



أثر عائد السوق المالي على النمو الاقتصادي لقطر في ظل التكامل المالي لدول مجلس التعاون
الخليجي: دراسة تجريبية للفترة 2019/1998

*The Impact of Financial Market Return on Qatar's Economic Growth in
Light of Financial Integration of the in the GCC Countries: An Empirical
Study for the Period 1998/2019*

د. بن علال بلقاسم

مخبر MIFMA لجامعة تلمسان،
المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر
b.benallal@cu-elbayadh.dz

تاريخ النشر: 2021/08/01

ط.د شعني مريم*

مخبر MIM لجامعة سيدي بلعباس،
المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر
m.chanbi@cu-elbayadh.dz

تاريخ القبول: 2021/05/05

تاريخ الإرسال: 2020/12/01

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر صدمات عائد السوق المالي على معدلات النمو الاقتصادي في قطر خلال الفترة (1998-2019) في ظل التكامل المالي لدول المجلس التعاون الخليجي، وذلك من خلال استخدام دراسة قياسية متكونة من عدة اختبارات قياسية. توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى عدم وجود أثر لعائد السوق المالي على النمو الاقتصادي، حيث اتضح أنه من الضروري لدولة قطر تطبيق دعم الجهود الرامية إلى تحقيق التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، مع ضرورة التنوع في الأوراق المالية في بورصة قطر وعدم ربط النمو الاقتصادي القطري بقطاع المحروقات.
الكلمات المفتاحية: تكامل مالي؛ عائد سوق مالي؛ قطر؛ مجلس تعاون خليجي؛ نمو اقتصادي.

Abstract:

This study aims to measure the impact of financial market return shocks on economic growth rates in Qatar during the period (1998-2019) in light of the GCC countries, through the use of an econometric study consisting of several econometrics tests. Through this study, we concluded that there is no impact of the financial market return on economic growth, where it became clear that it is necessary for the State of Qatar to implement support for efforts aimed at achieving financial integration of the GCC, with the necessity of diversification of the securities in the Qatar Stock Exchange, and not to link economic growth of Qatar to fuel sector.

Key Words: Financial integration ; Financial market return ; Qatar ; GCC ; Economic growth.

JEL Classification: G15, F36, F43.

*مرسل المقال: شعني مريم (chanbimeriem320@gmail.com)



المقدمة:

تسعى البورصات الدولية إلى تنوع الأوراق المالية وتوسيع نطاق تداولها للحد من المخاطر وتحقيق التكامل المالي الدولي الذي يوحد الأسواق المالية المحلية. محاولات التكامل المالي العربي غير حديثة بحيث شهدت عدة محطات ارتبطت بالمراحل والتطورات التي عرفتها المنطقة بالكامل، ويعتبر مجلس التعاون الخليجي من بين أهم التكتلات على المستوى الدولي والعربي، والذي قام أساس من أجل تحقيق الأهداف المشتركة في المجالات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية.

وبما أن للتكامل المالي أهمية كبيرة في تعزيز النمو الاقتصادي للدول، كما أنه يساهم بشكل كبير في الحد من تعرضهم للصدمات المالية الخارجية، سوف نحاول من خلال هذه الدراسة اختبار مدى تأثيره من خلال صدمات عائد رأس المال على النمو الاقتصادي لدولة قطر معتمدين على بيانات سنوية المتعلقة بالفترة الممتدة بين 1998 و2019. وانطلاقاً من تزايد الاهتمام بظاهرة التكامل المالي وما يجلبه هذا الأخير من مزايا عديدة إلى الدول الأعضاء من شأنها أن تدفع بعجلة النمو الاقتصادي للأمم، سنحاول معالجة الإشكالية التالية: **ما هو أثر عائد السوق المالي على النمو الاقتصادي لقطر في ظل التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي؟** وللإجابة المؤقتة على الإشكالية حاولنا وضع الفرضيتين التاليتين كأساس ومنطلق لمناقشة موضوع هذه الدراسة:

✓ الفرضية الأولى: هناك تأثير إيجابي لتغير عائد السوق على النمو الاقتصادي في سوق المالي القطري في ظل التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

✓ الفرضية الثانية: يتأثر النمو الاقتصادي تأثيراً سلبياً من خلال تغير في عائد السوق المالي القطري رغم اجراءات التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

وتهدف هذه الدراسة إلى تقديم قراءة نظرية للتكامل المالي وعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وواقع التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي. أما الهدف الأساسي في الدراسة هو محاولة قياس أثر تغير عائد السوق المالي على معدلات النمو الاقتصادي المحققة في قطر خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2019 في ظل التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

وتماشياً مع طبيعة الموضوع والإشكالية المطروحة، ووفقاً لطبيعة كل جزء من هذه الدراسة، سوف نستخدم المنهج الوصفي في الجانب النظري وذلك من خلال عرض مفهوم التكامل المالي وعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وعرض تقييم تجربة التكامل المالي في دول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك عرض مجموعة من الدراسات السابقة التي عالجت هذا الموضوع. كما سيتم الاعتماد في الأخير على المنهج التحليلي الذي يعتمد على بعض الأدوات والاختبارات القياسية لقياس وتحليل أثر صدمات تقلبات عائد السوق المالي على النمو الاقتصادي في السوق المالي القطري في ظل التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.



I. الإطار النظري للدراسة:

يعد التكامل المالي من بين أهم المواضيع المهمة التي لاقَت اهتماما كبيرا في الأدبيات المالية الحديثة، خاصة بعدما أصبح خطوة نحو التأثير الإيجابي على حجم النمو الاقتصادي، من خلال رفع مستوى أكبر من الاستثمار و بكفاءة أعلى، وهذا ما يجعلها تحقيق التنمية الاقتصادية.

1. التكامل المالي وعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي:

يعرف التكامل المالي بأنه الشيء المترابط فيما بينه، وكل وحدة فيه هي جزء من السلسلة الكلية، والتكامل النقدي يأتي بعد استكمال كل أشكال التكامل الاقتصادي وهو يمثل بذلك المرحلة الأخيرة من مراحل التكامل الكلي. وعرفها (Jang, 2011, p. 1) من الناحية الإجرائية للتكامل المالي للأسواق المالية على أنه عملية اتصال متقدمة بين أسواق المالية المحلية والمنفصلة موجهة بقوة السوق، حيث من خلالها تدخل الأسواق في المنافسة مع بعضها لتشكل شيئا فشيئا سوقا واحدة، يتسم بأسعار ومنتجات متناعمة وكفاءة وعوائد متماثلة بين مختلف مزودي الخدمات المالية، وتستطيع عدد من القنوات الظاهرة كالمملكية المتبادلة عبر الحدود وتوطيد الإشراف المتبادل، تعزيز درجة التكامل.

كما عرف (Caesar, 1989, pp. 157-158) التكامل المالي بأنه يتعلق بعملية الإنشاء، في حين أنه وبحكم الواقع يتصل بوجود سوق واحدة في الخدمات المالية ورأس المال في الأجل القصير والمتوسط والطويل، والسمة الرئيسية لهذه السوق هي تفرد أسعار السلع المماثلة، ولا يمكن أن نتحدث عن التكامل المالي الحقيقي من دون تحرير واسع النطاق، وبعبارة أخرى لا يمكن للتكامل المالي أن يكون فعالا إلا إذا أزيلت القيود الكامنة في التدفقات المالية بين الدول. وفي كثير من الأحيان يكون التكامل نتيجة للمواءمة القائمة على أنظمة مشتركة مرتبطة بالمشاكل المؤسسية والمفاهيمية.

ويرتكز التكامل المالي حسب (Zenasni, 2013, p. 60) على مجموعة من العناصر نوجزها كالتالي:

- ✓ اتفاقيات التجارة التفضيلية التي تتطلب فرض تعريفات جمركية أقل على الواردات بين الأعضاء، مقارنة بتلك المعمول بها في بلدان أخرى ليست جزءا من المجموعة المشكلة.
- ✓ منطقة التجارة الحرة وهي اتفاقية تجارية تفضيلية بدون رسوم جمركية على السلع التي تنتجها الدول الأعضاء.
- ✓ الاتحاد الجمركي وهي اتفاقية تجارة حرة مع نفس الرسوم الجمركية أو الرسوم المشتركة على الواردات من الدول غير الأعضاء.
- ✓ السوق المشتركة وهو اتحاد جمركي يتمتع بحرية حركة المدخلات.
- ✓ المجتمع الاقتصادي أو السوق المشتركة التي تشتمل على عملة موحدة أو اتحاد نقدي حيث يتم توحيد السياسات المالية والنقدية.

وحدد (براق و بن عيسى، 2018، الصفحات 196-197) مجموعة من بين متطلبات أو الخطوات العملية لتحقيق التكامل بين الأسواق المالية العربية التالية:



- ✓ تحسين المناخ الاستثماري: يرتبط تطوير سوق الأوراق المالية ارتباطا وثيقا بتحسين المناخ الاستثماري، ويمكن القول أن العلاقة ذات اتجاهين، فكلما توفر المناخ 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.
- ✓ 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 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. وإنشاء المؤسسات المكتملة للأجهزة القائمة.
- ✓ 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. وينتج التدفق النقدي الصافي عن العملية الاستثمارية خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالعائد ما يحصل عليه المستثمر من أمواله في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية معينة. وحسب (حميدات، قرساس، و بن علي، 2019، الصفحات 32-33)، للعائد عدة تقسيمات للعائد أهمها:
- ✓ العائد الفعلي أو المحقق: يتمثل في معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعليا، ويعتبر أحد مؤشرات الربحية ومقياس الأداة التشغيلية للمؤسسات أي العائد الصافي الذي نحصل عليه من الأموال المستثمرة بمعنى تحديد ما يمكنه أن يدره الدينار المستثمر من ربح صافي، سواء كانت تلك العوائد إيرادية أو رأسمالية.
- ✓ العائد المتوقع: هو معدل العائد الدوري الذي يتوقع الحصول عليه من كل دينار مستثمر ويتم تقدير قيمته بهذا يدل على أن القرارات المالية للمؤسسة سليمة ونتائجها مريحة، وعليه يعبر عن معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه خلال العملية الاستثمارية، حيث يقوم على الاحتمال وليس التأكد من تحققه ويتم نسبة احتمال تحقق العائد حسب تكرار العوائد التاريخية خلال فترة زمنية معينة، ويقاس العائد المتوقع في حالة العوائد التاريخية من خلال حساب الوسط الحسابي للعوائد المحققة خلال فترة معينة.
- ✓ العائد المطلوب: هو أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة، كما يعتمد هذا المعدل على درجة المخاطرة التي تصاحب ذلك العائد ويرتكز في الغالب على المخاطر النظامية ويتم تقديره من خلال الاعتماد على معادلة نموذج تسعير الأصل الرأسمالية.



✓ العائد على فترة الاحتفاظ: يقصد بفترة الاحتفاظ المدة الزمنية التي تم الاحتفاظ فيها بالأصول المالية أو الحقيقية بغرض استثماري على أمل تحقيق عوائد مستقبلية، ومن مميزات هذا العائد أنه يتيح لنا إمكانية المقارنة بالنسبة لمختلف الأصول المالية وانتقاء أحسنها والذي يحقق أفضل عائد بالنسبة للمستثمرين، يتم قياس عائد فترة الاحتفاظ بأصل مالي معين من خلال حساب الفرق بين التغير في الأسعار مضافا إليه التوزيعات على الأرباح المتعلقة بتلك الفترة.

تبقى قضية العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي محل جدل للعديد من الاقتصاديين مثل (King & Levine, 1993) و (Atje & Jovanovic, 1993) وغيرهم من أكدوا على دور أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي. ويؤكد (أندراوس، 2006، صفحة 235 و 236) أن أسواق الأوراق المالية تؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي من خلال قنوات عدة أهمها:

✓ تمثل سوق الأوراق المالية أداة هامة لحشد المدخرات وتخصيصها نحو الاستثمارات المنتجة، وتكتسب تلك الوظيفة أهمية خاصة في الدول النامية عند التحول لاقتصاد السوق المدعم ببرامج الخصخصة وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص.

✓ تؤثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذ أن العديد من الاستثمارات المرعبة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، وتجعل أسواق الأوراق المالية السائلة الاستثمار أقل خطرا وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية، وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم.

✓ تمكن أسواق الأوراق المالية المستثمرين من تنويع الثروة بين مجموعة من الأصول بشكل أكثر سهولة بالمقارنة بالأشكال الأخرى لأسواق رأس المال، والذي يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي يتحملها المستثمرين ومن ثم تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنويع في ظل اندماج الأسواق المحلية للأوراق المالية، كما تحفز سوق الأوراق المالية من خلال تسهيلها لتنويع الخطر، إلى الاستثمار في المشروعات ذات العوائد المرتفعة من خلال توجيه المدخرات إليها. مما يؤدي ما سبق إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

✓ يمكن لسوق الأوراق المالية أن تسهم في الرقابة على أداء مديري الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين إدارة وتوجيه تلك الشركات، فتتزايد أهمية الدور الرقابي مع تزايد عدد الشركات المتداول أسهمها في السوق وتزايد الاستثمارات الأجنبية حيث ترتقي أساليب وتقنيات الرقابة.

✓ تعكس أسواق الأوراق المالية الكفاءة بشكل سريع التغيرات في القيم الحقيقية للأوراق المالية، الأمر الذي يتيح فرص الاختيار من خلال توضيح السوق لأكثر الاستثمارات ربحية.



وأوضحت دراسة (Patrick, 1966) أنه على العموم هناك علاقة ثنائية الاتجاه بين تطور الأسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وتتم كالاتي:

✓ قيادة العرض (Supply-leading): وهو الاتجاه الأول حيث أن تطور الأسواق المالية يخلق الطلب على خدماتها، ولهذا وجب على الدولة إنشاء العديد من المؤسسات المالية لأنها ترفع من كفاءة تعبئة المدخرات، وتحاول هذه المؤسسات نقل جزء من المدخرات الأسرية وذلك من خلال خلق عدد كبير من الأدوات الادخارية التي يفضلونها الأسر.

✓ تبعية الطلب (Demand-Following): وهو الاتجاه الثاني والمتمثل في وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين تنمية الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، تبدأ من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي، ثم تتجه من النمو الاقتصادي إلى القطاع المالي. ووفقا لهذا الاتجاه فإن الطلب على خدمات سوق رأس المال تعتبر دالة في نمو الناتج الحقيقي، حيث نجد في الدول النامية أن مصادر التمويل الداخلية غير كافية لمواجهة الاحتياجات المالية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة طلب على خدمات الائتمان، فعندما يزيد الطلب على التمويل الخارجي يزيد معدل الفائدة على القروض المطروحة من قبل المؤسسات المالية المدرجة في سوق رأس المال، فتصبح هذه الدخول المرتفعة من خلال معدلات عائد المرتفعة التي تتحصل عليها المؤسسات تشجع القطاع العائلي على شراء هذه الأصول.

2. تقييم تجربة التكامل المالي في دول مجلس التعاون الخليجي:

تعد تجربة التكامل لدول مجلس التعاون الخليجي نموذجا لتكتلات العالمية والعربية، حيث يبين واقعها حدائة عهد معظم هذه الدول في إنشاء أسواق مالية، وفي ظل ما يشهده العالم من متغيرا مالية ورغم العديد من التحديات التي واجهت المجلس في تحقيق وتعزيز تكامل أسواق أوراقها المالية إلا أنها استطاعت قطع شوطا كبيرا في تطوير أسواقها. ويهدف مجلس التعاون الخليجي منذ أول اتفاقية موقعة بين دوله سنة 1981 إلى تنمية وتوسيع ودعم الروابط الاقتصادية وتحقيق الوصول إلى السوق المشتركة، مع تعزيز آليات السوق وتنمية دور القطاع الخاص في هذه الدول. وتمثلت بنود هذه الاتفاقية الاقتصادية سنة 2001 الهادفة إلى الخروج التدريجي لدول الأعضاء من حلقة النفط على ما يلي:

- ✓ التنمية الصناعية: تبني الدول الأعضاء السياسات اللازمة لزيادة مساهمة قطاع الصناعة في الاقتصاد في شكل إستراتيجية تكاملية موحدة مع توحيد التشريعات والأنظمة الصناعية.
- ✓ الموارد الطبيعية: تبني سياسة موحدة وموقف مشترك اتجاه العالم الخارجي والمنظمات الدولية المتخصصة.
- ✓ التنمية الزراعية: تبني السياسات اللازمة لتحقيق التكامل الزراعي لدول المجلس.
- ✓ حماية البيئة: تبني السياسات اللازمة لحماية البيئة وفق أنظمة وقرارات صادرة عن المجلس.
- ✓ المشروعات المشتركة: لدعم الترابط الإنتاجي والاستفادة من اقتصاديات الحجم فيها وتحقيق التكامل الاقتصادي على أساس يراعي المزايا النسبية لدول المجلس مع تحفيز القطاع الخاص وإزالة المعوقات.



- ✓ تنمية الموارد البشرية: من خلال الإستراتيجية السكانية بإحراز التوازن بين التركيبة السكانية وقوة العمل. وكذلك نحو الأمية والزامية التعليم وتطوير برامج ومناهج التعليم العام العالي والفني، وتحقيق التوافق بين مخرجات التعليم الجامعي والبحث العلمي والتقني من جهة واحتياجات سوق العمل والتنمية الاقتصادية من جهة أخرى. أيضا توطين القوة العاملة ضمن النسب المطلوبة وتبني معايير موحدة للتصنيف والتصنيف المهني في جميع القطاعات والسهر على سياسات زيادة مساهمة العمالة وتدريبها.
- ✓ البحث العلمي التقني: دعم البحث العلمي والتقني المشترك، وتطوير قاعدة علمية وتقنية ومعلوماتية ذاتية مشتركة باعتبارها من الأولويات الأساسية للتنمية.
- ✓ القاعدة العلمية والتقنية والمعلوماتية: تحديد آلية لتحقيق الاستفادة من البحث العلمي والتقني في القطاعين العام والخاص عن طريق وضع مخرجات القاعدة في متناول المتخصصين والباحثين ورجال الأعمال والمستثمرين، كنقطة مهمة تبني برامج تسهل نشر وتبادل المعلومات بين مؤسسات البحث العلمي التقني.
- ✓ الملكية الفكرية: تبني برامج تشجيع الموهوبين دعم الابتكار والاختراع اتخاذ إجراءات حماية حقوق المبدعين والمخترعين، تنسيق سياساتها اتجاه العالم الخارجي.

وعند مراجعة مؤشرات الحسابات القومية في مجلس التعاون الخليجي، يتضح من خلال الجدول الموالي أن قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية لدول مجلس التعاون الخليجي في سنة 2018 قد بلغت 1650.8 مليار دولار أمريكي، حيث يقابلها معدل نمو سنوي 13.2% مع معدل نمو بلغ 5.7% مقارنة بسنة 2017، في حين بلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في نفس السنة قيمة 29.5 ألف دولار أمريكي مع معدل نمو بلغ 2.9% مقارنة بسنة 2017. وشهدت سنة 2015 أعلى نسبة تراجع في حجم قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية وقدر بـ 15.5%.

الجدول 01: "أهم مؤشرات الحسابات القومية في مجلس التعاون الخليجي (2018/2014)"

السنوات					المؤشر
2018	2017	2016	2015	2014	
1650.8	1458.8	1360.9	1388.2	1642.5	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (مليار دولار أمريكي)
13.2	7.5	-2.0	-15.5	1.3	معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (%)
1510.0	1479.8	1484.2	1449.9	1401.9	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (مليار دولار أمريكي)
2.0	-0.3	2.4	3.4	3.4	معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (%)
29.5	26.6	25.5	27.1	32.9	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (ألف دولار أمريكي)

المصدر: من إعداد الباحثين وبالاعتماد على المركز الإحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي العربية (GCC-STAT)، 2019،

ص 47.



ويؤكد الخبراء الاقتصاديون من بينهم (الغايش، 2016) أن اقتصاد المعرفة لدول مجلس التعاون الخليجي يساهم بأكثر من 50 % من الناتج المحلي الإجمالي، حيث حازت كل من قطر والمملكة العربية المرتبة 14 و16 على الترتيب في مؤشر التنافسية العالمية على التوالي من أصل 130 دولة في المؤشرات الكلية، وخطت الإمارات نحو التحول لنموذج الحكومة الذكية، دولة الإمارات احتلت المرتبة الأولى في مؤشر الأداء الإلكتروني العربي بمعدل 67.35 %، بالإضافة إلى ذلك تصدرت دول المجلس الست التصنيف العام في مؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصال في العالم العربي خلال 2015، جاءت البحرين في المرتبة الأولى في معدلات استخدام الانترنت بـ 74.15 %، كما أثبتت دبي مكانة مرموقة لها ضمن قائمة أفضل 10 مدن في العالم من حيث الحكومة الرقمية في العام 2014، متفوقة ذلك على أبرز العواصم العالمية مثل لندن وأوسلو وستوكهولم وفيينا.

وبخصوص أداء الأسواق المالية الخليجية، نلاحظ من خلال الجدول الموالي، وجود تفاوت كبير بين أسواق مجلس التعاون الخليجي، وقد أوضحت الإحصائيات من خلال عدد الشركات المدرجة تصدر سوق الكويت بـ 216 شركة، ثم تليها سوق السعودية بـ 168 شركة، وفي المرتبة الأخير قطر بـ 47 شركة فقط، أما من خلال القيمة السوقية وحجم التداول فقد احتلت السعودية المرتبة الأولى للربع الأول من سنة 2015، وتصدرت سوق دبي باقي الأسواق الخليجية من ناحية عدد الأسهم المتداولة.

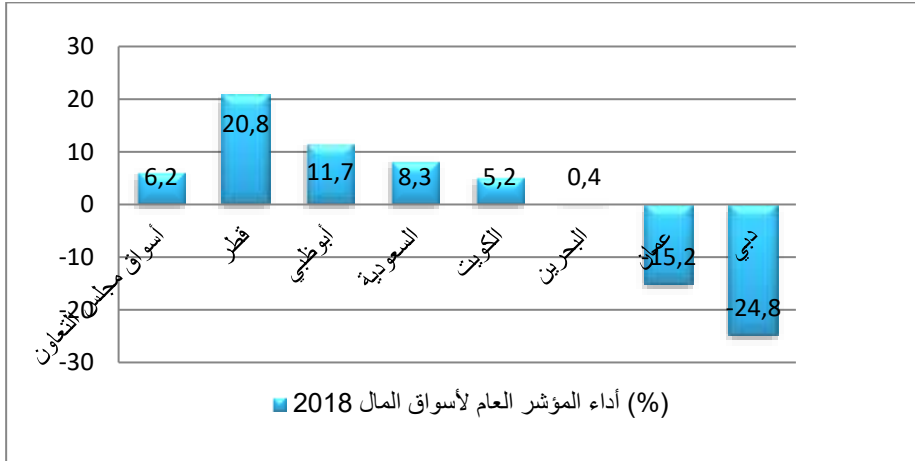
الجدول 02: "أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الأول لسنة 2015"

مؤشر السوق للأوراق المالية	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	حجم التداول (مليون دولار)	القيمة السوقية (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	أسواق المال دول مجلس التعاون الخليجي
4467.9	5577	3704	113192	67	أبو ظبي
3514.4	23962.45	10402	10402	59	دبي
1450.00	65.6	46.9	22652	47	البحرين
8788.90	15631.50	151852	504786	168	السعودية
6238.00	1447.20	1068.50	38258.10	131	سلطنة عمان
11711.40	716.3	8441.90	173973	42	قطر
6282.5	13268.00	4529.70	96544.30	216	الكويت

المصدر: بوشول سعيد (2015)، تكامل الأسواق المالية في إطار التكامل المالي: دراسة حالة تكامل الأسواق المالية لدول المجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، العدد 6، ص 243. وبخصوص المؤشر العام لأسواق المال في دول مجلس التعاون، يتضح لنا من خلال الشكل الموالي تحسن في أداء المؤشر العام المركب لأسواق مجلس التعاون خلال سنة 2018، حيث بلغ معدل أداء هذا المؤشر 6.2 %، كما نلاحظ تفاوت بين أداء مؤشرات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث تراوح نمو المؤشر العام في سوق دولة قطر بمعدل 20.8 %، ثم يليه سوق أبو ظبي بـ 11.7 %، بينما انخفضت نسبة هذا المؤشر كثيرا في سوق دبي وسوق عمان حيث بلغت -24.9 % و-15.2 % على التوالي.



الشكل 01: "أداء المؤشر العام لأسواق المال في دول مجلس التعاون خلال سنة 2018"



المصدر: من إعداد الباحثين وباعتماد على المركز الإحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي العربية (GCC-STAT)، 2019، ص 28.

II. الدراسات السابقة:

شكل دراسة موضوع قياس أثر التكامل المالي على النمو الاقتصادي أحد أهم الانشغالات التي تطرق إليها الاقتصاديون من خلال الدراسات المتعددة النظرية والتجريبية التي قاموا بها، مستعملين في ذلك عدة نماذج وبيانات لتحديد المعايير والضوابط التي من خلالها يؤثر التكامل المالي على النمو الاقتصادي. وتمثلت المشكلة الأساسية في الجدال القائم في الدراسات التطبيقية، حول طبيعة الأثر للتكامل المالي على النمو الاقتصادي بالإيجاب أو بالسلب أو عدم وجود تأثير. ولقد قام العديد من الباحثين بإجراء دراسات تجريبية مختلفة لاختبار هذا الأثر، وتباينت نتائج هذه الدراسات نتيجة اختلاف الطرق والتقنيات القياسية والمتغيرات المستخدمة، وكذلك نتيجة اختلاف عينات وفترات الدراسة.

وبحثت دراسة (Abu-Qarn & Abu-Bader, 2006) في مدى ملاءمة الاتحاد النقدي المقترح بين الأعضاء مجلس التعاون الخليجي، وذلك من خلال تقييم مدى تعرض الاقتصاديات الخليجية للصدمات المتماثلة باستخدام نموذج SVAR، وباختبار للاتجاهات المشتركة ودورات الأعمال المشتركة للاقتصاديات بين دول مجلس التعاون الخليجي، حيث خلصت نتائج هذه الدراسة إلى أنه بالرغم من التقدم الذي تم إحرازه في مجال التكامل الاقتصادي بمجلس التعاون الخليجي، إلا أن شروط تشكيل الاتحاد النقدي الخليجي لم تتحقق كلها. واعتمدت دراسة (Aroui & Jawadi, 2008) على اختبار التكامل المالي لسوقين ناشئين وهما الفلبين والمكسيك في السوق العالمي، وخلصت هذه الدراسة إلى أن الارتباط الثنائي للمكسيك والفلبين مع السوق العالمي للأسهم في ارتفاع خاصة بعد أزمة، و معنى ذلك أن أسواق الأسهم أصبحت أكثر تكاملا في السنوات القليلة الماضية.

وهدف دراسة (Ferdine & Milla, 2009) إلى اختبار مدى وجود تكامل مشترك بين أسواق الأسهم للدول الكبرى للاتحاد الأوروبي (فرنسا، ألمانيا، المملكة المتحدة)، واختبار التكامل المشترك بين هذه الأسواق



والسوق العالمي. واعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية للفترة الممتدة من 1991 إلى 2006، وباستخدام نموذج اختبار الجذر الواحد واختبار التكامل المشترك، أظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك علاقة طويلة الأجل عند مطابقة الدول الأوروبية مع الدول الأخرى، أما بالنسبة للنتائج المتعلقة بدرجة التكامل المشترك فقد أثبتت هذه الدراسة أن معامل الارتباط مؤشر أولي لتكامل الأسواق مشيرة بذلك إلى أن ارتباط الأسواق هي خطوة ضرورية للتكامل، غير أنها ليست كافية. كما أثبتت هذه الدراسة عدم كفاءة الأسواق لأن المعلومات التاريخية لأحد الأسواق لا تسمح بالتنبؤ بالأسعار في سوق آخر. وجاءت دراسة (Suryanta, 2011) لاختبار مدى إمكانية اندماج السوق المالي الاندونيسي مع الأسواق الأربعة الكبرى وذلك باستخدام التحليل الشعاعي، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات يومية من 2004 إلى غاية 2009 لخمس دول آسيوية (اندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورا وتايلاند)، وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدم وجود تكامل مشترك بين كل من سوق سنغافورة للأوراق المالية وسوق اندونيسيا وسوق ماليزيا والفلبين وتايلاند، وهذا يعتبر أمراً إيجابياً بالنسبة للمستثمرين الذين يقومون بعملية المراجحة، إلا أنها لا تليق لاستهدافها تكامل رؤوس الأموال. كما أن العوامل المحلية لتذبذب عوائد سوق الماليزي ذات تأثير أكثر من تلك الخارجية بالأسواق الأخرى في إطار تفسير الصدمات الجديدة لعوائد السوق الماليزي، وبالتالي فإنه لا يمكن تكامل هذا السوق مع الدول الأربع.

كما هدفت دراسة (Zenasni, 2013) إلى دراسة أثر التكامل المالي على النمو الاقتصادي في دول المغرب العربي، وذلك في زمن العولمة المالية والأزمات، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات للفترة الممتدة بين 1990 و2012، وأظهرت نتائج الدراسة أن عملية التكامل المالي تلعب دوراً إيجابياً في تعزيز النمو الاقتصادي للدول المغاربية، كما أظهرت النتائج كذلك أن تحقيق هذا التكامل من شأنه أن يتيح لهذه الدول إمكانية الحد من تعرضهم وتأثرهم بالصدمات المالية الخارجية. وحاولت دراسة (Garali & Othmani, 2015) تحديد أهم محددات التكامل المالي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وذلك بالاعتماد على عدة متغيرات كالانفتاح التجاري، التطور المالي، سعر الصرف، معدل التضخم، الأزمة المالية العالمية 2008 والسياسة الضريبية، من أجل تحديد مستويات التكامل المالي. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن الانفتاح التجاري وأسعار الصرف يمكن أن يفسرا درجات التكامل المالي، في حين أن بقية المتغيرات وهي عدم الاستقرار المالي (الأزمة) والضرائب ومستويات التضخم لا تؤثر على التكامل المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وخلصت النتائج في الأخير إلى أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا تزال لديها فرصة دولية لتنويع محافظ الأوراق المالية (أي العمل على تحقيق مستويات أعلى من التطور تسمح لها للاندماج المالي أكثر).

وبحثت دراسة (Al-Mohamed, Elkanj, & Gangopadhyay, 2018) في العلاقة القصيرة الأجل والطويلة الأجل في ما بين أسواق الأسهم في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا قبل وبعد الأزمة المالية لسنة 2008، وبين أسواق الأسهم للشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأسواق الأسهم في الصين والمملكة المتحدة والولايات المتحدة، وتم تقسيم فترة الدراسة إلى ما قبل الأزمة (من 2000 إلى 2007) وما بعد الأزمة (من 2008 إلى



2015)، وتم استخدام منهجية التكامل المشترك لدراسة التكامل المالي بين 10 أسواق مالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تضم بينها دول مجلس التعاون الخليجي (الكويت، عمان، قطر، المملكة العربية السعودية، والإمارات العربية المتحدة). وأظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك تكامل بين كل هذه الأسواق في كل من الفترتين قبل الأزمة وبعدها، وهذا يعني أن أسواق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا متكاملة فيما بينها.

III. منهجية الدراسة القياسية:

1. النموذج والمتغيرات والطريقة والتقنيات القياسية المستخدمة:

الغرض من هذه الدراسة هو تحديد أثر صدمات العائد السوق المالي على النمو الاقتصادي في قطر في ظل التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، لذا سنقوم بتبني نماذج أشعة الإندارات الذاتية VAR للفترة الممتدة بين 1998 و 2019، معتمدين في ذلك على سلسلتين الأولى تتمثل في الناتج المحلي الإجمالي GDP الذي يعتبر كمؤشر لقياس النمو الاقتصادي وبياناتها مستخرجة من احصائيات البنك العالمي، والثانية هي العائد على السوق المالي QSI وبياناتها مستخرجة من احصائيات بورصة قطر.

إن نقطة الانطلاق في الدراسة هو إختبار مدى استفاء متغيرات الدراسة لخاصية الاستقرار، حيث أن عدم توفر هذه الأخيرة، يؤدي إلى نتائج مزيفة وغير واقعية، لذا قمنا باخضاع السلسلتين إلى اختبارات الاستقرار بالإعتماد على اختبار Dickey Fuller، إذ يسمح هذا الاختبار بتوضيح استقرارية السلسلة الزمنية من عدمها، وهذا من خلال تحديد مركبة الجذر الأحادي سواء كانت مستقرة أو عشوائية، بالاعتماد على ثلاث نماذج أساسية يتم تقديرها باستعمال طريقة المربعات الصغرى. بعد ذلك قمنا بتحديد درجة التأخير المثلى للنظام VAR ثم خضعنا للمتغيرتين إلى اختبارات التكامل المتزامن. ثم بناء على نتائج الإختبارات السالفة الذكر، التي تلعب دوراً أساسياً في تحديد ونمذجة النظام VAR، قمنا بتحديد نموذج ديناميكي يرصد مختلف التفاعلات الديناميكية بين متغيرات النظام المدرس، ثم قدرنا النموذج (1) VAR. وللتأكد من التحديد الجيد للنموذج المقدر، ومن كونه يقدم تمثيلاً مناسباً لمختلف مشاهدات متغيرات النظام المدرس، قمنا بإخضاعه لإختبارات التشخيص. وبعد كل الاختبارات السابقة وبعد التأكد من صلاحية النموذج، يمكن الاعتماد على نموذج الدراسة لتحديد شبكة العلاقات السائدة بين المتغيرتين من خلال اختبار علاقات السببية، تحليل آثار الصدمات ودوال الاستجابة الدفعية، وتحليل تفكيك التباين.

2. عرض النتائج مع التحليل:

توصلنا بالإعتماد على اختبار Dickey Fuller إلى عدم استقرار مستويات المتغيرتين المدرستين، مقابل استقرار فروقاتها الأولى، ما يعني إمكانية وجود تكامل مشترك بينها في المدى الطويل (الملحق رقم 01). بعد ذلك قمنا بتحديد درجة التأخير المثلى للنظام VAR والتي أفضت نتائجها إلى اعتماد الدرجة المقدرة بسنة واحدة كأفضل درجة تأخير (الملحق رقم 02). وأسفرت اختبارات التكامل المتزامن عن عدم وجود علاقة تكامل متزامن



فيما بينها في المدى الطويل (الملحق رقم 03). وقد أعطت نتائج التقدير النموذج (1) VAR (الملحق رقم 04)، ما يلي:

$$\text{GDP} = 9.6501 + 0.9154 \text{ GDP}(-1) + 0.0010 \text{ QSI}(-1)$$

(1.1222) (10.9729) (0.6792)

$$R^2 = 0.93 \quad F = 127.29$$

$$\text{QSI} = 3452.287 + 21.4723 \text{ GDP}(-1) + 0.1948 \text{ QSI}(-1)$$

(2.4839) (1.5925) (0.7489)

$$R^2 = 0.33 \quad F = 4.61$$

حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة وغير معنوية بين النمو الاقتصادي في السنة الحالية والعائد على السوق المالي في السنة السابقة. كما أن العلاقة بين العائد السوق المالي في السنة الحالية والنمو الاقتصادي في السنة السابقة هي علاقة موجبة وغير معنوية، أيضا العلاقة بين العائد على السوق المالي في السنة الحالية و العائد على السوق المالي هي علاقة موجبة وغير معنوية، ما يعني أن المتغيرة في السنة الحالية غير مرتبطة بالسنة السابقة.

في حين العلاقة بين النمو الاقتصادي في السنة الحالية والنمو الاقتصادي في السنة السابقة هي علاقة موجبة ومعنوية، ما يعني أن المتغيرة في السنة الحالية مرتبطة بالسنة السابقة. ويتضح من خلال إحصائية اختبار Fisher بأن المعلمتين مجتمعتين معنويتين. كما تشير النتائج إلى جودة التوفيق العالية التي تميز معادلة الانحدار للنموذج الأول، ما يعني بأن النموذج يسمح بتفسير جزء كبير من التغيرات التي تحدث في المتغيرة الداخلية.

1.1. اختبارات التشخيص:

من أهم الشروط التي ينبغي توفرها في النماذج المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى، هو غياب الارتباط الذاتي للأخطاء، وبالتالي سوف نقوم باختبار فرضية غياب الارتباط الذاتي للأخطاء، وذلك بالاعتماد على البواقي الناتجة عن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على كل معادلة من هذه المعادلات باستخدام احصائية مضاعف لاقترانج، والجدول الموالي يوضح نتائج الإختبار.



الجدول 03: "نتائج اختبار مضاعف Lagrange"

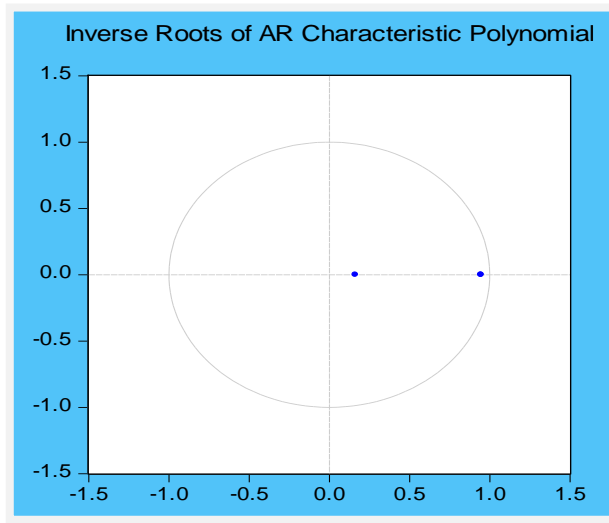
Lags	LM-Stat	Prob
1	4.232387	0.3755
2	2.437431	0.6559
3	2.606813	0.6256
4	8.741954	0.0679
5	2.192553	0.7004
6	3.732928	0.4434
7	2.007821	0.7343
8	1.167690	0.8834
9	2.884489	0.5773
10	3.603834	0.4623
11	4.164003	0.3843
12	6.759730	0.1491

Probs from chi-square with 4 df.

المصدر: مخرجات 10 Eviews.

نتائج الاختبار توضح أن المعنوية الإحصائية للاختبار LM المرافقة لمختلف درجات التأخير، تقودنا إلى قبول فرضية غياب مشكل الارتباط الذاتي لدى بواقي النموذج المقدر، عند كل من هذه التأخيرات مع مستوى معنوية 5 %، ما يعني أن النموذج محدد بشكل تام. كما أن عدم استقرار النموذج VAR سيؤدي إلى الحصول على نتائج غير صحيحة، لذا سوف نقوم بالتأكد من كونه يحقق هذه الخاصية.

الشكل 02: "نتائج اختبار استقرارية النموذج"





يتضح لنا من خلال الشكل بأن كل الجذور العكسية لكثير الحدود المرافق لجزء الانحدار الذاتي، هي ذات قيمة تقل عن الواحد الصحيح، بحيث أنها تقع كلها داخل دائرة الوحدة، وبالتالي فإن النموذج المقدر يحقق شرط الاستقرار.

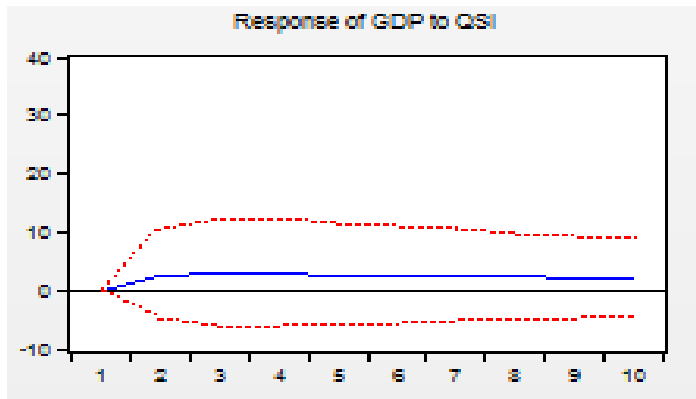
2.1. اختبار السببية حسب مفهوم Granger:

تستخدم الاختبارات السببية في تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، كون هذه المتغيرات قد لا تتحرك بالاتجاه نفسه لتحقيق حالة التوازن وذلك لتأثرها بعوامل مختلفة، بحيث يعد معرفة اتجاه السببية مهم جدا من أجل توضيح العلاقة الموجودة بين المتغيرات الاقتصادية. وبعد إجراء اختبار السببية حسب مفهوم Granger بين المتغيرتين، توصلنا إلى عدم وجود علاقة سببية حسب مفهوم Granger بين الناتج المحلي الإجمالي والعائد على السوق المالي، بمعنى أن الناتج المحلي الإجمالي لا يساهم في تحسين القدرة التنبؤية بمستوى العائد على السوق المالي عند مستوى معنوية 5%. كما لا توجد علاقة سببية حسب مفهوم Granger بين العائد على السوق المالي والناتج المحلي الإجمالي، بحيث أن العائد على السوق المالي لا يساهم في تحسين القدرة التنبؤية للناتج المحلي الإجمالي. وهذا ما يمكن تفسيره بأنه لا توجد علاقة بين المتغيرين محل الدراسة (الملحق رقم 5).

3.1. تحليل دوال الاستجابة الدفعية للصدمات:

تعد عملية تحليل الاستجابات الدفعية من بين أهم الاستخدامات العملية لنماذج الانحدارات الذاتية، وتمثل دالة الاستجابة الدفعية الأثر الذي تخلفه صدمة تحديد معين في زمن (t) على القيم الجارية والمستقبلية للمتغيرات الداخلية. ولتحليل دوال الاستجابة الدفعية للصدمات بشكل سليم، يجب توفر شرط غياب الارتباط الفوري لتجديدات نظام المتغيرات المدروس، لذا لا بد من إجراء عملية التحليل بالاعتماد على تجديدات مستقلة ولا تملك أية مركبة مشتركة فيما بينها. ويمكن الحصول على هذه التجديدات انطلاقا من تحويل التجديدات الأصلية باستخدام المعامل الناتج عن تفكيك Cholesky لمصفوفة التباين والتباين المشترك لهذه التجديدات، وبالتالي الحصول على تجديدات متعامدة. وكانت نتائج تقدير دوال الاستجابة الممتدة على 10 سنوات كمايلي:

الشكل 03: "استجابة النمو الاقتصادي لصدمة في العائد السوق المالي"



المصدر: مخرجات 10.Eviews.



إن استجابة النمو الاقتصادي لصدمة في العائد السوق المالي في قطر هي استجابة ضئيلة وغير معنوية احصائياً، خاصة إذا ربطنا تحليلنا بنتائج اختبارات السببية، حيث يبدي النمو الاقتصادي استجابة موجبة قدرها 2.624 ابتداءً من السنة الثانية التي تلي الصدمة، ليعرف بعدها ارتفاعاً بنسب ضئيلة إلى غاية السنة الخامسة التي تلي الصدمة، وبعد ذلك يشهد انخفاضاً متتالياً.

4.1. تحليل تفكيك تباين الخطأ:

تساعد عملية تحليل تفكيك التباين على توضيح الأهمية النسبية لكل تجديد من التجديدات، من خلال تقسيم مصدر التغير الذي يحدث في متغيرة داخلية ما بين هذه التجديدات. وبما أن هذه التقنية تستدعي أيضاً توفر شرط استقلالية التجديدات، سنقوم بنفس طريقة التحويل المعتمدة في تحليل دوال الاستجابة. ومن أجل توضيح تفكيك تباين خطأ التنبؤ بمتغيرة النمو الاقتصادي، سوف نقوم بالاعتماد على تفكيك **Cholesky** لتحويل الصدمات بالنسبة لأفق تنبؤي يمتد على مدى 10 سنوات في المستقبل، حيث سنوضح دور الصدمات التي تحدث في العائد على السوق المالي في تفسير التقلبات الظرفية التي يشهدها النمو الاقتصادي. والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول 04: "نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ بمتغيرة النمو الاقتصادي"

Period	S.E.	GDP	QSI
1	19.37005	100.0000	0.000000
2	27.91479	99.11588	0.884123
3	33.96342	98.66654	1.333461
4	38.61150	98.43148	1.568525
5	42.34902	98.29282	1.707185
6	45.43834	98.20267	1.797333
7	48.03831	98.13983	1.860173
8	50.25404	98.09378	1.906218
9	52.15968	98.05878	1.941218
10	53.81005	98.03143	1.968574

المصدر: مخرجات 10 Eviews.

وحسب ما تشير إليه نتائج تفكيك التباين، يتضح أن معظم التقلبات الظرفية التي يشهدها النمو الاقتصادي تكون ناتجة عن الصدمات الذاتية للمتغيرة نفسها، حيث تسمح هذه الصدمات بتفسير ما قيمته 99.11% من تغيرات النمو الاقتصادي خلال السنة الثانية التي تلي حدوث الصدمة، إلا أن هذه النسبة ستعرف تراجعاً مع مرور السنوات لكن بنسبة ضئيلة إلى أن تصل إلى حدود 98.03% عند السنة العاشرة التي تلي الصدمة. في حين نجد أن الصدمة الناتجة عن العائد على السوق المالي لا تلعب دوراً كبيراً في تفسير تقلبات وتغيرات معدلات النمو الاقتصادي، إذ أن نسبة مساهمتها في تفسير هذه التقلبات، تبقى ضعيفة وهامشية في المدى القصير، المتوسط وحتى البعيد.



من خلال نتائج تفكيك تباين الخطأ التي جاءت مدعومة لنتائج اختبارات السببية ونتائج تحليل دوال الاستجابة الدفعية للصدمات، يتضح لنا أن النمو الاقتصادي في قطر مرتبط بشكل ضعيف بالعائد السوق المالي.

الخلاصة:

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم قراءة نظرية للتكامل المالي وعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وواقع التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي. أما الهدف الأساسي لهذه الدراسة فقد تمثل في محاولة قياس أثر تغير عائد السوق المالي على معدلات النمو الاقتصادي المحققة في قطر خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2019 من خلال استخدام دراسة قياسية متكونة من عدة اختبارات قياسية.

بينت هذه الدراسة أن الأسواق المالية لدول المجلس التعاون الخليجي هي تجربة أكثر واقعية من التجارب العربية أو الإقليمية السابقة الأخرى، فهي تعمل للوصول إلى التكامل النقدي أو ما يعرف بالتكامل المالي من خلال الالتزام بمراحل التكامل الاقتصادي. كما توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى عدم وجود أثر لصدمات عائد السوق المالي على النمو الاقتصادي في قطر خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2019، وبالتالي تم نفي الفرضيتين السابقتين للدراسة، حيث اتضح أن معدل النمو الاقتصادي في قطر يتأثر بالتغيرات التي تطرأ في مؤشرات أخرى كتغيرات أسعار النفط. وعليه بات من الضروري لدولة قطر تطبيق دعم الجهود الرامية إلى تحقيق التكامل المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، مع ضرورة التنوع في الأوراق المالية في بورصة قطر وعدم ربط النمو الاقتصادي القطري بقطاع المحروقات. وحتى يكون للسوق المالي القطري أثر إيجابي على النمو الاقتصادي نقترح مجموعة من التوصيات والاقترحات التالية:

- ✓ البحث عن الميكانيزمات التي تساعد على ربط أكثر للأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض.
- ✓ ضرورة الاستفادة من التجربة الأوروبية في قيام السوق الأوروبية المشتركة التي فتحت آفاقاً عالمية واسعة، جعلت منها قوة اقتصادية متينة تمكنها من مواجهة التحديات والتكتلات الاقتصادية العالمية.
- ✓ ضرورة سعي دول المجلس إلى تجاوز مشكلات الحدود، من خلال قيامه بوضع آلية مناسبة تضمن التوصل إلى حلول سليمة لكافة المشكلات الحدودية.
- ✓ ضرورة تحرير سوق الأوراق المالية القطري بشكل تام، وربطها بالأسواق العالمية.
- ✓ التنوع في الأوراق المالية في بورصة قطر وعدم ربط النمو الاقتصادي القطري بقطاع المحروقات
- ✓ التأكيد على ضرورة الاهتمام بموضوع الإفصاح والشفافية والحوكمة في أسواق المال العربية.



قائمة المراجع:

- المركز الإحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي العربية (GCC-STAT) (2019)، لحة إحصائية لمجلس التعاون الخليجي العربية 2018، العدد السادس، مسقط، سلطنة عمان.
- بوشول سعيد (2015)، تكامل الأسواق المالية في إطار التكامل المالي: دراسة حالة تكامل الأسواق المالية لدول المجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، العدد 6.
- حسام سويد الغايش (2016)، تحديات الاقتصاد المعرفي في الخليج، مقال منشور في موقع أوراق: الطريق الأفضل للاستشارات، دبي- الإمارات العربية المتحدة، 2016/06/26، اطلع عليه يوم 2020/10/04. [http://www.awraqgroup.com/ar/knowledge-economy-challenges-gulf-countries /](http://www.awraqgroup.com/ar/knowledge-economy-challenges-gulf-countries/)
- محمد براق، عبد القادر بن عيسى (2018)، دور تكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الإستثمار في الأدوات المالية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 13.
- عاطف وليم أندراوس (2006)، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر.
- عمر حميدات، فرسان حياة، بن علي بن عيسى (2019)، أثر تقلبات أسعار الأسهم على عوائد الاستثمار في السوق المالي القطري، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، جامعة الأغواط، العدد 1، المجلد 3.
- Abu-Qarn, Aamer and Abu-Bader, Suleiman (2006), On the optimality of a GCC Monetary Union: Structural VAR, Common Trends and Common Cycles Evidence, Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper No. 971.
- Al-Mohamed, S., Elkanj, N., & Gangopadhyay, P. (2018), Time-varying integration of MENA stock markets, International Journal of Development and Conflict, 8(2), PP. 85-114.
- Barli Suryanta (2011), Capital market integration in Asian countries: Special investigation of Indonesian towards the Big Four, The Asian Journal of Technology Management, Vol. 4 No. 2, PP. 109-114.
- Caesar R. (1989), L'influence de l'intégration financière sur la coordination des politiques économiques, Travaux et Recherches de l'IFRI sur le thème « Europe 1992 : L'intégration financière », MASSON Editores, Paris.
- Garali Wafa and Othmani Saoussen (2015), The determinants of financial international integration in the MENA area, Procedia Economics and Finance, No.26, PP. 535-541.
- Hande Ferdine, Joniada Milla (2009), Ananalysis of cointegration in capital markets of France, Germany and United Kingdom, Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, Vol.2 No.1, PP.109-123.
- Hong Bum Jang (2011), Financial integration and cooperation in East Asia: Assessment of recent developments and their implications, IMES Discussion Paper Series, Bank of Japan.



- Les données ouvertes de la Banque mondiale, consulté le 02/07/2020. <https://donnees.banquemondiale.org/>
- Mohamed El Hedi Arouri & Fredj Jawadi (2008), Stock Market Integration in the Emerging Countries, Post-Print halshs-00324253, HAL.
- Patrick H (1966), Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, Journal of Economic Development and Cultural Change, Vol.14, PP. 174-189.
- Qatar Stock Exchange, consulté le 03/07/2020. <https://www.qe.com.qa/home>
- Raymond Atje and Boyan Jovanovic (1993), Stock Markets and Development, European Economic Review, Volume 37, Issues 2-3, April 1993, PP. 632-640.
- Robert G. King and Ross Levine (1993), Finance and Growth: Schumpeter may be right, Working Papers WPS 1083, Policy Research, Financial Policy and Systems, Country Economics Department, The World Bank, February 1993.
- ZENASNI Soumia (2013), Les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et de crises, Thèse de Doctorat en Sciences Economique, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion, Université Abou Bekr Belkaid, Tlemcen-Algérie.

الملاحق:

الملحق 01: "نتائج اختبار استقرار السلسلتين الزمنية"

إختبار Augmented Dickey Fuller (ADF)			إختبار Dickey Fuller			المتغيرات	
بدونهما	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه العام	بدونهما	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه العام		
-3.138126	-3.536936	-3.447745	1.113539	-0.764780	-1.519115	T المحسوبة	GDP
-1.959071	-3.020686	-3.268973	-1.958088	-3.012363	-3.261452	t المجدولة (5%)	
-7.965769	-7.991582	-7.810010	0.110335	-2.660962	-3.997064	T المحسوبة	QSI
-1.959071	-3.020686	-3.268973	-1.958088	-3.012363	-3.261452	t المجدولة (5%)	

الملحق 02: "تحديد درجة تأخير النظام (VAR)"

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GDP QSI

Exogenous variables: C

Date: 08/07/20 Time: 01:05

Sample: 1998 2019

Included observations: 19

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-282.8754	NA	3.62e+10	29.98688	30.08630	30.00371
1	-255.7532	45.67950*	3.19e+09*	27.55297*	27.85121*	27.60344*
2	-254.6761	1.587287	4.42e+09	27.86064	28.35771	27.94477
3	-253.4177	1.589488	6.19e+09	28.14924	28.84514	28.26701

* indicates lag order selected by the criterion



الملحق 03: "نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى للتكامل المتزامن"

Date: 08/07/20 Time: 01:07				
Sample (adjusted): 2001 2019				
Included observations: 19 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: GDP QSI				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.247973	7.322411	15.49471	0.5404
At most 1	0.095531	1.907728	3.841466	0.1672
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.247973	5.414683	14.26460	0.6888
At most 1	0.095531	1.907728	3.841466	0.1672
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: مخرجات 10 Eviews.



الملحق 04: "نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي"

Vector Autoregression Estimates		
Date: 08/07/20 Time: 01:16		
Sample (adjusted): 1999 2019		
Included observations: 21 after adjustments		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	GDP	QSI
GDP(-1)	0.915404 (0.08342) [10.9729]	21.47232 (13.4830) [1.59255]
QSI(-1)	0.001093 (0.00161) [0.67924]	0.194847 (0.26017) [0.74893]
C	9.650170 (8.59937) [1.12220]	3452.287 (1389.83) [2.48397]
R-squared	0.933969	0.338946
Adj. R-squared	0.926632	0.265496
Sum sq. resid	6753.580	1.76E+08
S.E. equation	19.37005	3130.581
F-statistic	127.2991	4.614632
Log likelihood	-90.41742	-197.2076
Akaike AIC	8.896897	19.06739
Schwarz SC	9.046114	19.21661
Mean dependent	107.6419	6835.043
S.D. dependent	71.51172	3652.817
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.16E+09
Determinant resid covariance		1.59E+09
Log likelihood		-282.0491
Akaike information criterion		27.43325
Schwarz criterion		27.73168

الملحق 05: "نتائج اختبار السببية حسب مفهوم Granger"

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 08/07/20 Time: 17:16			
Sample: 1998 2019			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
QSI does not Granger Cause GDP	20	0.17294	0.8428
GDP does not Granger Cause QSI		0.17991	0.8371

المصادر: مخرجات 10 Eviews.