

تحليل مؤشرات النظام المالي

دراسة تحليلية لمؤشرات الأسواق المالية والقطاع المصرفي لدول مجلس التعاون الخليجي

أ.د. بشار أحمد العراقي

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة الموصل

bashar_a92@yahoo.com

م.م. حارث غازي الدباغ

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة الموصل

harith299@yahoo.com

المستخلص:

سعى البحث الى الوقوف على مؤشرات الانظمة المالية وتقسيمها الى مؤشرات خاصة بالأسواق المالية ومؤشرات تابعة للقطاع المصرفي والتي تشكل بمجموعها مؤشرات النظام المالي، وتحديد المؤشرات المالية التي تعد اكثر تأثيرا في اداء الانظمة المالية من خلال معرفة تأثيرها في التدفقات النقدية لدول مجلس التعاون الخليجي عبر استخدام انموذج (Panel Data) للمدة ٢٠٠٧-٢٠١٧، حيث تم استخدام مؤشر الحجم والنشاط والكفاءة بوصفها متغيرات تفسيرية، في حين اعتمد على التدفقات النقدية بوصفها متغيرا معتمداً، وقد اشر البحث عن وجود تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية لمؤشرات الاسواق المالية والجهاز المصرفي في اداء الانظمة المالية معبرا عنها بالتدفقات النقدية، وخرج البحث بمجموعة من الاستنتاجات من أهمها ان عمل النظام المالي القائم على الاسواق المالية، والنظام المالي القائم على المصارف، يحكمه المعلومات المالية، وبالتالي فان انخفاض جودة المعلومات يدفع الى عدم الاستقرار وعدم توازن الانظمة المالية، وكان من بين مقترحات البحث تعزيز كفاءة وحجم ونشاط النظام المالي، مما يساعد هذه الانظمة على الارتقاء بوظائفها المهمة في الاقتصاد.

الكلمات المفتاحية: النظام المالي، مؤشرات النظام المصرفي، مؤشرات الاسواق المالية.

Financial system indicators analysis

An analytical study of the indicators of financial markets and the banking sector of the Gulf Cooperation Council countries

Assist. Lecturer. Harith Ghazi Al-dabbagh

College of Administration and Economics

University of Mosul

Prof. Dr. Bashar Ahmed Al Iraqi

College of Administration and Economics

University of Mosul

Abstract:

The research sought to identify the indicators of financial systems and their division into indicators specific to the financial markets and indicators belonging to the banking sector, which together constitute the financial system indicators. To identify financial indicators that are more influential in the performance of financial systems by knowing their impact on the cash flows of the Gulf Cooperation Council countries through the use of a form (Panel Data) for the period 2007-2017. When the volume, activity and efficiency index was used as explanatory variables, while it relied on cash flows as an approved variable, and the research indicated that there is a positive and statistically significant effect of the indicators of financial markets and the banking system in the performance of financial systems expressed with cash flows. The research

came out with a set of conclusions, the most important of which is that the work of the financial system based on financial markets, and the financial system based on banks, is governed by financial information. Therefore the low quality of information pays instability and the imbalance of financial systems, and among the research proposals was to enhance the efficiency, size and activity of the financial system, which helps this system to upgrade its important functions in the economy.

Keywords: Financial system, banking system indicators, financial market indicators.

المقدمة

لقد اكتسب النظام المالي دوراً اقتصادياً واجتماعياً وذلك كونه القناة التي تنقل الموارد العاطلة في المجتمع إلى موارد منتجة، ويتم ذلك من خلال عملية تعبئة الموارد أي تجميع المدخرات من مختلف الوحدات الاقتصادية التي لديها فائضاً متبقياً من دخلها، ويمكن لها أن تدخره في أحد المصارف أو المؤسسات المالية ومن هنا يقوم هذا المصرف أو تلك المؤسسة المالية بإعادة توجيه تلك الموارد المعبأة من مختلف الوحدات إلى الوحدات الاقتصادية التي هي في حاجة لتلك الأموال وتوظيفها وتشغيلها في الإنتاج فتكون قد زادت الإنتاج، ومن ثم زيادة الناتج المحلي الإجمالي للدولة، هذه العملية تؤثر الدور الكبير الذي يمكن أن يمارسه النظام المالي في دعم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من خلال زيادة الدخل القومي، ومن خلال دراسة وتحليل بعض مؤشرات النظام المالي ومؤسساته المصرفية والمالية، يمكن الوقوف على الأدوار التي يلعبها النظام المالي، وكذلك السياسات الاقتصادية النقدية والمالية التي تحقق التطور الاقتصادي والاجتماعي.

اهمية البحث: تأتي أهمية البحث من أهمية الوظائف المهمة التي يقوم بها النظام المالي في الاقتصاد وعبر مؤشرات المتمثلة بحجم السوق المالي وكفاءته ونشاطه وكذلك مؤشرات المصارف، بوصفها متغيرات يعتمد عليها صناع السياسة الاقتصادية في أحداث طفرات في معدلات النمو الاقتصادي عبر قدرتها على أحداث تغيرات في مسارات التمويل والاستثمار لقطاع الأعمال ومن ثم زيادة في التدفقات النقدية لقطاع الأعمال وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.

ويحتل البحث على الرغم من كل ما سبق ذكره أهمية تبرز على وفق الاتي:

١. على الرغم من وجود العديد من الدراسات التي تناولت الانظمة المالية ومحدداتها، فإن البحث في مؤشرات تلك الانظمة وعبر مساري الاسواق والجهاز المصرفي وتشخيص اهميتها بوصفها قيود على حركة الادخار والاستثمار هو امر ذي اهمية لصناع القرار، الامر الذي من شأنه ان يرفد حركة البحث العلمي في مجال النظام المالي بجزئية بسيطة في هذا المجال.
٢. يقدم الباحث فائدة للمحللين الماليين والمستثمرين والمقرضين، وذلك لتحديد المؤشرات التي يعتمد عليها في تشخيص معوقات النمو الاقتصادي عبر التطرق الى القيود المالية التي تتعرض لها الانظمة المالية.

مشكلة البحث: تعد عملية تحليل النظام المالي عملية ضرورية وملحة لما يشهده النظام المالي من تحولات وإصلاحات، خاصة وأن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهوناً بمدى فعالية النظام المالي للدولة. وإن فكرة تقسيم الانظمة المالية الى انظمة قائمة على الاسواق المالية وانظمة قائمة على المصارف وفق غاية تحديد القيود المالية وعبر مؤشرات تلك الانظمة يبرز

وجها آخر للمشكلة وهو مدى امكانية فصل وقياس مؤشرات النظام المالي ومدى صعوبة تفسير تأثيرات تلك المؤشرات على التدفقات النقدية للأنظمة المالية.

اهداف البحث: يهدف البحث بشكل أساس الى:

١. الوقوف على مؤشرات الانظمة المالية وتقسيمها الى مؤشرات خاصة بالأسواق المالية ومؤشرات تابعة للقطاع المصرفي والتي تشكل بمجموعها مؤشرات النظام المالي.
٢. تحديد المؤشرات المالية التي تعد أكثر تأثيراً في أداء الانظمة المالية من خلال معرفة تأثيرها في التدفقات النقدية.

فرضية البحث: اعتماداً على مشكلة البحث وأهدافه، فقد طرح البحث فرضيات وكما يأتي:

أ. لا يوجد تأثير معنوي وذو دلالة احصائية لمتغيرات مؤشرات سوق الاوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في التدفقات النقدية.

ب. لا يوجد تأثير معنوي وذو دلالة احصائية لمتغيرات مؤشرات النظام المصرفي لدول مجلس التعاون الخليجي في التدفقات النقدية.

عينة البحث: ومن اجل الوصول الى اهداف البحث واختبار فرضيته، سيعتمد البحث في عينته على بيانات مالية لمؤشرات اسواق المال لمجلس التعاون الخليجي وهي (سوق السعودية للأوراق المالية، وسوق الكويت للأوراق المالية، وسوق قطر للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق ابو ظبي للأوراق المالية، وسوق دبي للأوراق المالية)، وكذلك البيانات المالية للجهاز المصرفي لمجلس التعاون الخليجي للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٧).

منهج البحث: سيعتمد البحث على المنهج الوصفي عبر مناقشة الدراسات المالية والاقتصادية التي تناولت النظام المالي، كما سيعتمد البحث على المنهج التحليلي لاختبار فرضية البحث ومناقشة نتائجه باستخدام نموذج الانحدار المتعدد مع الاستعانة في تطبيقه على نموذج (Panel Data).

اولاً. مفهوم النظام المالي: انطلقت معظم الادبيات المالية والاقتصادية في تعريفها لمفهوم النظام المالي من دوره الاساس في توفير الاطر المؤسسية والقانونية والأدوات اللازمة والملائمة لنجاح عملية تجميع وانتقال الاموال من وحدات الفائض وتوجيهها الى وحدات العجز، وبذلك عرف النظام المالي بأنه تلك التركيبة من الاسواق المالية والمؤسسات والادوات المالية التي تحاول الوحدات الاقتصادية من حكومة وافراد وشركات الراغبة في الاقتراض و/او الاقتراض التعامل مع مكوناتها (Howells & Bain, 2007: 1)، ولا يبتعد (Fohlin, 2014) في تعريفه للنظام المالي عن ذلك، حيث يعبر عنه بأنه مجموعة المؤسسات والأسواق المالية التي تعمل على تجميع الأموال الفائضة من المدخرين-سواء الأفراد أو الشركات أو الحكومة-واعادة تخصيصها الى الوحدات الاقتصادية التي ترغب بالحصول عليها، وهي بذلك توفر الاموال وتقدم المعلومات المالية وتطرح البدائل اللازمة لتوزيع المخاطر بين القطاعات والوحدات العاملة والمشاركة في الاقتصاد (Fohlin, 2014: 1). اما (Klemkosky, 2013) فقد عرف النظام المالي بأنه حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار، من خلال الربط بين الماضي والمستقبل، فالقدرة على التمويل ماهي النتيجة لادخار ناتج عن فوائض مالية ماضية من جانب، والقدرة على الاقتراض وتنفيذ مشاريع استثمارية مستقبلية من جانب آخر، وبذلك فان النظام المالي ومن خلال المؤسسات المالية، يوفر القنوات التي تنتقل فيها الاموال بين الوحدات الاقتصادية المختلفة عبر الزمن (Klemkosky, 2013: 675-683).

من جانب آخر ميز (Schmidt & Tyrell, 2003) بين مفهومين للنظام المالي، مفهوم ضيق يعبر عن القطاع المالي Financial Sector الذي يوفر التمويل اللازم الى القطاعات الأخرى في الاقتصاد، والذي يتكون عادة من المؤسسات المالية المصرفية والمؤسسات المالية غير المصرفية والاسواق المالية، فيما يعبر المفهوم الواسع عن التفاعل الكبير بين العرض والطلب في توفير راس المال وغيرها من الخدمات التمويلية لجميع الوحدات الاقتصادية التي تعكس التدفقات المالية، والمعلوماتية فضلاً عن التأثير المحتمل لتلك التدفقات في نظام حوكمة الشركات التي تعد جزءاً مهماً من النظام المالي لأي بلد (Schmidt & Tyrell, 2003: 2-4). فيما يرى (Drake & Fabozzi, 2010) ان مفهوم النظام المالي يطلق على المؤسسات المالية بوصفها هياكل وبنى تتم داخلها عمليات مالية بواسطة ادوات مالية متعددة (Drake & Fabozzi, 2010: 13-14)، في حين عبر صندوق النقد الدولي (IMF 2006) عن النظام المالي بمجموعة من العمليات المالية التي مصدرها المؤسسات المالية، تعمل على خلق النقود وتبادل الحقوق النقدية فضلاً عن توزيع وتقليل الخطر (IMF, 2006: 11).

ثانياً. متضمنات النظام المالي: عادة ما تشمل متضمنات النظام المالي وحسب الادبيات ما يأتي:

١. **المتضمنات المعلوماتية للنظام المالي:** شهد العالم في المجال الاقتصادي والمالي تطوراً هائلاً وما زاد من ذلك التطور هو الادوات التكنولوجية والمعلوماتية، فاستندت الانظمة المالية على المعلومات بوصفها مورداً اساسياً للتطور على الاصعدة المؤسساتية والعملياتية والقانونية والتنظيمية والتضيقية، فأخذت الانظمة المالية تتسابق في مجال الافكار والاستراتيجيات التي ترفع من كفاءتها اعتماداً على التكنولوجيا والمعلوماتية، وفي ذلك يذهب (koka & Wattiau 1997) في تعريفهم للنظام المالي بالاتجاه المعلوماتي الذي يستند على ان النظام المالي هو نظام معلومات، حيث يعبر عنه بمجموعة خطوات وعمليات مالية تسعى لتشغيل البيانات وتوفير المعلومات ومن ثم تخزين واسترجاع المعلومة عند الحاجة (Akoka & Wattiau, 1997: 13). ولذلك فان البعد المعلوماتي في الانظمة المالية يستند على الافصاح والشفافية لكل البيانات المالية المتعلقة بموجودات ومطلوبات النظام المالي الذي يعد اهم الخطوات باتجاه تطور النظام المالي من خلال المشاركة الفعالة من قبل المدخرين والمستثمرين فضلاً عن السلطات التشريعية والنقدية وهذا ما اكدت عليه منظمات وهيئات دولية متمثلة بصندوق النقد الدولي والبنك الدولي. وعادة ما يفصل المضمون المعلوماتي في الانظمة المالية وفق المدخلات والعمليات والمخرجات والتغذية العكسية، فمدخلات الانظمة المالية يمكن عدها بنية تحتية لذلك النظام تتألف من نظم قانونية ونظم مدفوعات ونظم تسوية ونظم محاسبية لتنظيم عملية تعبئة الموارد واعادة توزيعها، فيما يعنى التشغيل بعمليات الايداع والاقتراض والاستثمار لينتج عنه اسهم وسندات ومشتقات مالية يتم تداولها في الاسواق المالية، وتبنى المخرجات على الافصاح والشفافية التي تنعكس في القوائم المالية للنظام المالي، اما التغذية العكسية للنظام المالي فهي العملية التي يستطيع النظام المالي من خلالها تقييم مخرجاته للتأكد من عدم انحرافها عن الاهداف الموضوعية. وبذلك فان حاجة اي بلد الى نظام مالي فعال يستند الى نظام معلوماتي متكامل يساعد في رسم السياسات الصحيحة واتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية السليمة (Schinasi, 2005: 2).

٢. **المتضمنات الاقتصادية للنظام المالي:** يلعب النظام المالي دوراً محورياً ومهماً في النشاط الاقتصادي المعاصر، الامر الذي دفع باتجاه تزايد الاهتمام خلال العقد المنصرم بصورة خاصة

بدراسة وتحليل القنوات التي يمكن ان يمارس من خلالها النظام المالي أثره على المكونات الكلية للاقتصاد اسفرت عن تعدد وتباين أدبيات الفكر الاقتصادي والمالي حول دور المؤسسات المالية وأهميتها بين الدراسات النظرية والتطبيقية والأبحاث التحليلية والوصفية لتشمل مكونات هذا النظام وعمله وأثره على مستوى الوحدة الاقتصادية أو على المستوى الكلي للنشاط الاقتصادي بمجمله. فالنظام المالي عبر مؤسساته واسواقه ومن خلال الوظائف التي يقدمها يمارس دور بالغ الأهمية يتمثل بتعبئة الادخار وحفز الاستثمار وتسوية المدفوعات وتحويل الاموال ومحاولة تقليل الاخطار وادارتها، والعمل على تقليل كلفة المعاملة الواحدة وتوفير البيانات والمعلومات وغيرها. واكتسبت المدخرات التي تعبئها المؤسسات المالية والاسواق المالية أهمية كبيرة بوصفها مصدرا مهما لتمويل العمليات الاستثمارية (Lavezzolo et al., 2018: 61).

وضمن متضمنات النظام المالي من المنظور الاقتصادي فقد أطلق Rousseau & Sylla على الظاهرة المالية في النصف الثاني من القرن العشرين بالثورة المالية وذلك عندما قام بربطها بمؤشرات النمو الاقتصادي، وعبرا عن تلك العلاقة بالتنمية المالية. وعلى الرغم من تلك الإشارة المهمة إلا أن الموضوع لم يكتسب صيغته العلمية المنهجية إلا في الخمسينات من القرن الماضي عندما بدأت تتطور هياكل الانظمة المالية وعملياتها وادواتها. وتشير أكثر من دراسة على أن طروحات Schumpeter تعد الأهم في تشكيل وبناء اسس تلك العلاقات والمتضمنات. وأيضا كانت الإشارة وذكرها وحسب الجميل (٢٠١٦) فان الأهم من ذلك يتمثل بالتركيبية النظرية التي اكتسبتها تلك العلاقة وطبيعة المعالجات والمداخلات والبحوث والاختبارات والنماذج التي بنيت واختبرت لتشكّل فيما بعد مداخل علمية كان على رأسها أعمال Fama & McKinnon & Gurley & Shaw & Revell & Goldsmith وغيرهم كثيرون (الجميل، ٢٠١٦: ٢٧).

وإذا صح القول وكما بين (Davidson, 2002) بان الاسواق المالية والتي تعد أحد اهم هياكل الانظمة المالية والتي تمثل العمود الفقري للحكمة الاقتصادية القائلة بان الاسواق المالية افضل من يعمل على تخصيص الموارد بالشكل الأمثل الذي يعزز النمو الاقتصادي، عندها يمكن الولوج الى المتضمنات الاقتصادية الاوسع للنظام المالي من خلال التعرض الى الوظائف التي يقوم بها النظام المالي من توزيع للخطر، وتوجيه الاستثمار، وتجهيز المعلومات، وبذلك تعكس الأسعار دائماً القيم الأساسية لكافة المتعاملين (Davidson, 2002: 180). إن تلك الحكمة الاقتصادية قديمة مع قدم الأسواق المالية بشكل خاص والانظمة المالية بشكل عام. فقد اشار (Gibson, 1988) الى انه بمجرد ان تصبح الادوات المالية وأسعارها علانية في سوق مفتوحة، فان قيمتها السوقية تعكس أفضل المعلومات لتقييم تلك الادوات، وفي ذلك إشارة الى كفاءة الانظمة المالية (Fox, 2009: 13). ومثل هذا الموقف ذاته عكس في اعمال باحثين اخرين من الرواد أمثال (Adam Smith) الذي كان يركز على مفهوم اليد الخفية (Invisible Hand) التي تهتم بالمصالح الشخصية للأفراد وتقودهم لمنافع كبيرة، ويناقش (Adam Smith) أهمية الاجراءات الحكومية تحت مظلة النظام المالي وأهميتها ودورها وأسسها وجذورها وقانونيتها وما هي العلاقة بين تلك الاجراءات من جهة والنمو الاقتصادي والتنمية أو العلاقة بين نمو الدخل القومي وبين الإجراءات الحكومية من جهة ثانية (الجميل، ٢٠١٦: ٧٢). ويذهب المفكرون في المناهج الدينية في العصور الوسطى إلى ابعاد من ذلك في تفصيل المتضمنات الاقتصادية للأنظمة المالية، ويرون

ضرورة أن يحدد المشرعون سعراً عادلاً لكل أداة مالية، لضمان كسب المستثمرين وعدم استغلال المدخرين، في حين رأى آخرون منهم القديس والفيلسوف (Thomas Aquinas)، أن السعر العادل للأداة المالية تحدده السوق المالية عبر أنظمة مالية متطورة وكفاءة قادر على تجهيز المعلومات اللازمة (Fox, 2009: 13).

٣. المتضمنات المحاسبية للنظام المالي: إن المشرعين وواضعي المعايير المحاسبية ينظرون إلى الأنظمة المالية على أنها تتمتع بمستوى عالٍ من الكفاءة إذا ما تم الإفصاح عن كافة الأحداث الاقتصادية التي تقع داخل حدود تلك الأنظمة بما يتماشى مع المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً، عندها فإن الجهات التشريعية ستنتظر إلى تلك الأنظمة المالية بأنها قادرة على تحقيق وظائفها الأساسية المشتقة من وظيفة الوساطة المالية (Leuz & Wüstemann, 2003: 3-4).

إن تلك النظرة إلى المضمون المحاسبي نابع من التعريف بعلم المحاسبة المستند إلى القياس والتوصيل للأحداث المالية والاقتصادية، وبالتالي فإن المتضمنات المحاسبية تتمثل في العلاقة بين المحاسبة المالية والأنظمة المالية. فالمحاسبة المالية ومن خلال تخصصها بتسجيل كل ما يتعلق بالوضع المالي (المركز المالي)، والأداء المالي (قائمة الدخل)، والتدفقات النقدية للنظام المالي وفقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها. فأنها تعكس أهميتها الكبيرة لكل الأطراف المعنية بالنظام المالي. كما يمكن النظر إلى المتضمنات المحاسبية من خلال القيد المزدوج، الذي يعد نظاماً أساسياً ومدخلاً مهماً في إعداد القوائم المالية للمؤسسات المالية من أجل تسجيل العمليات المالية المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية المختلفة، فمن خلال صيغة الدائن والمدين التي تظهر بصيغة موجودات ومطلوبات في ميزانية النظام المالي ضمن شكلها المتوازن تعكس المتضمنات المحاسبية في النظام المالي، وبذلك فإن المتضمنات المحاسبية تعمل على قياس وتسجيل العمليات المالية ليؤثر حجم الديون وحجم الموجودات والمطلوبات المالية بوصفها بيانات محاسبية تساعد متخذ القرار (الجميل، ٢٠١٢: ٢٦).

ثالثاً. مؤشرات النظام المالي: استناداً إلى العديد من الدراسات والأبحاث المالية كدراسة (Levein, 2002)، سيتم التركيز على بعض مؤشرات الأسواق المالية ومؤشرات المصارف وهي: (Levein, 2002: 14-15).

١. مؤشر النشاط: يعكس اتساع مستوى النظام المالي مقارنة بمستوى النشاط الاقتصادي للمجتمع ككل. والمؤشر الذي تم استخدامه هو عبارة عن حاصل جمع مؤشرين:

❖ مؤشر نشاط الجهاز المصرفي: ويعبر عنه بإجمالي الائتمان للقطاع الخاص والمؤسسات المالية مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي. إن هذا المؤشر يعكس أهم وظيفة للنظام المصرفي والمتمثلة بتعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوفيرها من خلال قنوات التمويل لكافة المشاريع الاستثمارية والإنتاجية وغيرها.

❖ مؤشر نشاط الأسواق المالية: ويتم قياسه بإجمالي قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي. إن هذا المؤشر يوضح مقدار السيولة التي يوفرها سوق الأوراق المالية للاقتصاد.

٢. مؤشر الحجم: يعكس حجم ومدى اتساع قاعدة النظام المالي مقارنة بحجم الاقتصاد ككل. والمؤشر الذي تم استخدامه هو حاصل جمع مؤشرين وهما:

❖ **حجم المصارف:** ويتم قياسه من خلال حساب اجمالي موجودات المصارف والمؤسسات المالية والبنك المركزي مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي. ان ارتفاع قيمة المؤشر توضح حجم المصارف في الاقتصاد وقدرتها على تأدية جميع وظائفها.

❖ **حجم الاسواق المالية:** ويمكن التعبير عن حجم الاسواق المالية بالقيمة السوقية لاسهم الشركات مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي. حيث يوضح هذا المؤشر حجم الاسواق المالية في الاقتصاد. **رابعاً. المنهج والنموذج المستخدم:** بناءً على ما تقدم، واستناداً إلى الطروحات النظرية والتجريبية المؤيدة بدراسات العديد من الاقتصاديين والماليين، وإثبات فرضيات البحث الأساسية، وبهدف صياغة تشخيص كمي لتحليل بعض مؤشرات النظام المالي ولشركات القطاع الصناعي المدرجة في الاسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي^(*)، وكذلك الجهاز المصرفي لدول مجلس التعاون الخليجي، وباعتماد ما يعرف بأسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) وللفترة (٢٠٠٧-٢٠١٧) لتبلغ عدد مشاهدات السلسلة الزمنية (٧٧) مشاهدة.

١. **مصادر البيانات:** وفرت الاصدارات الخاصة بالتقارير المالية والاقتصادية والنشرات الرسمية للأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي (عينة الدراسة) البيانات اللازمة لقطاع الصناعة. كما أسهمت التقارير السنوية الصادرة عن البنوك المركزية لدول الخليج العربي وكذلك التقارير المالية لدول الخليج في توفير البيانات الخاصة بمؤشرات الحجم والنشاط والكفاءة للنظام المالي.

٢. متغيرات النموذج:

أ. **المتغيرات التابعة (المعتمدة):** استناداً للبحوث والدراسات التجريبية لـ (Almeida et al., 2004) ودراسة (Pal & Ferrando, 2006)، ودراسة (Ginglinger & Saddour, 2007)، ودراسة (McVanel & Perevalov, 2008)، وغيرها من الدراسات، فقد تم اعتماد مؤشر نسبة اجمالي التدفقات النقدية الى اجمالي الموجودات، للتعبير عن قدرة النظام المالي في توفير السيولة وللقطاع الصناعي ولكلا النموذجين الخاصين بالأسواق المالية والقطاع المصرفي، حيث ان:

❖ **CFma:** نسبة اجمالي التدفقات النقدية الى اجمالي الموجودات للقطاع الصناعي.

ب. **المتغيرات المستقلة (التوضيحية):** وفقاً لتقسيم النموذج الى معادلتين تختص الاولى بتقدير أثر مؤشرات الاسواق في تمويل القطاع الصناعي لجميع دول العينة، في حين تختص الثانية بتقدير أثر مؤشرات القطاع المصرفي في تمويل القطاع الصناعي ولجميع دول العينة، تم تصنيف المتغيرات المستقلة وتأثيراتها المتوقعة وبحسب الجدول (١) الى:

الجدول (١): مؤشرات الأسواق المالية والقطاع المصرفي

الاسواق المالية				
ت	المتغيرات	المؤشر	الرمز	التأثير المتوقع
١	نسبة الاسهم المتداولة/GDP	مؤشر النشاط للأسواق المالية	ACm	+
٢	نسبة الاسهم المدرجة/GDP	مؤشر الحجم للأسواق المالية	SIIm	+
٣	نسبة الاسهم المتداولة/اجمالي القيمة السوقية	مؤشر الكفاءة للأسواق المالية	EFm	+

(*) ابو ظبي، البحرين، السعودية، الكويت، دبي، مسقط، قطر.

القطاع المصرفي				
ت	المتغيرات	المؤشر	الرمز	التأثير المتوقع
١	نسبة اجمالي الودائع / GDP	مؤشر النشاط للمصارف	ACb	+
٢	نسبة اجمالي الموجودات / GDP	مؤشر الحجم للمصارف	SIb	+
٣	اجمالي التكاليف / اجمالي الموجودات	مؤشر الكفاءة للمصارف	EFb	+

المصدر. الجدول من اعداد الباحثان.

ج. نموذج الدراسة: بناء على ما تقدم يمكن صياغة نماذج التقدير على شكل معادلتين، تعكس المعادلة الأولى العلاقة بين مؤشرات النشاط والحجم والكفاءة للأسواق المالية والتدفقات النقدية وكما يأتي:

$$Cfma = \beta_0 + \beta_1 ACm + \beta_2 EFm + \beta_3 SI m + \varepsilon_{it}$$

في حين تعكس المعادلة الثانية، العلاقة بين مؤشرات النشاط والحجم والكفاءة للقطاع المصرفي والتدفقات النقدية وكما يأتي:

$$Cfma = \beta_0 + \beta_1 ACb + \beta_2 EFb + \beta_3 SIb + \varepsilon_{it}$$

٣. منهجية تقدير النموذج: تتميز نماذج البيانات المزدوجة (Panel Data) بقدرتها على الأخذ بنظر الاعتبار الآثار المقطعية (الخصائص النوعية) التي تنفرد بها كل دولة من دول المجموعة على حده فضلاً عن عدم إغفالها للآثار الزمنية بين تلك الدول، علاوة على اهتمامها بما يوصف بعدم التجانس أو الاختلافات غير الملحوظة بمكونات العينة سواء المقطعية أو الزمنية كون إهمالها يعطي تقديرات متحيزة وغير متسقة (العراقي، ٢٠١٨: ٨٤). ويتم التعامل مع هذه الآثار المقطعية والزمنية وفقاً لنموذجين هما:

أ. نموذج الاثر الثابت (FEM)، (Fixed Effect Model): وفقاً لنموذج الاثر الثابت يتم التعامل مع الآثار المقطعية والآثار الزمنية لمجموعات الدول كقواطع تعبر عن الاختلافات الفردية (بين الدول داخل المجموعة) أو الزمنية وهي فترة الدراسة (2007-2017)، أي ان النموذج يسمح بوجود قواطع تتفاوت حسب كل دولة أو حسب كل فترة زمنية (كل سنة)، وذلك من اجل احتواء العوامل والآثار غير الملحوظة والتي تؤثر في المتغير التابع. لذا يمكن القول بان نموذج الاثر الثابت يعكس الفروق والاختلافات بين الدول المكونة للعينة.

ولتقدير نموذج الاثر الثابت عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least-Squares Dummy Variable Model: LSDV) كونها تسمح باختلاف المقطع الثابت لكل دولة لاحتوائها على متغيرات وهمية بعدد (N-1) لتمثيل المقاطع وعدد (T-1) لتمثيل الفترات الزمنية وكما موضح في المعادلة التالية (Gujarati, 2003; Baltagi, 2005):

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_k \beta_k X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\alpha_i = \alpha_0 + u_i$$

بافتراض ان الاخطاء العشوائية تتبع توزيعاً طبيعياً بمتوسط صفري وتباين ثابت $\varepsilon_{it} \sim IID(0, \sigma_v^2)$.

ب. نموذج الاثر العشوائي (Random Effect Model) (REF): وفقا لنموذج الاثر العشوائي يتم التعامل مع الاثار المقطعية والاثار الزمنية لمجموعات الدول بوصفها اثارا عشوائية وليست معالم ثابتة، مستندا على ان تلك الاثار هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط حسابي صفر وتباين محدد وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي. كما يقوم هذا النموذج على افتراض عدم ارتباط الاثار العشوائية بمتغيرات النموذج التوضيحية. ففي الوقت الذي يفترض نموذج الاثر الثابت ان كل دولة تأخذ قاطعا مختلفا، فان نموذج الاثر العشوائي يفترض ان كل دولة تختلف في حدها العشوائي، وعليه يمكن صياغة نموذج الاثر العشوائي بالمعادلة التالية: (Gujarati, 2003; Baltagi, 2005)

$$y_{it} = \alpha_0 + \sum_k \beta_k X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\varepsilon_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$$

وللمفاضلة بين النموذجين في التحليل، عادة ما يتم الاعتماد على اختبار Hausman (Hausman Test)، الذي يختبر مدى وجود ارتباط بين الاثار المقطعية والمتغيرات التوضيحية، حيث يكون الاثر العشوائي متسقا وكفوء وبالتالي فهو الأفضل عند قبول فرضية العدم، في حين غير متسقا عند قبول الفرضية البديلة، وبذلك يعد نموذج الاثر الثابت هو الأفضل والأكثر تمثيلا.

خامساً. تقدير النموذج وتحليل النتائج:

١. تقدير وتحليل النظام المالي باستخدام مؤشرات الاسواق المالية: بعد ان تم استخدام نماذج البيانات المزدوجة الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الاثر الثابت ونموذج الاثر العشوائي، وبعد اجراء اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الاثر الثابت والاثار العشوائي والذي عكس الجدول (٢) نتائجه، اتضح ان نتائج نموذج الانحدار التجميعي هي أفضل من نموذج الاثر الثابت، والنتائج كانت كما يلي:

الجدول (٢): اختبار F المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونماذج الاثر الثابت والعشوائي لمؤشرات الاسواق المالية

Prob.	d.f.	Statistic	اختبار التأثير Effects Test
0.6273	(6.68)	0.729713	Cross-section F
0.5691	6	4.804685	Cross-section Chi-square

الجدول من عمل الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

حيث اظهرت النتائج ومن خلال عدم انخفاض قيمة Prob. F التي بلغت 0.627 عن 0.5%، وهو ما يعكس عدم معنوية نموذج الاثر الثابت، من هنا فان نموذج الاثر الثابت غير ملائم لتمثيل العلاقة بين المتغيرات الثلاثة (النشاط والحجم والكفاءة)، هو ما يرجح معنوية نموذج الانحدار التجميعي والذي جاءت نتائجه كما في كما في الجدول (٣):

الجدول (٣): نتائج تقدير معاملات نموذج الانحدار التجميعي وبصيغته اللوغاريتمية لمؤشرات الاسواق المالية

المتغيرات	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
مؤشر النشاط (ACB)	0.206642	0.069767	2.961872	0.0041
مؤشر الحجم (SIb)	0.138421	0.037210	2.754138	0.0020
مؤشر الكفاءة (EFb)	0.088772	0.031577	2.811292	0.0063
constant	-1.555460	0.071837	-21.65276	0.0000
R-squared	0.225001		Mean dependent var	-1.277622
Adjusted R-squared	0.204055		S.D. dependent var	0.216465
S.E. of regression	0.193121		Akaike info criterion	-0.412819
Sum squared resid	2.759881		Schwarz criterion	-0.321502
Log likelihood	18.89352		F-statistic	10.74201
Hannan-Quinn criter.	-0.376293		Prob (F-statistic)	0.000080
Durbin-Watson stat	1.253316			

الجدول من عمل الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

❖ يبين الجدول (٣) نموذج مؤشرات الاسواق المالية للقطاع الصناعي والمعبر عن النظام المالي كأسواق مالية والمتمثلة بمتغير نشاط الاسواق المالية (ACm) ومتغير حجم الاسواق المالية (SIb) ومتغير كفاءة الاسواق المالية وأثرها على التدفقات النقدية، وقد اظهرت النتائج ما يلي:

❖ يلاحظ من الجدول استخدام اختبار (t) لفحص الفرضية الصفرية، وذلك بمقارنة قيم (t) المحسوبة لكل اسواق العينة بقيمها الجدولية عند مستويات الثقة 1% و 5% و 10%، اذ يظهر الجدول ان لمتغيري النشاط والكفاءة دلالة معنوية باستخدام اختبار (t) وهو ما يشير الى وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين (النشاط، الكفاءة)، وهذا ما اكدت عليه اغلب الدراسات المالية والتي توضح ان لمتغيري الكفاءة والنشاط ارتباط وثيق بقرار الحصول على التمويل، وهذا ما تتناغم مع دراسة (Crvalho et al., 2014) والتي اوضح فيها ان جودة المعلومات المالية تعمل على تقليل مستوى عدم تماثل المعلومات والذي بدوره يقلل حساسية الاستثمار تجاه تدفق السيولة النقدية. ولم تظهر معنوية العلاقة لمتغير الحجم لعدم مقدرته على اجتياز اختبار (t)، وحسب مؤشر (Whited and Wu 2006) يكون متغير الحجم غير مهم معنوياً عندما تكون الشركات صغيرة وتعاني من قلة استثمار، وبالتالي صعوبة الشركات على الحصول على التمويل كبيرة.

❖ استخدم اختبار (F) لفحص ملائمة الأنموذج المستخدم، وقد اتضح من الجدول (٣) أن قيمة Prob (F-statistic) المحتسبة بلغت (0.000080)، مما يدل على معنوية الأنموذج المقدر من الناحية الإحصائية، مما يعني وجود علاقة طردية وقوية ذات دلالة احصائية بين المتغيرات، وتدل قيمة R^2 على أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في الأنموذج تفسر ما قيمته 22.5% من التغيرات الحاصلة في التمويل، ويعزى 77.5% من التغيرات إلى عوامل أخرى لا يتضمنها الأنموذج وهي قد تكون المخاطر الاخلاقية والسياسية وعدم اتباع معايير الحوكمة.

٢. تقدير وتحليل النظام المالي باستخدام مؤشرات النظام المصرفي: بعد ان تم استخدام نماذج البيانات المزدوجة الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الاثر الثابت ونموذج الاثر

العشوائي، وبعد اجراء اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الاثر الثابت والاثار العشوائي، اتضح ان نتائج نموذج الاثر الثابت هي الافضل من نموذج الانحدار التجميعي، والتي انعكست في الجدول (٤) التالي:

الجدول (٤): اختبار F المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونماذج الاثر الثابت والعشوائي لمؤشرات النظام المصرفي

اختبار التأثير	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F		3.468202	(6,69)	0.0047
Cross-section Chi-square		20.295739	6	0.0025
المتغيرات		Coefficient	Std. Error	t-Statistic
مؤشر النشاط (ACB)		00.33541	0.002954	1.521366
مؤشر الحجم (SIb)		0.154784	0.021231	0.988545
مؤشر الكفاءة (EFb)		0.002852	0.001165	2.447475
constant		0.055718	0.003398	16.39622
R-squared		0.073961	Mean dependent var	0.059167
Adjusted R-squared		0.061614	S.D. dependent var	0.028012
S.E. of regression		0.027135	Akaike info criterion	-4.350366
Sum squared resid		0.055222	Schwarz criterion	-4.289488
Log likelihood		169.4891	F-statistic	5.990136
Hannan-Quinn criter.		-4.326015	Prob (F-statistic)	0.016726
Durbin-Watson stat		0.999409	Mean dependent var	0.059167

الجدول من عمل الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

يوضح اختبار (F) المقيد في الجدول (٤) عدم معنوية النموذج التجميعي، ومعنوية نموذج الاثر الثابت، اذ بلغت قيمة p-value لاختبار (F) المقيد (0.0047) وهي أصغر من (0.05) لهذا سيتم اجراء اختبار Hausman في الجدول التالي للمفاضلة بين نماذج الاثر الثابت والاثار العشوائي لاختيار النموذج الافضل لتمثيل العلاقة بين المتغيرات.

الجدول (٥): اختبار Hausman للمفاضلة بين نماذج الاثر الثابت والاثار العشوائي لمؤشرات النظام المصرفي

الاختبار	Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
المقطع العرضي العشوائي	0.000650	1	0.9797
مقارنة اختبار الاثر الثابت بالاثار العشوائي			
المتغيرات	الاثر الثابت	الاثر العشوائي	Var(Diff.)
مؤشر النشاط (ACB)	00.20244	0.002893	0.000000
مؤشر الحجم (SIb)	00.19861	0.002987	0.000000
مؤشر الكفاءة (EFb)	0.002811	0.002826	0.000000

الجدول من عمل الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

يوضح الجدول (٥) ومن خلال اعتماد منهجية الاثر العشوائي (REF)، وباستخدام برنامج Eviews10، وبعد مفاضلتها بنتائج التقدير المستندة على منهجية الاثر الثابت (FEM) باعتماد

اختبار Hausman والموضحة في الجدول (٥) تبين قبول الفرضية البديلة وما تعكسه من عدم اتساق النتائج المقدرة وفقاً لمنهجية الاثر الثابت، الامر الذي يدفع باتجاه تبني منهجية الاثر العشوائي والتي ادرجت في الجدول التالي.

الجدول (٦): نتائج تقدير معاملات نموذج الاثر العشوائي وبصيغته الخطية لمؤشرات النظام المصرفي

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	المتغيرات
0.0095	1.056124	0.005731	0.001195	مؤشر النشاط (ACB)
0.0197	2.126430	0.009795	0.019874	مؤشر الحجم (Sib)
0.0345	2.153309	0.001313	0.002826	مؤشر الكفاءة (EFb)
0.0000	9.323900	0.005979	0.055749	constant
0.029004	Mean dependent var		0.058964	R-squared
0.025223	S.D. dependent var		0.046416	Adjusted R-squared
4.699357	F-statistic		0.024631	S.E. of regression
0.033347	Prob (F-statistic)		0.045502	Sum squared resid
			1.212724	Durbin-Watson stat

الجدول من عمل الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

يبين الجدول (٦) النظام المالي القائم على المصارف والمتمثلة بمتغير نشاط المصارف (ACb) ومتغير حجم المصارف (Sib) ومتغير كفاءة المصارف (EFb)، وقد اظهرت النتائج ما يلي:

❖ يستدل من النتائج المعروضة في الجدول (٥) على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين متغير الكفاءة المستخدم في نموذج المصارف في القطاع الصناعي والمتغيرات الاخرى عند مستوى ثقة 5%، ومن ثم فإن هذا المتغير سيقال اجراءات التمويل وفق النظرية المالية، حيث اوضح كل من (Levine 2004) و (Allen and Gale 2000) ان كفاءة الجهاز المصرفي وما تمارسه من دور رقابي وتضبيب للعمليات المالية والمصرفية يعمد على تقليل تكاليف الحصول على التمويل ويقل بشكل كبير الصعوبات المالية، وهو ما دفع بالكثير من الدول المتقدمة الى اعتماد النظام المالي القائم على المصارف مثل المانيا واليابان. ولم تظهر معنوية العلاقة لبقية المتغيرات لعدم مقدرتها على اجتياز اختبار t ، ويرى الباحث ان هناك قيود اخرى تتمثل بالمتغيرات العملية او قانونية أو اعتبارات استراتيجية مختلفة، وهذا متفق مع رؤية (Allen & Qian, 2010)، والذي يرى ان هناك مصادر بديلة لتمويل الشركات أكثر كفاءة من التمويل المستند على المصارف أو السوق المالي، اذ يوضح ان المصادر البديلة عدا المصارف والاسواق المالية تلبى 30% من متطلبات التمويل. وتوفر المصارف والاسواق المالية نسبة صغيرة من هذا التمويل لا تتجاوز 18.2 و 6.5% على التوالي. من ناحية اخرى، الدول المتجانسة مثل سنغافورة قادرة على ان تفصل أنظمتها المالية والقانونية لتدعم اقتصادها المحلي بتكاليف اقل نسبيا وهذا غير ممكن في الدول النامية.

❖ تشير قيم المعاملات (Coefficient) ان التغير في X_1 (مؤشر كفاءة المصارف) (EFb) بمقدار 100% سيغير Y ، وبنفس الاتجاه بمقدار 0.2%، وهي نسب منخفضة جداً.

❖ بالرغم من معنوية اختبار (F) عند مستويات الثقة الثلاثة، والتي بلغت (0.033347)، الا ان لم تظهر معنوية متغير حجم المصارف، ومتغير نشاط المصارف وأثره في النظام المالي.

❖ ودلت قيمة R^2 على أن نسبة التغير في نموذج الكفاءة تفسر ما يقارب 59% من التغيرات المالية، وهذا ما يدحض الفرضية الرئيسة الأولى للبحث.

خامساً. الاستنتاجات والمقترحات:

١. الاستنتاجات:

- أ. تعد مؤشرات الاسواق المالية وكذلك مؤشرات المصارف (الكفاءة والحجم والنشاط)، متغيرات مهمة في تحليل الانظمة المالية.
- ب. ان عمل النظام المالي القائم على الاسواق المالية، يحكمه المعلومات المالية، وبالتالي فان انخفاض جودة المعلومات يدفع الى عدم الاستقرار وعدم التوازن، الأمر الذي يؤثر سلباً في قدرة الشركات على وضع استراتيجية مالية تعزز هيكلها التمويلي.
- ج. توصلت الدراسة عند اختبار العلاقة بين مؤشرات الاسواق المالية والمتمثلة بـ (الكفاءة والحجم والنشاط)، الى وجود أثر ايجابي بين مؤشرات الاسواق المالية في القطاع الصناعي، والذي يوضح القدرة الجيدة للتمويل في هذا القطاع.
- د. عند اختبار العلاقة بين مؤشرات المصارف توصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية موجبة لمتغير الكفاءة، والذي يدل على قيام المصارف بأداء مهامها وتوفير الاموال بقدرة عالية، وهذا ما يؤثر قدرة النظام المالي على انتقال الاموال بين الوحدات المختلفة.

٢. المقترحات:

- أ. تعزيز كفاءة وحجم ونشاط النظام المالي، مما يساعد هذا النظام على الارتقاء بوظائفه المهمة في الاقتصاد.
- ب. تعد الاسواق المالية عنصر اساسي ومهم في اقتصاد الدول، الا ان الاسواق المالية في الدول العربية تعاني من ضغوطات كبيرة تتمثل بتدخل الحكومة عن طريق فرض قيود وتعقيدات على عمل الاسواق المالية، مما يحد من قدرة الاسواق المالية على تمويل الانشطة الاستثمارية للشركات، لذا بات على الاسواق المالية من تحرير عملياتها وتنمية قدرتها المالية والقانونية والتنظيمية والعملياتية، بما يتلاءم مع التطورات المالية العالمية والتي تزيد من قدرة الانظمة المالية العربية على الارتقاء بكفاءة المؤسسات المالية.
- ج. ضرورة تطوير المؤسسات المصرفية. كونها القلب النابض لأي نظام مالي.
- د. العمل على اجراء المزيد من الدراسات والبحوث، والتي تختص بالنظام المالي، وذلك من خلال دراسة تطور الانظمة المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، وكذلك تطوير النماذج التي توصل اليها (Levine, 2002) في قياس الانظمة المالية.

المصادر:

أولاً. الوثائق والنشرات الرسمية:

١. الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة البحرين (www.bahrainbourse.com/ar).
٢. الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة الكويت (www.boursakuwait.com.kw).
٣. الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة قطر (www.qe.com.qa/wp/mw).
٤. الموقع الالكتروني الرسمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية (www.adx.ae).
٥. الموقع الالكتروني الرسمي لسوق دبي المالي (www.marketwatch.dfm.ae).
٦. الموقع الالكتروني الرسمي لسوق مسقط للأوراق المالية (www.msm.gov.om).
٧. الموقع الالكتروني الرسمي للبنك المركزي العماني (www.cbo.gov.om/ar).

٨. الموقع الالكتروني الرسمي للبنك المركزي القطري (www.qcb.gov.qa).
 ٩. الموقع الالكتروني الرسمي للبنك المركزي الكويتي (www.cbk.gov.kw/ar).
 ١٠. الموقع الالكتروني الرسمي لمصرف الامارات المركزي (www.centralbank.ae/ar).
 ١١. الموقع الالكتروني الرسمي لمؤسسة النقد العربي السعودي (www.sama.gov.sa).
 ١٢. الموقع الالكتروني الرسمي لهيئة السوق المالي السعودي (www.cma.org.sa).
- ثانياً. المصادر العربية:**

١٣. الجميل، سرمد كوكب، ٢٠١٦، مراجعة منهجية في الفكر المالي، الطبعة الأولى، Noor Publishing, Germany.
 ١٤. الجميل، سرمد كوكب، ٢٠١٢، المدخل الى ادارة المؤسسات المالية، الطبعة الاولى، دار ابن الاثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل.
 ١٥. العراقي، بشار أحمد، ٢٠١٨، أثر تقلبات عرض النقد على أسعار الاسهم: تطوير نموذج لأسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، المجلة العربية للعلوم الادارية، مجلد ٢٤، العدد ٣، الكويت.
- ثالثاً. المصادر الأجنبية:**

1. Akoka, J., and Wattiau, Comyn, 1997, An expert system for financial and accounting information system auditing, Elsevier Science,, No.10, 8-19.
2. Davidson, Paul, 2002, Financial Markets, Money and the Real World, Edward Elgar, Britain.
3. Drake, Pamela Peterson, and Fabozzi, Frank J., 2010, the Basics of Finance, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, America.
4. Fohlin, Caroline, 2014, Financial Systems and Economic Development in Historical Perspective, Emory University, www.ssrn.com.
5. Fox, Justin, 2013, What We've Learned from the Financial Crisis, Harvard business review, Vol. 91, No.11
6. Howells, Peter, and Bain, Keith, 2007, Financial Markets and Institutions, 5th ed, Prentice Hall, Britain.
7. IMF, 2006, International Monetary Fund Annual Report 2006: Making the Global Economy Work for All, <https://www.imf.org/>.
8. Klemkosky, Robert C., 2013, Financial system fragility, journal Business Horizons, Vol.56, No.6, 675-683.
9. Lavezzolo, Sebastián, Lluesma, Carlos Rodríguez, and Elvira, Marta M., 2018, National culture and financial systems: The conditioning role of political context, Journal of Business Research. No.85, 60-72.
10. Leuz, Christian, and Wüstemann, Jens, 2003, The Role of Accounting in the German Financial System, Working paper CFS, No. 2003/16, Oxford University.
11. Levine, Ross, 2002, Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better? Journal of Financial Intermediation, Vol.11, No.4, 398-428.
12. Schinasi, GarryJ, 2005, Preserving Financial Stability, <https://www.imf.org>.
13. Schmidt, Reinhard H., and Tyrell, Marcel, 2003, what constitutes a financial system in general and the German financial system in particular, Working Paper SERIES, Oxford University, London.