مجموع مربعات البواقي لنموذج المربعات الصغرى بالمتغيرات الصورية.

الجدول رقم (6): نتائج اختبار المرحلة الأولى (اختبار فيشر)

الاختبار	مجموع مربعات البواقي للنموذج التجميعي $SSR_{pooled}$	مجموع مربعات البواقي للمنفردات الصورية $SSR_{LSDV}$	درجة حرية البسط	درجة حرية المقام	القيمة المحسوبة F	القيمة الجدولة	القرار
فيشر	370.78	43.75	5	77	115.11	4	قبول $H_0$

المصدر: نتائج مستخرجة من الملحق رقم (02).

تبين نتائج اختبار المرحلة الأولى، أن القيمة المحسوبة لاختبار فيشر أكبر من القيمة المحدولة لنفس الاختبار، جاء القرار بقبول الفرضية  $H_0$ ، والتي تقر بأن النموذج الملائم لدالة حجم التداول هو نموذج الأثر الثابت، أي أن لكل دولة حدا ثابتا خاصا بها، ومن هنا يتم الانتقال إلى المرحلة الثانية لاختبار ما إذا كان الأثر الثابت مستقرا أو عشوائيا.

### 2.2.2.2. المرحلة الثانية (اختبار هوسمان)

وتتم الاستعانة بهذا الاختبار للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تفترض ملاءمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة، ويعتمد هذا الاختبار على حساب قيمة  $H$  ومقارنتها بقيمة كاي مربع (Chi-deux) المحدولة بدرجة حرية  $(K-1)$ ، ويتم احتساب  $H$  عن طريق الصيغة الموالية:

$$H = \left( \hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE} \right)' \left[ \text{var} \left( \hat{\beta}_{FE} \right) - \text{var} \left( \hat{\beta}_{RE} \right) \right]^{-1} \left( \hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE} \right)$$

حيث إن:  $\text{var} \left( \hat{\beta}_{FE} \right)$  : هو مصفوفة التباين لمعاملات نموذج التأثيرات الثابتة.

$\text{var} \left( \hat{\beta}_{RE} \right)$  : هو مصفوفة التباين لمعاملات نموذج التأثيرات العشوائية.

#### الجدول رقم (4): نتائج اختبار المرحلة الثانية (اختبار هوسمان)

الاختبار	معلمة نموذج التأثيرات الثابتة	معلمة نموذج التأثيرات العشوائية	تباين معاملات نموذج التأثيرات العشوائية	تباين معاملات نموذج التأثيرات الثابتة	القيمة المحسوبة	القيمة المحدولة	القرار
هوسمان	0.78269	0.792026	0.0484427	0.0475838	0.1013	3.841	قبول $H_0$

المصدر: نتائج مستخرجة من الملحق رقم (05).

من خلال نتائج اختبار المرحلة الثانية والتي تبين أن القيمة المحسوبة لاختبار هوسمان أقل من القيمة المحدولة لاختبار كاي مربع بدرجة حرية  $(K=1)$ ، جاء القرار بقبول الفرضية  $H_0$ ، أي النموذج الملائم لدالة حجم التداول هو نموذج الأثر العشوائي، وما تؤكدته القيمة الاحتمالية للاختبار (0.7502) وهو أكبر من الدلالة الإحصائية عند مستوى (5%) .

### 3- تقدير وتفسير معاملات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية

من خلال اختبار فيشر Fisher واختبار هوسمان Hausman تبين أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأكثر ملاءمة لدراسة تأثير تكامل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي على حجم التداول داخل هذه الأسواق وعليه صياغة نموذج الانحدار المقدر على الشكل الآتي:

$$L(V) = 6.325252 + 0.792026 L(X)$$



يلاحظ من خلال المعادلة السابقة أن الحد الثابت في النموذج يساوي (-6.325252)، بينما معامل المتغير المستقل في النموذج بلغت قيمته 0.792026 وتعني هذه القيمة أن أي زيادة.

### خلاصة

تناولت هذه الورقة بشكل من التحليل والتفصيل لثلاثة محاور رئيسية تبين واقع أسواق الأوراق المالية الخليجية، وقد سعت الدراسة إلى إظهار أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية الخليجية وما هي الأهداف المرجوة من هذا التكامل، حيث يعتبر التكامل بين أسواق الأوراق المالية الخليجية بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار، وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة الخليجية، حيث إن إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص قوة شرائية من جمهور المتعاملين، وبالتالي يقلل ويخفف من الآثار التضخمية أو لا يحدثها.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية الخليجية المشتركة بمثابة البناء التحتي للاقتصاد الخليجي، حيث توفر السيولة اللازمة للتبادل التجاري، وتساهم بذلك في تعميق العلاقات الاقتصادية الخليجية، وبطبيعة الحال، فإن البناء التحتي هو الذي يحدد شكل ودرجة نمو البناء الفوقي. وبذلك، فإن مستوى تطور التجارة البينية ما بين الدول الخليجية، واكتمال السوق الخليجية المشتركة يتوقف على اكتمال وتعزيز التكامل بين الأسواق المالية الخليجية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج الموالية:

- يساهم التكامل بين الأسواق المالية الخليجية، في تلبية احتياجات التنمية الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث توفر هذه الأسواق تمويلات طويلة الأجل التي تعجز البنوك التجارية عن توفيرها.

- تبين من خلال المؤشرات التشريعية، أن التكامل المالي للأسواق الخليجية يبقى ضعيفا، على الرغم من تزايد درجته نسبيا خلال فترة الدراسة.

- هناك تراخي وعدم وجود إرادة سياسية فعالة لتجسيد التكامل المطروح بين أسواق الأوراق المالية الخليجية.

- بالرغم من الجهود المبذولة في تحسين البيئة الاستثمارية لدول مجلس التعاون الخليجي، من خلال السماح للمستثمرين بالنفاذ إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، إلا أنه لا تزال ثمة قيود تقف عائقا في وجه انسيابية رؤوس الأموال العربية والدولية إلى الأسواق الخليجية.

## الملاحق

الملحق رقم (1): إجمالي حجم التداول وعدد الشركات المسموح تداولها داخل مجلس التعاون الخليجي (الوحدة:

مليون دولار)

السنة	عدد الشركات المسموح تداولها داخل مجلس التعاون الخليجي	حجم التداول	السنة	عدد الشركات المسموح تداولها داخل مجلس التعاون الخليجي	حجم التداول
2003	336	221200	2010	659	293427,7
2004	361	551800	2011	655	358991
2005	440	1374500	2012	649	460976,2
2006	504	1606500	2013	656	498924,6
2007	585	1000433	2014	653	798441,3
2008	655	861982,9	2015	676	542988,7
2009	655	538444,1	2016	678	385829,2

الملحق رقم (3): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: LY  
Method: Panel Least Squares  
Date: 09/19/17 Time: 20:28  
Sample: 2003 2016  
Periods included: 14  
Cross-sections included: 6  
Total panel (balanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.365926	0.963067	6.610054	0.0000
LX	0.782697	0.220097	3.556151	0.0006

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.897642	Mean dependent var	9.778227
Adjusted R-squared	0.889666	S. D. dependent var	2.269350
S.E. of regression	0.753800	Akaike info criterion	2.352275
Sum squared resid	43.75247	Schwarz criterion	2.554843
Log likelihood	-91.79555	Hannan-Quinn criter.	2.433706
F-statistic	112.5437	Durbin-Watson stat	0.765500
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (2): نتائج تقدير النموذج التجميعي

Dependent Variable: LY  
Method: Panel Least Squares  
Date: 09/19/17 Time: 20:27  
Sample: 2003 2016  
Periods included: 14  
Cross-sections included: 6  
Total panel (balanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.713050	1.449524	3.251446	0.0017
LX	1.161825	0.328198	3.540012	0.0007

R-squared	0.132566	Mean dependent var	9.778227
Adjusted R-squared	0.121988	S. D. dependent var	2.269350
S.E. of regression	2.126434	Akaike info criterion	4.370291
Sum squared resid	370.7811	Schwarz criterion	4.428168
Log likelihood	-181.5522	Hannan-Quinn criter.	4.393557
F-statistic	12.53169	Durbin-Watson stat	0.086634
Prob(F-statistic)	0.000662		

## الملحق رقم (5): نتائج اختبار هوسمان

Dependent Variable: LY				
Method: Panel Least Squares				
Date: 09/19/17 Time: 20:28				
Sample: 2003 2016				
Periods included: 14				
Cross-sections included: 6				
Total panel (balanced) observations: 84				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.365926	0.963067	6.610054	0.0000
LX	0.782697	0.220097	3.556151	0.0006
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.897642	Mean dependent var	9.778227	
Adjusted R-squared	0.889666	S.D. dependent var	2.269350	
S.E. of regression	0.753800	Akaike info criterion	2.352275	
Sum squared resid	43.75247	Schwarz criterion	2.554843	
Log likelihood	-91.79555	Hannan-Quinn criter.	2.433706	
F-statistic	112.5437	Durbin-Watson stat	0.765500	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم (4): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: LY				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 09/19/17 Time: 20:29				
Sample: 2003 2016				
Periods included: 14				
Cross-sections included: 6				
Total panel (balanced) observations: 84				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.325252	1.367751	4.624563	0.0000
LX	0.792026	0.218137	3.630875	0.0005
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		2.399464	0.9102	
Idiosyncratic random		0.753800	0.0898	
Weighted Statistics				
R-squared	0.139824	Mean dependent var	0.818111	
Adjusted R-squared	0.129334	S.D. dependent var	0.803410	
S.E. of regression	0.749658	Sum squared resid	46.08290	
F-statistic	13.32934	Durbin-Watson stat	0.725836	
Prob(F-statistic)	0.000459			

## الهوامش والمراجع المعتمدة:

- 1- عبد الوهاب الكيالي، "الموسوعة السياسية"، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، لبنان، 1990، ص 779.
- 2- صبيحة بخوش، "اتحاد المغرب العربي بين دوافع التكامل الاقتصادي والمعوقات السياسية"، دار حامد، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 56.
- 3- زينب حسين عوض الله، "الاقتصاد الدولي العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 299.
- 4- حسن السيسى صلاح الدين، "الاتحاد الأوروبي والعملة الأوروبية الموحدة، السوق العربية المشتركة الواقع والطموح"، عالم الكتب، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص 109-110.
- 5- زينب حسين عوض الله، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 300.
- 6- عبد الرحيم إكرام، مرجع سبق ذكره، 2002، ص 66.

- 7- Torsten Saadma, Andreas Steiner, Measuring De Facto Financial Openness: A New Index, University of Munich Poschingerstrasse, February 2016, P 02.
- 8- A Hakimi, M Djelassi, H Hamdi, "Financial Liberalization and Banking Profitability: A Panel data Analysis For Tunisian Banks, International Journal of Economics and Financial Issues, N°2, 2011, P 21.
- 9- عبد القادر بريس، "التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، السنة الجامعية 2006/2005، ص 38.
- 10- Hong Bum Jang, "Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications", IMES Discussion Paper Series, Bank of Japan, 2011, P 01.
- 11- الياس الأزهر بن دحان، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013/2012، ص 115.
- 12- شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص 177-178.
- 13- أديب حداد، "عملية الربط بين البورصات العربية ومقوماتها، اتحاد المصارف العربية"، بيروت، لبنان، 1994، ص ص 181-182.
- 14- نفس المرجع أعلاه، ص 182.