

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

الأستاذ : بن دعاس زهير - أستاذ مساعد صنف - أ -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف 1

الملخص:

لقد أصبح الاتجاه نحو الاندماج المالي الإقليمي من أهم المستجدات التي عرفتها البيئة المالية الدولية خلال العقدين الأخيرين، وذلك في ظل التنامي غير المسبوق لمبرراته وفوائده على الاقتصاديات المتكاملة. ومن خلال هذه الورقة البحثية سنحاول تشخيص مسار الاندماج المالي الإقليمي في دول مجلس التعاون الخليجي، من خلال إحدى جوانبه والمتعلقة باندماج أسواق رأس المال وإبراز أهميته وفوائده على هذه الاقتصاديات.

Résumé

Il est devenu la tendance à la consolidation de l'integration financiers régionale les plus importants des choses qui ont marqué à l'environnement financier international au cours des deux dernières décennies et à travers cet article nous allons essayer de diagnostiquer l'intégration financière régionale au sein du Conseil de coopération du Golfe (CCG), à travers l'un de ses aspects relatifs à l'intégration des marchés de capitaux et de souligner ses importance et ses avantages à ces économies.

مقدمة:

يُعد الاندماج الإقليمي والدولي للأسواق المالية من أبرز التحولات التي شهدتها البيئة المالية الدولية منذ منتصف العقد الثامن من القرن الماضي، وقد حاولت الاقتصاديات النامية والتي منها العربية التكيف مع ذلك من خلال تسريع عملية التحول الاقتصادي وإدخال إصلاحات عميقة على أسواقها المالية، استهدفت في إحدى جوانبها وضع السبل الكفيلة لتحقيق اندماجها الإقليمي؛ وذلك لما يوفره من فوائد ومزايا كتنسيير حركية رؤوس الأموال فيما بينها، وإمكانية التمويل بأقل تكلفة؛ وتنشيط الأوراق المالية الضعيفة.. الخ، وقد تركز ذلك بشكل لافت بين اقتصاديات مجلس التعاون الخليجي باعتبارها إقليم من الأقاليم العربية التي تحوز على خصائص ومميزات مشتركة كثيرة تؤهلها لتحقيق تكاملها المالي.

ومن خلال هذه الورقة البحثية سنحاول الوقوف على مدى نجاح اقتصاديات مجلس التعاون الخليجي في تحقيق اندماج أسواقها المالية في ظل التحولات الراهنة. وعليه فقد تم تقسيم البحث إلى ثلاث محاور:

1- مفهوم الاندماج الإقليمي للأسواق المالية.

2- تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية 1994-2012.

3- تشخيص مسار الاندماج بين الأسواق المالية الخليجية.

1 - مفهوم الاندماج الإقليمي للأسواق المالية: يعتبر مصطلح الاندماج المالي من المصطلحات الحديثة التي أفرزتها قوى العولمة؛ لذلك فدلالاته قد تختلف باختلاف أشكاله وأبعاده ومكوناته؛ و في هذا المحور سنحاول تحديد تعريف دقيق له وإبراز أهميته وطرق قياسيه.

1-1- تعريف اندماج الأسواق المالية: يشير الاندماج الإقليمي في المجال المالي بمعناه الواسع إلى تلك المبادرات التي تتخذها الدول لتحرير وتسهيل تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود¹؛ بما يسمح لجميع المشروعات داخل منطقة التكامل الحصول على الائتمان بشروط متساوية وانتقال رأس المال لأغراض التمويل والاستثمار بفرص متكافئة نتاج تشابكها وترابطها العميق². وعليه فالاندماج المالي يأخذ ثلاث أبعاد أساسية وهي:

- ❖ الاندماج المالي المحلي: يعبر عن تلك الخطوات التي تستهدف دمج المؤسسات المالية والبنكية والأسواق المالية على مستوى القطر الواحد؛
 - ❖ الاندماج المالي الإقليمي: وهو يشمل مجمل الإجراءات التي تتخذها دولتين أو أكثر لتسهيل الخدمات المالية البنكية؛ كتوحيد آليات العمل المصرفي أو ربط أسواقها المالية.. الخ.
 - ❖ الاندماج المالي الدولي: يشير إلى تكامل النظم المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية، وهذا التكامل يحتاج في الأساس إلى أن تقوم الحكومات بتحرير القطاع المالي المحلي وتحرير حساب رأس المال³. أما الاندماج بمعناه الضيق فإنه يركز على إحدى مكونات النظام المالي فيشير من خلال الأسواق المالية إلى زيادة درجة الارتباط بين سوقين ماليين أو أكثر؛ مما يسمح بإدراج متبادل للأسهم وسندات رأس المال، وإزالة كافة القيود على حركية رأس المال في الأسواق المتكاملة.
- إن الاندماج المالي يأخذ شكلين أساسيين حسب مسار انجازه وهما الاندماج المالي الرسمي؛ والاندماج المالي غير الرسمي؛ حيث ينشأ الأول كنتيجة للجهود التي تبذلها الدول رسمياً لتحقيق تكامل أسواقها المالية مع أسواق شركائها، من خلال عقد اتفاقيات للتكامل؛ كأن يتم تحقيق توافق القوانين والأنظمة والسياسات... الخ؛ أما الآخر فينشأ دون وجود اتفاقيات صريحة وذلك عن طريق السماح للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية بالدخول إلى السوق المحلية⁴.

1-2- أهمية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية: يمكن أن نبرز أهميته من خلال المزايا والفوائد التي تعود على الأسواق المالية والاقتصاد ككل؛ ومن أهمها نذكر ما يلي⁵:

✓ تزايد عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية؛

¹ - Sergiol.Schmukler and Pablo Zoido- Sobaton , "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C.,2001,p1

²- Imbs, J " :Trade, finance, specialisation, and synchronisation," *The Review of Economics and Statistics* , vol 86,2004 p 723-734

³- سليمان المنذرى، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي العربي والتنمية العربية، مكتبة مديولي، القاهرة، 1999، ص:137.

⁴- سحر محمد عبده الفقير؛ اثر التدفقات الرأسمالية على الاحتياطات الأجنبية في ظل التكامل المالي المتزايد(حالة الأردن)؛ مذكرة ماجستير؛ الجامعة الأردنية؛

2008؛ص:74

⁵- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة في الألفية الثالثة، مجموعة النيل؛ القاهرة، ص: 235-237

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

- ✓ تنويع أدوات الاستثمار المالي؛
 - ✓ تخفيض تكاليف رأس المال؛
 - ✓ تفعيل آليات أسواق السندات والمشتقات المالية؛
 - ✓ تحديث نظم التداول وتبسيط إجراءات إبرام الصفقات وتسويتها؛
 - ✓ رفع القيود على حركية رؤوس الأموال إقليمياً ودولياً؛
 - ✓ إن التكامل بين الأسواق المالية سوف يكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخارات بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة المتكاملة؛
 - ✓ إمكانية تقاسم مخاطر التمويل؛ لما يوفره الاندماج من إمكانيات لتنويع المحافظ الاستثمارية ؛
 - ✓ الاندماج المالي آلية مهمة لاستدامة معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي؛ باعتباره يؤدي إلى كفاءة التخصيص ويخفض من تكاليف رأس المال.
 - ✓ إن إقامة السوق المالية الإقليمية هو جزء من البناء الاقتصادي القومي الذي يوفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري ويُعمق العلاقات الاقتصادية البنينة، والاستثمار البيئي؛ ويرفع من التنافسية الاقتصادية؛
 - ✓ إن التكامل المالي يحقق اتساع السوق الذي يمكن أن يقود إلى اقتصاديات الحجم، وبالتالي يعزز الكفاءة العملية للأسواق التمويلية
- 1-3- طرق تحقيق التكامل بين الأسواق المالية :** يتم ربط أسواق رأس المال في البلد الواحد ببعضها البعض، وربطها بين بلدين أو أكثر داخل كتلة اقتصادي، بأساليب وآليات مختلفة نذكر منها ما يلي¹:
- ربط أسواق رأس المال عن طريق ربط شبكة المعلومات المحلية بالشبكات الدولية من خلال الربط المستمر أو بعدد من الساعات اليومية.
 - استخدام البريد السريع في الربط بين أسواق رأس المال.
 - ربط أسواق رأس المال بالوسطاء الماليين
 - الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: حيث يمكن الربط بين عدة أسواق من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسية.
 - الربط بالشركات المالية العالمية: ويكون الربط عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكانة والفروع في الدول والمراكز المالية العالمية.
 - الربط بين أسواق رأس المال عن طريق توحيد أو تنسيق السياسات المالية بين الدول المتكاملة، من حيث سياسات الاقتراض والإقراض المالي، وسياسات الاستثمار، وقانون الشركات، وشروط التسجيل في البورصة.. الخ

¹ - بالاعتماد على:

- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 1999 ، ص: 159

-A, scannavine, marches financiers internationaux, EDITION duned, PARIS 1999,p 112

-PH. Chamín , marches mondiaux ,EDITION economica , PARIS 2000, p89

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

- الربط التنظيمي: وذلك باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدفة الربط معها.
- الربط التشريعي: تكفي بعض البورصات الراقية في الربط بتطبيق التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية.
- الربط بالشركات المشتركة: وذلك من خلال تشجيع إدراج وتداول أوراق الشركات المشتركة بين البورصات المتكاملة.
- الربط المتكامل: يتحقق الربط المتكامل لأسواق رأس المال عندما تتحقق في نفس الوقت معظم آليات الربط السابقة الذكر.

و يتم قياس اندماج الأسواق المالية وفق العديد من المداخل أهمها:

- التشخيص المباشر لجهود الاندماج المالي من خلال فحص مختلف الاتفاقيات والمعاهدات الرسمية التي تستهدف تنسيق السياسات والتعاون المالي وإزالة القيود على كل العمليات المالية عبر الحدود. الخ.
- استعمال مخرجات نظرية تقييم الأصول الرأسمالية¹ ICAPM.
- قياس معامل معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية في الأسواق المالية المتكاملة ؛
- استخدام مخرجات نظرية التكامل المترامن² cointégration.

2- تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الفترة: 1994-2012: سنقوم بتحليل أداء هذه الأسواق من خلال تحليل تطور القيمة السوقية، وكذا حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، ومعدل الدوران لإجمالي الأسواق الخليجية؛ كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول رقم(01): أداء الأسواق الخليجية لرأس المال خلال الفترة1994-2012

السنة	القيمة السوقية مليون \$	قيمة الأسهم المتداولة مليون \$	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم (%)
1994	58.558	8981.8	2970.5	212	15.3
1996	102.988	26715.4	26261	304	35
1998	122.971	15241	15116	331	20.9
2000	130.532	223186	8038.8	333	17
2002	163.433	558.194	44699.4	404	34
2004	533.679	1.370818	50899.5	449	103.3
2006	695.52	1.600685	100284.3	579	230.1
2008	599.71	781.485	2585477.9	-	-
2010	769.260	295191	1655409.5	602	-

¹ - انظر عبد الرزاق قاسم و احمد العلي؛ إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية؛ منشورات جامعة دمشق؛ 2011؛ ص368

² - voir : jelian idier, financial integration, comovements and monetary policy, these doctorat, université paris-1.2009 : p 68-78

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

2011	628.420	353.540	-	640	-
2012	775.320	584.121	-	645	-

المصدر: من إعداد الباحث، استنادا إلى قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية (FMA)، أعداد مختلفة.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن الأسواق المالية الخليجية حققت تطورات ملحوظة خلال الفترة 1994-2012، رغم التذبذبات التي عرفتتها خلال سنوات الاضطرابات المالية، فبالنسبة للقيمة السوقية للأسواق الخليجية فقد عرفت ارتفاع من حوالي 58.558 مليون دولار سنة 1994 إلى ما يفوق 130.532 مليون دولار سنة 2000؛ بنسبة ارتفاع فاقت الـ 160%، لتتعدى 1 ترليون مع نهاية 2006؛ إلا إن الأزمة المالية لسنة 2008 كانت لها انعكاسات وخيمة على أداء هذه الأسواق حيث وصل حجم خسائرها إلى ما يقارب 520 مليار دولار؛ لتبدأ بالتعافي مع نهاية سنة 2010؛ حيث وصلت قيمتها الرأسمالية إلى حوالي 769.260 مليون دولار؛ لتسجل انخفاض آخر سنة 2011 حيث سجلت حوالي 628 مليار دولار؛ وقد اعتبرت هذه الخسائر كبيرة في معظم البورصات الخليجية، وتعود هذه الخسائر أساسا إلى أحداث الربيع العربي ومشاكل الديون السيادية في منطقة اليورو وتباطؤ النمو الاقتصادي العالمي والتوسع في استغلال الفوائض المالية في دعم الاقتصاد وتمويل المشاريع الحيوية عن طريق الميزانية بعد التعافي الاقتصادي الذي ظهر منذ منتصف 2009. و بنهاية سنة 2012 تعافت جل الأسواق الخليجية حيث وصلت قيمتها السوقية المجمعة إلى حوالي 775 مليار دولار.

وعموما يمكننا أن نشير إلى أنه منذ سنة 1994 إلى غاية نهاية 2012 تضاعفت القيمة السوقية للأسواق الخليجية بحوالي 12 مرة؛ ما يعكس الدور الإيجابي للسياسات الإصلاحية التي اتخذتها الاقتصاديات الخليجية في إطار تحسين البنية التحتية لأسواقها وتحسن البيئة التنظيمية والتشريعية الحاكمة لها من خلال إصلاح القوانين المنظمة للمؤسسات، وكذا تحيين شروط الإدراج ومستويات الإفصاح والشفافية وتطبيق مبادئ الحوكمة، والتزامها بمعايير السلامة الدولية.. الخ، بالإضافة إلى الطفرة البترولية التي عرفتتها هذه الاقتصاديات. أما من حيث الأهمية النسبية للأسواق الخليجية مقارنة بإجمالي الأسواق المالية العربية فقد تجاوزت نسبة رسملة الأسواق الخليجية نسبة الـ 75% من الرسملة البورصية العربية في المتوسط، وقد عرفت أوجها سنة 2005 حيث فاقت هذه النسبة الـ 85%.

وعلى المستوى الفردي تجاوزت معدلات الرسملة¹ في عمومها 100% على مدار الفترة المدروسة، وقد سجلت أعلى مستوياتها سنة 2005 إذ تعدت 250% في سوق الدوحة، كما تعدت 120% بالنسبة لبقية الأسواق. للإشارة فإن السوق المالية السعودية تحتل المرتبة الأولى من حيث معدل الرسملة بحوالي 45% من رسملة البورصات العربية مجتمعة.

أما بالنسبة لحجم التداول الذي يعبر اقتصاديا عن حجم التبادل الفعلي للأسهم المكتتب فيها، يتضح من خلال الجدول السابق المنحى التصاعدي لأحجام التداول خلال الفترة 1994-2012، فبعد أن كان لا يتعدى

¹ - تقاس رسملة البورصة بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

22318.6 مليون دولار عام 2000؛ تخطى 781485.2 مليون دولار عام 2008 بنسبة زيادة فاقت 350%، لينخفض بشكل لافت بين سنتي 2009 و 2010 بسبب انكشاف هذه الأسواق على الاضطرابات المالية العالمية وانعكاس ذلك على سلوك المستثمرين؛ إلا أنه بدأ يتعافى شيئاً فشيئاً بعد ذلك. حيث قارب 600 مليار دولار سنة 2012، وهو بذلك يمثل نسبة عالية جداً مقارنة مع إجمالي أحجام التداول بالنسبة للأسواق العربية مجتمعة. وعموماً يعود هذا التطور إلى سياسات التحديث التي طالت الأسواق المالية الخليجية من جهة، وإلى دخول اتفاقيات التكامل المالي الإلكتروني الخليجي منذ سنة 2002 من جهة ثانية. ويبقى على المستوى القطري السوق الأسهم السعودي يحتل المرتبة الأولى خليجياً وعربياً، بنسبة تعدت الـ60% خلال السنوات الأخيرة. كما هو موضح في الجدول أدناه

الجدول (02): تطور قيمة التداول للفترة 2009-2012

تطور قيم التداولات في الأسواق الخليجية-----الوحدة: مليار دولار				
الأسواق / السنوات	2009	2010	2011	2012
السعودية	337.1	202.4	293.1	513.1
قطر	25.3	17.6	20.0	23.2
الكويت	77.5	43.8	22.1	25.6
مسقط	5.2	3.1	2.6	2.9
أبوظبي	19.0	9.1	6.7	5.9
دبي	47.3	18.8	8.7	13.2
البحرين	0.47	0.29	0.28	0.29
الإجمالي	511.9	295.1	353.5	584.1

المصدر: تقرير أرقام اقتصادية على الموقع: www.argaam.com/article/sectionarticles/38/page/10 تاريخ الاطلاع

2013/02/15

أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة: من خلال الجدول رقم(01) يتضح لنا كذلك الاتجاه التصاعدي لعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية الخليجية، فبعد أن كانت لا تتعدى 2.9 مليار سهم متداول سنة 1994، فقد تعدى 300 مليار سهم منذ سنة 2008، وقد مثل حجم التداول في الأسواق المالية الخليجية نسبة تعدت الـ85% من حجم الأسهم المتداولة عربياً. أما على المستوى الفردي للأسواق الخليجية، فإن سوق دبي يستحوذ على أعلى مستوى من حيث عدد الأسهم المتداولة، بنسبة فاقت 45% خليجياً.

أما فيما يخص مؤشر عدد الشركات المدرجة: يتبين لنا من الجدول رقم (01) ارتفاع عدد الشركات المدرجة من سنة إلى أخرى، وقد وصل عددها إلى 645 شركة سنة 2012، بعدما أن كانت لا تتعدى 212 شركة مدرجة

في مجمل هذه الأسواق سنة 1994، أي بنسبة زيادة فاقت الـ300% وهذا يدل على زيادة عدد الشركات التي تلتزم بقواعد الإدراج واستمرارية الإدراج من سنة إلى أخرى.

كما يتضح لنا من خلال الجدول رقم (01) ارتفاع معدل الدوران¹ في الأسواق الخليجية حيث فاق نسبة الـ100% في المتوسط؛ وهذا دليل على ارتفاع قيمة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق مقارنة مع قيمتها السوقية، وقد بلغ ذروته سنة 2006 بنسبة تعدت 230%، وعلى المستوى الفردي احتل سوق الأسهم السعودي الصدارة بنسبة فاقت الـ430%.

3- تشخيص مسار اندماج الأسواق المالية الخليجية: يكتسي اندماج الأسواق المالية الخليجية أهمية بالغة، وذلك باعتباره وسيلة فعالة لاستقطاب الرساميل المحلية والأجنبية، وتعزيز سيولة السوق وزيادة عمقها ورفع مستوى كفاءتها وتقليل تكاليف التداول؛ ويمكن تشخيص اندماجها من خلال تشخيص الجهود المبذولة في إطار الاتفاقيات الثنائية والمتعددة الأطراف بين هذه الدول، وديناميكية رأس المال عبر الحدود ودرجة انفتاحها على بعضها البعض؛ وقياس درجة الارتباط بين عوائد هذه الأسواق.

3-1- اتفاقات التعاون بين أسواق رأس المال الخليجية: تعتبر اتفاقيات التعاون المالي مظهرا من مظاهر التكامل المالي الإقليمي، كونها تضع الآليات والضوابط الكفيلة بتبادل الإصدارات؛ وإيجاد البيئة الملائمة لتحقيق الاندماج الفعال لأسواقها المالية، وفي هذا الإطار سعت دول مجلس التعاون الخليجي لإبرام العديد من الاتفاقيات التي تجسد التعاون والترابط المالي الخليجي، ومن بينها نذكر ما يلي:

أ- اتفاقية الربط الفني لأسواق الأوراق المالية في (السعودية، الإمارات العربية، سلطنة عمان): تندرج عملية الربط الفني لأسواق السعودية والإمارات وسلطنة عمان ضمن مشروع ربط أسواق رأس المال الخليجية فنيا، والتي من خلالها يمكن توفير معلومات حول تداول الأوراق المالية لحظيا فيما بينها، وذلك عن طريق وسيط واحد على الأقل في كل دولة، مما يسمح بدمج أنظمة الأسواق المالية لهذه الدول في نظام واحد متجانس يمكن من نقل المعلومات بصورة فورية وأمنة، كما يوفر للمستثمرين كافة الإمكانيات للتعامل عبر الانترنت، بما يسهل عملية الاتصال بين العاملين في هذه الأسواق².

ب- الاتفاقية الثلاثية للإدراج المشترك: وقعت هذه الاتفاقية في 1996/12/25، للإدراج المشترك في أسواق الأوراق المالية لكل من سلطنة عمان، البحرين وسوق الكويت، وهي الخطوة التي أعدت كمدخل لإنشاء سوق خليجي للأوراق المالية تعود على كافة المستثمرين بالفائدة³.

ولقد جاءت هذه الاتفاقية كنتيجة للجهود المبذولة في سبيل تنفيذ قرارات مجلس التعاون الخليجي الهادفة إلى تحقيق الوحدة الاقتصادية بين الدول الخليجية، وفي اتجاه إنشاء سوق مالية خليجية موحدة تقاوم التكتلات الاقتصادية العالمية خاصة في ظل التعطيل الذي طال العمل العربي على المستوى القومي.

¹ معدل الدوران يقيس درجة تطور سيولة السوق باستعمال معدل الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية

² بادي البدراني، ربط الأسواق المالية الخليجية فنيا، مقال منشور في الرياض السعودية، العدد 1587-2004، ص: 12

³ السيسى صلاح الدين حسين، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص: 87.

ج- اتفاقية توحيد الكفالة المصرفية: قدمت من طرف الشركات المدرجة ومكاتب الوسطاء بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي والتي توسعت أكثر مع بداية العمل بنظام الشاشة الموحدة بدلاً من شاشة لكل منهما والبدء بإصدار مؤشر موحد للسلع.

د- إنشاء شبكة للمعلومات المالية: نشأت أولاً بين الأسواق المالية الخليجية وتبناها فيما بعد اتحاد البورصات العربية، وتهدف إلى ربط الأسواق الخليجية لرأس المال من أجل زيادة التداول والتعامل بين بورصات المنطقة، وتوفير قاعدة بيانات حية لجميع المتعاملين فيها. كما يقوم نظام الشبكة بتوفير خدمة تبادل الأوامر بين وسطاء البورصات المشاركة بهدف تيسير وتفعيل الاستثمار البيئي وتوسيع قاعدة التداول، مما يزيد من عمقها واتساعها، ويجذب مستثمرين جدد إليها¹.

هـ- اتفاقيات الإدراج المشترك للأسهم والسندات وصناديق الاستثمار منذ سنة 2011: توصلت اللجنة الوزارية للأسواق المالية في اجتماعها الثاني الذي عقد بدبي في شهر جوان من سنة 2011 إلى تبني قواعد موحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم، والسندات والصكوك، ووحدات صناديق الاستثمار) في الأسواق المالية بدول المجلس، علاوة على إصدار مشروع مذكرة التفاهم بين الهيئات الرقابية في دول مجلس التعاون لتعزيز التعاون ودعم الصلات والروابط بين الهيئات الرقابية على الأسواق المالية².

إن هذه الخطوة تستهدف دعم الصلات والروابط بين الجهات الرقابية في إطار عمل موحد للتعاون، وإزالة معوقات الاستثمار في مجال الأوراق المالية في دول المجلس، وتسهيل تنقل وتدقيق الأموال والمعلومات بين أسواقها المالية.

3-2- انفتاح الأسواق المالية الخليجية: شهدت الأسواق المالية الخليجية انفتاح كبير تجسد من خلال الإصلاحات التنظيمية والتشريعية التي تبنتها في عقد التسعينات، وقد تجلّى هذا الانفتاح أكثر وضوحاً إثر توقيع بعض الدول الخليجية على الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية سنة 1997، والتي تقتضي إزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال سواء في عملية الاكتتاب أو شركات السمسرة أو المقاصة والتسوية أو إدارة المخاطر. وفي خضم ذلك أصبح قانون السوق الكويتي لا يميز بين المستثمر العربي والأجنبي في المعاملة من حيث الامتيازات والإعفاءات لأي منهما، إلا أن مواطني مجلس التعاون يتمتعون بنفس الحقوق والامتيازات الممنوحة لمواطني الكويت فيما يخص التملك والتداول بدون قيود وذلك تعزيزاً لجهود الاندماج الإقليمي³.

كما سمح قانون الاستثمار البحريني لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول تصل نسبته إلى 100 % من رأس مال الشركة المسجلة في بورصة البحرين منذ سنة 1999، في حين أجاز هذا القانون للمستثمرين

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 89

² - الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي على الموقع <http://www.gcc-sg.org/index38a8.html?ac> ؛ تاريخ الاطلاع 2013/02/12.

³ - حيدر نعمة بخيت، سياسات التحرير المالي في البلدان العربية، دراسة منشورة على الموقع: www.mafhoum.com/ar/ar_index.htm

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

الآخرين بتملك وتداول ما نسبته 49% من رؤوس أموال الشركات¹، كما وقعت البحرين العديد من اتفاقات الإدراج المشترك والتعاون الفني مع الأسواق المالية الخليجية وسوق عمان المالي، كما تم توقيع اتفاقية مع السوق المالية الإسلامية الدولية².

و في سلطنة عمان فقد أقر قانون الاستثمار العماني نسبة الاستثمار بما لا يتعدى 49% للأجانب والعرب، مع إمكانية رفعها إلى 65% بموافقة لجنة الاستثمار؛ والى 100% بموافقة هيئة التنمية، كما تتم من خلال الصناديق الاستثمارية. أما فيما يخص الاتفاقات التعاونية فقد وقعت هيئة السوق العديد منها؛ على غرار اتفاقيات الإدراج المشترك مع الأسواق الخليجية

كما سمح قانون الاستثمار السعودي للأجانب بتملك وتداول نسبة لا تتعدى 25%، إلا أن قانون 2007 سمح للعرب والأجانب بالاستثمار في سوق الأسهم السعودي من خلال صناديق الاستثمار، في حين يسمح للمواطنين الخليجيين بتداول الأسهم وتأسيس الشركات دعماً لمسيرة التكامل الاقتصادي الخليجي. في حين سمح قانون الاستثمار القطري منذ 2005 لغير القطريين بالاستثمار في الأسهم القطرية بكل حرية، على غرار مواطني مجلس التعاون الخليجي، كما عقدت هيئة السوق العديد من اتفاقيات التعاون على غرار اتفاقية التعاون الفني والإدراج المشترك مع الأسواق الخليجية.

3-3- تشخيص ترابط عوائد الأسهم الخليجية: لقد تم الاعتماد على دراسة قامت بها شركة إدارة بحوث الاستثمار الكويتية كامكو؛ من خلال قياس درجة الارتباط بين عوائد الأسهم³؛ وذلك بناء على الأداء الشهري للأسواق الخليجية منذ جانفي 2006 حتى شهر ماي 2010؛ والتي تم حوصلته من خلال فترتين مهمتين وهما فترة 2006-2008؛ ثم فترة 2008-2010.

إن تحليل الترابط بين أداء الأسواق الخليجية في الفترة التي سبقت الأزمة المالية بين عام 2006 ومارس 2008، يمكن إيجازه في المصنوفة أدناه:

الجدول رقم 03- معامل الارتباط بين الأسواق الخليجية منذ عام 2006 وحتى مارس 2008

عامل الارتباط	الكويت	السعودية	أبوظبي	دبي	قطر	البحرين	مسقط
الكويت	1.00						
السعودية	0.15	1.00					
أبوظبي	0.26	0.46	1.00				
دبي	0.30	0.47	0.86	1.00			
قطر	0.33	0.22	0.61	0.61	1.00		

¹ - حسين عبد المطلب الاسرج؛ تحليل أداء البورصات العربية 1994-2003؛ سلسلة رسائل البنك الصناعي؛ العدد 19؛ الكويت؛ ص 107.

² - جمال الخطيب العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا بيروت، 2002؛ ص 110-122.

³ - يتم احتساب معامل الارتباط بين عوائد الأسهم؛ بحيث تتراوح قيمته ما بين +1 و -1. وفي تحليل للأرقام فإن نتيجة +1 ما بين سوقين يعني أن السوقين مرتبطنان كلياً من حيث الأداء، أما نتيجة -1 فتعني أنه لا علاقة في أداء السوقين على الإطلاق، وأن الانخفاض بنسبة معينة في السوق الأول يقابلها ارتفاع بنسبة ماثلة في السوق الثاني.

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

البحرين	0.09	0.01	0.03	0.05	-0.06	1.00	
مسقط	0.29	0.51	0.62	0.81	0.54	-0.11	1.00

المصدر : بحوث كامكو www.kamconline.com/default.aspx?language=ar 2013/01/

يلاحظ أن الترابط في أداء الأسواق المالية الخليجية كان ضعيفاً؛ إذ لم يتعدى 30% في مجمله خلال هذه الفترة؛ بالرغم من النمو الاقتصادي الذي شهدته دول الخليج في تلك الفترة حيث كان لكل من تلك الأسواق المالية عوامل خاصة بها أثرت في أداء أسواقها المالية.

أما ترابطها البيئي من شهر سبتمبر 2008 إلى منتصف سنة 2010 فيمكن حوصلته في المصفوفة التالية:

الجدول رقم 04 معامل الارتباط بين الأسواق المالية الخليجية 2008-2010

عامل الارتباط	الكويت	السعودية	أبوظبي	دبي	قطر	البحرين	مسقط
الكويت	1.00						
السعودية	0.65	1.00					
أبوظبي	0.73	0.62	1.00				
دبي	0.66	0.69	0.91	1.00			
قطر	0.69	0.75	0.49	0.61	1.00		
البحرين	0.78	0.68	0.76	0.74	0.62	1.00	
مسقط	0.79	0.65	0.64	0.60	0.59	0.63	1.00

المصدر: اعتماداً على بحوث كامكو

www.kamconline.com/default.aspx?language=ar؛ تاريخ الاطلاع: 2013/01/

يتضح من خلال البيانات الواردة أعلاه أن هناك ترابط متنامي بين هذه الأسواق؛ وإن كان بنسب متفاوتة فقد تخطى عامل الارتباط الـ 0.5 ، وذلك نظراً لطبيعة الاقتصاد في هذه الدول التي تعتمد بشكل أساسي على إيرادات النفط، كما أن هناك عدد كبير من الشركات تعمل في بيئة عمل مشتركة، بالإضافة إلى نوعية المستثمرين والتي لعبت دوراً مهماً في تقارب أداء تلك الأسواق حيث أن النسبة الأكبر منهم هي من المتداولين الأفراد مما رفع من نسبة الترابط في أداء تلك الأسواق.

3-4- ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية الدولية:

لقد ظهرت التداعيات السلبية للأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول الخليجية جلياً إثر تراجع الطلب العالمي على النفط لعامين متتاليين، وذلك للمرة الأولى منذ 30 عاماً، ما أدى إلى تراجع نسبة نمو الناتج المحلي.

أما فيما يخص أسواق المال فقد شهدت اضطرابات كبيرة مع نهاية سنة 2008؛ حيث تجلت في الانخفاضات المتتالية لمؤشرات التي انعكست في تراجع قيمة الأسهم المتداولة إلى 275 مليار دولار بعدما كانت 290 مليار دولار في سنة 2007، و ارتفعت نسبة النقلب ثلاث مرات كما انخفضت القيمة السوقية من 1059,2 مليار دولار سنة 2007 إلى 599.71 مليار دولار مع نهاية 2008 بنسبة انخفاض تقدر بـ 47%، أما على المستوى القطري

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

فقد سجل سوق دبي وسوق الأسهم السعودي أعلى انخفاض قدر بـ 54,3% و 52,5% على التوالي، وذلك بسبب تعرض هذه الأسواق لضربة قوية نتاج انخفاض أسعار العقار وانتقال عدوها إلى أسواق العقار المحلية، والارتباط الوهمي للأسواق المالية الخليجية بالأسواق المتقدمة خاصة منها أسواق الولايات المتحدة الأمريكية.

وعموما جاءت هذه التراجعات في مؤشرات الأسواق المالية الخليجية إلى جملة من الأسباب أهمها:

- زيادة موجات البيع بغرض تسييل أوراقهم المالية، ما أدى إلى اضطراب وتراجع مؤشرات الأسواق عموماً؛
- اتجاه المستثمرين الخليجيين الذين يحوزون على استثمارات في الخارج إلى عملية البيع في الأسواق المحلية؛

- وجود العديد من أسهم الشركات الخليجية المدمجة في الأسواق المالية العالمية خاصة أسواق الولايات المتحدة الأمريكية ولندن، وبالتالي تأثرت تأثيراً مباشراً بالاضطرابات المالية الأخيرة؛

- العزوف على الاستثمار في العقار عقب الأزمة، ما تسبب في أزمات محلية كأزمة ديون دبي؛

- انتشار موجات الهلع والقلق حول مصير النشاطات الاستثمارية وانتهاج أسلوب سياسة القطيع.

لقد أثبتت تبعات الأزمة المالية العالمية لـ سنة 2007 أثرها على أداء جميع الأسواق المالية العالمية والخليجية، حيث تخطى معامل الارتباط بين الأسواق المالية العالمية والأسواق الخليجية الـ 0.5 مقارنة بقبل الأزمة المالية، حيث لم يتخطى الـ 0.2 في معظم الأحيان بين الأسواق المالية ومعظم الأسواق الخليجية. والجدول التالي يبرز ذلك:

الجدول رقم 05: درجة ترابط مؤشرات الأسواق المالية الخليجية بأهم الأسواق المالية الدولية

الأسواق/ المؤشرات	E malisia	NIKKEI 225	D;J	S&P 500	FTSE	CAC40
سوق ابوظبي للأوراق المالية	0.8	0.83	.57	0.63	0.68	0.74
سوق دبي المالي	0.87	0.81	.64	0.72	0.77	0.86
بورصة البحرين	0.85	0.76	.61	0.72	0.77	0.86
السوق المالية السعودية	0.89	0.82	.86	0.91	0.94	0.93
بورصة الدار البيضاء	0.48	49	.32	0.45	0.57	0.61
سوق مسقط المالي	0.75	0.77	.58	0.7	0.81	0.81
بورصة قطر	0.31	0.34	.39	0.42	0.47	0.32

المصدر: اعتماداً على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، ص: 408 متاح على الموقع: www.fma.org/ar

يتضح من الجدول أعلاه أن الأسواق الخليجية لرأس المال ترتبط ارتباطاً عميقاً بأهم الأسواق المالية الدولية، حيث يعتبر سوق المال السعودي وبورصة قطر من أكثر الأسواق ارتباطاً بأداء أسواق المال العالمية وبالتحديد مع كل من مؤشر S&P 500 و داوجونز؛ حيث بلغ معامل ارتباطهما بالمؤشر الأول حوالي 0.85 و 0.78 على التوالي، كما ارتبط هذان السوقان مع المؤشر الثاني بـ 0.87 و 0.84 على التوالي. أما سوق الكويت للأوراق المالية فقد حل ثالثاً في معامل الارتباط بينه وبين الأسواق المالية العالمية، حيث وصل إلى 0.7 و 0.74 مع كل من مؤشر S&P 500 و داوجونز على التوالي. وللجدير بالذكر أن قبل بدء الأزمة المالية العالمية وبالتحديد ما بين يناير 2006 و مارس 2008 كان معامل ارتباط الأداء الشهري لسوق الكويت للأوراق المالية

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

مع كل من مؤشر S&P 500 و داوجونز حوالي 0.09 و 0.17 ؛ ويفسر ذلك بعدم وجود أي ترابط فعلي بين سوق الكويت للأوراق المالية والأسواق المالية العالمية قبل بدء الأزمة المالية في سبتمبر 2008. من خلال مصفوفات الاندماج السابقة، يمكن اعتبار أسواق المال الخليجية الأكثر اتجاها نحو الاندماج سواء إقليمياً أو دولياً، فإذا نظرنا لمعامل الارتباط ذا المعنوية الإحصائية، يتضح أنه جد مرتفع بين السوق المالية السعودية وسوق الأوراق المالية الكويتي من جهة، وبين هذان السوقان وبقية الأسواق الأخرى، وهو في عمومها ينحصر بين 0.5-0.9 ، ويعود ذلك إلى أهمية هذه الأسواق في تمويل اقتصاديات مجلس التعاون الخليجي، وكذا لطبيعة اقتصاديات هذه الدول التي تعتمد بشكل أساسي على إيرادات النفط، كما أن هناك عدد كبير من الشركات تعمل في بيئة عمل مشتركة، بالإضافة إلى نوعية المستثمرين والتي لعبت دوراً مهماً في تقارب أداء تلك الأسواق مما رفع من نسبة الترابط في أداء تلك الأسواق.

بالإضافة لتقارب مستويات أدائها خاصة بعد إبرامها عدة اتفاقيات للتعاون البيئي، التي تعمل على ترسيخ تنسيق قواعد عملها وتسهيل عمليات الإدراج المتعدد فيها؛ وكذا اعتماد معايير موحدة للإفصاح والمحاسبة والتدقيق بما يتفق مع المعايير الدولية..الخ.

3-5- معوقات اندماج الأسواق المالية الخليجية: تعاني الأسواق المالية الخليجية من عدة عقبات حالت دون اكتمال اندماجها نذكر منها ما يلي:

- ضعف أسواق الإصدار: تتصف الأسواق المالية الخليجية والعربية عموماً بضعف الإصدارات الأولية؛ ويتضح ذلك من خلال نسبة تلك الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث تراوحت نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي بين 2% سنة 2000 إلى 3.5% سنة 2008؛ ومن أسباب ذلك عزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام؛ و ضعف الوعي المالي، والاعتماد على الأساليب التمويلية التقليدية، وسيطرة الشركات العائلية، وعدم وجود وكالات محلية للتصنيف وتقييم الملاءة المالية، إضافة إلى نقص شركات التحليل المالي والترويج وضمن الاكتتاب؛

- ضعف أسواق السندات: في أغلب الأسواق المالية الخليجية لازالت أسواق السندات في مراحلها الابتدائية، وهي في عمومها تفتقر إلى النوعية الجيدة والدرجة الكافية من العمق والسيولة؛

- ضعف المؤسسات المالية الصانعة للأسواق؛

- ضيق السوق المالية الخليجية: رغم ارتفاع رسملة البورصات الخليجية على مستوى الاقتصاديات الخليجية؛ إلا أنها لا تزال هامشية مقارنة مع الأسواق المالية الدولية؛ حيث لا تتعدى 2% من الرسملة البورصية العالمية

- محدودية الشركات المدرجة: لازالت الشركات المدرجة في الأسواق المالية الخليجية تتسم بالضعف وبارتفاع درجة تركزها مقارنة ببعض الأسواق المالية الناشئة؛ فمثلاً عدد الشركات المدرجة في كل الأسواق الخليجية لم يتعدى 645 شركة سنة 2007، في حين بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة هونغ كونغ لوحدها حوالي 725 شركة سنة 2007؛

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

- هروب رؤوس الأموال الخليجية إلى الخارج: حيث قدرتها العديد من الدراسات بحوالي 2 ترليون دولار وهي مملوكة لحكومات ومستثمرين وأفراد من البلدان الخليجية تتركز منها حوالي 50% في قطاع المصارف والبورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية؛

- ضعف الإرادة السياسية الدافعة للاندماج وظهور خلافات حادة حول الدولة المركز؛

- فشل جهود دول مجلس التعاون في إطلاق العملة الخليجية الموحدة.

3-6- متطلبات تفعيل اندماج الأسواق المالية الخليجية: بناء على التحليل السابق يجب توفير مجموعة من

المتطلبات والدعائم لاستكمال مسار التكامل المالي الخليجي نذكر منها ما يلي:

- تطوير الهيكل المؤسسي للأسواق المالية الخليجية؛
- تمكين الأسواق المالية من التطوير الذاتي وتبني التقنيات الجديدة؛
- توحيد آليات الإدراج ونظم التداول والاكنتاب العام وتسريع تنفيذ الاتفاقيات المبرمة في هذا المجال خاصة اتفاقيات 2011؛
- دعم المؤسسات المالية وهيئات التعاون المشترك وتطبيق توصياتها؛
- و تفعيل بنود الاتفاقيات الاقتصادية والمالية بين دول المجلس وفق سقف زمني محدد؛
- تكثيف الجهود من أجل توسيع الربط الفني بين الأسواق الخليجية
- إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري؛ والتأكيد على أهمية توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية الخليجية للمستثمرين داخل المنطقة أو خارجها؛
- تطوير أدوات الاستثمار المعروضة بالأسواق المالية والعمل على وتنويعها؛ وإعداد قانون موحد للمستثمرين؛ وإضفاء المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح في آليات التعامل في الأسواق المالية الخليجية؛
- معالجة التباين في مجالات: الرقابة؛ والإشراف؛ التنظيم؛ التداول؛ المقاصة والتسوية؛ وتوحيد ذلك وفق معايير مشتركة؛
- الالتزام بقواعد حوكمة الشركات والإفصاح والشفافية ودعم التطور الهيكلي والتنظيمي للمؤسسات المالية،
- تعزيز سيولة السوق من خلال تبسيط آليات التداول وتوحيدها؛
- تأسيس مركز موحد للإيداع والحفظ المركزي؛
- دعم شبكة المعلومات، ومحاولة التغلب على المعوقات الفنية لعملية الربط الشبكي بين الأسواق المالية الخليجية؛
- حتمية بذل المزيد من الجهود لتفعيل التكامل النقدي: وذلك بالنظر للايجابيات التي تعود على قطاع الخدمات المالية والأسواق المالية والتي ستشهد نموا مضطربا وتطورات متسارعة؛ مما يعمق مفهوم السوق الموحدة ويسهم بشكل فعال في تكامل الأسواق المالية الخليجية.

خلاصة البحث:

يعتبر تكامل الأسواق المالية من أهم الموضوعات التي تناولتها الاتفاقية الاقتصادية بدول مجلس التعاون الخليجي، حيث استهدفت في إحدى جوانبها توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بهذه الأسواق، وذلك بهدف تنمية الاستثمارات المحلية والبنية والخارجية وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والاستقرار تمكن مواطني دول المجلس الطبيعيين والاعتباريين من الاستثمار والتداول في جميع الأسواق المالية بيسر وسهولة دون تفريق أو تمييز في المعاملة، وإتاحة الفرصة لهذه الأسواق لتحقيق مزيد من التطور وتقديم منتجات جديدة وتطوير أسواق الصكوك والسندات التي لها دور هام في تعزيز مسيرة النمو الاقتصادي .

لقد تبين لنا من خلال هذا البحث أن الاندماج المالي ليس هدفا في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة لتعميق التكامل الاقتصادي الشامل والرفع من عمليات الاستثمار وتشجيع إقامة المشاريع وزيادة درجة السيولة وتذليل عقبات الاستثمار والاستفادة من مزاياه المتعددة.

كما اتضح لنا أن مسار الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية مر بمرحلتين أساسيتين وهما: مرحلة الاتجاه نحو الربط بين البورصات الخليجية، حيث حاولت هذه الاقتصاديات استعمال إحدى النماذج المتعارف عليها في ربط الأسواق كتوحيد آليات التداول والإدراج الربط بالوسطاء أو المحافظ الاستثمارية..الخ؛ لتليها منذ بداية الألفية محاولة المرور إلى مرحلة إنشاء السوق المالية المشتركة؛ وذلك بعد النجاح النسبي للتنسيق المبدئي لهذه الأسواق مما استدعى العمل على تعميق تكاملها من خلال إحداث مزيد من التقارب بتوحيد آليات ونظم التداول والإيداع والالتزام بمعايير الحوكمة وإنشاء هيئة سوق مشتركة للإشراف على الأسواق الخليجية خاصة في ظل التحسن النسبي لهذه الأسواق؛ من حيث حجم التداول وأدواته، وارتفاع القيمة السوقية، وسرعة دوران الأسهم وغيرها من مؤشرات السوق؛ رغم أننا نقر بانكشافها الكبير على الأزمات المالية الأخيرة.

إن الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية خطوة هامة على طريق تكاملها المالي، كونه سيؤدي إلى إزالة الحواجز بين الأسواق الخليجية لرأس المال، والذي يسمح بانتهاج سياسات التنوع وتقاسم المخاطر؛ والحصول على التمويل بأقل تكلفة مما يساهم في زيادة تنافسية هذه الأسواق على المستوى الإقليمي والدولي.

لذلك يتوجب على صانعي السياسات في هذه الدول التحلي بالشجاعة السياسية اللازمة لدفع قوى الاندماج بمختلف أبعاده وأشكاله؛ ومواصلة جهودها الرامية لتعزيز وتشجيع عمليات الاندماج والتملك والإدراج المتبادل للإصدارات؛ بالإضافة إلى توحيد شروط إدراج الأوراق المالية وتوحيد القواعد المتعلقة بالأسهم والاكنتابات العامة، وتوحيد قواعد الإفصاح وحوكمة الشركات، وتعزيز دور الهيئات التنظيمية والرقابية على المستوى القطري، وإرساء المزيد من التنسيق بين السياسات النقدية والمالية والإسراع في إصدار العملة الموحدة.

ديناميكية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية الخليجية في ظل التحولات الراهنة

المراجع:**الكتب والأطروحات**

- 1- السيسي صلاح الدين حسين؛ بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، ومقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 2- _____، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 3- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة في الألفية الثالثة مجموعة النيل، القاهرة، 2003.
- 4- محمد محي الدين؛ المحفظة المالية؛ شعاع للنشر والتوزيع؛ الأردن؛ 2010؛
- 5- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 6- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية؛ 2001
- 7- سليمان المنذرى، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي العربي والتنمية العربية، مكتبة مدبولي، القاهرة؛ 1999.
- 8- شذا جمال الخطيب العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا بيروت، 2002.
- 9- رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 10- صندوق النقد العربي، التكامل النقدي العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت 1981.
- 11-A, *scannavine, marches financiers internationaux, EDITION ; duned, PARIS 1999.*
- 12-PH. *Chamin , marches mondiaux ,EDITION economica , PARIS 2000,*
- 13- سحر محمد عبده الفقير ؛ اثر التدفقات الرأسمالية على الاحتياطات الأجنبية في ظل التكامل المالي المتزايد(حالة الأردن)؛ مذكرة ماجيستر؛ الجامعة الأردنية؛ 2008.
- 14-jelien idier, *financial integration,comovements and monetary policy, thes doctorat, université paris-1.* 2009 .

مقالات ومواقع إلكترونية:

- 1- بادي البدراني، ربط الأسواق المالية الخليجية فنيا، مقال منشور في الرياض السعودية، العدد 2004، 1587، ص: 12.
- 2- حيدر نعمة بخيت، سياسات التحرير المالي في البلدان العربية، دراسة منشورة على الموقع: www.mafhoum.com/ar/ar_index.htm
- 3- عادل حميد عبد العال، مداخلة حول هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج حالة الدول العربية، مداخلة في المؤتمر الدولي للاقتصاد الإسلامي، جامعة الرياض 2006، www.rezgar.com/débat/show.art, 2010/7.
- 4- تقارير صندوق النقد العربي من 1994/2012 على الموقع: www.amf.org
- 5- حسين عبد المطلب الاسرح؛ تحليل أداء البورصات العربية 1994-2003؛ سلسلة رسائل البنك الصناعي؛ العدد 19؛ الكويت؛ 2005.

6-Sergiol.Schmukler and Pablo Zoido- Sobaton , "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C., 2001,

7- Imbs, J “ (Trade, finance, specialisation, and synchronisation.” *The Review of Economics and Statistics* , vol 86(2004

8- موقع البورصات العربية؛ <http://copti.blogspot.com>

9- موقع شركة تداول على www.tadawul.com.sa

10- الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي على الموقع. <http://www.gcc-sg.org/index38a8.html?ac>؛

11- بحوث كامكو www.kamconline.com/default.aspx?language=ar