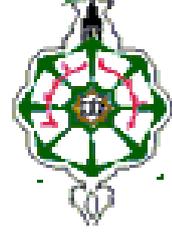
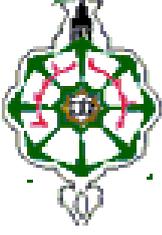


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان -

كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص تحليل اقتصادي

**بعنوان :**

## الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي

تحت إشراف الأستاذ الدكتور :

أ.د. بن بوزيان محمد

من إعداد الطالب :

سعدوني محمد

### نة المناقشة

أ.د. طاولي مصطفى كمال ..... أستاذ التعليم العالي - جامعة تلمسان ..... رئيسا  
أ.د. بن بوزيان محمد ..... أستاذ التعليم العالي - جامعة تلمسان ..... مشرفا  
أ.د. بن باير الحبيب ..... أستاذ التعليم العالي - جامعة وهران ..... ممتحنا  
أ.د. يوسف رشيد ..... أستاذ التعليم العالي - جامعة مستغانم ..... ممتحنا  
د. بن سعيد محمد ..... أستاذ محاضر - جامعة سيدي بلعباس ..... ممتحنا  
د. بن لدغم فتحي ..... أستاذ محاضر - جامعة تلمسان ..... ممتحنا

السنة الجامع

2015-2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الإهداء

إلى الوالدين الكريمين قدوتي في الجد والمثابرة والتي سعت بدعمهما ودعائهما لي لتحقيق  
الطمأنينة في النفس والثقة لبلوغ هذا النجاح.

إلى زوجتي والتي لم تبخل علي بإعطائي الحافز لإتمام هذا العمل .

إلى ابني بهاء الدين الذي طالما داعب القلم بأنامله و هو لم يدرك بعد معنى القراءة و  
الكتابة.

إلى إخوتي سفيان, بوزيان, سعيد, بن عامر, هجيرة, الضاوية و فاطمة ,

أهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا أيضا إلى باقي أفراد أسرتي الكريمة خاصة سعدوني عبد  
القادر والتي شجعتني للسير في طريق العلم والى كل باحث وطالب علم حريص على تلقي  
العلم النافع .

## شكر وتقدير

بداية أتوجه بالحمد والشكر لله سبحانه وتعالى بأن من علي بفضلله وأعانني على انجاز هذا العمل والانتهاه منه راجيا المولى القدير بأن تتحقق به بعض الفائدة العلمية .

فالشكر يبدأ أولاً لمن كان له الفضل بعد الله لقبوله بالإشراف على هذه الرسالة وتواضعه بالرغم من مشاغله والتزاماته الكثيرة وارتباطاته الإدارية على مستوى الجامعة وخارجها الاساذ الدكتور الفاضل / بن بوزيان محمد. فأشكره كل الشكر على مساعدته العلمية والمعنوية، فكان لتوجيهاته السديدة وملاحظاته القيمة الأثر الأكبر في إتمام هذا البحث ..

والشكر موصول للأستاذ / عبد الحفيظ مازري على مساعدته لي .

كما يسرني أن أتقدم بالشكر للسادة أعضاء لجنة المناقشة .

كما اتقدم بالشكر الخالص الى جميع الاصدقاء الذين قدموا لي العون و المساعدة.

## الفهرس

	الاهداء
	التشكرات
I	الفهرس
II	قائمة الجداول
III	قائمة الاشكال
IV	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
01	الفصل الاول: الاطار النظري للتكامل الاقتصادي و التكامل النقدي
01	مقدمة الفصل:
02	المبحث الأول: طبيعة التكامل الاقتصادي
02	1- تحديد مفهوم التكامل الاقتصادي
05	2- أسس التكامل لاقتصادي
07	3- أشكال التكامل لاقتصادي
12	4- دوافع التكامل لاقتصادي
14	5- الآثار الاستاتيكية و الديناميكية للتكامل الاقتصادي
19	المبحث الثاني: التكامل النقدي
19	1- مفهوم التكامل النقدي أو الوحدة النقدية
21	2- أنواع التكامل النقدي
24	3- أهداف التكامل النقدي
26	4- دور الاتحاد النقدي في تحقيق الاتحاد الاقتصادي
26	5- العناصر المكونة للاتحاد النقدي
29	المبحث الثالث: نظريات ومعايير المنطقة النقدية المثلى
29	1- مناطق العملة المثلى
30	2- حركة عوامل الإنتاج لـ Mundell
32	3- الاندماج المالي لـ Ingram
32	4- درجة الانفتاح الاقتصادي لـ Mc Kinnon
34	5- طبيعة التخصص لـ Kenen

35	6- تقارب نسب التضخم لـ Fleming.....
35	7- الاندماج الجبائي لـ Kenen.....
36	8- تناسب التفضيلات لـ Cooper و Kindleberger.....
37	9- تحليل فوائد وتكاليف المنطقة النقدية المثلى.....
44	<b>المبحث الرابع: التكتلات الإقليمية .....</b>
44	1- أبرز التكتلات الاقتصادية الإقليمية.....
48	2- تجارب أخرى من التكامل والتعاون الاقتصادي.....
57	3- التكتلات الاقتصادية والتجارة العالمية.....
59	4- شروط نجاح التكتلات الإقليمية.....
61	5- تقييم فاعلية التكتلات الاقتصادية في الدول النامية.....
64	خاتمة الفصل.....
65	<b>الفصل الثاني: الاطار النظري لأسواق الاوراق المالية.....</b>
65	مقدمة الفصل.....
66	<b>المبحث الاول: ماهية الاسواق المالية.....</b>
66	1- الاسواق المالية: النشأة و المفهوم.....
72	2- سوق الاوراق المالية: مفهومها, أنواعها و وظائفها.....
82	3- المشتقات المالية.....
85	<b>المبحث الثاني: مؤشرات و كفاءة أسواق الاوراق المالية .....</b>
85	1- مؤشرات أسواق الاوراق المالية.....
94	2- كفاءة سوق اوراق المالية.....
108	<b>المبحث الثالث: مقومات وآليات الربط بين الاسواق المالية.....</b>
108	1- مقومات الربط بين الاسواق المالية.....
110	2- نماذج الربط بين البورصات.....
114	3- الجدوى الاقتصادية لعملية الربط بين الاسواق المالية.....
115	4- اتفاقيات التعاون و الربط بين الاسواق العربية.....
121	خاتمة الفصل.....
122	<b>الفصل الثالث: مجلس التعاون الخليجي و العمل الاقتصادي المشترك.....</b>
122	مقدمة الفصل.....
123	<b>المبحث الاول: نظرة عامة عن مجلس التعاون الخليجي.....</b>
123	1- نشأة مجلس التعاون الخليجي.....
127	2- أجهزة مجلس التعاون الخليجي.....

128	.....	3- مرجعيات العمل العربي المشترك
131	.....	4- الخصائص الهيكلية لاقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي
139	.....	<b>المبحث الثاني: مراحل التكامل الاقتصادي الخليجي</b>
139	.....	1- منطقة تجارة حرة
140	.....	2- الاتحاد الجمركي
145	.....	3- السوق المشتركة
152	.....	4- التحديات التي تواجه مسيرة التكامل الاقتصادي الخليجي
159	.....	<b>المبحث الثالث: الاتحاد النقدي الخليجي و العملة الموحدة</b>
159	.....	1- التطورات النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي
163	.....	2- أهداف الاتحاد النقدي الخليجي
165	.....	3- متطلبات الاتحاد النقدي
168	.....	4- البنية التشريعية و المؤسساتية للاتحاد النقدي
172	.....	5- تحليل معايير التقارب
181	.....	6- دور العملة الخليجية الموحدة في تعزيز العلاقات البينية
183	.....	خاتمة الفصل
184	.....	<b>الفصل الرابع: أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي</b>
184	.....	مقدمة الفصل
185	.....	<b>المبحث الاول : نشأة و تطور الاسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي</b>
185	.....	1- نشأة أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي
190	.....	2- مؤشرات تطور أسواق الاوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي
206	.....	<b>المبحث الثاني: واقع أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي</b>
206	.....	1- خصائص أسواق المال الخليجية
211	.....	2- واقع تداول و شراء الاسهم و تأسيس الشركات المساهمة بدول مجلس التعاون الخليجي
213	.....	3- متطلبات الربط بين الاسواق الخليجية
216	.....	4- معوقات التكامل بين أسواق المال الخليجية
217	.....	5- جهود دول مجلس التعاون الخليجي لتجسيد تكامل الاسواق المالية
221	.....	<b>المبحث الثالث: الدراسة القياسية لاختبار تكامل الاسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي</b>
221	.....	1- صياغة نموذج الدراسة
229	.....	2- نتائج التحليل القياسي
229	.....	1-2- وصف متغيرات الدراسة

237	.....	2-2- اختبار الاستقرارية
237	.....	2-3- اختبار علاقات التكامل المشترك لـ Johansen
239	.....	2-4- اختبار علاقات التكامل المشترك لـ Engel&Granger
240	.....	2-5- اختبار السببية
242	.....	خاتمة الفصل
243	.....	الخاتمة العامة
250	.....	قائمة المراجع
161	.....	قائمة الملاحق

## 1- قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
10	خصائص المنهج التقليدي للتكامل و المنهج البديل	01-01
45	أهم المؤشرات الاقتصادية للاتحاد الأوروبي للفترة ( 1996-2000)	02-01
46	أهم المؤشرات الاقتصادية لتكتل نافتا في الفترة (1996-2000)	03-01
47	أهم المؤشرات الاقتصادية لتكتل آسيان في عام 2000	04-01
48	أهم المؤشرات الاقتصادية لتكتل أبك في عام 2000	05-01
51	أشكال التعاون والتكامل الاقتصادي في آسيا	06-01
56	أكثر التكتلات الإقليمية نشاطا	07-01
57	تجارة أهم التكتلات الاقتصادية في العالم سنة 2000	08-01
133	حجم التبادلات التجارية الخليجية حسب العملات	01-03
138	معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة (2011-2012)	02-03
140	اجمالي التجارة البينية لدول المجلس خلال الفترة (1983-2002)	03-03
162	تأسيس البنوك المركزية و العملة الوطنية في دول مجلس التعاون الخليجي	04-03
174	معدلات التضخم السنوية في دول مجلس التعاون	05-03
175	أسعار الفائدة في دول مجلس التعاون	06-03
176	عدد أشهر تغطية الاحتياطات من النقد الاجنبي لواردات السلعية في دول المجلس	07-03
177	نسبة الفائض (العجز) في الموازنة الحكومية الى الناتج المحلي الاجمالي بدول مجلس التعاون	08-03
178	نسبة الدين على الحكومة العامة الى الناتج المحلي الاجمالي بدول مجلس التعاون الخليجي	09-03
179	نسبة الدين على الحكومة المركزية الى الناتج المحلي الاجمالي بدول مجلس التعاون الخليجي	10-03
191	القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في أسواق الاسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة (2003-2013)	01-04

193	عدد الشركات المدرجة في أسواق الاسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة (2003-2013)	02-04
196	أحجام التداول و معدل دوران الاسهم في أسواق الاسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة (2003-2013)	03-04
202	أوزان الاسواق الخليجية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي	04-04
208	تصنيف المتداولين في الاسواق المالية الخليجية	05-04
208	نسبة التداول الاعلى ست شركات	06-04
210	تذبذب عوائد الاسهم في بعض الاسواق الخليجية	07-04
230	وصف متغيرات الدراسة	08-04
237	اختبار Dickey-Fuller لاستقرار السلاسل الزمنية	09-04
238	اختبار رتبة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة	10-04
239	اختبار علاقة التكامل المشترك الثنائي	11-04
240	اختبار السببية	12-04

## 2- قائمة الاشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01-01	أشكال و درجات التكامل الاقتصادي	09
02-01	آثار التكامل الاقتصادي	18
03-01	عدم تماثل الصدمات في اتحاد نقدي	31
04-01	شروط المنطقة النقدية المثلى	37
05-01	ايجابيات و تكاليف الانضمام الى المنطقة النقدية	38
01-02	التغير في ظل الكفاءة الاقتصادية و الكفاءة الكاملة	97
02-02	المعلومات و آلية تسعير الورقة المالية	101
01-03	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية بدول مجلس التعاون الخليجي	132
02-03	التجارة الخارجية لدول مجلس التعاون الخليجي	134
03-03	حصة الايرادات الهيدروكربونية من الايرادات الحكومية	136
04-03	اجمالي التجارة البينية لدول المجلس	145
05-03	عدد مواطني دول المجلس الذين دخلوا الى الدول الاعضاء الاخر	148
06-03	عدد التراخيص الممنوحة لمواطني دول المجلس لمزاولة الانشطة الاقتصادية في دول الاعضاء الاخرى	149
07-03	عدد مواطني دول المجلس الممتلكين للعقار في الدول الاعضاء الاخرى	150
08-03	عدد المساهمين من مواطني دول المجلس في الشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس بالدول الاعضاء الاخرى	151
01-04	الاداء الشهري لأسواق المال الخليجية خلال الفترة 2003-12-31 الى 2013-12	230
02-04	سلسلة الفروق الاولى لمؤشر BSE	231
03-04	سلسلة الفروق الاولى لمؤشر DFM	232
04-04	سلسلة الفروق الاولى لمؤشر DMS	233
05-04	سلسلة الفروق الاولى لمؤشر KSE	234
05-04	سلسلة الفروق الاولى لمؤشر MSM	235
06-04	سلسلة الفروق الاولى لمؤشر SSM	236

### 3- قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	عدد الشركات المساهمة و الشركات المسموح تداول اسهمها لمواطني دول المجلس	262
02	الدول المستقبلية للمساهمين في الشركات المسموح تداول اسهمها لمواطني الدول الاعضاء الاخرى	262
03	مؤشرات عامة	263
04	نتائج الدراسة	263

# المقدمة العامة

شهدت البيئة الاقتصادية العالمية مع نهاية القرن العشرين تطورات متسارعة. كان لها آثار مهمة على العلاقات الاقتصادية الدولية ولعل أهم هذه التطورات الاتجاه نحو الإقليمية، وفي هذا الصدد ظهرت اتجاهات قوية نحو تشكيل تجمعات اقتصادية إقليمية، إذ بات الاندماج والتكامل من أهم سمات العصر الحديث حيث انتشرت أفكار التقارب والتفتح بقوة تحت تسمية حديثة ومصطلح أكثر شمولية فشاغ مفهوم العولمة ليعبر عن نظام دولي جديد يقود سياسته النقدية صندوق النقد الدولي و سياسته التجارية منظمة التجارة العالمية.

والمتتبع للأحداث و الوقائع الاقتصادية منذ مطلع القرن الماضي يستشف أن الاتجاهات العالمية المتسارعة أدت إلى حدوث تغيرات عديدة في المجالات الاقتصادية الفنية والقانونية، ففي ظل العولمة أصبحت النظرة إلى السوق كأداة لتحقيق النمو الاقتصادي أكثر اتساعاً، وتراجع الدور المركزي والدور التدخلية للدولة في عملية التخطيط، إلى جانب تراجع دور القطاع العام أيضاً، بحيث أصبحت الأنشطة الاقتصادية العالمية أكثر ترابطاً وانفتاحاً على الخارج، وتخطياً للحدود الإقليمية. وفي ظل هذه التغيرات بدأت التنمية الاقتصادية تأخذ أبعاداً أكثر اتساعاً وأنماطاً أكثر مرونة، وأصبحت إجراءات التحرير والخصخصة وتعظيم أنشطة الشركات متعددة الجنسيات وعمليات التصحيح المالي والهيكلية الاقتصادية، والمنافسة الحرة وغيرها، تشكل مجموعة الأدوات التطبيقية والتنظيمية لتلك التغيرات الفعلية.

وقد أقت هذه التطورات التي اجتاحت العالم على مختلف الأصعدة بظلالها على مختلف الاقتصاديات من خلال التوجه نحو تحقيق التكامل الاقتصادي فيما بينها، وذلك من خلال زيادة الاعتماد المتبادل خاصة في مجالات تدفقات السلع والخدمات ورؤوس الأموال على المستوى الدولي. ومثلت المكاسب المالية والتجارية الناتجة عن تنشيط حركة التجارة والاستثمار، والاستفادة من تحركات عوامل الإنتاج، وفرص التوظيف الدولية للعمالة ورأس المال، أهم دوافع ذلك التوجه.

ويعتبر الاتحاد الأوروبي ومنطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (النافتا)، ومنتدى التعاون الاقتصادي لدول آسيا والمحيط الهادي (أبيك) وغيرها من بين أهم التكتلات على

المستوى الدولي، والتي قامت أساسا بدافع تحقيق الأهداف المشتركة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

و كان لظهور الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي متوجا بالعملة الأوروبية الموحدة " اليورو" منعرجا حاسما وهاما في مستقبل النظام النقدي الدولي إذ دخلت أوروبا عهدا جديدا في يناير من سنة 1999 وذلك بتبني إحدى عشرة دولة لعملة جديدة هي اليورو، حيث تعتبر المرحلة النقدية التي دخلت فيها هذه الدول من أهم مراحلها الاقتصادية، كما أن ظهور اليورو كعملة موحدة لدول الاتحاد الأوروبي وكعملة دولية جديدة كانت لها العديد من النتائج الايجابية سواء فيما يتعلق بتقليص تكاليف المعاملات والتبادلات أو فيما يتعلق بتيسير التجارة البينية وتسوية المدفوعات عن طريق اعتماد آلية موحدة ومشاركة للتسديد والدفع، الا ان اليورو واجهته العديد من المشكلات و لعل ابرزها أزمة الديون الأوروبية و التي كادت ان تعصف باستقرار منطقة اليورو، فكانت هذه فرصة لاستخلاص الدروس و العبر بالنسبة للدول الراغبة في السير نحو الوحدة النقدية، على غرار دول مجلس التعاون الخليجي التي تسعى حاليا إلى تحقيق التكامل النقدي عن طريق إنشاء عملة موحدة للمنطقة، وذلك من خلال استكمالها لعملية التكامل الاقتصادي، وتحقيق تقارب اقتصادي فيما بينها ، كما ان نجاح التجربة الخليجية مرتبط بعدة معايير أساسية كالتالي وقعتها دول اليورو في ماستريخت و تتمثل بوضع سقف محدد للعجز الممكن في موازنات الدول الاعضاء الموقعة و النسبة القصوى لدينها العام بالنسبة للنتائج المحلي الاجمالي و كذلك معدلات الفائدة و التضخم و هي " معايير التقارب " التي يتعين أن تلتزم بها الدول كي تتأهل للانضمام أو البقاء في الوحدة النقدية.

و يعتبر قرار دول مجلس التعاون الخليجي باعتماد عملة مشتركة خطوة جريئة من نوعها على المستوى العربي في التاريخ المعاصر، حيث تعود الفكرة مع نشأة المجلس فقد أشارت الوثيقتان الرئيسيتان للمجلس ، النظام الأساسي والاتفاقية الاقتصادية الموحدة لعام 1981م ، إلى الخطوط العريضة والمعالم الأساسية والعاملة لبرنامج التعاون والتكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون، وضمن مجالات التعاون الأخرى التي استهدفها إنشاء المجلس فقد تناولت الاتفاقية الاقتصادية الموحدة مراحل التكامل الاقتصادي حيث تحدثت

بالتفصيل عن منطقة تجارة حرة وتوحيد التعرفة الجمركية ، وتناولت بإجمال متطلبات السوق المشتركة والاتحاد الاقتصادي والنقدي بما في ذلك ما نصت عليه المادة "22" من الاتفاقية الاقتصادية الموحدة بأن " تقوم الدول الأعضاء بتنسيق سياستها المالية والنقدية والمصرفية وزيادة التعاون بين مؤسسات النقد والبنوك المركزية بما في ذلك العمل على توحيد العملة لتكون متممة للتكامل الاقتصادي المنشود فيما بينها " .

ومنذ ذلك الوقت بدأ العمل لتحقيق التكامل بين دول المجلس ، فقد أنشئت في إطار المجلس عام 1983م لجنة محافظي مؤسسات النقد والبنوك المركزية في دول المجلس بهدف تنفيذ ما نصت عليه هذه المادة وتنسيق السياسات النقدية والمصرفية ، وتفرع عن لجنة المحافظين لجان متخصصة لدراسة الجوانب الفنية للتعاون والتكامل في مجالات الإشراف والرقابة والتدريب المصرفي ونظم المدفوعات . وفي عام 2002م أنشئت لجنة الاتحاد النقدي.

و خلال الفترة ما بين 1985-1987 أجرت لجنة المحافظين مشاورات مكثفة بين الدول الأعضاء للتوصل، كخطوة أولى نحو العملة الخليجية الموحدة، إلى مثبت مشترك لعملات دول المجلس، وطرحت حقوق السحب الخاصة SDR كمشبت مشترك غير أنها لم تحصل على الإجماع.

ونظرا للاستقرار النسبي في أسعار الصرف التقاطعية لعملات دول مجلس التعاون خلال الثمانينات والتسعينات ، ولكون إقامة الاتحاد النقدي وإصدار عملة موحدة تعتبر مرحلة تكاملية متقدمة يسبقها في الغالب وفق النظرية الاقتصادية مراحل تكاملية أخرى هي منطقة التجارة الحرة والاتحاد الجمركي والسوق المشتركة، فقد كان الرأي السائد داخل مجلس التعاون في أوائل التسعينات أن الوقت لم يحن بعد لبحث تفاصيل إقامة الاتحاد النقدي وإصدار العملة الموحدة، ولذلك ارتأى وزراء المالية والمحافظين بدول المجلس تأجيل بحثه إلى نهاية عقد التسعينات.

وبنهاية عقد التسعينات ، ونظرا لتحقيق تقدم فيما يتعلق بالاتحاد الجمركي لدول مجلس التعاون ولنجاح الاتحاد الأوربي في موضوع اليورو ، وانطلاقا من توجه دول المجلس

لتعزيز العمل الاقتصادي المشترك وتبني آليات وبرامج زمنية لتحقيقه أعيد بحث موضوع العملة الخليجية الموحدة ، وقرر المجلس الأعلى في قمته التي عقدت في مملكة البحرين في ديسمبر 2000م تبني الدولار الأمريكي مثبتا مشتركا لعملات دول المجلس في المرحلة الحالية ، ووجه وزراء المالية والمحافظين بإعداد برنامج زمني لإقامة الاتحاد النقدي واصدر العملة الخليجية الموحدة.

ومع انتشار وتعميم مفاهيم الانفتاح الاقتصادي برز دور رأس المال بشكل جلي كعنصر جوهري في عمليات تحقيق التنمية الاقتصادية وأصبحت بذلك الأسواق المالية تمثل قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي، وبحكم ثورة الاتصالات والمعلومات أضحت أسواق المال العالمية أكثر تقاربا وانسجاما وارتباطا تتلاشى فيها الحدود الجغرافية والاعتبارات القطرية وأصبحت حركة رؤوس الأموال أكثر تحررا.

وفي ظل هذا الوضع الراهن لم يكن للدول النامية بصفة عامة و دول مجلس التعاون الخليجي بوجه خاص إلا اختيار التفاعل والقبول بالعملة كخيار وحيد متاح أمامها على أمل الانتقال والقفز باقتصاداتها المتخلفة نحو إعادة التوازن وتحريرها من القيود وجعلها أكثر انفتاحا على العالم الخارجي.

وفي هذا الصدد تناولت الاتفاقية الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي موضوع تكامل الاسواق المالية بما يشمل وضع اليات لتفعيل المادة الخامسة من الاتفاقية التي تنص على تكامل الاسواق المالية الخليجية و توحيد السياسات و الانظمة المتعلقة بها, بهدف تنمية الاستثمارات المحلية و الخارجية بدول مجلس التعاون و توفير بنية استثمارية تتسم بالشفافية و الاستقرار.

و في هذا المضمار و تنفيذًا لقرارات المجلس الأعلى في دورته الثلاثين ( الكويت , ديسمبر 2009), تم اعتماد القواعد و المبادئ الموحدة لتكامل الاسواق المالية بدول المجلس عن طريق توحيد العديد من قواعد ادراج الاسهم و السندات و الصكوك.

كما ان التكامل سيتم من خلال ايضا وحدات صناديق الاستثمار و قواعد الافصاح للأوراق المالية المدرجة و مبادئ الحوكمة للشركات المدرجة و قواعد طرح الاسهم و اصدار السندات و الصكوك و طرح صناديق الاستثمار ,

و مما لا شك فيه ان تكامل اسواق المال الخليجية يتطلب من هيئات اسواق المال كجهات رقابية ضمان سلامة و نزاهة اسواق المال و تحفيز و تطوير و تنمية هذه الاسواق مما يشكل لها تحديات كبيرة تتطلب التفاعل المدروس و السريع و استقراء المستقبل و تعزيز البنية التشريعية و الرقابية لحماية الاسواق و المتعاملين ما يتطلب مزيد من التنسيق .

#### - الإشكالية:

تعتبر أسواق الاسهم في دول مجلس التعاون الخليجي من الاسواق الناشئة و هي تسعى الى التطور و الرقي و مجارة التطورات الاقتصادية في تلك الدول , اذ يعول عليها في استيعاب التدفقات النقدية الكبيرة و توجيهها نحو الاستثمارات المنتجة, الا ان هذه الاسواق تعاني من مشكلات عديدة على المستوى الكلي و الجزئي , ولعل عدم تكامل هذه الاسواق احدى تلك المشكلات التي يرتبط تأثيرها مباشرة بمشكلة حدة التذبذب و بالتالي كفاءة الاسواق واستقرارها الامر الذي جعل تكلفة تمويل الشركات مرتفعة و من ثم يؤثر ذلك سلبا على المستوى الاستثماري في هذه البلدان,

كما ان هناك عدة معوقات تحد من تكامل هذه الاسواق, مما قد يفقدها أهميتها خاصة و أن دول مجلس التعاون الخليجي سائرة الان في طريق التكامل النقدي فيما بينها,

و بناء على ما سبق وللاإمام اكثر بجوانب الموضوع ارتأينا صياغة اشكالية بحثنا على النحو التالي:

▪ هل يؤدي قيام الوحدة النقدية بين دول مجلس التعاون الخليجي إلى تعزيز تكامل أسواق رأس المال ؟

وتقتضي معالجة هذه الإشكالية التطرق أيضا إلى مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي يمكن طرحها كما يلي:

▪ ماهي مسيرة تكامل الاقتصاديات الخليجية و أهم انجازاتها ؟

- ما هي اهم ملامح الاقتصاديات الخليجية ؟
- ما هي مقومات نجاح الاتحاد النقدي بين دول مجلس التعاون الخليجي ؟
- ما مدى وجود تقارب بين الاقتصاديات الخليجية؟
- ما هو واقع اسواق راس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟
- ما هي متطلبات الربط بين أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي ؟
- ما هي عقبات تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي ؟

- الفرضيات:

نظرا لطبيعة ومحتوى الموضوع فقد تم إرفاق إشكالية هذه الدراسة بالعديد من الفرضيات التي يمكن طرحها ثم الإجابة عليها من خلال محتوى فصول الدراسة، و يمكن ذكرها كما يلي:

- تتوفر دول مجلس التعاون على معظم شروط معايير التقارب المطلوبة، مما يؤهل تلك الدول لتحقيق التكامل الاقتصادي والنقدي فيما بينها.
- أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي ليست متكاملة فيما بينها،

- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل عام الى :

- التعرف على أهمية التكامل الاقتصادي والنقدي بين الدول، ومجموعة الفوائد المتعددة التي يمكن أن يحققها للدول الأعضاء.
- التعرف على المنطقة النقدية المثلى، وأهم محددات ومعايير وشروط تلك المنطقة.
- التعرف على مشروع العملة الموحدة لدول مجلس التعاون الخليجي ودورها في تعزيز العلاقات البنينة، وتقييم واقع ومسار تطور تلك الوحدة منذ نشأة المجلس، وصولا إلى الرغبة في إقرار العملة المشتركة.
- معرفة واقع اسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي على ضوء نشأتها و تطورها و العقبات التي تحول دون تكاملها،
- تهدف الدراسة في جانبها القياسي الى تحديد علاقات التكامل الموجودة بين مختلف أسواق رأس المال بدول المجلس باستخدام اختبار التكامل المشترك و اختبار السببية،

- أهمية الدراسة:

تظهر أهمية هذه الدراسة من خلال عدة اعتبارات أهمها الاعتبارات المرتبطة بالفوائد والمزايا المرتبطة بالعملية التكاملية، خاصة وان نجاح التجربة الاوروبية في مجال التكامل الاقتصادي و النقدي، أعطت دفع للعديد من التكتلات الاقتصادية نحو الدخول في مشاريع للوحدة النقدية لتحقيق نفس الهدف.

كما تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية تجربة التكامل بين دول مجلس التعاون الخليجي التي انطلقت منذ اكثر من ثلاثين سنة، ومن أهمية مشروعها نحو الوحدة النقدية و التي تعتبر خطوة اذا تجسدت، الاولى من نوعها على مستوى العالم العربي و على مستوى الدول النامية بصفة عامة.

ان دراسة تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي تنطوي على أهمية كبيرة كونها تعزز مسار الوحدة النقدية اذ هناك علاقة وثيقة بين مدى التطور في الاسواق المالية و الزيادة في معدلات النمو الاقتصادي، كما يعتبر ربط الاسواق المالية مع بعضها البعض احدى أهم أليات التنمية الاقتصادية ، وعلى هذا فأهمية البحث تكمن في أهمية دراسة البورصات الخليجية كآلية تستهدف تحقيق التكامل المالي الخليجي و العربي وزيادة التدفقات المالية العربية.

- الدراسات السابقة:

حظي موضع الوحدة النقدية و تكامل أسواق رأس المال بالاهتمام من قبل العديد من الباحثين الذين بينوا أهميته في دعم التنمية الاقتصادية و العوامل المؤثرة عليه و المقاييس المختلفة التي يستدل بها في معرفته، ولقد تباينت تلك الدراسات من حيث منهجية التحليل و النتائج التي تم التوصل اليها، الا ان هذه الدراسات النظرية و العملية اصلت لهذا الموضوع، ويمكن التطرق إلى أهم تلك الدراسات كما يلي:

▪ دراسة (Agmon 1972) :

قام الباحث بجمع و مقارنة المؤشرات الشهرية لأربعة اسواق مالية هي و،م،أ، ألمانيا، اليابان و بريطانيا خلال الفترة يناير 1955 الى أكتوبر 1966 ، وخلص Agmon الى وجود ترابط قوي بين هذه الاسواق،

### ■ دراسة (Hillard(1979):

استعمل الباحث المؤشرات اليومية لأسواق الاسهم لكل من فرانكفورت و نيويورك و طوكيو, زيورخ , امستردام , باريس , لندن, ميلان و تورونتو لمعرفة مدى ترابطها خلال فترة الازمة البترولية من جويلية 1973 الى غاية افريل 1974 , حيث استخدم الباحث تحليل Cross-spectral ووجد ارتباط كبير بين الاسواق التي تنتمي لنفس القارة و ارتباط ضعيف بين الاسواق التي تختلف في الموقع الجغرافي,

### ■ دراسة (Kasa(1992):

يعتبر من الباحثين الاوائل الذين استخدموا اختبار التكامل المشترك لدراسة تكامل الاسواق المالية, حيث وجد ترابط كبير بين خمسة أسواق مالية للدول الصناعية التالية: امريكا و كندا , المانيا, انجلترا و اليابان ,

### ■ دراسة (Moon (2001):

استخدم الباحث تحليل التكامل المشترك لاختبار تكامل أسواق المال بدول شرق آسيا و مقارنته مع تكامل الاسواق الاوروبية, حيث وجد ترابط قوي بين اسواق المال لدول شرق آسيا أكبر من نظيراتها الاوروبية,

### ■ دراسة (Neaime (2002):

استخدم الباحث اختبار جذر الوحدة لتحديد تكامل (07) اسواق مالية من شمال افريقيا و الشرق الاوسط و المتمثلة في اسواق كل من البحرين, مصر, الاردن, الكويت, المغرب, السعودية وتركيا. بالنسبة لاختبار جذر الوحدة استخدم اختبار Phillips-Perron(PP) و اختبار (ADF) لتحديد الاستقرار, كما استخدم اختبار التكامل المشترك لـ (Johansen(1988).

كما قام بعزل اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي في مجموعة و ترك كل من اسواق مصر و تركيا و المغرب و الاردن في مجموعة اخرى والتي وجدها متكاملة مع بعضها , بينما وجد اسواق دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بتكاملها الضعيف,

▪ دراسة (2002) Esteban Jadresic :

حسب هذه الدراسة فان قيام اتحاد نقدي بين دول مجلس التعاون الخليجي له عدة إيجابيات مثل تعزيز الكفاءة الاقتصادية في المنطقة وتعميق التكامل الإقليمي وتطوير اقتصاداتها. ومع ذلك فإنه ينبغي أن يشمل ذلك على إزالة التشوهات التي تحول دون التجارة البينية والاستثمار، ومزيد من اتفاقات لضمان استقرار الاقتصاد الكلي والتكامل السياسي

▪ دراسة (2003) Aqil Mohd & Hadi hassan :

اهتمت الدراسة باختبار تكامل اسواق المال لكل من الكويت, البحرين و عمان باستخدام المؤشرات الاسبوعية لهذه الاسواق, وتطبيق اختبار التكامل المشترك لـ (1988) Johansen و معامل تصحيح الخطأ و اختبار السببية لـ Granger , و توصلت الدراسة الى وجود علاقة تكامل طويلة الاجل بين كل من البحرين و الكويت كما دعت الدراسة التي اتباع سياسة تحرير الاسواق المالية بدول الخليج و فتحها امام المستثمرين الاجانب,

▪ دراسة (2004) Saleh I. Alsuhaibani :

استخدم الباحث المؤشرات الاسبوعية لاختبار تكامل أسواق الاسهم لكل من البحرين, قطر, السعودية, الكويت, عمان, مطبقا اختبار التكامل المشترك لـ (1988) Johansen و اختبار السببية لـ Granger, حيث وجد (03) علاقات تكامل بين كل من سوقي البحرين والكويت, البحرين و عمان, قطر و الكويت ,

▪ دراسة شركة (2005) McKinsey :

بتكليف من الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي, أعدت شركة McKinsey في ابريل 2005 دراسة حول تطوير و دمج أسواق المال الخليجية, أفادت بأن تطوير اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي و ربطها يمكن ان يؤدي الى زيادة في اجمالي الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدول بنسبة تتراوح ما بين 10%-34% خلال العشر سنوات القادمة, كما يمكن ان يوفر ما بين مليون الى ثلاث ملايين فرصة عمل, كما أشارت الدراسة الى ان ربط البورصات هو أحد وسائل التنمية الاقتصادية.

▪ دراسة (2005) Ali. F. Darrat & Fatima S.Al-Shamsi :

تفحص ما إذا كانت الدول الست التي يتألف منها مجلس التعاون الخليجي (GCC) قادرة على تشكيل تكامل إقليمي في المنطقة قابل للحياة رغم المحاولات الحكومية الطويلة والعديدة منذ منتصف 1980م والضغوط العامة على الإسراع في العملية، باستخدام طريقة التكامل المتزامن خلال الفترة 1970-2011، وتشير النتائج إلى فشل واضح بين الدول الأعضاء، على الرغم من وجود علاقة قوية بين اقتصاديتها الكلية (مقاسة بالنواتج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم) والأسواق المالية (المجاميع النقدية وأسعار الصرف) وسياساتها النقدية (ممثلة في القاعدة النقدية). مما يعني أنه ينبغي توجيه المزيد من الجهود في حل الخلافات الاجتماعية والسياسية المحتملة التي قد أعاققت ظهور كتلة اقتصادية ومالية فعالة في منطقة الخليج.

▪ دراسة (2006) Bassem Kamar & Damyana Bakardzhieva :

تهدف إلى تحديد ما هو مطلوب لجعل العملة المشتركة لدول مجلس التعاون الخليجي أكثر نجاحاً والسماح لجميع أعضائها للاستفادة الكاملة منها، من خلال التنسيق في السياسة النقدية ولتحقيق هذا الغرض تم استخدام اختبار ADF والتي تسمح بتطبيق تقنية التكامل المشترك (Engele & Granger (1987) ونموذج تصحيح الخطأ لمعرفة طبيعة العلاقة على الأجل القصير باستعمال المتغيرات التالية : سعر الصرف الحقيقي والاستهلاك الحكومي وأسعار البترول ودرجة الانفتاح الاقتصادي والاحتياطي الإجمالي والسيولة، وتشير النتائج أن الكويت والبحرين وقطر والإمارات العربية المتحدة وسلطنة عمان والمملكة العربية السعودية يشكلون قوة الصدمات الداخلية) ولكن أيضاً على تأثير الصدمات الخارجية.

▪ تقرير (2006) Atos Euronext Market Solution :

أشار تقرير اعدته الشركة الفرنسية عام 2006 الى ان احد اهم وسائل تطوير سوق مسقط للأوراق المالية هو ربطه مع الاسواق الخليجية الاخرى بأسلوب Cross-Member ship

### ■ دراسة محمد ناجي النوني (2006):

توصلت هذه الدراسة إلى أنه على الرغم من مسيرة التكامل بين دول مجلس التعاون بما يقارب الثلاث عقود ، وتوفر الإرادة السياسية لتلك الحكومات إلا أن الشروط الأساسية لإنشاء منطقة للعملة المثلى لم تتوافر بعد لدى تلك الدول، حيث يجب أن تستمر في الإصلاحات المطلوبة لتحقيق هذا الهدف.

### ■ دراسة هيل عجمي جميل سنة (2007):

تناولت دراسة الكاتب إمكانات التكامل النقدي بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية إلى بعض المشكلات القائمة بين دول المجلس ومنها الاهتمام بالسيادة الوطنية أكثر على حساب المصالح الاقتصادية المشتركة، وكذا مشكلات الحدود البرية والبحرية منذ نشأة المجلس سنة 1981 وان كان الكثير من المشاكل قد تم حله بصفه نهائية، كما أشار الكاتب إلى أن الإنجازات التي حققها مجلس التعاون لدول الخليج العربية منذ نشأته، تعتبر محدودة مقارنة بما تم تحقيقه في دول الاتحاد الأوروبي خلال نفس الفترة من نشأة المجلس. كما أشار الكاتب إلى أن القرار السياسي في دول المجلس، غير داعم لخطوات التكامل الاقتصادي بصورة جوهرية، فالمشكلة الحقيقية في دول المجلس حسب الكاتب متمثلة في الإرادة السياسية بالدرجة الأولى، حيث أشار إلى أن المشكلات التي تواجه دول الاتحاد الأوروبي تشابه تلك التي تواجه دول مجلس التعاون في إقامة الوحدة النقدية، غير أن تأثيرها أكبر في دول المجلس.

واقترحت الدراسة آليات تفعيل التكامل النقدي الخليجي من خلال الاستثمار الموحد للموارد المالية لدول المجلس، وإيجاد المنافذ الاستثمارية الملائمة لهذه الموارد على الصعيدين المحلي والعربي والدولي. بالإضافة إلى ذلك لابد من إقامة نوع من التكامل النقدي الجزئي على صعيد حركة رؤوس الأموال بين دول مجلس التعاون العربية الأخرى، خاصة المجاورة منها، مما يوسع فرص الاستثمار داخل المنطقة العربية التي تصل إليها رؤوس الأموال الخليجية، إلى جانب ضرورة تكوين كتلة تجارية خليجية في مواجهة العالم الخارجي، بما يمكنها من الحصول على الواردات بأسعار مخفضة، وتسويق صادراتها النفطية بشروط مناسبة في السوق الدولية. واقترحت الدراسة إصدار الدينار العربي الخليجي

كعملة مشتركة يتم ربطها بمؤشر ترجيح الواردات، مع توحيد السياسات الاقتصادية بما فيها السياسة النقدية والمالية.

### ■ دراسة عبد المنعم السيد علي سنة (2008):

توصلت الدراسة إلى انه من الممكن الوصول إلى تحقيق منافع العملة الموحدة في دول مجلس التعاون إذا استطاعت تلك الدول زيادة روابط التجارة البينية على النحو الذي تم تحقيقه في دول الاتحاد الأوروبي، كما توصلت الدراسة إلى أن الدخول في اتحادات العملة قد تنتج عنه تغييرات في الهياكل الاقتصادية للدول الأعضاء، وهو ما لا تأخذه النماذج الاقتصادية بعين الاعتبار لذا فان احتساب الآثار المترتبة على الدخول في اتحاد نقدي يجب أن يعتبر تقريبي بالنسبة إلى الآثار الفعلية، وقد أشارت الدراسة إلى انه على يجب على الدول الأعضاء تحقيق درجة عالية من التنسيق بين سياساتها المالية والنقدية، وكذلك مستوى عال من قابلية العوامل على الانتقال فيما بينها وهذه عوامل تساعد على تسهيل عملية التصحيح في ظل أسعار صرف ثابتة وذلك بسبب سهولة حركة العوامل من دول الانكماش إلى دول الفائض، وقد أشارت الدراسة إلى أن منطقة العملة يجب أن تكون كبيرة بما يكفي لإجراء معظم المعاملات الدولية داخل حدودها لمنع التقلبات في أسعار صرفها المركب وأسعار صرف المناطق الأخرى من أن تؤثر في مستويات أسعارها المحلية بدرجة كبيرة.

وفي إطار الاهتمام بمشروع العملة الخليجية الموحدة أشارت بعض نتائج الدراسات، إلى ضرورة قيام دول المجلس باستكمال الإصلاحات المالية والنقدية الحالية بما يضمن نجاح هذا المشروع، وتوجد في المقابل بعض الدراسات التي تقدم بعض النتائج تدل على عدم وجود تقارب في المعايير الاقتصادية لدول المجلس، إلى جانب انعدام التجانس بين دوراتها الاقتصادية. وترى بعض الدراسات الأخرى أيضا أن أهم نتائج هذا المشروع تتمثل في توسيع نطاق التجارة البينية وزيادة درجة التجانس بين الدورات الاقتصادية لدول الاتحاد. كما أن إنشاء العملة الموحدة سوف يساهم في تدعيم مستويات الكفاءة الاقتصادية الداخلية والمساعدة على تنمية قطاعاتها غير النفطية.

▪ دراسة (2010) Hazem A. Marashdeh:

اهتمت الدراسة باختبار مدى تكامل اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي و كانت نتائج الدراسة القياسية تؤكد عدم وجود تكامل قوي بين دول المجلس كما انه لا توجد علاقة توازنية طويلة الاجل بين هذه الاسواق و الأسواق المالية الناشئة.

▪ دراسة (2013) Mohamad H. Atyeh, Wael Al-Rashed:

اهتمت الدراسة بدراسة تكامل الاسواق المالية العربية من خلال اختبار تكامل كل من سوقي الاردن و الكويت باستعمال المؤشرات الشهرية لهذين السوقين الماليين من الفترة جوان 2001 الى مارس 2010 و باستخدام اختبار التكامل المشترك لـ (Johansen 1988) و اختبار السببية لـ Granger, و توصلت الدراسة الى وجود علاقة توازنية على المدى الطويل بين كل من هذين السوقين,

- حدود الدراسة:

تضم دول مجلس التعاون الخليجي التي يجري تناولها في هذا الدراسة، مجموعة الدول العربية الست وهي الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، المملكة العربية السعودية، سلطنة عمان، قطر، والكويت،

وفيما يتعلق بالبيانات التي ترد في الدراسة فإنها سوف تشمل جميع دول مجلس التعاون الخليجي دون استثناء، اما بخصوص الدراسة القياسية فإنها شملت كل الاسواق المالية لدول المجلس باستثناء سوق أبوظبي بسبب غياب الاحصائيات ومن اجل توحيد فترة الدراسة من سنة 2003-2013,

- منهج الدراسة :

في محاولة للإجابة على الإشكالية السابقة واختبار مدى صحة الفرضيات المطروحة، فسوف يتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، والذي يتطلب وصف خصائص وأبعاد الظاهرة في إطار يتم من خلاله تجميع البيانات والمعلومات اللازمة عنها، ثم تنظيم تلك البيانات وتحليلها للوصول إلى معرفة أسباب تلك الظاهرة والعوامل التي تتحكم فيها، وبالتالي استخلاص نتائج يمكن تعميمها مستقبلا، وسيسمح لنا استعمال هذا المنهج بإعطاء تحليل

تفصيلي لمحددات المنطقة النقدية المثلى وكذا معرفة شروط تحقيق التقارب الاقتصادي بين الدول الراغبة في التكامل.

كما تم ايضا استعمال المنهج القياسي في الدراسة لاختبار مدى تكامل أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي وذلك من خلال تطبيق اختبار التكامل المشترك و اختبار السببية,

#### - هيكل الدراسة:

انطلاقا من طبيعة الموضوع، والأهداف المنوطة به، قمنا بتقسيم هذا البحث إلى اربعة فصول كما يلي:

**الفصل الأول:** تطرقنا من خلاله إلى الاطار النظري للتكامل الاقتصادي و النقدي و الى معايير المنطقة النقدية المثلى و الى أهم التكتلات الاقتصادية,

**الفصل الثاني:** خصصناه ل ماهية الاسواق المالية و الى المؤشرات و كيفية بناءها و الى كفاءة الاسواق المالية و السيولة في الاسواق المالية, والى اليات ومقومات ربط الاسواق المالية.

**الفصل الثالث:** خصص لمجلس التعاون الخليجي و الى مراحل التكامل الاقتصادي الخليجي , اضافة الى الوحدة النقدية و مشروع العملة المشتركة .

**الفصل الرابع:** تم التطرق فيه الى نشاه الاسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي و الى ابراز مؤشرات تطورها و الى خصائصها و الى اهم العقبات التي تحول دون تكاملها اضافة الى تسليط الضوء على اهم الجهود التي تبذلها دول المجلس في سبيل تحقيق هذا التكامل كما تضمن هذا الفصل دراسة قياسها يتم من خلالها اختبار مدى تكامل اسواق دول المجلس المالية.

**الفصل الأول :**

**الإطار النظري للتكامل**

**الإقتصادي والتكامل النقدي**

## مقدمة الفصل:

كان من أهم سمات فترة الحرب العالمية الثانية بروز ظواهر جديدة في العلاقات الاقتصادية الدولية، فحواها نشوء فكرة التكامل الاقتصادي كنتيجة لازدياد الشعور و الرغبة لدى مختلف دول العالم في تحرير التبادل و التجارة الدولية من القيود و العوائق التي تعترض سبيلها هذا علاوة على سعيها المشترك لزيادة التكامل الاقتصادي فيما بينها بكافة الوسائل و الطرق الممكنة كوسيلة لمواجهة المشاكل الاقتصادية و السياسية. و في هذا الصدد شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين اتجاهات قوية نحو تشكيل تجمعات اقتصادية إقليمية ذات أهداف اقتصادية متباينة في إطار من العلاقات المتشابكة و المعقدة المبنية على أساس من الأحلاف و المصالح الاقتصادية. سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق الى النقاط التالية:

- ماهية التكامل الاقتصادي.
- ماهية التكامل النقدي أو بالوحدة النقدية .
- مضامين نظرية منطقة العملة المثلى.
- ابرز التكتلات الإقليمية , وأهم تجارب التعاون والتكامل الاقتصادي في العالم .

المبحث الأول:طبيعة التكامل الاقتصادي

يشير موضوع التكامل الاقتصادي **Economic Intégration** في جوانبه النظرية العديد من النقاط التي تحتاج إلى إيضاح في مدلولها ومحتواها الفكري, نظرا لاختلاف وتتنوع أشكاله ومستوياته , وفي هذا المبحث سنقوم باستعراض أهم التعاريف الخاصة بنظرية التكامل الاقتصادي, ثم تحديد أسسه وأشكاله. ثم تبيان الآثار الديناميكية والاستاتيكية للتكامل الاقتصادي.

**1- تحديد مفهوم التكامل الاقتصادي:**

- يشير التكامل في مدلوله اللغوي إلى تجميع أجزاء الشيء أو تجميع أشياء مختلفة مع بعضها البعض , وبالتالي فان التكامل الاقتصادي معناه تكاثف الجهود في مجال الاقتصاد من اجل تحقيق أهداف اقتصادية معينة.<sup>1</sup>
- ومن زاوية أخرى ينظر للتكامل الاقتصادي على انه يمثل مجموعة من الترتيبات في شكل اتفاقيات بين مجموعة من الدول التي تسعى إلى تعظيم المصلحة الاقتصادية المشتركة فيما بينها, على أمل أن تتحول اقتصاديات تلك الدول إلى اقتصاديات متكاملة.<sup>2</sup>
- ولقد تعددت التعاريف التي تناولت التكامل الاقتصادي و لم يتفق الاقتصاديون على تعريف واحد ولعل هذا ما يفسر باختلاف الزاوية أو الهدف المرجو من التكامل الاقتصادي و التي يركز عليها التعريف, ويلاحظ ذلك عند تتبع مدلول التكامل الاقتصادي عند الاقتصاديين .
- إذ يعرف التكامل الاقتصادي بأنه يشمل إلغاء التمييز بين الوحدات الاقتصادية للدول المتكاملة و إنشاء وتطبيق سياسات مشتركة ومنسقة على نطاق كاف لتحقيق الأهداف الاقتصادية.<sup>3</sup>

• كما أن الأستاذ بيلا بلاسا, B.Balassa يرى أن التكامل الاقتصادي هو "عملية وحالة", فبوصفه عملية (Process) يتضمن التدابير التي يراد بها إلغاء تام للحواجز الجمركية بين

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد, السوق العربية المشتركة, مجموعة النيل العربية, القاهرة, 2003, ص13

<sup>2</sup> المرجع السابق, ص13

<sup>3</sup> عماد محمد الليثي, التبادل الدولي, دار النهضة العربية, القاهرة, 2002, ص137

الوحدات الاقتصادية المنتمية إلى دول مختلفة. وإذا نظرنا إلى انه حالة (State) فإنه يتمثل في انتقاء مختلف صور التفرقة بين الاقتصادات القومية.<sup>1</sup>

• ويرى "ميردال" Myrdal, أن التكامل الاقتصادي عبارة عن مجموعة إجراءات اقتصادية و اجتماعية يتم بموجبها إزالة جميع الحواجز بين الوحدات المختلفة و تؤدي إلى تحقيق تكافؤ الفرص أمام جميع عناصر الإنتاج ليس فقط على المستوى الدولي و إنما على المستوى القومي أيضا.<sup>2</sup>

• ويشير ماخلوب Fritz Machlup إلى أن مصطلح التكامل الاقتصادي قد استخدم بداية في التنظيم الصناعي للإشارة إلى مجتمعات المشروعات الصناعية المتكاملة Combination, ومن جهة أخرى فان مفهوم التكامل الاقتصادي بين دول منفصلة قد ظهر لأول مرة في أدب التاريخ الاقتصادي مع فينر J.Viner.1950 الذي وضع أساس نظرية الاتحاد الجمركي Customs Union التي تمثل جوهر نظرية التكامل الاقتصادي في الفكر الاقتصادي الحر.<sup>3</sup>

• أما محمد لبيب شقير يرى التكامل الاقتصادي بأنه عملية تحقيق الاعتماد المتبادل بين اقتصاديات مجموعة من الدول تتحدد درجاته المتصاعدة, والتي تبدأ من منطقة التجارة الحرة, الاتحاد الجمركي, السوق المشتركة, الوحدة الاقتصادية, التكامل الاقتصادي الشامل- حسب ما يحقق كل شكل منها قوة في درجة الترابط العضوي بين اقتصاديات الأطراف ويتطلب إقامة التكتل الاقتصادي بأشكاله المتعددة وجود إرادة سياسية واعية وصارمة وتقبل التنازل عن بعض سلطات الدولة لصالح (الجماعة المتكاملة) التي يجري إنشاؤها تستخدم وسائل وأدوات متنوعة ومتباينة لتحقيق هذه الأهداف التي تتوقف عليها طبيعة هذه الوسائل والأدوات ومداهما ومنها تعقد فكرة التكامل الاقتصادي وعمليته حيث لا تقتصران من حيث دوافعهما وطبيعتهما و أثرهما على الجانب الاقتصادي وحده, ولكنهما تخضعان للعديد من العوامل المركبة من سياسية واجتماعية وتاريخية و جيوسياسية, فضلا عن كونهما تجريان حسب كل حالة, في إطار نظم وظروف دولية ذات طبيعة معقدة ومركبة هي الأخرى مما

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد, المرجع السابق, ص14

<sup>2</sup> عماد محمد الليثي, المرجع السابق, ص137

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد, المرجع السابق, ص14

يجعل من الضروري دراسة هذه الجوانب جميعا لفهم الطبيعة الحقيقية والعميقة لعملية التكامل الاقتصادي.<sup>1</sup>

• ولقد ركز "تنبرجن" Tinbergen من ناحية أخرى على أهداف التكامل الاقتصادي في تعريفه الذي يرى فيه التكامل الاقتصادي هو الوسيلة لخلق الهيكل المرغوب فيه للاقتصاد القومي، بما يتضمنه ذلك من إزالة للحواجز غير الطبيعية بين الدول الأعضاء و التي تحول دون كفاءة النظام الاقتصادي، و كذلك إيجاد الصيغ الملائمة للتنسيق و التوحد بين هذه الدول.<sup>2</sup>

• وعرف ليون ليندبرغ ظاهره التكامل على أنها "العملية التي تجد الدول نفسها راغبة أو عاجزة عن إدارة شؤونها الخارجية أو شؤونها الداخلية الرئيسية باستقلالية عن بعضها البعض، وتسعى بدلا من ذلك لاتخاذ قرارات مشتركة في هذه الشؤون أو تفوض أمرها فيها لمؤسسة جديدة"<sup>3</sup>

• و يعرف الأستاذ الأمريكي أرنت هاس E.Hass التكامل بأنه « العملية التي من خلالها يقتنع الفاعلون السياسيون في بيئات قومية عديدة بتحويل ولاءاتهم وتوقعاتهم وأنشطتهم السياسية في مركز جديد و أكبر تمتلك مؤسساته سلطة تشريعية فوق الدول القومية التي كانت قائمة قبل ذلك » و يقصد بالاندماج الإقليمي محاولة للتعاون و التنسيق بين مجموعة الدول تتوافد لها مقومات خاصة. و بغرض تحقيق مصالحها المشتركة من خلال توظيف و استثمار الموارد المتاحة<sup>4</sup>,

• و يبقى التكامل في مفهومه الحديث عملية سياسية -اقتصادية- اجتماعية، مستمرة باتجاه اقامة علاقات اندماجية متكافئة لخلق مصالح اقتصادية متبادلة و تحقيق عوائد مشتركة متناسبة، من خلال الاستغلال المشترك لامكانيات و موارد الأطراف المساهمة بغية خلق مزيد من التداخل بين هياكلها الاقتصادية و الاجتماعية، لصالح تعزيز تنميتها ( اقليميا و محليا ) و بلوغ درجة من الاندماج بينها تصل في صورتها المثلى إلى الوحدة الاقتصادية،

<sup>1</sup> محمد لبيب شقير، الوحدة الاقتصادية العربية تجاربها و توقعاتها، الجزء الأول، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1986، ص 82

<sup>2</sup> عماد الليثي، المرجع السابق، ص 137

<sup>3</sup> محمد بوعشة، التكامل والتنازع في العلاقات الدولية الراهنة، دار الجبل بلبيبا، 1999، ص 147.

<sup>4</sup> عبد الفتاح مراد، منظمة التجارة العالمية والعولمة والأقلمة، شركة البهاء للبرمجيات والنشر الالكتروني، الإسكندرية، بدون

و هذا يؤكد أولوية و شرطية القرار السياسي الموحد في ظل ظروف موضوعية تخدم أهداف العملية التكاملية.<sup>1</sup>

## 2-أسس التكامل الاقتصادي:

وفقا لنظرية التكامل الاقتصادي في الفكر الاقتصادي , يقوم التكامل على عدة أسس , و ينشأ عن طريق إزالة الحواجز و القيود, و حسب مستوى الإزالة تتمايز صور وأشكال التكامل الاقتصادي , التي تمثل درجات متفاوتة من التكتل الاقتصادي, و هذه الأسس هي:<sup>2</sup>

### 2-1- إلغاء القيود على حركة السلع:

إن الدول تسعى إلى تحقيق التكامل الاقتصادي فيما بينهما من أجل إيجاد سوق خارجية لتصريف منتجاتها نظرا لضيق حجم السوق المحلية و عدم قدرتها على استيعاب كميات السلع التي تنتجها المشروعات الإنتاجية في الدولة و من أجل ذلك تقوم الدول المعنية بإلغاء هذه الرسوم و الحواجز الجمركية و تراخيص الاستيراد حتى تكون حركة المبادلات التجارية بين الدول المتكاملة أكثر سهولة و حرية و في يسر, و يتم إلغاء هذه الرسوم و الحواجز الجمركية على فترات انتقالية (Transitionnel) يتم خلالها تخفيض الرسوم و الحواجز الجمركية تدريجيا حتى تصل هذه الرسوم و الحواجز الجمركية إلى الإلغاء التام عند نهاية الفترة المخصصة لذلك . و هذا حتى لا يصاب الاقتصاد القومي لأي دولة بهزات عنيفة إذا ما ألغيت الرسوم و الحواجز الجمركية جملة واحدة نتيجة التفاوت في تكاليف الإنتاج و في مستويات الأسعار بين الدول الأعضاء في التكامل.

و بعد إلغاء التعريف الجمركية بين الدول المتكاملة. فإنه يتعين عليها الإتفاق مقدما على وضع تعريف جمركية موحدة على وارداتها إزاء دول العالم الخارجية. لأن الإبقاء على معدلات مختلفة للرسوم الجمركية في التجارة مع الدول الغير الأعضاء في التكامل من شأنه أن يؤدي إلى حدوث انحرافات في التجارة و الإنتاج و الاستثمار.

### 2-2- إلغاء القيود على حركات عناصر الإنتاج :

يقصد بإلغاء قيود على حركة عناصر الإنتاج هو إلغاء القيود التي تحول دون انتقال رؤوس الأموال والأشخاص بين الدول المتكاملة و تطبيق اتفاقيات بينها لتوحيد الأجور و إلغاء النظم و القوانين التي تؤدي إلى التمييز بين رعايا الدول المتكاملة في الجنسية، الأمر

<sup>1</sup> إكرام عبد الرحيم ، التحديات المستقبلية للتكتل الاقتصادي العربي ، مكتبة مدبولي ، ط1، القاهرة ، 2002، ص 43.

<sup>2</sup> عماد الليثي ، المرجع السابق ص 137 - 139.

الذي يعمل على التغلب على عقبة عدم كفاية بعض عناصر الإنتاج في كل دولة. الشيء الذي يحقق الكفاءة الاقتصادية لاستخدام الموارد. إذ أن اقتصار كل دولة على التنمية في ظل الكمية المحدودة للعنصر النادر لديها ينعكس سلباً على التنمية و يؤدي إلى تأخيرها و يترتب على ذلك انخفاض الكفاءة الإنتاجية الكلية بهذه الدول و انخفاض الدخل الفردية و القومية و بالتالي انخفاض مستويات معيشة السكان أما إلغاء القيود على حركة الأشخاص هنا هو فتح أبواب الهجرة بين الدول المتكاملة أمام أفرادها حتى يتمكنوا من الدخل و الخروج منها في سعيهم وراء فرص العمل المناسبة و في بحثهم على الأجور المرتفعة. و بخصوص إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال هو إلغاء التدابير والإجراءات و القيود التي تمنع دخول رؤوس الأموال الحدود الإقليمية للدول المتكاملة أو خروجها منها . و ذلك من أجل تشجيع استثمار رؤوس الأموال إقليمياً في مجالات الإنتاج و البيع و التسويق و غيرها و ذلك من أجل زيادة الإنتاج و توسيع دائرة التجارة بين الدول المتكاملة.

### 2-3- تنسيق السياسات الاقتصادية:

لنجاح أي تكامل اقتصادي لابد من تنسيق سياسات الدول المتكاملة في النواحي المالية و النقدية، ففي النواحي المالية يجب توحيد معدلات الضرائب و تنسيق اللوائح المنظمة لها بين كافة دول التكامل. و هذا من أجل تسهيل حركة رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار من بلد إلى آخر و ذلك إلى تنشيط مبادلات السلع بين دول التكامل. أما من الناحية النقدية يتعين تثبيت أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء في التكامل و إباحة حرية التحويل بينها. لأن تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول المتكاملة يؤدي إلى تقلب أسعار السلع موضوع التبادل مما يعرض المتعاملين في الدول المتكاملة لمخاطر جمة، كذلك يؤدي منع حرية تحويل العملات إلى بعضها البعض داخل نطاق المنطقة المتكاملة إلى تقييد حركة التبادل التجاري بين الدول الأعضاء. حيث يؤدي ذلك إلى امتناع الدول التي تتوافر لديها مقادير غير عادية من عملات الدول الأخرى عن تصدير منتجاتها إلى هذه الدول. و ذلك خشية من أن يؤدي تراكم العملة غير القابلة للتحويل إلى إحداث تضخم لديها.

كما يجب كذلك تنسيق السياسات الإنتاجية و يعد هذا التنسيق جزءاً مكملاً لحرية انتقال عناصر الإنتاج و توجيهها نحو أكفأ سبل استغلالها و ذلك بتخصيص كل دولة أو منطقة

داخل الاتحاد في إنتاج السلع التي تتمتع في إنتاجها بميزات نسبية أكبر من غيرها من أجل زيادة الإنتاج و خفض أثمان السلع و تحسين جودتها.  
و يجب كذلك الاهتمام بتنسيق السياسات الاجتماعية المختلفة ( التأمينات الاجتماعية، المعاشات،.....) بين الدول المتكاملة.

### 3- أشكال التكامل الاقتصادي :

يشير التحليل السابق إلى أن هناك منهجان للتكامل الاقتصادي , أطلق على المنهج الأول المنهج التقليدي الذي تعارفت عليه نظرية التكامل الاقتصادي, منذ بدايات فيرنر و بلاسا وقبل قيام منظمة التجارة العالمية في 10/01/1995 حيث ساد الفكر التكاملي القائم على نظرية المراحل , وهو منهج يعمق مايسمى بالإقليمية<sup>1</sup>.

وفي هذا الإطار تكمن المراحل المختلفة لعملية التكامل الاقتصادي والتي يتم تصنيف أشكالها عادة تبعا لما تتضمنه من أسس تكاملية و من وجهة نظر التحليل الاقتصادي للعملية التكاملية، نميز بين خمس (05) صور للتكامل الاقتصادي كما يلي:<sup>2</sup>

#### 3-1- منطقة تجارة حرة: Free Trade Area

تعني التزام كل دولة عضو بإلغاء كافة القيود أمام الواردات السلعية و الخدماتية من الدول الأطراف في الاتفاقية, مما يسمح لصادرات كل دولة أن تتمتع بإعفاء جمركي تام في الدول الأعضاء الأخرى , إلا أن للدول المنضمة الحق في فرض رسوم جمركية على ما تستورده من الدول الأخرى غير الأعضاء في المنطقة دون الالتزام بتعريف جمركية موحدة<sup>3</sup>.

#### 3-2- اتحاد جمركي: Customs Union

يعد الاتحاد الجمركي هو المستوى الثاني للتكامل الاقتصادي، ففي هذا الشكل تلغى كافة الرسوم المفروضة على تبادل المنتجات فيما بين الدول و كذلك مختلف القيود الأخرى كالحصص مثلا أو التراخيص<sup>4</sup> , و تصبح حركة السلع فيما بين الدول المتكاملة حرة , كذلك يتم توحيد السياسة التجارية الخارجية لكل الأعضاء إزاء العالم الخارجي و بالإضافة إلى ذلك فإن مجموعة الدول الأعضاء تقوم بالعمل ككيان واحد في مفاوضات الاتفاقيات التجارية مع الدول الغير أعضاء نظرا لوجود تعريف جمركية موحدة اتجاههم.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد, المرجع السابق, ص16

<sup>2</sup> عماد محمد الليثي , المرجع السابق ص140-142

<sup>3</sup> زينب حسين عوض الله , العلاقات الاقتصادية الدولية , دار الفتح للطباعة و النشر , الإسكندرية , 2003 , ص 310

<sup>4</sup> عادل أحمد حشيش, العلاقات الاقتصادية الدولية, دار الجامعة الجديدة للنشر, الإسكندرية, 2000, ص268

**3-3- السوق المشتركة: Common Market**

بالإضافة إلى حرية حركة السلع فيما بين الدول الأعضاء و تطبيق تعريفه جمركية موحدة اتجاه العالم الخارجي ، فإنه يتم إلغاء كل القيود على حركة عناصر الإنتاج فيما بين الدول الأعضاء ، و على ذلك تكون هذه الدول سوقا موحدة يتم في إطارها انتقال السلع و الأشخاص و رؤوس الأموال في حرية تامة.

**3-4- الاتحاد الاقتصادي: Economic Union**

يعد الاتحاد الاقتصادي صورة أرقى من صور التكامل الاقتصادي، حيث أنه بالإضافة إلى ما تطرقنا إليه في الأشكال السابقة من حرية حركة السلع و الخدمات و حرية انتقال عناصر الإنتاج يتضمن أيضا تنسيق السياسات الاقتصادية و المالية و النقدية فيما بين الدول الأعضاء كذلك يتم أيضا توحيد السياسات الاجتماعية و الضريبية الأخرى التي تتجسد في تشريعات العمل و الضرائب و غيرها.

**3-5- اندماج اقتصادي شامل: Total Economic Integration**

و هذه هي المرحلة الأخيرة التي يمكن أن يصل إليها أي مشروع للتكامل الاقتصادي إذ يتضمن بالإضافة إلى ما ذكر في المراحل الأربعة السابقة، من توحيد السياسات الاقتصادية والاجتماعية كافة، إنشاء هيئة عليا مشتركة كسلطة فوق قومية (Supranation) بحيث تعتبر قراراتها إلزامية بالنسبة للدول الأعضاء<sup>1</sup> و عملة موحدة تجري في التداول عبر بلدان المنطقة المتكاملة، و جهاز إداري موحد لتنفيذ هذه السياسات، و في هذه المرحلة كل دولة عضو تعمل على تقليص سلطاتها التنفيذية الذاتية و خضوعها في الكثير من المجالات للسلطة الإقليمية العليا، و هذا يعني أن التكامل الاقتصادي التام لا يحتاج إلا إلى خطوات محدودة للوصول إلى وحدة سياسية فعلية<sup>2</sup>. و يوضح عماد محمد الليثي أشكال التكامل الاقتصادي في المخطط التالي :

<sup>1</sup> محمد هشام خواجكية " التكتلات الاقتصادية الدولية " مديرية المطبوعات الجامعية - جامعة حلب - 1971/1972 ص 32،31

<sup>2</sup> حسين عمر، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر، دار الفكر العربي للنشر و الطبع ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 1998 ، ص 09

الشكل (01-01)

أشكال و درجات التكامل الاقتصادي

توحيد العملة	تنسيق السياسات التكامل	حرية تدفق	خارجية	تعريف	إزالة التعريفات
	السياسي	الاقتصادية	العمل و رأس	المال	موحدة
					منطقة التجارة الحرة
					الاتحاد الجمركي
					السوق المشتركة
					الاندماج الاقتصادي
					الاندماج السياسي
					الاندماج الشامل

المصدر: محمد عماد الليثي, التبادل الدولي, التبادل الدولي, دار النهضة العربية, القاهرة, 2002, ص140

ولقد ظهر منهج ثاني, أطلق عليه المنهج البديل للتكامل الاقتصادي وهو ما يجمع ما بين الإقليمية والعالمية أو العولمة Globalization, حيث يعتبر نافتا رائدا في هذا الاتجاه الجديد الذي لم يستند قيامه على نظرية بديلة للتكامل الاقتصادي بقدر ما اتبع أسلوبا برجماتيا , عزز العلاقة بدول أكثر تقدما تعمل كرائدة له في غزو الأسواق الخارجية واكتساب القدرات اللازمة لذلك.<sup>1</sup>

والجدول التالي يوضح خصائص المنهج البديل للتكامل مقارنة بالمنهج التقليدي .

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد, المرجع السابق, ص16

## الجدول (01-01)

## خصائص المنهج التقليدي للتكامل والمنهج البديل

الخصائص	المنهج التقليدي للتكامل	المنهج البديل للتكامل
-النطاق الجغرافي -الخصائص الإقليمية -الاجتماعية والثقافية -الدوافع السياسية	إقليم يضم دولاً متجاورة التجانس و تقارب المستويات المعيشية تأكيد التقارب لتمكين الوحدة كهدف نهائي . تحقيق الأمن والسلام وإيقاف الحروب.	إقليم أو أكثر متجاورين التباين وتولي عضو متقدم القيادة السماح بالخصوصيات وتبادل النفاهم.
-التوجه الاقتصادي -تحرير التجارة	داخلي لنقادي ضغوط الانفتاح على العالم. ترتيبات تفضيلية بدءاً من منطقة تجارة حرة ثم اتحاد جمركي وسوق مشتركة ,واتحاد اقتصادي اندماج اقتصادي . مسموح به لصالح الدول الأقل تقدماً	دعم الاستقرار السياسي وتحجيم الأصولية. خارجي بحثاً عن اندماج مأمون في العالم. منطقة حرة تتفاوت فيها المدة التي تستكمل فيها الدول المختلفة مقوماتها
-عدم المعاملة بالمثل -نطاق التجارة	أساساً السلع الصناعية بهدف الإحلال محل الواردات على المستوى الإقليمي. تحرير تدريجي مع توفير الشروط الأشد للتكامل النقدي يؤجل لمرحلة وسيطة ويستكمل عند الاتحاد	غير مسموح به مع تعويض الأقل تقدماً السلع والخدمات مع التركيز على تعزيز التصدير يفرض منذ البداية حركة من الأعضاء الأكثر تقدماً إلى الأقل تقدماً غير متاح لمواطني الأعضاء الأقل تقدماً.
-العناصر/رأس المال العناصر/العمل -تنسيق السياسات	تدرجي مع توسيع صلاحيات سلطة فوق وطنية يشارك فيها كل الأعضاء بالتساوي. الوحدة الاقتصادية على أمل أن تقود إلى وحدة سياسية. تخصيص حر أو مخطط للموارد وقيود على حركة الاستثمار الأجنبي. السلطات الرسمية.	إعطاء وزن أكبر لمطالب الشركات عابرة القارات والأعضاء الأكثر تقدماً. أساساً مرحلة واحدة تقتصر على تحرير التجارة وحركة رأس المال الالتزام بحرية قوى السوق وضع حرية دخول الاستثمار الأجنبي المباشر رجال الأعمال وعابرات القوميات.
-المرحلة النهائية النظام الاقتصادي -الدعوة والتوجيه		

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد, السوق العربية المشتركة, مجموعة النيل العربية, القاهرة, 2003, ص 17

تشير الخصائص الواردة في الجدول السابق إلى أننا أمام حالة تختلف بشكل أساسي عن الحالة المألوفة والتي جرى العرف على اعتبارها تكاملاً إقليمياً، يهدف إلى الوصول إلى وحدة اقتصادية. يتميز بوجود تجانس اقتصادي واجتماعي بين أعضائه، أما بالنسبة للصيغة البديلة للتكامل تطرح وجود دولة محورية أو دولة قائد Core state في إقليم معين لتكون ضمن العوامل المحفزة للتكامل، ومن المبررات التي تسوق للترويج للصيغة البديلة هو قيام الدول المتقدمة بالعمل على دعم الإصلاح في الدول الأقل تقدماً كتدخل الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً لحماية الاقتصاد المكسيكي من الانهيار سنة 1995.<sup>1</sup>

ويرى الاقتصادي **عبد المطلب عبد الحميد**، إنه إذا كانت أحداث نجاحات التكامل الاقتصادي تميل نحو الصيغة البديلة للتكامل فسيظل هذا الاتجاه الأخير يمثل اتجاهاً اتجاهاً خاصاً وحسب الحالة ويأتي في إطار تبني صيغة التكامل المرنة حسب ظروف الحالة، ولكن يبقى الاتجاه الأول المعروف بالمنهج التقليدي للتكامل هو الأكثر رسوخاً ووضوحاً، بل والأكثر إقناعاً بأن عملية التكامل الاقتصادي تخضع لنظرية المراحل التي تشير إلى أن عملية التفاعل الاقتصادي تخضع لعدة مراحل تمثل درجات معينة من التكامل الواجب تطبيقها تختلف بالضرورة من حيث المدى الزمني وعمق عملية التكامل الاقتصادي، فإن المنهج التقليدي هو الأصلح للتطبيق بشيء من التطوير.<sup>2</sup>

وبدأت بعض الآراء تتادي بالمناهج الحديثة للتكامل، ومنها إمكان الأخذ بما يسمى بالتكامل المرنة Flexible Intégration الذي يعمل على إيجاد نوع من المقاصة بين التوسع الرأسي للتكامل، أي تعميقه بالتحرك إلى مراحل متقدمة، والتوسع الأفقي ليشمل طيف واسع من الدول من ناحية أخرى يلاحظ أن جميع الدول النامية سواء مفردة أو في تجمعات إقليمية، تسعى إلى إيجاد منافذ لها إلى الأسواق العالمية، وما يدعى بالمنهج التصديري خاصة وأن قطاعاتها الإنتاجية وصلت لمستوى لا تسمح فيه بالتكامل، زيادة عن أن التنافس فيما بينها محدود في قطاعات يغلب عليها الطابع الاستهلاكي، وانتقال عناصر الإنتاج بين القطاعات المختلفة يتخذ شكل حركة استكمالية لا تكاملية تتراجع بزوال دواعي الاستكمال وبالتالي فإن وجود مرحلة أولية للتنمية التكاملية لإعادة الهيكلة على نحو يساعد على

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق، ص 18

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 19

تحقيق منافع التكامل وتحمل أعبائه ,أمر مهم لبدء تكامل إنمائي يساعدها على مواصلة النمو في إطار القدرة على التنافس العالمي.<sup>1</sup>

#### 4-دوافع التكامل الاقتصادي:

توجد عدة دوافع للتكامل الاقتصادي,ولذلك تنتشعب الدوافع والأسباب التي تؤدي بالدول المختلفة إلى اللجوء للتكامل الاقتصادي ومن أهمها:<sup>2</sup>

#### 4-1-فتح الأسواق وتوسيع نطاقها:

إن الدول الصغيرة لا تستطيع منافسة الدول الكبرى في الأسواق العالمية ,لذلك تسعى هذه الدول إلى عقد اتفاقات التكامل لتسهيل عملية تسويق منتجاتها ,وتسعى كذلك الدول الكبرى أيضا إلى البحث عن أسواق جديدة لمنتجاتها ومحاولة حمايتها في هذه الأسواق عن طريق إبرام اتفاقيات التكامل .ادن تعمل الوحدة الاقتصادية على حل مشكلة ضيق الأسواق فالمنتجات ستجد أسواقا أوسع نطاقا الشيء الذي يؤدي إلى إقامة صناعات لم تكن قائمة قبل الاتحاد.ويؤدي توسيع الأسواق كذلك إلى تخصص كل إقليم في إنتاج السلع التي يتمتع في إنتاجها بمزايا نسبية.<sup>3</sup>

#### 4-2-رفع مستوى رفاهية المواطنين:

يفترض انه بالتكامل الاقتصادي يستطيع المستهلكون الحصول على السلع الاستهلاكية بأقل الأسعار الممكنة ,نظرا لإزالة الرسوم الجمركية من ناحية , وتخفيض تكاليف الإنتاج الناشئة من توسيع رقعة السوق من ناحية الأخرى,و بالتالي بحجم الإنتاج للمستوى الذي يضمن الإنتاج بأقل تكلفة ممكنة, كذلك فان حرية انتقال عناصر الإنتاج من دولة إلى أخرى سيؤدي إلى تخصيص عناصر الإنتاج وتوظيفها بحيث يرتفع مستوى الإنتاج في منطقة التكامل الاقتصادي.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد, المرجع السابق, ص21

<sup>2</sup>المرجع السابق, ص23-25

<sup>3</sup>محمد عبد العزيز عجمية,الاقتصاد الدولي ,2000,ص145

#### 4-3- تغيير وتحسين معدلات التبادل الدولي لصالح دول التكامل:

في إطار التكامل الاقتصادي هناك إمكانية تحسين معدل التبادل الدولي\* وحصول الدول الأعضاء في التكامل على شروط أفضل للتجارة الدولية، مما يزيد القدرة على مواجهة السوق العالمية في شكل بائع واحد أو مشتر واحد.

#### 4-4- إيجاد مناخ ملائم للتنمية الاقتصادية:

حيث يلاحظ أن التكامل الاقتصادي يأخذ على عاتقه تهيئة المناخ الملائم للتنمية، فتصبح عملية التنمية بعد الوحدة أسهل و أيسر مما لو قامت بها كل دولة على حدة، فالوحدة الاقتصادية بين الدول تضع سياسة عامة مستهدفة استغلال الإمكانيات الاقتصادية المختلفة للدول الأعضاء. مستفيدة من اتساع السوق ووفرة عنصر العمل، مما يؤدي إلى خلق قابليات جديدة تعمل على النهوض بالإنتاج والاستثمار والدخل والتشغيل.<sup>1</sup>

يلاحظ أن إيجاد مناخ ملائم للتنمية الاقتصادية يحتاج إلى توافر الشروط التالية:<sup>2</sup>

- الاهتمام بالبنية الأساسية من طرق ومواصلات واتصالات... الخ
- التكامل الصناعي للاستفادة من وفورات الحجم.
- تنسيق السياسات الصناعية وفقا للميزة التنافسية و النسبية.
- إعادة ترتيب نظم المدفوعات النقدية بين الدول الأعضاء.

#### 4-5- بناء اقتصاد قوي يقلل من اعتماد المنطقة على الخارج:

وذلك بتقليل تبعية منطقة التكامل للتغيرات الاقتصادية والسياسية التي تحدث على المستوى العالمي، فالتكامل الاقتصادي عندما يكون في مرحلة الاتحاد الجمركي أو في مرحلة السوق المشتركة أو عندما يصل إلى مرحلة الاندماج الكامل، سيحسن ذلك من معدل التبادل الاقتصادي بين دول التكامل الشئ الذي يؤدي إلى الإقلال من انفتاح المنطقة على الخارج نظرا للحوجز الجمركية وغير ذلك من السياسات المالية والتجارية والنقدية التي تحد من حرية انتقال السلع والبضائع بين منطقة التكامل وبقية دول العالم وهذا يقلص من إمكانية تأثر المنطقة بغيرها من المناطق الأخرى.

\* معدل التبادل الدولي هو ناتج قسمة الرقم القياسي لأسعار الصادرات على الرقم القياسي لأسعار الواردات ، ويكون ناتج

أكبر من الواحد في حالة تحسن المعدل ، وأقل من الواحد في حالة تدهوره

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز عجمية، المرجع السابق، ص136

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، المرجع السابق، ص24

#### 4-6- الاستقرار الاقتصادي في مستوى الإنتاج والتوظيف والأسعار:

من الملاحظ انه كلما اتسع الاقتصاد , كلما أدى ذلك إلى استتباب الاستقرار والإقلال من التذبذب في مستوى الإنتاج والتوظيف والأسعار, حيث ينتج هذا التذبذب إلى اعتماد اقتصاد دولة على دولة أخرى لاترتبط معها بأي سياسات اقتصادية ,إذن إن التغير في طلب الدول الأخرى على صادرات هذه الدولة مثلا نتيجة الركود الاقتصادي الذي تعاني منه تلك الدول سينعكس سلبا على هذه الدولة ,وكذلك إن ارتفاع أسعار السلع الأجنبية أو التضخم سيؤدي إلى خلق تضخم مستورد في هذه الدولة ,لذلك يكون الهدف من التكامل الاقتصادي نقادي حدوث هذه المشكلات ,وتحقيق الاستقرار الاقتصادي ,لان الدخول في التكامل سيؤدي إلى تنسيق السياسات الاقتصادية في كل دول التكامل وبالتالي الحرص على مراعاة المصالح المشتركة لجميع دول الاتحاد .

#### 5- الآثار الاستاتيكية و الديناميكية للتكامل الاقتصادي :

تنقسم آثار التكامل الاقتصادي إلى آثار استاتيكية static تتحقق على المدى القصير، وإلى آثار ديناميكية dynamic لتحقيق أهداف متعددة على المدى الطويل، وهذه الآثار على النحو التالي<sup>1</sup>:

#### 5-1- الآثار الإستاتيكية Static effects:

إن التعاون الاقتصادي يتضمن معاملة تفضيلية للدول الأعضاء إزاء الدول غير أعضاء إذ يترتب عنه إلغاء كافة القيود التعريفية والغير تعريفية التي كانت مفروضة على المبادلات التجارية بين الدول الأعضاء في التكامل الاقتصادي الشيء الذي ينجر عنه نوعان من الآثار.

وهذان الأثران الإستاتكيان يحدثان مباشرة عند تكوين التكامل الاقتصادي ويطلق عليهما خلق التجارة (Trade creation) وتحويل التجارة (Trade diversion) وأول من صاغ هذان المصطلحان هو العالم الاقتصادي " فينر " Jacob viner في عام 1950 ويعتبر " فاينر " هو مؤسس نظرية الإتحاد الجمركي في بداية الخمسينات من القرن 20 ويرى أن التكامل الاقتصادي بين بلدين أو أكثر يؤدي إلى أثرين رئيسيين هما خلق التجارة وتحويل التجارة.

<sup>1</sup> عماد محمد الليثي, المرجع السابق، ص145-146

أما عن خلق التجارة فإنه يحدث عندما يؤدي التكامل الاقتصادي إلى تغيرات في منشأ المنتج من منتج محلي (موارده أكثر تكلفة) إلى منتج عضو (موارده أقل تكلفة)، فهو أثر إيجابي يزيد من الرفاهية الاقتصادية أي أن هذا المصطلح يطلق على الحالة التي تتمتع فيها دولة من دول التكامل الاقتصادي بميزة نسبية في إنتاج سلعة معينة ويكون من تأثير التكامل زيادة معدل التبادل على هذه السلعة مع الأطراف الأخرى، مما يؤدي إلى تخصص هذه الدولة في إنتاج هذه السلعة وزيادة إنتاجها، الشيء الذي يؤدي إلى تخصيص التجارة الحرة للموارد. مما يؤدي إلى زيادة الرفاهية الاقتصادية.

وبخصوص تحويل التجارة فإنه يحدث عندما يوجد تغير في منشأ المنتج من دولة منتجة غير عضو (مواردها أقل تكلفة) إلى دولة منتجة عضو (مواردها أكثر تكلفة). وهو أثر سلبي على الرفاهية حيث يحد منها، وبمعنى آخر يطلق هذا المصطلح على الحالة التي لا تتمتع فيها دولة من دول التكامل الاقتصادي بميزة نسبية في إنتاج سلعة ما، ويكون من تأثير التكامل هو زيادة معدل تبادل هذه السلعة بين الدول الأطراف الأخرى، ولكن ذلك يكون على حساب الدول الأخرى الأكثر كفاءة في إنتاج السلعة المماثلة لتمتعها بميزة نسبية أكبر في إنتاجها من الدولة العضو في التكتل، تلك الدول التي كانت تتم المتاجرة معها قبل تكوين التكتل الاقتصادي، الشيء الذي يؤدي إلى البعد عن تخصيص التجارة الحرة للموارد. ويراه Viner " فينر " يقلل من الرفاهية.<sup>1</sup>

ولكن أوضح كل من F.Gehrels & Rilipsey أن تحويل التجارة لا يعتبر بالضرورة أمر ضار بالرفاهية، لما قد يؤدي إلى آثار موجبة على الاستهلاك يمكن أن يترتب عنها زيادة الرفاهية وذلك نتيجة لقبول المستهلكين تعديل مستويات شرائهم بعد إقامة التكامل الاقتصادي، حتى يتم المساواة بين معدل الإحلال الحدي وشروط التبادل. كما حاول كل من Bhagwati & Melvin تعميم هذه الرؤية عن المنتجين لما قد يؤدي كذلك تحويل التجارة إلى تعديل مستويات الإنتاج حتى يتم التعادل بين معدل التحويل الحدي وشروط التبادل.<sup>2</sup>

وتجدر الإشارة إلى إن صافي أثر خلق التجارة و الأثر الخاص بتحويل التجارة يعتبر غير واضح، حيث انه يكون سالبا أو موجبا وهو يتوقف على العديد من العوامل التي تحدد مدى

<sup>1</sup> عماد محمد الليثي، المرجع السابق، ص 146

<sup>2</sup> عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000-2001، ص 200

المكاسب التي يمكن تحقيقها إلى حد كبير وهذه العوامل والخصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- تكامل الهياكل الإنتاجية للدول الأعضاء في التكتل.  
- حتى لا يكون تحويل التجارة من خارج دول التكتل أعلى من نمو التجارة داخله، ينبغي إن تتقارب هياكل الأسعار في الدول الأعضاء في التكتل مع هياكل أسعار شركائهم التجاريين الرئيسيين، ذلك لأن تفوق أثر التحويل يفضي إلى خسارة في كفاءة تخصيص الموارد نظرا لتحول الاستيراد من المنتجين ذوي التكلفة المنخفضة خارج نطاق التكتل إلى المنتجين في الدول الأعضاء الذين حصلوا على ميزاتهم النسبية نتيجة الإعفاءات الجمركية وليس نتيجة تكلفة إنتاجهم المنخفضة.

- إن تقارب مستوى الأداء والاستقرار الاقتصادي بين الدول الأعضاء في التكتل يمثل عاملا حاسما في تكافؤ المكاسب والتكاليف بين الأعضاء، ويقلل من استقطاب المنافع إلى دولة واحدة أو عدد محدود من الدول الأعضاء على حساب الآخرين. إلا إن هذا لا يمنع من إقامة تكتل بين دول تتباين مستويات أدائها الاقتصادي طالما هناك إمكانية التوصل إلى اتفاق حول السياسات التي تعمل على تحقيق التقارب المنشود مع أسلوب عملي لتقسيم المنافع ونحمل الأعباء فيما بينها.

ومن الآثار الإستراتيجية أيضا للتكامل:<sup>2</sup>

- أن التكامل يؤدي إلى الإدخار الإداري عن طريق التخلص من الموظفين الحكوميين الذين كانوا يقومون برصد السلع وخدمات الشريك التجاري التي تعبر الحدود.

- أن الحجم الاقتصادي للإتحاد يسمح له بتحسين معدلات تبادله التجارية الجماعية مع بقية العالم الخارجي مقارنة بالمعدلات السابقة التي كانت تحصل عليها الدول الأعضاء كل على حدى.

- إن الدول الأعضاء تتحصل على قوة تفاوضية كبيرة في المفاوضات التجارية مع بقية العالم الخارجي الشيء الذي يمكنها من إملاء شروطها ومطالبها على الدول الأخرى بما يحقق مصالحها.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق، ص 33-34

<sup>2</sup> عماد محمد الليثي، المرجع السابق، ص 146

5-2- الآثار الديناميكية : Dynamic effects

بالإضافة إلى الآثار الإستاتيكية للتكامل الاقتصادي هناك آثار ديناميكية نتيجة لتطور الأداء والهيكل الاقتصادي للدول الأعضاء كما كانت عليه ويمكن جملها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

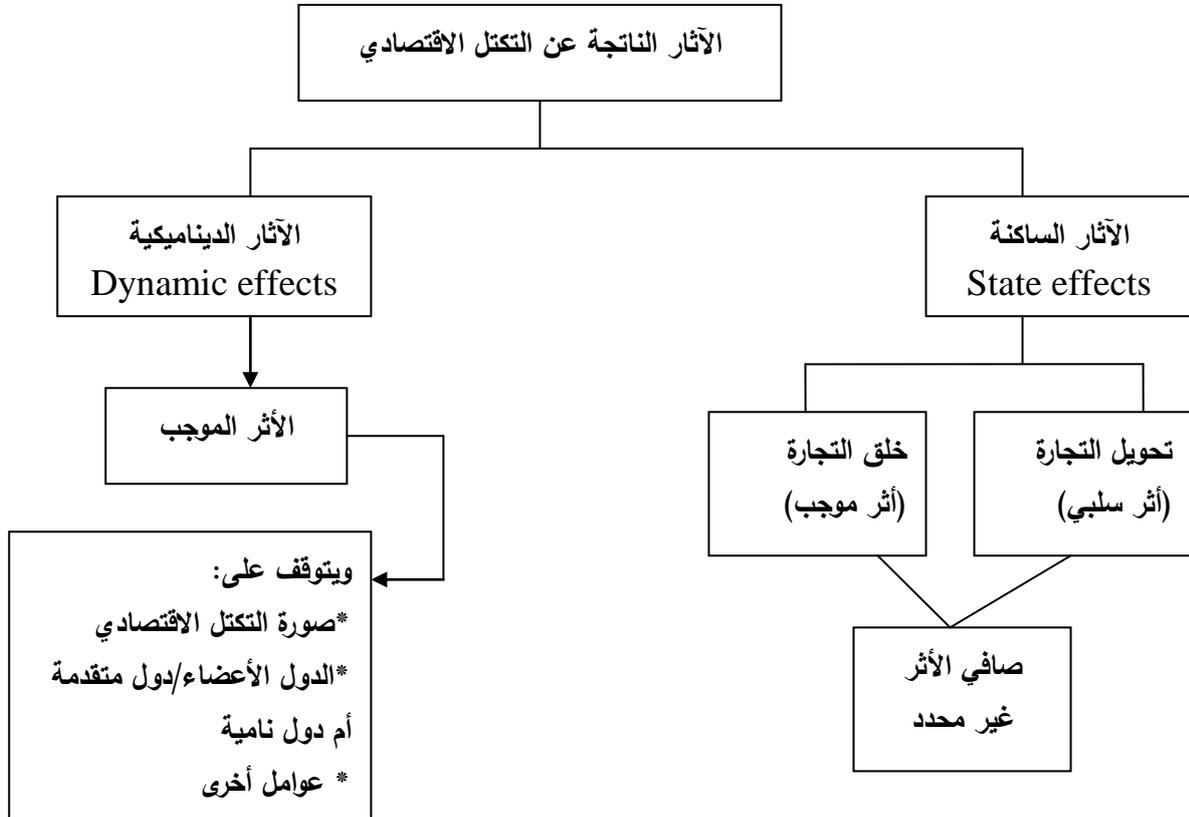
- إن إلغاء الرسوم والحواجز الجمركية بين الدول الأعضاء يؤدي إلى ظهور بيئة أكثر تنافسية ومن الممكن أن تقلل من قوة درجة الاحتكار التي كانت موجودة سابقا وكذلك يؤدي إلى إلغاء الرسوم والحواجز الجمركية إلى اتساع حجم السوق الذي تستطيع الدولة أن تصرف فيه منتجاتها حيث يمكنها صرف هذه المنتجات في أسواق الدول الأخرى الأعضاء في التكامل بعدما كانت هذه الأسواق مقفلة بسبب الرسوم والحواجز الجمركية العالية.
  - كذلك إن اتساع حجم أسواق التكامل يؤدي إلى تحقيق وفورات الحجم الكبير في الإنتاج، ويمكن من إقامة صناعات جديدة ذات حجم اقتصادي حيث أنها تستوعب كل المنتجات مما يمكن لهذه الصناعات من العمل بكافة طاقاتها الإنتاجية، الشيء الذي ينجر عنه انخفاض تكاليف الإنتاج وانخفاض أسعار المنتجات المصنوعة ما يجعل زيادة تسويقها تجاريا في الدول الأعضاء في التكامل. كذلك يؤدي اتساع حجم أسواق التكامل إلى زيادة التخصص وتقسيم العمل بين الدول الأعضاء.
  - ومن الممكن أن يؤدي التكامل أيضا إلى تحفيز الاستثمارات في الدول الأعضاء في التكامل سواء من مصادر داخلية أو خارجية .
  - وأخيرا فإن التكامل الاقتصادي في صورة الأسواق المشتركة قد يحقق مكاسب ديناميكية تتمثل في حرية حركة عناصر الإنتاج بين الدول والأعضاء مما يحقق إعادة توزيع أفضل للموارد من مناطق الوفرة إلى مناطق الندرة الشيء الذي يؤدي إلى زيادة الكفاءة الاقتصادية وترتفع دخول عناصر الإنتاج في منطقة التكامل.<sup>2</sup>
- ويمكن توضيح الآثار السابقة من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> عماد محمد الليثي، المرجع السابق، ص147

<sup>2</sup> محمد سيد عابد ، التجارة الدولية مطبعة الإشعاع الفنية ، القاهرة ، 1999 ، ص 275

الشكل (01-02)

أثار التكامل الاقتصادي



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد, السوق العربية المشتركة, مجموعة النيل العربية, القاهرة, 2003, ص32

المبحث الثاني:التكامل النقدي

إن التعاون النقدي هو القاعدة الصلبة و المتينة التي يقف عليها التعاون الاقتصادي بين أي مجموعة من الدول و يعتبر هذا التعاون احد معالم التعاون الاقتصادي الدولي في نطاق إقليمي محدد من هذا العالم , والنظريات الاقتصادية لم تغفل موضوع الوحدة النقدية , أو التكامل النقدي فقد تناولته العديد من النظريات من حيث مضمونه وأهدافه وصوره, وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق الى النقاط التالية:

- المقصود بالتكامل النقدي.

- العلاقة بين الوحدة النقدية و الوحدة الاقتصادية.

**1- مفهوم التكامل النقدي أو الوحدة النقدية :**

تعد نظرية المنطقة النقدية المثلى هي الإطار النظري الذي يقوم عليه مفهوم التكامل النقدي كما نستطيع أن نعتمد في تحديدها لمعنى التكامل النقدي على النقاش الذي جرى حول تحديد المنطقة النقدية المثلى ,بين مختلف مفكري النظريات التي تناولت الموضوع أمثال: Mundell ,Mc kinnon ,Kenen، حيث يعتبر روبرت ماندل Robert Mundell أول من صاغ نظرية المنطقة النقدية المثلى وذلك عام 1961 للدلالة على منطقة اقتصادية تضم عددا من الدول الأعضاء ,و تستخدم عملة واحدة أو أكثر وترتبط أسعار صرفها ببعضها البعض ارتباطا قويا يجعلها من الناحية العملية تشكل عملة واحدة<sup>1</sup>.

ويندرج ضمن مفهوم التكامل النقدي كافة الصيغ والترتيبات التي من شأنها القضاء على أو التخفيف من العقبات النقدية التي تعرقل انسياب السلع وعناصر الإنتاج بين مجموعة من الدول<sup>2</sup>.

ويمكن القول أن درجة ما من التعاون النقدي بين قطرين أو أكثر يمكن وصفه بأنه شكل من أشكال التكامل النقدي ,غير أن درجة التعاون النقدي هذه هي التي تحدد مدى عمق أو سطحية هذا التكامل . فقد يكون هذا التعاون النقدي مجرد تعاون في الشؤون النقدية ,أو قد يكون هذا التعاون عميقا إلى درجة قيام كتل نقدي كامل .

<sup>1</sup> مغاوري شلبي،اليورو: الآثار المتوقعة على اقتصاد البلدان العربية و العالم، مكتبة الزهراء الشرق، القاهرة ، الطبعة

الأولى،2000،ص133

<sup>2</sup> دينا عبد الله الدياسر، التكامل النقدي العربي، دائرة الأبحاث و الدراسات،البنك المركزي الأردني ، فبراير 1986،ص5

- هناك عدة تعاريف تناولت مفهوم التكامل النقدي في الفكر الاقتصادي, لكن اغلبها ترى انه مجموعة من الترتيبات التي تسعى إلى تسهيل المدفوعات الدولية وذلك بإحلال عملة واحدة محل عملات الدول الأعضاء في هذه الوحدة النقدية<sup>1</sup>. وبشكل عام فان التكامل النقدي يعد نتوجبا ووسيلة ضرورية لتحقيق التكامل الاقتصادي الكامل الذي يستلزم تحقيق تكامل نقدي كامل, وهذا ما توصل إليه الاقتصادي F.Machlup في تحديده لمعنى التكامل النقدي, حيث رأى " أن فكرة التكامل تتطوي على الإفادة الفعلية من كل الفرص الممكنة التي يتيحها التقسيم الكفاء للعمل"<sup>2</sup>, ويضيف انه في نطاق أي منطقة تكاملية يتم استخدام عوامل الإنتاج والسلع, كما يتم تبادلها بالدرجة الأولى على أساس حساب الكفاءة الاقتصادية البحتة, وبصفة أكثر تحديدا دون تمييز أو تحيز متعلقين بالمكان الجغرافي الذي نشأت فيه هذه السلع أو المكان الذي تقصد إليه, مع ما يتضمنه ذلك من أن تتساوى أسعار السلع المتساوية في جميع المنطقة التكاملية. مع تعريف "تساوي" وسائل الإنتاج بمعايير الإمكانية الكاملة للتنقل وللاحلال.<sup>3</sup>

ولتحقيق التكامل النقدي أو الوحدة النقدية لابد من المرور بعدة مراحل حتى نصل إلى خلق عملة موحدة بين الدول الأعضاء و هذه المراحل هي كما يلي:<sup>4</sup>

- التعاون بين الدول الأعضاء على إزالة القيود على المعاملات النقدية بجميع أنواعها وتحقيق حرية حركة رؤوس الأموال بينها .
- القيام بتنسيق السياسات النقدية والمالية بين الدول الأعضاء, وذلك لتحقيق درجة عالية من التقارب الاقتصادي بين هذه الدول .
- قيام بنك مركزي كسلطة فوق قومية, لإصدار العملة الموحدة والإشراف على التعامل بها داخل هذا التكتل ووضع وتنسيق السياسة النقدية الموحدة لهذا التكتل بما يحافظ على قوة واستقرار هذه العملة الموحدة.

<sup>1</sup> مغاوري شلبي, المرجع السابق, ص72

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي, التكامل النقدي العربي, الطبعة الأولى, لبنان, 1981, ص42

<sup>3</sup> جون وليامسون, مفهوم وصور و أهداف التكامل النقدي, في التكامل النقدي العربي: المبررات - المشاكل - الوسائل,

مركز دراسات الوحدة العربية, الطبعة الثالثة, بيروت, 1986, ص42

<sup>4</sup> مغاوري شلبي, المرجع السابق, ص134

## 2- أنواع التكامل النقدي:

## 2-1- التكامل النقدي الكامل:

اختلف المفكرون الاقتصاديون في تحديدهم لوسيلة تحقيق هذا التكامل وانقسموا إلى مجموعتين<sup>1</sup>:

**المجموعة الأولى:** من بينهم Machlup الذي يرى أن الصيغة الانجح لتحقيق التكامل النقدي الكامل هو إنشاء عملة واحدة مشتركة بين الأقطار الأعضاء في الاتحاد، وإحلالها محل عملاتها الوطنية في أداء جميع وظائف النقود، وإنشاء سلطة نقدية مركزية على مستوى الاتحاد **المجموعة الثانية:** نجد من بينهم الاقتصادي Werner\* الذي يرى أن فكرة تثبيت أسعار صرف عملات الأقطار المكونة للاتحاد وبصورة لارجعة فيها سيؤدي إلى قيام تكامل نقدي كامل. إلا أن هذا التثبيت تنجر عنه وقوع القطاع الخاص في خطأ الوهم النقدي إذا استمر في التمييز بين هذه العملات ويعتبرها مختلفة لمجرد أن كل عملة تحمل اسما مختلفا ويمكن حصر أهم الشروط الواجب توافرها لتحقيق تكامل نقدي كامل على النحو التالي:<sup>2</sup>

-قابلية كاملة ودائمة ومتبادلة على التحويل بين عملات الأقطار الداخلة في الاتحاد النقدي، في حالة عدم تبني عملة واحدة. وتثبيت غير قابل للإلغاء لعملات الدول الأعضاء في الاتحاد بالنسبة لبعضها البعض أو بالنسبة لعملة القطر الرئيسي فيها، أو بالنسبة لوحدة حساب مشتركة.

-تعاون البنوك المركزية القطرية على تطبيق سياسة نقدية مشتركة، أو في إنشاء مؤسسة نقدية مركزية على مستوى الاتحاد.

هذه الشروط لا بد من توافرها لإقامة تكامل نقدي كامل الذي تسبقه العديد من الإجراءات والترتيبات التكاملية.

## 2-2- التكامل النقدي الجزئي:

هو نوع من أنواع التعاون النقدي بين الدول الأعضاء، يأخذ عدة صور ولا يرقى إلى إنشاء أو إصدار عملة واحدة بل تحتفظ كل دولة بعملتها الوطنية.

<sup>1</sup> جون وليامسون، المرجع السابق، ص 42-43

\* هو رئيس وزراء لكسمبورغ و صاحب مخطط وارنر للتكامل النقدي والاقتصادي في أوروبا الذي قدمه سنة 1970

<sup>2</sup> عبد المنعم السيد، الوحدة النقدية العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 1986، ص 63

ومن أهم صور هذا التعاون النقدي و التي عددها الاقتصادي وليامسون على النحو التالي:<sup>1</sup>

**أ- اتحاد المدفوعات:**

هو احد صور التعاون النقدي والذي بموجبه تقوم الدول الأعضاء ذات العملات المختلفة والغير قابلة للتحويل بإقامة نظام للمقاصة متعدد الأطراف يتم وفقه تسوية المدفوعات الناجمة عن مبادلاتها التجارية , وذلك بقيام دول الاتحاد بإقامة غرفة مقاصة تكون على اطلاع على جميع معاملات مصارف الاتحاد المركزية , و يكون في استطاعة الاتحاد تقديم الائتمان لأعضائه , لتغطية العجز في الميزان التجاري في تعامله مع بقية الأعضاء الآخرين .

وقد مر الاتحاد الأوروبي بهذه التجربة حيث أنشأ اتحاد المدفوعات الأوروبي وتم العمل به خلال الفترة من 1950 الى 1958.<sup>2</sup>

**ب- تجميع الاحتياطي:**

هو عبارة عن ترتيب تقوم وفقه الدول الأعضاء , بإيداع نسبة من احتياطياتها النقدية لدى مؤسسة تابعة للاتحاد والتي تكون مهمتها تقديم القروض للدول الأعضاء التي تعاني من عجز والمسموح لها بالسحب وبشروط متفق عليها , كمدة القرض وحجمه مع مراعاة حاجة الدول الأعضاء الأخرى أيضا للسيولة .

**ج- تنسيق أسعار الصرف:**

هو إجراء تقوم بموجبه الدول الأعضاء في الاتحاد , بتحديد سعر صرف مركزي بين مختلف أسعار عملاتها , محددة بذلك مجالات الانحراف المسموح به بين أسعار الصرف القطرية , وسعر الصرف المركزي المتفق عليه وبذلك تكون قد حققت قدر من الاستقرار لأسعار الصرف المحلية فيما بين عملاتها المختلفة , كما يستوجب في حالة الانحرافات عن الالتزامات المتفق عليها استعمال سياسة التدخل لمنع ذلك ( أي بيع وشراء عملة أجنبية مقابل عملة محلية) . وقد مر النظام النقدي الأوروبي بهذه المرحلة وذلك فيما يعرف بنظام الثعبان داخل النفق .

<sup>1</sup> جون وليامسون , المرجع السابق, ص 41-61

<sup>2</sup> مغاوري شلبي , المرجع السابق, ص 135

د- التنسيق النقدي:

هو إجراء تقوم وفقه الدول الأعضاء بالاتفاق على تنسيق سياساتها النقدية والمالية من اجل تحقيق درجة عالية من التقارب الاقتصادي بينها. وغالبا ما يتم تحقيق هذا التقارب النقدي من أسعار الفائدة أو من خلال عرض النقود حسب سياسة أسعار الصرف المتبعة في هذه الدول الأعضاء وما إذا كانت سياسة حرة أم مقيدة أو معومة أو معومة مدارة.<sup>1</sup>

هـ- العملة الموازية:

هو ترتيب وفقه تقوم الدول الأعضاء في الاتحاد بتبني عملة مكملة لعملاتها المحلية وليست بديلة عنها, وذلك من اجل أداء دور نقدي محدود كوحدة حسابية, أو لتسوية المدفوعات بين الأعضاء, و من الممكن أن تتطور لتصبح عملة موحدة لهذه الدول الأعضاء<sup>2</sup>, ويجري تقييم هذه العملة بطرق مختلفة كأن تقيم على أساس وحدة نقدية محلية ذات وزن كبير في اقتصاد الاتحاد أو اتخاذ وحدة نقدية من خارج منطقة الاتحاد, كحقوق السحب الخاصة كما يمكن تقييمها على أساس سلة من عملات المشاركين كما هو الحال بالنسبة لوحدة النقد الأوروبية.

و- تكامل الأسواق المالية:

يعتبر تكامل الأسواق المالية إجراء يقصد به اتفاق بين الدول الأعضاء في الاتحاد على زيادة حركة انتقال رأس المال, كالإلغاء أو تخفيف حواجز الصرف المفروضة على تدفقات رأس المال داخل منطقة الاتحاد, وبما أن اختلاف الإجراءات والنظم القطرية يمكن أن يعتبر كأداة للرقابة على الصرف ويوجه عمل الوسطاء الماليين عبر الحدود الوطنية لذلك فان تكامل الأسواق المالية من شأنه أن بتعزز من خلال الملائمة بين الشروط الإدارية المطلوب توافرها في المسائل المالية.

ي- السياسات المشتركة إزاء التدفقات الخارجية لرأس المال:

بالإضافة إلى الخطوات السابقة؛ هناك أيضا إمكانية إتباع سياسات مشتركة بين مختلف الدول الأعضاء في الاتحاد في تعاملاتها مع العالم الخارجي, كتوحيد سياساتها الخاصة بتدفقات رأس المال بينها وبين العالم الخارجي. سواء في حالة انتقال الاستثمارات المباشرة من الخارج إليها, اوفي حالة الفوائض المالية الموجهة للاستثمار في الخارج, فيجب أن تقوم هذه الدول بتوحيد السياسات القطرية حيال هذه التدفقات.

<sup>1</sup> مغاوري شلبي, المرجع السابق, ص 136

<sup>2</sup> مرجع السابق, ص 136

**3- أهداف التكامل النقدي:**

مهما تعددت أنواع التكامل النقدي و أشكاله فإنه في حد ذاته يعتبر هدف يصبو إليه كل عضو في الاتحاد, إذ انه يعتبر من انجح الوسائل التي تمهد الطريق لتحقيق الأهداف الاقتصادية .

**3-1- أهداف التكامل النقدي الجزئي:**

كما سبق وان ذكرنا انه في ظل التكامل النقدي الجزئي تحتفظ كل دولة بعملتها الوطنية ولكن يكون هناك نوع من التنسيق بين الدول الأعضاء فيما يتعلق بأسعار الصرف أو تسوية المعاملات البيئية أو الخارجية , لذلك فان أهداف التكامل النقدي الجزئي تختلف باختلاف صورته, كمايلي :

**1-في مجال سعر الصرف:**

يهدف إلى الحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء و التي قد تؤثر على حركات رؤوس الأموال والسلع.

**2-في مجال تأسيس اتحاد المدفوعات :**

يهدف إلى تشجيع التجارة الخارجية بين الدول الأعضاء, من خلال إرساء روابط التعاون التجاري بينها , ومن خلال أيضا تقديم العون للدول التي تواجه عجز في احتياطاتها وفي ميزان المدفوعات .

**3-في مجال تكامل الأسواق المالية :**

يهدف إلى مساعدة المستثمرين على تنويع حافظاتهم المالية بما يجنبهم الكثير من المخاطر , وذلك عن طريق توزيع هذه المخاطر وكذلك يحقق زيادة في المدخرات والاستثمارات.

**4-في مجال التنسيق النقدي:**

يهدف التكامل النقدي في هذا المجال إلى إرساء استقرار نقدي من خلال اعتماد الدول الأعضاء سياسات مشتركة لأسعار الصرف بغية تجنب انتقال الصدمات الاقتصادية بين دول الاتحاد.

ب- أهداف الوحدة النقدية :

- تتمثل أهداف الوحدة النقدية في مايلي:<sup>1</sup>
- إزالة مخاطر تقلبات أسعار الصرف \* .
- إزالة تكاليف الصرف.
- إزالة الرقابة على الصرف.
- تحقيق عملة دولية تؤثر على الاقتصاد العالمي , من خلال تكثيف التعاون التجاري مع بقية دول العالم الأخرى.
- خفض التكلفة الاجتماعية في توفير النقود وذلك عن طريق تقليل حجم الاحتياطات النقدية السائلة المطلوب الاحتفاظ بها في الدول الأعضاء.
- ولكن لا يمكن إغفال العديد من المشاكل التي تثيرها الوحدة النقدية يمكن إيجازها فيما يلي:<sup>2</sup>
- التخوف من التنازل عن العملة الوطنية كرمز للسيادة الوطنية وسلب الدولة لوسيلة فعالة للتحرك باستخدامها في علاج الأزمات الاقتصادية وهي السياسة النقدية حيث انه في ظل الوحدة النقدية تنتقل السياسة النقدية من حيث وضع أو تحديد أهدافها ووسائل وأدوات تحقيقها إلى سلطة فوق قومية تأخذ شكل البنك المركزي.
- كذلك فان الوحدة النقدية تمنع الدولة من استخدام أسلوب التمويل بالتضخم الذي تستخدمه العديد من الدول لعلاج عجز الموازنة العامة.
- إلا أن هناك عائد من الوحدة النقدية لكافة الدول الأعضاء, وان تفاوتت نسب توزيع هذا العائد بين هذه الدول.

<sup>1</sup> جون وليامسون, المرجع السابق,ص47-48

\* مخاطر الصرف Exchange Cost هي تكاليف الفعلية المتعلقة بتحويل عملة إلى عملة أخرى, وتتبعكس هذه

التكاليف في فروقات البيع و الشراء التي تفرضها البنوك في معاملات النقد الأجنبي

أما مخاطر الصرف Exchange-Rate-Risk هي المخاطر التي تتطوي على احتمال تغيير سعر الصرف بين عملتين

بصورة غير متوقعة خلال الفترة الفاصلة بين اتخاذ القرار بعملية ما وحلول موعد الدفع

الرقابة على الصرف Echange Control هي نظم إدارية تحد من تعاملات بالنقد الأجنبي و هي تميز بين الذين

يرغبون في إجراء تعاملات بين منطقة عملة وأخرى على خلاف التعاملات داخل العملة الواحدة , وهي بذلك تمييزية

بطبيعتها ومعيقة لإمكانات للتكامل الكامل

<sup>2</sup> مغاوري شلبي , المرجع السابق,ص137-138

#### 4- دور الاتحاد النقدي في تحقيق الاتحاد الاقتصادي:

كما أسلفنا سابقا، يعتبر التكامل النقدي الجزئي كمرحلة انتقالية للوحدة النقدية التامة حيث يتم في بداية المراحل الأولى بتنسيق السياسات الاقتصادية الوطنية للدول الأعضاء، وإذا كان يهدف الاتحاد الاقتصادي إلى تحقيق التنسيق بين الدول الأعضاء في المجالات الاقتصادية، النقدية، المالية، التجارية... الخ، فإن الوحدة النقدية تعتبر بمثابة جزء من أجزاء الوحدة الاقتصادية، وتختلف النظريات بشأن تحديد أي الوجدتين اسبق عن الأخرى، بمعنى آخر هل الوحدة الاقتصادية تتحقق قبل الوحدة النقدية؟ أم يتم تحقيق الوحدة النقدية كخطوة لتحقيق مزيد من الاتحاد الاقتصادي!

وقد يكون اقرب إلى المنطق القول بأن التكامل النقدي الجزئي يمكنه أن يساعد على تحقيق مزيد من التكامل الاقتصادي ولكن الوحدة النقدية قد لا تكون مستحبة إلا بعد التكامل الاقتصادي وتكون المرحلة الأخيرة في التكامل الاقتصادي وتكون مواكبة للوحدة الاقتصادية بين الدول الأعضاء.<sup>1</sup>

#### 5- العناصر المكونة للاتحاد النقدي:

يتكون الاتحاد النقدي من ثلاث عناصر: قابلية تحويل العملات للدول الأعضاء، الحرية التامة لتحركات رؤوس الأموال والاستقرار القاطع للأسعار الصرف، ومما لا شك فيه أن لنظام العملة الواحدة آثار على الاتحاد الاقتصادي والنقدي.

#### 5-1- قابلية تحويل العملات:

تكون عملة قابلة للتحويل عندما تستعمل من طرف مقيمين وغير مقيمين في هذا البلد في إطار معاملات دولية (مدفوعات الصادرات أو الواردات، توظيفات في الخارج... الخ) أي أن العملة القابلة للتحويل يمكنها أن تستبدل مقابل عملات أجنبية بدون قيود في سوق الصرف. و تعتبر بمثابة عامل قاطع للاندماج في الاقتصاد العالمي.

#### 5-2- الحرية التامة لحركات رؤوس الأموال:

يفترض إنشاء الوحدة النقدية أن تتم مختلف المعاملات المالية الدولية بحرية، حيث تسجل هذه المعاملات المالية في حساب رأس المال في ميزان المدفوعات.

<sup>1</sup>مغاوري شلبي، المرجع السابق، ص 139-140

و تنقسم حركة رؤوس الأموال إلى نوعين:<sup>1</sup>

أ/ رؤوس الأموال الطويلة الأجل : و هي التي تتجاوز السنة كالقروض الطويلة الأجل ، و الاستثمارات المباشرة ، و الأوراق المالية (أسهم و سندات) أي بيعها و شرائها من و إلى الخارج.

ب/ رؤوس الأموال القصيرة الأجل: و التي لا تتجاوز السنة مثل الودائع المصرفية و العملات الأجنبية و الأوراق المالية القصيرة الأجل ، و القروض القصيرة الأجل.... إلخ

### 5-3- التثبيت القاطع لأسعار الصرف:

يقصد بالتثبيت القاطع لأسعار الصرف أن أسعار العملات المعنية تكون ثابتة بدقة، ويمكن نسب هذه الحالة إلى قاعدة الصرف الثابت، حيث تكون هوامش التقلبات منعقدة وأسعار محورية كاملة وكما أسلفنا سابقا يعتبر التثبيت القاطع لأسعار الصرف أكثر إلزاما من ذلك المتعلق بقاعدة الصرف الثابت.

### 5-4- اثر العملة الموحدة على المدفوعات الدولية:

ينتج عن إنشاء عملة موحدة أثرين على المدفوعات الدولية على مستوى الاتحاد الاقتصادي والنقدي :

-ينتج من جراء إنشاء العملة الموحدة تسهيل تسوية المدفوعات الدولية.

-إن تسوية المدفوعات الدولية لن يثير أي أسعار صرف ثنائية الأطراف ، بما أنها أحلت بقاعدة التثبيت القاطع ، كما أن هذه المدفوعات لن تتأثر بها الشيء الذي ينجر عنه عدم مقدرة البلد العضو الذي يعاني من اختلال في ميزان مدفوعاته أن يصحح هذا الاختلال عن طريق تخفيض العملة\*، فنجد أن الاتحاد الاقتصادي والنقدي يفرض عدم تفكيك القدرة النقدية لأن العملة الموحدة مكتسبة من طرف بنك مركزي ذا سلطة فوق قومية <sup>supranational</sup>

<sup>1</sup> عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي ، الطبعة 2 ، دار مجدلاوي للنشر ، عمان، 2002، ص118

\* تلخص هذه الآلية في أن القطر الذي يعاني من حالة عجز في ميزان مدفوعاته عادة ما يحتاج إلى العملات الأجنبية و بالتالي سوف يضطر إلى عرض عملته المحلية في أسواق الصرف الأجنبية ، بيد أن زيادة عرض العملة المحلية سيؤدي إلى انخفاض سعرها في الأسواق المذكورة و عندها ستغدو أسعار السلع و الخدمات المنتجة في ذلك القطر منخفضة مقارنة بالسلع و الخدمات الأجنبية فيزداد الطلب على منتجات القطر ، و هكذا تزداد صادراته مقابل انخفاض استيراده ته نظرا لارتفاع أسعار المنتجات الأجنبية في هذه الحالة و تستمر هذه العملية حتى يعود التوازن إلى ميزان المدفوعات

الذي يصوغ الشروط والمعايير المتعلقة بالاتحاد النقدي كما هو الحال بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي.

### 5-5- اثر الوحدة النقدية على عمل البنوك المركزية:

تؤثر الوحدة النقدية على القدرات الفعلية للبنوك المركزية كمايلي:

1- في خضم الاتحاد النقدي يصعب قياس الكتلة النقدية , وذلك مهما كان التحديد الدقيق للمجموع النقدي المستخدم , لان باستطاعة الأفراد و المتعاملين الاقتصاديين الاحتفاظ بأرصدهم النقدية في بلد عضو آخر.

2- لا يمكن أن تختلف معدلات الفائدة المتعلقة بالأسهم بسبب الحرية التامة لرؤوس الأموال وغياب خطر أسعار الصرف على مستوى الاتحاد النقدي.

3- عند تحقيق الوحدة النقدية , وبعد إنشاء بنك مركزي اتحادي تفقد البنوك المركزية الوطنية قدراتها على :

-اختيار أدوات السياسة النقدية: معدل الفائدة , الاحتياطي الإجباري.....الخ

-تحديد الأهداف الوسيطة : المجموع النقدي , القرض....الخ

-احتكار الإصدار النقدي.

-وضع سياسة نقدية مستقلة

إلا أن البنوك المركزية الوطنية بإمكانها المشاركة في رسم السياسة النقدية للاتحاد , وذلك ما ينطبق على عمل البنك المركزي الأوروبي والذي من هيئات اتخاذ القرار فيه مجلس المحافظين الذي يتكون من أعضاء المجلس التنفيذي\* و محافظي البنوك المركزية لمنطقة اليورو و يعتبر هو المسؤول عن إعداد السياسات النقدية.<sup>1</sup>

\* يتكون المجلس التنفيذي للبنك المركزي الأوروبي من الرئيس ونائب الرئيس و أربعة أعضاء آخرين وتتمثل مهمته

الرئيسية في تنفيذ السياسة النقدية

<sup>1</sup> Marie Martine Salort, *L'euro*, Edition LIRIS, Paris, 1999, P48

المبحث الثالث:نظرية ومعايير المنطقة النقدية المثلى

هنالك العديد من النظريات التي تناولت موضوع التكامل النقدي بالتحليل، وأهم هذه النظريات

نظرية منطقة العملة المثلى التي ظهرت سنة 1961 في ورقة بحثية لـ R.MUNDELL الذي يعتبر أول من صاغ مصطلح منطقة العملة المثلى، وقد تابع هذا الموضوع بعض الاقتصاديين أمثال Mac Kinnon , Kenen والذين ركزوا على الإطار النظري وصياغة بعض الحجج التي تؤيد انضمام الدولة إلى هذه المناطق.

من خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على ما المقصود بمناطق العملة المثلى والعوامل المؤثرة عليها وأهم النظريات التي تعرضت لها. و لإثراء الموضوع سوف نحاول تبيان تحاليل كل من: Mac Kinnon,Ingram ,Kenen ;Fleming حول هذه النظرية .

**1- مناطق العملة المثلى: Optimum currency areas**

تعتبر منطقة العملة المثلى عن منطقة اقتصادية تضم عدد من الدول الأعضاء تستخدم عملة واحدة أو عملتين أو أكثر، ترتبط أسعار صرفها أو قيمتها ببعضها البعض ارتباطاً وثيقاً مما يجعلها تشكل من الناحية العملية عملة واحدة، أي أن هذه المنطقة تجعل أداء عملتين أو أكثر يماثل أداء عملة واحدة إذا كان سعر الصرف\* بين هذه العملات محدد وغير قابل للإلغاء.

كما عرف *Mc Kinnon* منطقة العملة المثلى بأنها تقوم على تنسيق السياسات النقدية والمالية للدول الأعضاء بها وذلك بما يحقق هدف التوازن الداخلي والتوازن الخارجي.<sup>1</sup> ولا يمكن تحديد تعريف مناطق العملة المثلى وفق حدود الدولة وإنما يتعدى أكثر من دولة إذا كانت أسعار صرف هذه العملات ثابت فيما بينها وغير قابل للإلغاء، مع وجود حرية التحويل بين العملتين مما يخلق لدى الأفراد عدم التمييز بين مختلف العملات. وتكتسي منطقة العملة صفة المثلى إذا كانت هذه المنطقة تحقق درجة عالية من الكفاءة في علاج

\* يقصد سعر الصرف على انه: النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات الأجنبية في وقت معلوم، ونقصد بالعملة الأجنبية هنا: كافة الودائع والاعتمادات والمدفوعات المستحقة بعملة ما إضافة إلى الحوالات والشيكات السياحية والكمبيالات. لمزيد من المعلومات انظر: عرفان تقي الحسني، المرجع السابق، ص147-150.

<sup>1</sup> مغاوري شلبي، المرجع السابق، ص141

مختلف الصدمات الداخلية والخارجية التي تتعرض لها ,وبذلك قد يكون هناك فائدة من قيام هذه المنطقة أو العكس بمعنى انه ليس من الضروري أن تكون كل مناطق العملة مثلى.<sup>1</sup>

## 2-حركة عوامل الإنتاج لـ Mundell : Factors Mobility

حاول ماندل (1961)Mundell من خلال عدد من الأبحاث والدراسات تبين مدى أهمية حركة عوامل الإنتاج في حل الأزمات والصدمات.حيث رأى ان الشرط الأساسي لمنطقة اقتصادية مثالية هو حركية عوامل الإنتاج. بفضل هذا الشرط فإن نظام الصرف الثابت (أو عملة موحدة) داخل المنطقة هو نظام صرف معوم\* بالنسبة لدول أخرى و الذي يسمح بتعديل سريع للاختلالات. إذن فإن أي أزمة غير متناظرة داخل المنطقة ينتج عنها حركة في رؤوس الأموال و اليد العاملة لإعادة التوازن بين العرض و الطلب. يذكر

M.FRIEDMAN مثال عن الركوض الذي حصل في انجلترا الجديدة (New Enland)

حدث ذلك بسبب حركة رؤوس الأموال اتجاه جنوب الولايات المتحدة .

وعلى العكس من ذلك, فإنه في حالة غياب حركية عوامل الإنتاج فإن المنطقة الاقتصادية غير مثلى و الأزمة غير المتناظرة تحتاج إلى تعديل نقدي الذي بدونه سوف تنتج بطالة و عجز في ميزان المدفوعات. بينما الدول الشريكة لها ميزان فائض و ضغوطات تضخمية.<sup>2</sup> فإذا افترضنا وجود اقتصادين لدولتين (A)و(B) من منطقة نقدية حيث أن كلاهما تأثر بصدمة , نفترض أن الدولة (A) تأثرت بصدمة خارجية على سبيل المثال الزيادة في سعر الطاقة , بينما تأثرت الدولة (B) بصدمة داخلية على سبيل المثال تراجع النمو الاقتصادي ,بطالة و تضخم , هذا ما ينجر عنه تسجيل زيادة في طلب سلع الدولة (B) من قبل مواطني الدولة (A) نتيجة تراجع الإنتاج المحلي لهذه الأخيرة مما يؤدي الى ارتفاع معدل البطالة فيها وبالتالي عجز في ميزانها التجاري , أما فيما يخص الدولة (B) فهي تتمتع بانتاج وفير وهذا ما يتطلب توفر الأيدي العاملة ,كما تسجل فائض في ميزانها التجاري

<sup>1</sup> المرجع السابق, ص140-141

\* يقصد بالتعويم عدم تحديد محتوى ذهبي للوحدة النقدية وبالتالي عدم الالتزام رسميا بسعر صرف معين للعملة, بل تركه لظروف العرض والطلب والهدف الأساسي من هذه العملية هو إعطاء القيمة الحقيقية لعملة القطر. لمزيد من المعلومات انظر: زينب حسين عوض الله, المرجع السابق, ص83-88.

<sup>2</sup> بن بوزيان محمد والظاهر زياني, الأورو و سياسة سعر الصرف في الجزائر: دراسة مقارنة مع تونس و المغرب,الملتقى الوطني الأول حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة,جامعة سعد دحلب,البلدية,21/22 ماي 2002 ص4

نتيجة ارتفاع مبادلاتها التجارية كما تتميز بارتفاع معدل التضخم, لتذليل المشاكل والأزمات التي أصابت الدولة (B) حسب Mundell عليها انتهاء الإستراتيجية التالية :

وضع نظام نقدي مرن يسمح بتخفيض العملة وكذا خفض أسعار منتجات A المصدرة الخارج, غير أن هذه الإستراتيجية تفقد من نجاعة العملة النقدية وتزيد من نسب التضخم وذلك بعد تخفيض سعر صرف العملة, إلا أن Mundell يرى بأن هذه الإستراتيجية ستقضي على الأزمة الاقتصادية في (A) و من جهة أخرى يرى كذلك أن الأزمة المتواجدة في (B) يمكن أن تحل عندما تنتقل عوامل الإنتاج (أيدي عاملة) من الدولة (A) نحو الدولة (B), هذه الحالة يمثلها المنحنى الجديد للعرض  $S'$  (الشكل 02-03) ويرجع سعر الصرف الجديد الى التوازن, حيث تقع الدولة A على النقطة C (الشكل 02-03) وتقع الدولة B على النقطة D (الشكل 02-03).

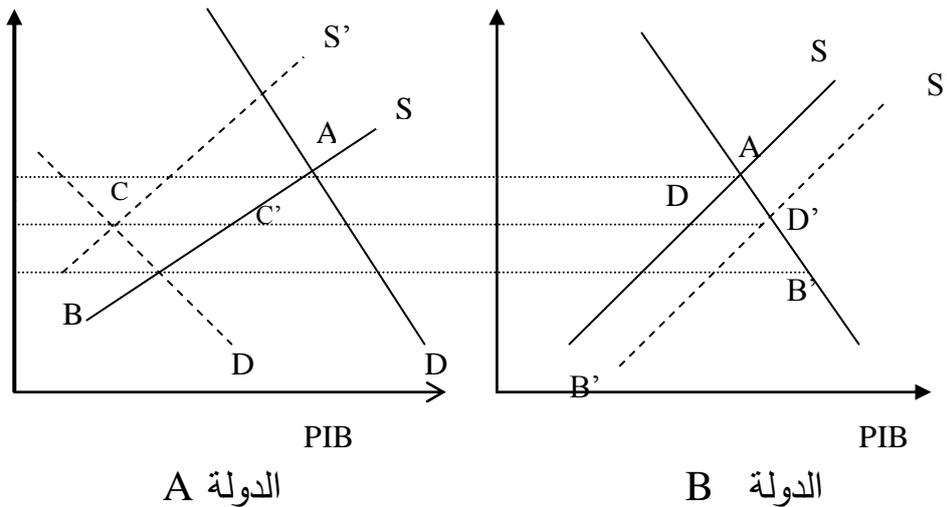
إن انتقال عوامل الإنتاج يسمح كذلك بحل مشكلة البطالة في الاقتصاد الذي يعرف تراجع, و تقضي على ضغط رفع الأجور للعمال في الاقتصاد الثاني, ومن جهة أخرى يرجع الميزان التجاري إلى ما كان عليه.<sup>1</sup>

### الشكل (03-01)

#### عدم تماثل الصدمات في اتحاد نقدي

معدل الصرف الحقيقي

معدل الصرف الحقيقي



Source : Mundell. Robert, *A Theory of Optimum Currency Areas*, *Américain Economic Review*, vol 51, 1961, p510;

<sup>1</sup> Mundell. Robert, *A Theory of Optimum Currency Areas*, *Américain Economic Review*, vol 51, 1961, pp510-511 ;

وحسب Mundell فإن توحيد العملة أو التوحيد النقدي يؤدي إلى اختفاء أول أداة لتصحيح حالة عدم التوازن (سعر الصرف) , كما أن الاقتصاديات الوحيدة التي لديها حركة كبيرة لعوامل الإنتاج أو التي لديها مرونة كبيرة في الأسعار و الأجور يمكن أن تشكل منطقة نقدية مثلى.

أما إذا كانت حركة عوامل الإنتاج ضعيفة,و كان هناك جمود كبير في الأجور,ستواجه الدول العديد من الصعوبات للتصدي للصدمات الاقتصادية الكلية.

إلا أن Mundell لم يسلم من الانتقاد ,اذ تعرض تحليله إلى الانتقادات التالية:<sup>1</sup> هناك العديد من القيود التي تعرقل حرية تحرك عوامل الإنتاج وخاصة عنصر رأس المال والعمل , كما أن حرية تحرك رؤوس الأموال قد تسبب في حدة تفاقم الاختلال التوازني على المستوى الداخلي والخارجي.

-تستوجب حرية تحرك عنصر اليد العاملة بين الدول الأعضاء وقت طويل لتحقيق ذلك كما انه يحتاج عنصر العمل إلى وقت ليتلاءم مع متطلبات سوق العمل (تكوين , تدريب.....)

-قد يؤدي تحرك عنصر العمل بين الدول إلى تفاقم اختلال التوازن في الأجل الطويل.

### 3-الاندماج المالي لـ *Financial integration: Ingram*

يرى (1962) Ingram من خلال تحاليه و أبحاثه الاقتصادية أنه يمكن للاندماج المالي بين الدول أن يخفض ويقلص من الحاجة إلى أدوات الصرف بحيث أنه يمكن لعوامل الإنتاج و خاصة حركة عوامل رؤوس الأموال أن تبطئ وتصحح الاختلالات داخل اقتصاديات الدول إذ أن هذه الحركة تتمثل في تدفقات رؤوس الأموال التي تكون على شكل قروض من الدول التي تتميز بفائض مالي إلى الدول التي تعاني من عجز مالي ,هذا يعني أن الاندماج المالي القوي سيؤدي بالنتيجة إلى حركة رؤوس الأموال والتي تساهم في التوازن.

### 4-درجة الانفتاح الاقتصادي لـ *Open economy degree: Mc Kinnon*

يرى ماكينون (1963) Mc Kinnon أن العنصر المتحكم في انضمام الدولة إلى منطقة العملة هو مدى انفتاح الاقتصاد القومي الذي يعني نصيب السلع التجارية من الناتج أو

<sup>1</sup>مغاوري شلبي, المرجع السابق, ص145

حجم قطاع التجارة الخارجية و بقياس هذا العنصر وفق العلاقة النسبية بين السلع التجارية والسلع غير التجارية حيث إذا زادت الأولى عن الثانية يكون الاقتصاد أكثر انفتاحا والعكس صحيح , ويتوقف هذا المعيار على مدى تحقيق التوازن الخارجي (ميزان المدفوعات) والتوازن الداخلي (استقرار الأسعار والتوظيف الكامل) ,

ويرى ماكينون Mc Kinnon أن الدولة المعتمدة في دخلها القومي على قطاع التجارة الخارجية من مصلحتها الدخول في منطقة العملة مع أهم شركائها التجاريين من أجل تحقيق الاستقرار . كما من مصلحة الاقتصاديات المنفتحة اعتماد نظام الصرف الثابت فيما بينها.<sup>1</sup> للأسباب التالية:<sup>2</sup>

- يعتبر تغير سعر الصرف بمثابة مصدر لعدم استقرار الأسعار، ولحد من تغير الأسعار لبد من الحد من تغير سعر الصرف.
- فاعلية سياسة الصرف تتراجع مع انفتاح الاقتصاد.
- ان التكاليف المرتبطة بفقدان سعر الصرف كأداة للسياسة الاقتصادية تنقلص مع درجة الانفتاح على الخارج .
- درجة الانفتاح الكبيرة تحجم تكاليف الاتحاد النقدي لأنه يخفض من احتمال التعرض إلى الصدمات غير المتماثلة.<sup>3</sup>

إلا أن هذه النظرية تعرضت إلى عدة انتقادات تركزت حول المبدأ الذي صاغه Mc Kinnon في نظريته وهو مبدأ الانفتاح الاقتصادي كأهم محدد للانضمام الى منطقة العملة, إذ رأى البعض أن الاقتصاديات المنفتحة على العلم الخارجي والتي لديها قطاع كبير للتجارة من مصلحتها أن تتبع نظام الصرف المرن للتغلب على الصدمات الخارجية التي تكون أكثر عرضة لها بسبب ارتباطها بالعالم الخارجي.

<sup>1</sup> Renald Mckinnon , *optimum currency areas and key currencies ; Mundell I versus Mundell II*, forthcoming journal of common market studies; Stanford university, California , 2004;

<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>

<sup>2</sup> Marie France Jarret, *Les théories de la zone monétaire optimale et les critères de convergence*, Université du Maine, France, 2006, sur le lien : <http://mapage.noos.fr/RVD/ZMO.html>

<sup>3</sup> Paul Degrauwe , *économie de l'intégration monétaire* ,De Boeck université, paris, 1999, p58

وللاشارة فان هذا النوع من الاقتصاديات لا تفضل استخدام السياسة النقدية لمحاربة التضخم في حالة نظام الصرف الثابت كما أنها تحتاج إلى مستوى أقل من الأجور لزيادة التوظيف والحد من البطالة.

إلا أن بالرغم من هذه الانتقادات وبالنظر إلى الواقع العملي (تجربة دول الاتحاد الأوروبي، وغيرها من التكتلات) فان كبر حجم التجارة الخارجية وزيادة الانفتاح تعتبر عاملا رئيسيا في حصول الدولة على مكاسب من جراء انضمامها إلى منطقة العملة.<sup>1</sup>

### 5- طبيعة التخصص لـ Kenen : *Specailization nature*

يركز كينين (1969) Kenen في نظريته على عنصر تنوع هيكل الاقتصاد\* القومي والذي ينعكس في تنوع هيكل الصادرات والذي ينجر عنه إتباع الدولة لسعر الصرف الثابت وفي الأخير يكون هناك جدوى من انضمامها إلى منطقة العملة , حيث يرى ان تنوع الهيكل الإنتاجي للدولة وكذا تنوع هيكل صادراتها يجعل تغيير هيكل الطلب الخارجي على السلع المحلية لا ينعكس على كل السلع المصدرة , ومن ثم لا يكون هناك عجز في ميزان المدفوعات الشيء الذي يؤدي عدم وجود حاجة إلى تغيير سعر الصرف<sup>2</sup> كأداة لاستعادة التوازن الخارجي

كما إن درجة التنوع في الإنتاج والاستهلاك بين الدول تعمل على إزالة العوامل المساهمة على إحداث الأزمات والصدمات في قطاع أو مجال معين , ففي هذه الحالة فان الصدمة لا يمكن أن يكون لها تأثير على الدول المتكاملة , وان تم تسجيل آثار فيكون بنسب متقاربة بين هذه الدول غير أن هذا لا يؤثر على تماسك المجموعة فهذا التخصص يقضي على أزمات التسويق ويخفض من التكاليف.

إلا أن هذه النظرية تتعرض لعدة انتقادات والتي منها أن الدول التي لديها تنوع في هيكل صادراتها وفي هيكلها الإنتاجي , تكون أقل اعتمادا على العالم الخارجي وعلى التجارة الخارجية نتيجة وجود اكتفاء ذاتي لديها وبالتالي يكون سعر الصرف المرن أكثر ملائمة لها كذلك تثار عدة تساؤلات حول مصير تنوع هيكل الإنتاج والصادرات بعد إزالة حواجز التجارة

<sup>1</sup>مغاوري شلبي, المرجع السابق, ص142-143

هناك اختلاف بشأن المقصود بتنوع هيكل الاقتصاد حيث يرى البعض أنه يعني نصيب القطاعات المختلفة من الانتاج

\* الكلي (صناعة ,زراعة ,تجارة )

<sup>2</sup> P.Kauffman , *l'euro*, Dunod, 2éme édition, Paris, 1999, p28

بين الدول الأعضاء في منطقة العملة , وهل سيؤدي هذا التنوع إلى مزيد من التنوع أم إلى مزيد من التخصص وتقسيم العمل ؟.

### 6-تقارب نسب التضخم لـ Fleming\_Inflation ratio similarity:

أثبت كل من Fleming (1971) و Haberler (1970) بأنه إذا كانت تغيرات معدلات التضخم بين الدولتين A و B متساوية فالدولتين تشكلان منطقة نقدية مثلى. لان تساوي تغيرات التضخم بين دولتين يضمن استقرار سعر الصرف في الأجل الطويل<sup>1</sup>, ومنه فالمعيار الأساسي لقيام منطقة عملة مثلى بين مجموعة من الدول حسب Haberler & Fleming هو وجود تقارب بين معدلات التضخم بين هذه الدول وأن عدم وجود هذا التقارب سوف يؤدي إلى زيادة الاختلال في ميزان المدفوعات , وأن سياسة سعر الصرف المرنة تكون أكثر ملائمة لظروف الدول التي تتقارب فيها معدلات التضخم .

وفي نفس السياق يرى Fleming أنه في حالة تسجيل معدلات تضخم متباعدة فيما بين دول معينة فان القدرة الشرائية للأفراد تكون متفاوتة بين هذه الدول إذ أنه عندما يسجل انخفاض في عملة دولة معينة والذي ينجر عنه تضخم وارتفاع في الأسعار فان القدرة الشرائية تكون ضعيفة في هذه الحالة , على عكس الدول تكون عملتها المحلية تعرف رواجاً , نستخلص من هذا أن Fleming يعتبر أن الأسلوب الأمثل لمعالجة الصدمات و الاختلالات غير المتماثلة هو إعادة النظر في سعر الصرف.

### 7-الاندماج الجبائي لـ Kenen:

نعتبر أن هناك اندماج جبائي قوي بين دولتين A و B إن كان يؤدي إلى تقليص تغيرات سعر الصرف الحقيقي, نفرض أن الطلب على منتجات الدولة A انتقل باتجاه الطلب على منتجات الدولة B ( صدمة غير متماثلة في الطلب) , مما ينتج عنه انخفاض في صادرات الدولة A هذا الانخفاض يمكن تصحيحه بتخفيض الدولة A لعملتها, هذا الحل ممكن في حالة وجود تكامل تجاري بين الدولتين لكن يستثنى في حالة وجود اتحاد نقدي بينهما. ففي حالة الاتحاد النقدي الصدمة غير متماثلة يمكن تعويضها بتخفيض مساهمة الدولة A في الموازنة المشتركة (ضرائب على الآجر الفدرالي, المساهمة في الحماية الاجتماعية....) وعن طريق زيادة هذه العوائد من الودائع الفدرالية (الاتحادية).

<sup>1</sup> Marie-Annick Barthe ; Economie de l'union européenne, edition economica, Paris, 2000; p216-217

إن الاندماج الجبائي يتضمن ويفرض وجود موازنة فدرالية (اتحادية) مركزية ووجود مبدأ التحويلات المالية من المناطق التي تشهد فائض إلى المناطق التي تتعرض لأزمات اقتصادية. فالموازنة الفدرالية ستسمح بتحقيق استقرار ألي للدخل الحقيقي ولسعر الصرف الحقيقي.<sup>1</sup>

كما ان وجود نظام موازني فدرالي مركزي سيسمح بالمحافظة على صيانة تماسكه وتلاحمه فيمكن تعويض فقدان الاستقلالية المالية بالتضامن المالي بين مختلف مناطق المنطقة النقدية.<sup>2</sup>

لذلك رأى Kenen أنه بإمكان الدول غير المتضررة توزيع المساعدات و الإعانات المالية على الدول الأعضاء المتضررة من تلك الصدمات و الأزمات غير المتماثلة وهذا بواسطة النظام الجبائي مما يتطلب توفر إرادة قوية واندماج سياسي ما بين دول المنطقة النقدية فيرشح Kenen النظام الجبائي لتصحيح أي عجز أو اختلال في اقتصاد الدول ويستبعد الحاجة إلى نظام الصرف في حل المشاكل الاقتصادية .

#### 8-تناسب التفضيلات لـ Cooper و Kindleberger :

الاتحاد النقدي هو مكسب جماعي يعكس طلب مشترك لمواطني مختلف الدول، فإذا كانت المبادلات بين الدول الأعضاء كبيرة وكانت التفضيلات متقاربة، في بعض المرات بالنسبة للسلع الخاصة وبالنسبة للسلع الجماعية (غير قابلة للانقسام ) مثل قبول نفس التسوية بين البطالة والتضخم، هذه الدول استوفت الشروط لتكوين فيما بينها منطقة نقدية مثلى. تسمى المنطقة النقدية التي تشمل ن منطقة بالمثل عندما تكون للصدمات غير المتماثلة تأثيرات محدودة على طلب المنتجات أو على عرض عوامل منطقة، وتكون إجراءات التعديل الآلي وضعت في العمل، كما يتم تقادي كذلك تعديلات سعر الصرف الاسمي بين المناطق.<sup>3</sup>

وفي الأخير يمكن توضيح شروط المنطقة النقدية المثلى وفق الشكل التالي:

<sup>1</sup> Jérôme Totignon et Bernard Yvars , Economie monétaire européen; édition HACHETTE, France, 2000, p34-35

<sup>2</sup> Yann Echinard , L'optimalité de l'union européenne ,cahier CUREI ,N° 11,centre universitaire de recherche européenne et international,Grenoble, novembre 1998,sur le lien ;web.upmf-grenoble.fr/curei/cahier/cahiers/11/part1-11.html

<sup>3</sup> Marie France Jarret, op cit.

## الشكل (01 - 03)

## شروط المنطقة النقدية المثلى

حركة العمل
مرونة الأسعار والأجور
الانفتاح
تنوع الإنتاج
التكامل المالي والجبائي
تقارب التفضيلات

Source : Marie France Jarret, **Les théories de la zone monétaire optimale et les critères de convergence**, Université du Maine, France, 2006

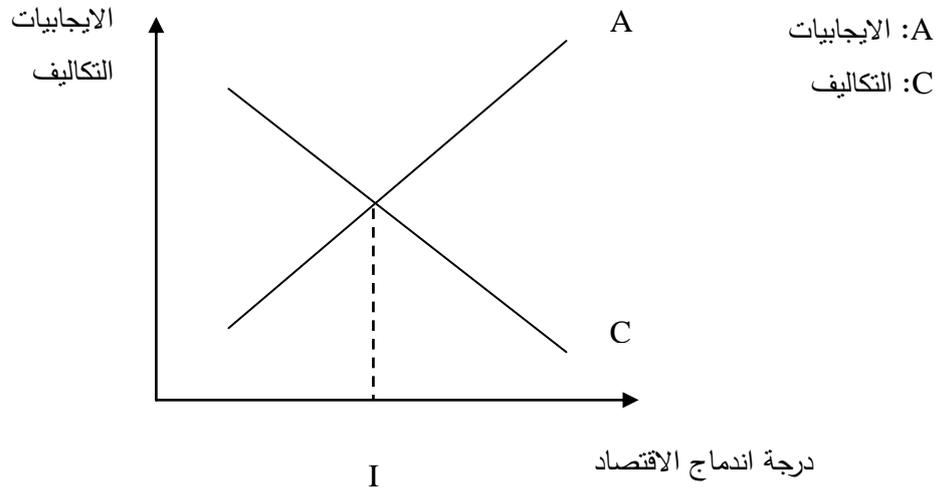
Sur le lien : <http://mapage.noos.fr/RVD/ZMO.html>

9- تحليل منافع وتكاليف المنطقة النقدية المثلى: *Cost-benefit analysis*

ان نظرية منطقة العملة المثلى تحاول توضيح متى تكون دولة ما ذات منفعة أم لا من انضمامها إلى المنطقة النقدية وذلك بعد المقارنة بين أرباح وتكاليف الانضمام. نفرض ان مجموعة من الدول تتميز بتكامل اقتصادي (سوق مشتركة للسلع والخدمات) وتكامل نقدي (صرف ثابت أو عملة مشتركة) كذلك تتميز بحركة عوامل الإنتاج. فالمنحنى رقم (01-04) يبين ايجابيات و تكاليف انخراط دول أخرى الى المجموعة السابقة. كلا المنحنيين (A) و (C) يبينان أن انضمام أي دولة إلى المنطقة النقدية يعود عليها بالنفع إذا كانت تتميز بدرجة اندماج اقتصادي كبير بين سوقها الداخلي وسوق المنطقة النقدية. فمن خلال المنحنى نلاحظ أن النقطة I تمثل نقطة تماثل وتساوي الأرباح والتكاليف , فعندما تكون درجة الاندماج الاقتصادي تقع على يسار النقطة i فهذا يعني أن تكاليف الانخراط تفوق الأرباح في حين كلما كانت درجة الاندماج الاقتصادي على يمين النقطة I تقل التكاليف و تزداد الايجابيات .

الشكل (01-04)

ايجابيات وتكاليف الانضمام الى المنطقة النقدية



Source : André Dumas ,*L'économie mondiale*,2édition ,de boeck,,paris,2003,p 123

9-1-1- فوائد المنطقة النقدية المثلى:

يمكن إيجاز المنافع التي تحققها منطقة العملة المثلى كالآتي:<sup>1</sup>

9-1-1-1- زيادة القيمة السائلة للنقود:

في ظل منطقة العملة المثلى تكون النقود أكثر صلاحية لاستخدامها كمقياس لقيم الأشياء ووسيط للتبادل وكمخزن للقيمة بسبب الاستقرار في قيمتها.<sup>2</sup>

9-1-2- الشفافية في الأسعار:

تزداد الأسعار وضوحا لدى المستهلكين ,حيث يمكن للمستهلك أن يقارن بوضوح ودقة بين الأسعار في مختلف أسواق دول الوحدة النقدية ,كما تزداد المنافسة ,و يمكن للعملة الموحدة أن تلعب دور كبير في خلق سوق واحد للسلع والخدمات وذلك على غرار السوق الأوروبي الموحد.

<sup>1</sup> Veronika Milweski ; op cit ;p13-16

<sup>2</sup>مغاوري شلبي,المرجع السابق,ص147

9-1-3- استقرار الأسعار:

تكون الأسعار مستقرة داخل المنطقة النقدية بسبب استقلالية السلطة النقدية الشيء الذي يؤدي الى زيادة فاعليتها في إدارة السياسة النقدية على أحسن وجه ,كما أن القيود التي يفرضها الاتحاد النقدي على السياسة المالية تساهم كذلك في الاستقرار نظرا لمنع أي دولة عضو من تمويل عجزها العمومي الشيء الذي ينتج عنه ضبط التضخم.

9-1-4-إلغاء تكاليف المعاملات(الصفقات):

-إلغاء تكاليف التحويل من عملة إلى أخرى الذي يعتبر من أهم مزايا الاتحاد النقدي التي تظهر جليا.

-إلغاء تذبذب أسعار الصرف والتي تؤثر في التكاليف بالنسبة للمنتجين,حيث برهن كل من (Franianni & Von Hagen(1990 بأن التجارة في الاتحاد النقدي تكون مركزة أكثر من الاقتصاديات التي تكون فيها تكاليف المعاملات معتبرة,فالسوق الداخلي للسلع والخدمات يعتبر مكسب يجسده الاتحاد النقدي.

-ان اختفاء تكاليف المعاملات والمرتبطة بنظام الصرف المعموم يؤدي الى زيادة درجة كثافة التكامل الاقتصادي وهذا ما يوضحه المنحنى (A) من الشكل (03-03).

9-1-5-خفض حالة عدم التأكد(اليقين) بخصوص سعر الصرف و ميكانيزم السعر:

حالة عدم التأكد المرتبطة بسعر الصرف ينتج عنها حالة عدم التأكد بخصوص الأسعار المستقبلية للسلع والخدمات ,الشيء الذي ينتج عنه خفض الأعوان الاقتصاديين قراراتهم بخصوص الإنتاج والاستثمار والاستهلاك ,حالة عدم التأكد بخصوص سعر الصرف المستقبلي تقلص من مصداقية نظام السعر كميكانيزم لتخصيص الموارد.

من جهة أخرى زيادة عدم التأكد بخصوص الأسعار تثير في العموم ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية للاستثمارات.فظهور الخطر يتطلب قسط كبير لتأمين الخطر حتى يتم حماية الاستثمار من فشل محتمل.فسعر الفائدة الحقيقي المرتفع يزيد من صعوبة اختيار المشاريع الاستثمارية بشكل أفضل.الشيء الذي ينتج عنه مشكلة الحظ و الاختيار العكسي.

فتعتبر حالة عدم التأكد بخصوص السعر وسعر الصرف مشكلتين ينتج عنهما اختيار صعب للمشاريع بسبب تقلص نوعية المعلومات التي تحتوي على السعر.

يتم تقليص حالة عدم اليقين (عدم التأكد) بشأن الصرف بدخول العملة الموحدة التي تحسن من كفاءة ميكانيزم السعر في قرارات تخصيص الموارد\* resource allocation, بالرغم من أن هذا الأثر لا يمكن قياسه بسهولة.

### 9-1-6-تقليص حالة عدم الاستقرار المرتبطة بالمضاربة:

- إن استقرار السوق يتوقف على مظهري السوق: امتداده وعمقه, فالعمق يعكس حجم المبادلات بينما يقيس الامتداد عدد المشاركين في السوق, التوفيق بين العمق والامتداد يدل على أهمية المشارك وتأثيره على السوق.

- إن إنشاء منطقة نقدية يزيد من امتداد وعمق السوق, ويقلص من حالة عدم استقرار الأسعار وكذلك على إمكانية تأثير المضارب على الأسعار, وبالتالي التشويش على السياسة النقدية المتبعة.

- تقليص حالة عدم الاستقرار المرتبطة بالمضاربة تتضمن فائدتين أساسيتين, أولاً حالة عدم استقرار قيمة العملة تنقلص ويتم خفض خطر الصرف, مكاسب المضاربين التي تمثل خسائر مؤسسات القطاع الخاص والقطاع العام تحت شكل احتياطات سوق الصرف تنقلص.

### 9-1-7-زيادة التبادل التجاري والدخل:

تشير العديد من الدراسات الحديثة التي أجريت عن فوائد اتحاد العملة بالنسبة للتجارة والدخل الى أن المكاسب المتحققة خلال فترة زمنية تتراوح بين 20-30 سنة يمكن أن تكون كبيرة, ومن هذه الدراسات نجد الدراسة التي أجراها أندرو روز<sup>1</sup> من جامعة كاليفورنيا التي خلصت الى ان اتحاد العملة يمكن ان يزيد التجارة بين الأعضاء بمقادير تتراوح بين 10-100% وذلك من خلال خلق التجارة, والى جانب تقديرات أثر ازدياد التجارة على الدخل, ويمكن الآخذ باليورو أن يؤدي إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 10% في مدى العشرين عاماً في بولندا وبنسبة تصل إلى ما بين 20-25% في معظم بلدان وسط أوروبا الأخرى, وخلصت أحدث الأعمال عن التجربة الفعلية للاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي, انه

\* تخصيص عوامل إنتاج الاقتصاد بين استخدامات متعددة انسجاماً مع أنماط الطلب الاستهلاكي (مما يعكس بدوره حجماً معيناً للدخل القومي وتوزيعه), تخصص الموارد بالشكل الأمثل عندما تعكس النسب التي تتحدد بها مدخلات الإنتاج لإنتاج السلع والخدمات تكاليفها النسبية لتقليل تكاليف الإنتاج إلى الحد الأدنى وعندما تعكس مخرجات السلع والخدمات توزيع أفضل للمستهلكين بين هذه السلع والخدمات, ويتم تخصيص الموارد بالشكل الأمثل أيضاً عندما يعكس السعر المدفوع للسلعة أو الخدمة في كل سوق التكلفة الاقتصادية الدنيا لتوريده

<sup>1</sup>سوزان شادلر, المرجع السابق, ص30

بالرغم من حداثة هذه التجربة إلا انه كانت لليورو آثار ايجابية على التجارة والنمو بالنسبة للأعضاء الحاليين.

### 9-1-8- النمو الاقتصادي والتنمية :

حسب النظرية النيوكلاسيكية للنمو,إلغاء خطر الصرف يسمح بتسريع وتيرة النمو,فالنموذج النيوكلاسيكي يفترض بأن إلغاء خطر الصرف خاصة عن طريق الاتحاد النقدي ,يخفض من سعر الفائدة الحقيقي الذي ينتج عنه تراكم رأس المال وزيادة الإنتاج من طرف العمال.في نفس الوقت تتخفض إنتاجية رأس المال.

هذا النموذج تم تطويره وتكاملته بديناميكية اقتصاديات الحجم,فبعد انخفاض معدلات الفائدة يزيد الاقتصاد تراكمه من رأس المال لكن عكس النظرية النيوكلاسيكية التقليدية ,فإنتاجية رأس المال ترتفع بفضل نمو ديناميكي نتيجة التمهين (التدريب) وتراكم المعرفة.

-وفي دراسة ا- ادوارد<sup>1</sup>(Edwards, 2003) ، وجد أن اشتراك مجموعة من الدول في عملة واحدة أدى إلى زيادة نمو الدخل المحلي للفرد مقارنة بالدول التي احتفظت بعملتها في العينة التي خضعت للدراسة .

### 9-2- تكاليف المنطقة النقدية المثلى:

بالرغم من الفوائد التي تتيحها المنطقة النقدية المثلى إلا أنها لا تخلوا من تكاليف ,والتي يمكن إيجازها على النحو التالي:

### 9-2-1- تكاليف التنازل عن السياسة النقدية:

تنازل الدولة عن السياسة النقدية للسلطة النقدية المشتركة ,يؤدي الى حالة عدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة التخلي عن مزايا نظام الصرف المعموم ونتيجة فقدان الدولة قدرتها على وضع سياسة نقدية مستقلة تمكنها من مواجهة التقلبات الاقتصادية أو استهداف التضخم . هذه التكاليف تتناقص تدريجيا عندما تتكثف درجة التكامل الاقتصادي وهذا ما يبينه المنحنى (C) من الشكل (03-04).

<sup>1</sup>رجا المرزوقي, الآثار الاقتصادية للاتحاد النقدي بين دول المجلس على الاقتصاد الكلي,ندوة العملة الخليجية الموحدة:

المتطلبات والتطلعات,غرفة تجارة وصناعة دبي, ابريل 11-12 2006. على الرابط الالكتروني:

[www.deci.gov.ae/content/currency/the-effect-of-establishing-a-monetary-union-on-the-macro-economy-ppt](http://www.deci.gov.ae/content/currency/the-effect-of-establishing-a-monetary-union-on-the-macro-economy-ppt)

### 9-2-2- تكاليف التخلي عن أداة الصرف:

يعتبر سعر الصرف عنصر تصحيحي لاضطرابات الطلب من حيث التكلفة والسعر ,وحسب (Grauwe(2000) تغيرات سعر الصرف الاسمي هي فقط تأثيرات ظرفية على تنافسية الدول,ومع الوقت ارتفاع اسعار الواردات يولد ارتفاع الأسعار والتكاليف المحلية,الذي يرجع التنافسية إلى مستواها الوطني,في الأجل الطويل سياسة الصرف ليست اذن لها تأثير على المتغيرات الحقيقية .لكن في المدى القصير أداة الصرف لها تأثير على التنافسية,عكس سياسة خفض الودائع العمومية سياسة الصرف تعمل بشكل سريع لان الأجور والأسعار ليست مرنة بشكل كامل .إذن فقدان أداة الصرف يشكل تكلفة عند تكوين منطقة نقدية.

### 9-2-3- التكاليف المرتبطة بتدهور فاعلية الاقتصاد الجزئي:

التكامل النقدي يتضمن تكاليف المرحلة الانتقالية,من بين هذه التكاليف تكاليف طبع وصك العملة الجديدة ,تكاليف إنشاء سلطة نقدية فوق قومية جديدة ,تكاليف التكييف كالتكاليف النفسية للمستهلكين.بالإضافة إلى ذلك في بداية إنشاء المنطقة النقدية فان اختيار أوزان سعر الصرف يمكن ان يكون غير ملائم مما يلحق الضرر ببعض الدول أين تصبح أكثر تنافسية أو ليست تنافسية مقارنة ببعض الدول الأخرى الأعضاء .

و هناك حجة نيوكلاسيكية لغير صالح التكامل النقدي تتمثل في فقدان مراقبة التضخم والضرائب إذ أن أي دولة تنضم الى منطقة نقدية لا يمكنها أن تساوي أكثر بين التكاليف الهامشية للضرائب و التضخم.

### 9-2-4- تحول الطلب :

المنافسة بين المنتجين بعد الاتحاد سيوجه الطلب لدولة دون الأخرى, سيؤدي الى تضخم في الدولة التي زاد الطلب عليها وبطالة في الدولة التي تحول الطلب عنها .

### 9-2-5-تباين التفضيل بين التضخم والبطالة :

تؤثر السياسة النقدية على معدل التضخم والبطالة خاصة في الأجل القصير .

يحدث التباين في التفضيل في حالة اختلاف مصادر التأثير على الاقتصاد .و لقد أثبتت الدراسات الاقتصادية الأثر السلبي لاستخدام السياسة النقدية في التأثير على النمو أو المنافسة من خلال أسعار الصرف في الأجل الطويل حيث لا يوجد تأثير.

- بالرغم من هذه المنافع والتكاليف فان على كل دولة عضو في منطقة العملة حساب عائدها الصافي من جراء دخولها لهذه المنطقة,وفي الغالب تكون هناك آلية لتوزيع المغام و

المغرم داخل هذه المنطقة، وفي النهاية يبقى استقرار هذه المنطقة مرهون بتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الدول الأعضاء وعدم تعرض بعضها لصدّات مفاجئة وكذلك وجود درجة من التقارب الاقتصادي واستمرار هذا التقارب بين الدول الأعضاء.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>مغاوري شلبي، المرجع السابق، ص 147

المبحث الرابع:التكتلات الإقليمية:

لم تكن فكرة التوجه نحو الإقليمية أمراً مستحدثاً أو وليدة النظام الدولي الجديد بل بزغت مبكراً في منتصف القرن الماضي في ظل عملية إعادة هيكلة التنظيم الدولي و ظهور كل من الأمم المتحدة كأداة دولية لإدارة شؤون العالم و كل من صندوق النقد و البنك الدوليين كمؤسسات للتمويل الدولي..وبرزت التكتلات الإقليمية كنتيجة للقيود في العلاقات الاقتصادية الدولية وكمحاوله جزئية لتحرير التجارة بين عدد محدود من الدول .

سنحاول في هذا المبحث التعرف على أبرز التكتلات الإقليمية،والى أهم تجارب التكامل الاقتصادي في أصقاع العالم.مبينين وزنها في التجارة الدولية ،وتحديد أهم شروط نجاح التكتلات الاقتصادية ، لنصل في الأخير إلى تحليل فاعلية التكتلات الاقتصادية في الدول النامية.

**1- أبرز التكتلات الاقتصادية الإقليمية:**

-ظهرت التكتلات الاقتصادية الإقليمية نتيجة توافر مجموعة من العوامل التي تربط بين أعضائها كالتجاور الجغرافي، المصالح المشتركة أو نتيجة الترابط الثقافي و التاريخي و وحدة المصير. فلقد أضحت الاتجاه إلى التعاون الاقتصادي، والأسواق الاقتصادية المشتركة هو لغة العصر<sup>1</sup>. حيث تشير الإحصائيات أن في بداية الثمانينات من القرن العشرين كان هناك ما يزيد عن أربعين كتل اقتصادية إقليمي و أن أكثر من 190 دولة نفذت مشروعات التكامل الاقتصادي على المستوى العالمي إلى حد الآن<sup>2</sup>، و إحصائيات أخرى تحصى 100 كتل اقتصادي موجود في العالم منها 29 كتل اقتصادي ظهر منذ عام 1992 فقط<sup>3</sup>.

وابرز هذه التكتلات الاقتصادية الإقليمية تتمثل في التالي :

**1-1-الاتحاد الأوربي (European Union) :** أنشأ هذا الاتحاد بمعاهدة دولية وقعت في ماستريخت عام 1992 و ذلك بعدما قطعت الدول الأوروبية أشواط كبيرة منذ منتصف القرن الماضي و تأسست حينها الجماعات الأوروبية مثل المجموعة الأوروبية للحديد

<sup>1</sup> أبو القاسم الطابولي،اتجاه العالم نحو التكتلات الإقليمية و أثرها على الاقتصاديات العربية،المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير ،جامعة العلوم التطبيقية الخاصة ،عمان ، 22-24/7/2003،ص39

<sup>2</sup> عماد محمد الليثي ، المرجع السابق ، ص 149

<sup>3</sup> أسامة المجذوب ، العولمة و الألفية ، الدار المصرية اللبنانية للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2000 ، ص 50

والصلب و السوق الأوروبية المشتركة والمنظمة الأوروبية للطاقة الذرية(الأوراتوم) الشيء الذي مهد الطريق أمام الدول الأوروبية لتجسيد التكامل الاقتصادي والنقدي ،حيث يعتبر الفاتح من يناير 1999 تاريخ ميلاد اليورو الذي يعد أهم حدث ميز نهاية القرن العشرين وأحدث تحولا في العلاقات النقدية والمالية الدولية<sup>1</sup> , كما شهد أول ماي 2004 حدث تاريخي تمثل في انضمام 10 دول\* من وسط وشرق أوروبا إلى الاتحاد الأوروبي الشيء الذي ظهر وكأنه عملية إعادة توحيد أوروبا، إذ أصبح هذا الاتحاد نموذجا لمشروعات التكامل الاقتصادي الواعدة،ومما لاشك فيه إن انتقال دول التكتل الأوروبي من مرحلة التكامل و التنسيق إلى مرحلة الاندماج الفعلي والنهائي، سيدفع معدلات التقدم الاقتصادي والعلمي والتطور الاجتماعي والثقافي مما يسمح للتكتل الأوروبي أن يلعب دورا أكثر فاعلية في كافة المجالات الاقتصادية بل والسياسية ،لذلك فإن القرن الواحد والعشرين سيشهد تنامي وتزايد قوة هذا التكتل الاقتصادية ليكون من أهم التكتلات الاقتصادية التي سوف تلعب دور أساسي في إدارة النظام التجاري العالمي الجديد.

و لتوضيح أهم المؤشرات الاقتصادية لهذا التكتل استعنا بالجدول التالي<sup>2</sup>:

### الجدول (01-02)

#### أهم المؤشرات الاقتصادية للاتحاد الأوروبي في الفترة ( 1996-2000 )

البيان	1996	1999	2000
الكثافة السكانية (مليون نسمة)	301.4	303.3	304.0
متوسط معدل النمو السنوي في الكثافة السكانية	%0.3	%0.3	%0.3
الناتج المحلي الإجمالي (تريليون * دولار)	7.2	6.8	6
% من الناتج المحلي الإجمالي	%43.1	%21.8	%19.1
نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دولار)	23480	21990	21730
الاستثمار الأجنبي المباشر (تريليون دولار)	70.7	206.4	401.9
% من الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم	%19.7	%45.6	%33.5

Source: world Bank, world development indicators dabase, april2002

<sup>1</sup> Benbara radia, **La création d'une monnaie unique arabe : l'expérience européenne**, séminaire sur l'euro et le économie des pays arabes ;université de lagouat ; avril 2005 ; p109

\* قبرص، مالطا، تشيك، سلوفينيا، ليتوانيا، استونيا، سلوفاكيا، لاتفيا، هنغاريا، بولندا

<sup>2</sup> عماد محمد اللبثي ، المرجع السابق ، ص 151

\* تريليون = 1000 بليون ،

1-2- اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا) NAFTA: وقعت هذه الاتفاقية في أوت عام 1992 و تضم كل من أمريكا و كندا و المكسيك ويشكل هذا التكتل أكبر منطقة للتجارة الحرة في العالم بعد الاتحاد الأوربي و ترجع أهمية هذا التكتل لما تتمتع به كل دولة من كثافة سكانية و قوة شرائية و حجم الناتج المحلي .

و قد دخلت الاتفاقية حيز التطبيق في 01 / 1 / 1994، و تهدف إلى الإلغاء التدريجي لكل من الحواجز الجمركية و الرسوم خلال 15 سنة و يسمح بتأمين التبادل الحر للسلع و الخدمات ، و يعني بأمور عدة منها الصيد و الانتاج الزراعي و تكمن أهمية هذا التكتل أنه أول اتفاق يضم بلدًا ناميا ( المكسيك) مع بلدين صناعيين ( أمريكا، كندا) <sup>1</sup> .  
و لتوضيح أهم المؤشرات الاقتصادية لهذا التكتل استعنا بالجدول التالي <sup>2</sup>:

الجدول (03-01): أهم المؤشرات الاقتصادية لتكتل نافتا في الفترة (1996-2000)

2000	1999	1996	البيان
410.4	405.3	390.5	أ/ الكثافة السكانية (مليون نسمة)
281.6	278.2	268.2	و.م.أ
30.8	30.5	29.7	كندا
98.0	97.6	29.6	المكسيك
%3.5	%3.5	%3.5	متوسط معدل النمو السنوي
11062.4	10114.3	8733.9	ب/ الناتج المحلي الإجمالي ( بليون دولار)
9800	9000	7800	و.م.أ
687.9	634.9	601.6	كندا
574.5	479.4	232.3	المكسيك
%35.2	%33	%29.2	(%) من الناتج المحلي الإجمالي
			ج/ نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي
34100	32370	29210	و.م.أ (دولار)
21130	20140	19800	كندا (دولار)
5070	4440	3660	المكسيك (دولار)
363.8	338.1	105.3	د/ الاستثمار الأجنبي المباشر ( بليون* دولار)
287.7	301.0	86.5	و.م.أ
62.8	25.2	9.6	كندا
13.3	11.9	9.2	المكسيك
%30.3	%36.5	%13.9	(%) من الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم

Source: word bank , world development indicators database, April 2002

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التجارة العالمية بين جات 94 و منظمة التجارة العالمية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ،

الإسكندرية، 2001، ص 22

<sup>2</sup> عماد محمد الليثي ، المرجع السابق ، ص 153

1-3- تكنتل آسيان (ASEAN): أنشئ هذا التكتل عام 1967، بموجب معاهدة وقعت في بانكوك (عاصمة تايلاند) من طرف خمس دول هي: إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايلاند، وارتفع العدد إلى 11 دولة عام 1997 ومقر الرابطة في جاكرتا (عاصمة اندونيسيا) و يهدف هذا التكتل إلى تسريع النمو في كل المجالات، و تحقيق السلام و الاستقرار الإقليمي وتعزيز التعاون بين الأعضاء في جميع المجالات الاقتصادية والاجتماعية و التقنية. واعتمد هذا التكتل المدخل الاقتصادي كأساس للتعاون الإقليمي و تعزيزه و لقد تمكنت الدول الأعضاء من أجل تحقيق العديد من الإنجازات في ظل هذا التكتل و حرصت في تعاملها مع الدول الأخرى والمنظمات الدولية الكبرى على الظهور بمظهر الكتلة المتماسكة. وتزداد فاعلية هذا التكتل إذا أخذنا بعين الاعتبار التنسيق المستمر بينه وبين الصين واليابان من خلال تماثل الأنماط الإنتاجية والاستهلاكية والعمليات التشغيلية والتطلعات المستقبلية<sup>1</sup>، و في عام 1992 قررت الدول الأعضاء إنشاء منطقة للتجارة الحرة لهذا شرعت بعضها في تخفيض رسومها الجمركية ابتداء من سنة 1995 و فتح أسواقها الوطنية لمنتجات الدول الأعضاء<sup>2</sup>.

و يعتبر تكتل آسيان (NAESA) من أهم التكتلات في العالم كما يتمتع به مؤشرات اقتصادية التي تظهر جليا في الجدول التالي<sup>3</sup>:

### الجدول (04-01)

#### أهم المؤشرات الاقتصادية لتكتل آسيان (\*) في عام 2000

البيان	عام 2000
الكثافة السكانية ( مليون نسمة)	493.44
متوسط معدل النمو في الكافة السكانية	1.7%
الناتج المحلي الإجمالي ( بليون نسمة)	1.169
(%) من الناتج المحلي الإجمالي العالمي	3.8%
الاستثمار الأجنبي المباشر ( بليون دولار)	27.6
(%) من الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم	2.3%

Source : word bank , word development indicators database , April 2002

<sup>1</sup> نيبيل حشاد، الجات ومستقبل الاقتصاد العالمي والعربي، دار النهضة العربية، 1995، القاهرة، ص 106-114

<sup>2</sup> محمد المجذوب ، التنظيم الدولي ، الدار الجامعية للنشر و الطبع ، القاهرة ، بدون تاريخ، ص 429

<sup>3</sup> عماد محمد الليثي، المرجع السابق، ص 156

(\*) بروناي ، هونغ كونغ ، أندونيسيا ، كوريا الجنوبية ، لاوس ، ماليزيا ، الفلبين ، سنغافورة ، تايلاند ، بورما ، كمبوديا .

#### 1-4- مجموعة التعاون الاقتصادي لدول آسيا و الباسيفيك (APEC):

أنشئ في نوفمبر عام 1989 في الاجتماع الوزاري الذي أقيم في " كانبرا بأستراليا " مع ممثلين عن (12) دولة مشاركة ، و كان يضم هذا التكتل (18) دولة في مطلع عام 1997 و معظمهم يشارك في تكتلات فرعية أخرى للتجارة الحرة حيث اتفقوا على تشكيل منطقة للتجارة الحرة تقوم على تحرير تجارتهم و الاندماج في هذا التكتل الجديد بنهاية عام 2020 و يعتبر أكبر تكتل عالمي حتى الآن مبلورا للابعد العالمية ، و بدلالة الناتج المحلي الاجمالي لهذا التكتل من المحتمل أن يصبح هذا التكتل ذو الأثر الأكبر على تسيير دفة الاستثمار و التجارة الدولية خلال الثلاثين عاما القادمة . و نعمل البيانات الاحصائية الخاصة بهذا التكتل في الجدول التالي<sup>1</sup>:

#### الجدول (01-05)

أهم المؤشرات الاقتصادية لتكتل أبيك<sup>(\*)</sup> في عام 2000 :

البيان	عام 2000
الكثافة السكانية ( مليون نسمة )	23.9
متوسط معدل النمو في الكثافة السكانية	1.8%
الناتج المحلي الإجمالي ( تريليون دولار )	18.7
(%) من الناتج المحلي الإجمالي العالمي	59.4%
الاستثمار الأجنبي المباشر ( مليون دولار )	474.1
(%) من الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم	39.5%

Source : word bank , word development indicators database ,April 2002

#### 2- تجارب أخرى من التكامل والتعاون الاقتصادي:

-إلى جانب التكتلات الاقتصادية العملاقة المذكورة سابقا ، توجد العديد من التكتلات الاقتصادية الإقليمية ذات الأوزان الضعيفة الأثر على الاقتصاد العالمي و ذلك لأنها تضم دول نامية تحتل وزنا ضئيلا في التجارة الدولية و من صور التكامل و التعاون نجد:

<sup>1</sup> عماد محمد الليثي، المرجع السابق، ص157

(\*) أستراليا ، دوناي ، كندا ، شيلي ، هونغ كونغ ، الصين ، اندونيسيا ، اليابان ، كوريا الجنوبية ، ماليزيا ، المكسيك ، نيوزيلندا .

1-1- في أمريكا اللاتينية: ساعد ظهور كتلة نافتا (NAFTA) الذي يضم كل من و.م.أ و كندا و المكسيك إلى حذو دول الجزء الجنوبي للقارة الأمريكية إلى اقامة تكتلات اقتصادية مثل :

أ- السوق المشتركة لجنوب أمريكا (Mercosur) : تعتبر من أهم التكتلات على مستوى أمريكا الجنوبية إذ أنها تكتسي أهمية بالغة كونها اتفاق بين دول من الجنوب وكونها تجمع ما بين دولتين كبيرتين هما الأرجنتين والبرازيل و دولتين صغيرتين هما الارغواي والبراغواي . حيث تم إنشاء اتحاد جمركي بين الدول الأعضاء سنة 1991, وفي السنوات الأخيرة تم تخفيض هام إن لم يكن إزالة كاملة للتعريفات و الحواجز الجمركية على التجارة داخل منطقة Mercosur<sup>1</sup>.

ب- السوق المشتركة لأمريكا الوسطى Central American Common Market : أنشأت سنة 1960 وتضم كل من كوستاريكا، السلفادور، جواتيمالا، هندوراس، نيكاراغوا .  
ج- رابطة أمريكية اللاتينية (LAFTA): أنشأت سنة 1960 وتضم كل من الأرجنتين ، بوليفيا، كولومبيا ، الإكوادور ، بيرو، فنزويلا .  
د - مجموعة الأندين Anden Group: تضم كل من بوليفيا ، كولومبيا، الإكوادور ، البيرو ، فنزويلا، تأسست سنة 1989 .

2-2- في أوروبا: هناك منطمتان يشمل نشاطها مساحات جغرافية مختلفة تتخطى أحيانا حدود أوروبا، و هما:<sup>2</sup>

1- منظمة التعاون و التنمية الاقتصاديين: في 16 أبريل 1947 ، وقعت في باريس الاتفاقية التي أنشأت " المنظمة الأوروبية للتعاون الاقتصادي " ، و كانت تتكون من 16 دولة و كانت تقتصر على قسم من أوروبا الذي أطلق عليه " أوروبا مارشال " ، و كان دور هذه المنظمة هو توزيع المعونة الأمريكية . و تنمية العلاقات الاقتصادية بين الأعضاء و تنشيط التبادل التجاري , غير أن اختلاف الأنظمة السياسية ، و تفاوت المستويات الاقتصادية و تضارب المصالح بين الأعضاء ، لم تساعد على تسهيل حل المشاكل التي اندلعت بينها ، و في بداية العام 1960 قرر بعض الأعضاء إحداث تغيير ، حيث اجتمعت في باريس لجنة اقتصادية خاصة تضم 13 دولة من الدول الأعضاء و قررت تعديل أسس

<sup>1</sup> Dean A. DeRosa, Regional Integration Arrangements: Static Economic Theory, Quantitative Findings, and Policy Guidelines, ADR International, Ltd., U.S.A, 1998, p70

<sup>2</sup> محمد المجذوب، المرجع السابق ص 399-402 .

المنظمة ، و في نهاية العام 1960 وقعت اتفاقية المنظمة الجديدة " منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية " إذ لم تعد منظمة مقتصرة على الدول الأوروبية ، فقد انضم إليها دولتان أمريكيتان : الولايات المتحدة و كندا و انضمت بعد ذلك اليابان و فلندا و استراليا و نيوزيلندا حتى أصبح عدد أعضائها اليوم 25 دولة و للمنظمة مجلس مكون من جميع الدول الأعضاء .

2- المنظمة الأوروبية للتجارة الحرة: بعدما رفضت بريطانيا الاشتراك في مؤتمر روما الذي ضم الدول الست الأوروبية المؤسسة للسوق الأوروبية المشتركة. و جهت بريطانيا عام 1958 الدعوة إلى الدول الأوروبية الأخرى لإنشاء منظمة للتجارة الحرة تقوم على إعفاء واردات و صادرات الدول الأعضاء لبعضها البعض من الرسوم الجمركية و إلغاء القيود الكمية على الواردات و الصادرات فيما بينها. و تم التوقيع في ستوكهولم في 4/01/1960 على اتفاقية إنشاء المنظمة من قبل بريطانيا و النمسا و الدانمارك و النرويج و البرتغال و السويد و سويسرا أما فلندا أصبحت عضو منتسب فيما بعد و دخلت تلك الاتفاقية حيز التنفيذ في نفس السنة و مقرها في جنيف و استطاعت المنظمة فعلا إلغاء الرسوم الجمركية على الواردات فيما بين أعضائها في العام 1967<sup>1</sup>.

2-3- في إفريقيا: أدى ظهور منظمة الوحدة الإفريقية سنة 1963 ذات الطابع السياسي و تحولها إلى إتحاد إفريقي و دعوتها إلى التعاون في المجالات الاقتصادية و الاجتماعية بين الدول الإفريقية إلى ظهور العديد من التكتلات الإقليمية إلى حين تجسيد اتحاد اقتصادي على الواقع يضمها جميعا و من أبرز هذه التكتلات:

أ- الاتحاد الاقتصادي لغرب إفريقيا (ECOWAS) : تأسس سنة 1975، و يضم كل من داهومي ، ناميبيا ، غانا ، غنيا ، ساحل العاج ، ليبيريا ، مالي ، موريتانيا ، النيجر السنغال ، سيراليون ، توغو ، بوركينا فاسو ، البنين ، نيجريا .

ب- الاتحاد الاقتصادي لوسط إفريقيا: أنشئ سنة 1983 و يضم كل من إفريقيا الوسطى ، تشاد ، الكونغو .

ج- السوق المشتركة لدول شرق و جنوب إفريقيا (COMESA): نشأ تجمع الكوميسا او السوق المشتركة لدول جنوب و شرق إفريقيا عام 1994 ، ليرى النور بعد قرابة ثلاثة عقود من رغبة الدول الإفريقية في تحقيق التكامل الاقتصادي الإقليمي و لتحل محل

<sup>1</sup> عبد السلام صالح عرفة ، التنظيم الدولي، دار الجماهيرية، ليبيا، 1993 ص 401-402

مجموعة P.T.A (منطقة الاتفاقيات التفضيلية لدول جنوب وشرق إفريقيا) , ومنذ سنة 1994 دعت اللجنة الاقتصادية لدول الكوميسا إلى إنشاء تجمع إقليمي لتعزيز التبادل التجاري بين الدول الإفريقية وتحقيق هدف التنمية الجماعية<sup>1</sup>. تضم كل من السودان , وجيبوتي , ايثيوبيا , الكامرون , ايريتريا .

## 2-3- تجارب التعاون والتكامل الاقتصادي في آسيا :إلى جانب كتل آسيان (ASEAN)

شهدت قارة آسيا عدة مشاريع التعاون والتكامل الاقتصادي ومن الجدير بالذكر هنا :  
 -رابطة أمم جنوب آسيا : أسست في سنة 1967 , وتتكون من اندونيسيا , بروني و تايلاندا , و سنغافورة والفلبين ,وماليزيا , وكان هدف هذه المجموعة هو تعزيز التجارة بين بلدان الإقليم. وتحقيق التكامل الاقتصادي فيما بينها.<sup>2</sup>

ويمكن تلخيص تجارب التعاون والتكامل الاقتصادي في آسيا في الجدول التالي:

### الجدول (01 - 06)

#### أشكال التعاون والتكامل الاقتصادي في آسيا

الاسم	تاريخ الإنشاء	الدول الأعضاء	عدد السكان	الأهداف
منطقة ميكونغ الكبير	1991	8	220 مليون	تطوير الموارد الطبيعية والبشرية وتدعيم الموارد الاقتصادية الجهوية من خلال تحسين الهياكل القاعدية
مثلث النمو لجنوب الصين	بداية الثمانينات	3	120 مليون	انتقال الإنتاج الصناعي وتصدير السلع ذات كثافة كبيرة في اليد العاملة
مثلث سانغفورة جوهور-ريو	1989	3	6 ملايين	التكامل الاقتصادي ما بين الأعضاء فيما يخص عناصر الإنتاج.
منطقة دلتا نهر تومان	1991	3	21 مليون	تطوير الموارد البشرية, الهياكل القاعدية ومنطقة للتبادل الحر.
مثلث النمو اندونيسيا-ماليزيا- تايلاندا	1993	3	21 مليون	استغلال التكامل الاقتصادي ودعم المنافسة الجهوية في قطاع التجارة والاستثمار وتخفيض تكاليف الإنتاج والتوزيع.

Source :Kichiro Fukasuku ,coopération et intégration régionale en Asie.OCDE .Paris ,1995, p224

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز ,التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة, ط1, مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ,الإسكندرية 2001,ص16

<sup>2</sup> مقراني الهاشمي ,التكتل الاقتصادي للعالم العربي :واقع وأفاق, مجلة العلوم الإنسانية , العدد 11, جامعة منتوري , قسنطينة ,1999,ص90-91

## 4-2- تجارب التعاون والتكامل الاقتصادي في المنطقة العربية :

على الصعيد العربي كان تاريخ التكامل الاقتصادي العربي الجماعي الرسمي هو تاريخ ظهور الجامعة العربية نفسها, حيث أفتتن وجوده بوجودها ومنذ تأسيسها في 22 مارس 1945 بادرت إلى خلق الأجهزة الاقتصادية الفنية, فأنشأت لجنة دائمة للشؤون الاقتصادية والمالية لإرساء قواعد التعاون الاقتصادي<sup>1</sup>, والتي بموجبها أنشئ المجلس الاقتصادي والاجتماعي الذي عقد دورته الأولى سنة 1964 و كان يهدف إلى تحقيق الوحدة الاقتصادية العربية, و يعتبر عقد الخمسينات الأكثر نشاطا في محاولات العمل العربي المشترك وبخاصة في الأطر الاقتصادية, بحيث تم إبرام أول اتفاقية لتسهيل التبادل التجاري وتنظيم تجارة الترانزيت سنة 1953 بوضع تعريفات تفضيلية للمنتجات الصناعية والزراعية<sup>2</sup>, ثم تبعتها اتفاقية الجدول الموحد للتعريفات الجمركية عام 1954, ثم اتفاقية الوحدة الاقتصادية سنة 1957, ثم جاءت بعد ذلك اتفاقية السوق العربية المشتركة عام 1964, والتي انحصرت في كل من مصر والأردن, وسوريا والعراق وليبيا لكن كان هناك تعثر في السوق العربية المشتركة ومازال حتى الان<sup>3</sup>. و شهدت الثمانينات من القرن الماضي ظهور تكتلين عربيين هامين هما:

## أ- مجلس التعاون الخليجي (GCC):

تأسس سنة 1981 عند إبرام الاتفاقية الاقتصادية الموحدة بين كل من السعودية والكويت, الإمارات العربية المتحدة, والبحرين, وقطر, وسلطنة عمان, والتي حددت هيكل التكامل الاقتصادي من خلال التقارب التجاري وتنظيم انتقال الأموال والأفراد, وممارسة النشاط الاقتصادي والتعاون في مجال النقل والمواصلات و أيضا التعاون المالي والنقدي, وقد كان الغرض من هذه الاتفاقية هو إزالة القيود على انتقال السلع, والعمالة ورؤوس الأموال بين دول المجلس, كما انطلق العمل بالتعريفات الجمركية الموحدة مطلع عام 2003. وتتطلع دول مجلس التعاون الخليجي إلى تحقيق سوق مشتركة بحلول سنة 2007, أما على صعيد

<sup>1</sup> عبد الحسن زلزلة, التكامل الاقتصادي العربي أمام التحديات, في دراسات في التنمية والتكامل الاقتصادي العربي, مركز دراسات الوحدة العربية, الطبعة الثالثة, بيروت, 1985, ص136

<sup>2</sup> Benbara radia. Op Cit ; p114

<sup>3</sup> حربي عريقات, التكامل الاقتصادي العربي: الواقع و التحديات والآثار المستقبلية, المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير, جامعة العلوم التطبيقية الخاصة, عمان, 22-24/7/2003, ص47

التعاون المالي والنقدي فقد كان هدف الاتفاقية هو قيام دول المجلس بتنسيق سياساتها المالية والنقدية في سبيل توحيد العملة لتكون ثمرة التكامل الاقتصادي المنشود.<sup>1</sup>

ب- اتحاد المغرب العربي (AMU) :

تأسس سنة 1989 و يضم كل من الجزائر ، ليبيا، المغرب، موريتانيا ، تونس، حيث بقيت قراراته بشأن التكامل الاقتصادي المغاربي مجرد حبر على ورق ، نظرا للتجاذبات السياسية بين أطرافه.

- ثم جاء مولد إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية عام 1998. كتكتل عربي يستطيع مواجهة التكتلات الاقتصادية الدولية خاصة مع ازدياد خطورة الانفتاح الكبير لاقتصاديات الدول العربية على الخارج في ظل تطور ظروف العولمة , وتبرز أهمية منطقة التجارة الحرة الكبرى من خلال الخصائص التالية:<sup>2</sup>

-تعتبر سوق استهلاكية يصل عدد سكانها 180مليون نسمة. ما نسبته 66% من مجموع سكان العالم العربي.

-يبلغ متوسط الفرد فيها نحو 3000 دولار

-تشكل الدول العربية الأعضاء فيها قوة اقتصادية يزيد ناتجها المحلي عن 522مليار دولار أي ما يعادل 89% من الناتج المحلي لمجموع الدول العربية .

-تبرز أهمية دول الأعضاء في المنطقة من خلال حصتها في التجارة الخارجية , والتي تبلغ 90% من إجمالي الصادرات العربية , و 85% من إجمالي الواردات العربية.

ومن المتوقع أن تلغى جميع الرسوم الجمركية بين دول المنطقة بحلول عام 2017.

وتقوم منطقة التجارة الحرة العربية على الأسس التالية:<sup>3</sup>

- أن تكون الدولة عضوا في اتفاقية تيسير وتنمية التبادل التجاري بين الدول العربية لعام 1981

-الآخذ بمبدأ التحرير التدريجي للسلع العربية المتبادلة بين الدول الأطراف على أن يتم التحرير الكامل لها بنهاية عام 2007.

<sup>1</sup> صالح فلاح وسامي مبارك, واقع وأفاق تطوير الوحدة النقدية تجربة مجلس التعاون الخليجي, الملتقى الدول حول

اليورو واقتصاديات الدول العربية جامعة الاغواط , 18-20 أبريل 2005, ص 513

<sup>2</sup> مجلة التجارة العربية البريطانية , غرفة التجارة العربية البريطانية , لندن, 2003, ص6

<sup>3</sup> جامعة الدول العربية, قرار المجلس الاقتصادي والاجتماعي رقم 1367, ملحق رقم 2, 1997

- أن يتم معاملة السلع التي تدخل في التبادل وفقا لهذا البرنامج معاملة السلع الوطنية في الدول الأطراف فيما يتعلق بقواعد المنشأ والمواصفات الفنية والمقاييس واشتراطات الوقاية الصحية والأمنية والرسوم والضرائب المحلية , ولا يجوز إصدار أي تشريع أو وضع أي قاعدة من قبل أي دولة عضو من شأنه أن يعرقل هذا البرنامج.

- ضرورة مراعاة أحكام هذا البرنامج , كذلك عدم خضوع السلع العربية التي تدخل في التبادل وفقا لهذا البرنامج واتفاقيات منظمة التجارة العالمية فيما يتعلق بالأسس الفنية لإجراءات الوقاية ومواجهة حالات الدعم , وإجراءات معالجة ميزان المدفوعات الناجم عن تطبيق لآية قيود غير جمركية تحت أي مسمى , كما يمكن لأي دولتين الاتفاق على تحرير الفوري لأي سلعة من السلع في شكل منطقة حرة ثنائية.

لكن على الرغم من القرارات التي اتخذت على مستوى المجلس الاقتصادي والاجتماعي لجامعة الدول العربية , لازالت هناك عدة أمور تشكل عائقا رئيسيا أمام تنفيذ منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى , والتي أوردها الاتحاد العام لغرف التجارة والصناعة والزراعة للبلاد العربية و التي تتلخص فيما يلي:<sup>1</sup>

- القيود الغير جمركية الفنية والمالية والنقدية والإدارية والرسوم الأخرى وأجور الخدمات ومشكلات النقل والعبور .

- قواعد المنشأ التفصيلية للسلع العربية , فما زالت العربية الأعضاء في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى تتمسك بأرائها وملاحظاتها على هذه القواعد , حيث يظهر تباين في وجهات النظر بين دول تميل نحو إبقاء قواعد منشأ السلع الصناعية العربية كما هي عليها , ودول أخرى تميل إلى إظهار مرونة في الفصول والأحكام العامة , كما أن بنود فصول السلع التي لم يتم الاتفاق عليها هي في ازدياد مستمر .

وبصراحة فان العمل العربي المشترك من خلال الوضع الحالي لمؤسسات الجامعة العربية شبه مشلول<sup>2</sup> , حيث تواجه الدول العربية موقفا خطيرا يحتم عليها تبني موقف جماعي منسق وأنماط مشتركة من التعاون دفاعا عن مصالحها في مواجهة الأوضاع الراهنة حيث أن

<sup>1</sup> مجلة التجارة العربية البريطانية , المرجع السابق , ص 7-8

<sup>2</sup> حربي عريقات , المرجع السابق , ص 47

تعامل الدول العربية بشكل منفرد من شأنه أن يؤدي إلى مزيد من الانقسامات والخسائر التي تتكبدها تلك الدول<sup>1</sup> ,

ويمكن إيجاز معوقات التكامل العربي في النقاط التالية:<sup>2</sup>

-**اختلاف النظم السياسية:** إن تعدد النظم السياسية الحاكمة في الوطن العربي يشكل فارق في الأساس وبالتالي تختلف التصورات طبقاً لاختلاف اهتمامات الطبقة الحاكمة.

-تشابه الهياكل الاقتصادية: يعتبر تشابه الهياكل الاقتصادية للدول العربية من أهم تحديات إقامة كتل عربي أو تحرير التجارة البينية, كونها اقرب ما تكون بدائل لبعضها البعض وليست مكتملة.<sup>3</sup>

-**غياب التعريف الجمركية الموحدة:** يعني غياب التعريف الجمركية الموحدة ان كل دولة عربية ستحرص على تشريع الضريبة وفق مصلحتها الوطنية وبالتالي ستكون هناك عدة تعريفات جمركية في هذه الدول وهذا التفاوت سيؤدي إلى حصول ظاهرة تحويل التجارة, حيث أن الواردات من العالم الخارجي تتجه إلى الدول ذات التعريف الجمركية المنخفضة مما يؤدي إلى تركيز الإيرادات الجمركية لديها, من شان ذلك أن يدفع الدول الأخرى الأعضاء إلى إتباع سياسات غير جمركية لتجاوز هذا التفاوت في التعريف الجمركية الذي من شأنه يؤدي إلى تباطؤ في حركة السلع بين الدول الأعضاء.

-**ضعف القاعدة التكنولوجية:** تتصف الدول العربية بضعف القاعدة التكنولوجية فيها واعتمادها المطلق على التكنولوجيات المستوردة, ولم تعمل على إيجاد الآلية المناسبة لاستيعاب التكنولوجيا وتطويرها لخدمة الصناعة المحلية وضعف الإنفاق على البحث والتطوير كأحد العناصر المهمة في اكتساب المنتجات العربية القابلة للتصدير الميزة التنافسية في مجال الجودة والسعر داخل الأسواق العربية والخارجية.

والجدول رقم(01-07) يبين التكتلات الاقتصادية الأكثر نشاطاً في العالم

<sup>1</sup> محمد رضا العدل, الاستثمار في المنطقة العربية و مواجهة التوترات الراهنة, مجلس الوزراء: مركز المعلومات و دعم اتخاذ القرار, مصر, 2003, ص3

<sup>2</sup> يوسف رشيد, أفاق وتحديات إقامة كتل اقتصادي عربي في ظل مبادئ المنظمة العالمية للتجارة, دفاتر Mecas, مخبر البحث ادارة المؤسسات وتسيير رأس المال الاجتماعي, جامعة تلمسان, 2006, ص247-248

<sup>3</sup> المرسي السيد حجازي, بقرية لتجربة السوق العربية المشتركة, ندوة السوق العربية المشتركة, جامعة بيروت العربية, طرابلس, 02/03/2002, ص7

الجدول ( 01-07 ) : أكثر التكتلات الإقليمية نشاطا

عدد الدول الأعضاء <sup>1</sup>	GDP (PPP) (\$US)		عدد السكان	المساحة (km <sup>2</sup> )	التكتلات الإقليمية <sup>1</sup>
	بالفرد	بالمليون			
25	25,480	11,723,816	460,124,266	3,977,487	الاتحاد الأوروبي EU
14+1 <sup>3</sup>	4,409	64,219	14,565,083	462,344	المجتمع الكاريبي والسوق المشتركة CARICOM
15	1,361	342,519	251,646,263	5,112,903	المجموعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا ECOWAS
6	2,435	85,136	34,970,529	3,020,142	التجمع الاقتصادي والنقدي لوسط إفريقيا CEMAC
3	1,065	104,239	97,865,428	1,763,777	تجمع أفريقيا الشرقية EAC
10	7,749	2,868,430	370,158,470	17,339,153	مجموعة دول أمريكا الجنوبية CSN
6	14,949	536,223	35,869,438	2,285,844	مجلس التعاون الخليجي GCC
5	10,605	541,433	51,055,878	2,693,418	الاتحاد الجمركي لجنوب إفريقيا SACU
5	1,193	141,962	118,950,321	3,779,427	السوق المشتركة لدول شرق و جنوب إفريقيا COMESA
3	29,942	12,889,900	430,495,039	21,588,638	اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية NAFTA
10	4,044	2,172,000	553,900,000	4,400,000	رابطة أمم جنوب وشرق آسيا ASEAN
8	2,777	4,074,031	1,467,255,669	5,136,740	رابطة التعاون الإقليمي لجنوب آسيا SAARC
4	4,075	513,674	126,066,286	1,703,910	اتفاقية أغادير Agadir
6	8,118	1,689,137	208,067,618	422,614	المجموعة الاقتصادية الأوراسيوية EurAsEC
5	4,219	159,536	37,816,598	422,614	السوق المشتركة لوسط أمريكا CACM
12+2 <sup>3</sup>	2,954	23,074	7,810,905	528,151	اتفاقية التجارة الإقليمية للمحيط الهادي PARTA

<sup>1</sup> Including data only for full and **most active** members

<sup>2</sup> The first two states in the World by **area, population** and **GDP (PPP)**

During 2004. Source: **CIA World Factbook** 2005, IM

<sup>3</sup> Including **non-sovereign** autonomous entities of other states

### 3- التكتلات الاقتصادية والتجارة العالمية:

من الملاحظ على التكتلات الاقتصادية المنتشرة في العالم، أن الصراع والتنافس فيما بينها على التجارة والأسواق العالمية ينحصر في ثلاثة تكتلات اقتصادية عملاقة وهي كتل الأبيك (APEC) والإتحاد الأوروبي (EU) والنافتا (NAFTA) وأن هذه المنافسة ستزيد من حجم التجارة الدولية والرفاهية الاقتصادية على المستوى العالمي، خاصة في ظل التطورات المواتية في حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في العالم، حيث ازدادت هذه الاستثمارات من (760,3) بليون دولار أمريكي في عام 1996 إلى ما يقارب (957,6) بليون دولار أمريكي في عام 1999 ثم إلى (1200) بليون دولار أمريكي في عام 2000<sup>1</sup>. وبالنظر إلى المؤشرات الخاصة بأهم هذه التكتلات الاقتصادية في العالم، يوضح الجدول التالي<sup>2</sup>:

#### الجدول ( 08-01 )

#### تجارة أهم التكتلات الاقتصادية في العالم عام 2000

النسبة	النتاج المحلي الإجمالي (تريليون \$)	النسبة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي (%)	التجارة في السلع (تريليون \$)	النسبة من التجارة العالمية (%) من السلع
الإتحاد الأوروبي EU	6	19 %	3,38	26,83 %
النافتا NAFTA	11,1	35,2 %	2,9	23 %
الأبيك APEC	18,7	59,4 %	5,944	47,2 %
أسيان ASEAN	1,2	3,8 %	1,512	12 %
إجمالي العالم	31,5	100 %	12,6	100 %

Source: World Bank, World development indicators Databases April 2002

يوضح الجدول أن كتل الأبيك يستحوذ على نصيب الأسد في كل من الناتج المحلي الإجمالي وحجم التجارة العالمية في السلع من بين التكتلات الاقتصادية الأخرى، ويأتي بعد ذلك في المراكز التالية كل من الإتحاد الأوروبي والنافتا، بحجم ناتج محلي إجمالي يصل في الإتحاد الأوروبي (6) تريليون دولار ويصل في نافتا إلى (11,1) تريليون دولار، أما فيما يتعلق بحجم التجارة في السلع، فإن الإتحاد الأوروبي يستحوذ على نصيب أكبر من كتل النافتا، إذ يبلغ في الإتحاد الأوروبي (3,38) تريليون دولار وفي حين تبلغ في كتل نافتا (2,9) تريليون دولار.

<sup>1</sup> عماد الليثي، المرجع السابق، ص 164

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 165

ويلي هذه التكتلات الاقتصادية الثلاثة العملاقة في العالم، تكتل آسيان بحجم ناتج محلي إجمالي بلغ (1,169) تريليون دولار وبحجم تجارة في السلع وصل إلى (1,512) تريليون دولار.

هذا وعلى الرغم من تدني النصيب النسبي لتكتل آسيان من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للتكتلات الاقتصادية الثلاثة إذ بلغت نسبة الناتج المحلي الإجمالي لآسيان إلى هذه التكتلات الثلاثة (6,25 % 19,5 % 10,5 %) على الترتيب إلا أنه استحوذ على نسبة مئوية تبدو مرتفعة من إجمالي حجم تجارة هذه التكتلات الثلاثة في السلع حيث بلغت نسبة التجارة في السلع لآسيان (ASIAN) إلى هذه التكتلات الثلاثة على الترتيب (25 % 44,74 % 52,14 %) وهو ما يشير إلى ارتفاع التجارة في السلع كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في الدول الأعضاء في تكتل آسيان.

ويتضح مما سبق أن التكتلات الاقتصادية العملاقة ذات الوزن الكبير تهيمن على التجارة العالمية وتستحوذ على نصيب الأسد في حين أن التكتلات الاقتصادية في الدول النامية ذات أوزان ضعيفة هشة لا حول لها ولا قوة وسط هذه التكتلات الكبرى الشيء الذي يدعو إلى إقامة تكتل اقتصادي إقليمي يختص بمجموع الدول النامية لكي يقوي من القوة التفاوضية لهذه الدول مع التكتلات الاقتصادية الأخرى في ضوء ما برز وما سيبرز من مستجدات على الساحة العالمية.

وهو أيضا ما يدعو للإقتصادات العربية إلى إقامة تكتل اقتصادي عربي يقوي ويعزز من قدراتها التفاوضية للتعامل بشكل أفضل مع التكتلات الاقتصادية العملاقة الأخرى وفي هذا الصدد يمكن رصد أهم آثار التكتلات الاقتصادية العملاقة عن الإقتصادات العربية حيث يلاحظ:

- أن التكتلات الاقتصادية العملاقة ستؤثر على الإقتصادات العربية بارتفاع حدة المنافسة الدولية والنزعات الحمائية وستقلل من فرص وصول الصادرات العربية إلى أسواق الدول الصناعية وقدرتها على منافسة سلعها واستيفائها كل المواصفات الفنية التي تضعها الدول الصناعية أمام المنتجات التي تدخل أسواقها.

- أدت هذه التكتلات إلى وجود ما يسمى باقتصاديات المشاركة الدولية وبخاصة التكتل الأوروبي الذي عقد اتفاقيات شراكة مع الدول المتوسطية و العربية الواقعة على حوض المتوسط مما يثير مخاوف حول واقع ومستقبل الصناعة العربية ويلاحظ أن هذه الاتفاقيات

سبقتها مفاوضات فردية كل دولة على حدا الشيء الذي يطرح التساؤل حول مدى التنسيق العربي.

- إن دول أوروبا الشرقية وخاصة التي انضمت إلى الاتحاد الأوروبي في 1 ماي 2004 تسعى إلى إعادة هيكلة إقتصاداتها وإصلاحها, تملك إمكانات زراعية وصناعية كبيرة وقدر من التقدم التقني أكثر بكثير من الدول العربية وسوف تمثل هذه الدول عامل جذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة والمساعدات الإنمائية لأسباب اقتصادية وسياسية، حيث ستكون حالة عدم المساواة في منح الإعانات المالية من قبل الاتحاد الأوروبي، إذ سيحصل الوافدون الجدد (دول أوروبا الشرقية) على مبالغ مالية ضخمة مقارنة بالدول العربية والمتوسطة التي وقعت اتفاق الشراكة، ومن المتوقع أن تؤدي هذه التطورات إلى تحسين الإنتاجية وزيادة القدرة التنافسية لهذه الدول.

#### 4- شروط نجاح التكتلات الإقليمية:

يجب أن تتوفر في التكتلات الإقليمية بعض الشروط والمقومات التي إن وجدت يمكن أن تتجح هذه التكتلات في تحقيق أهدافها. إذ يتطلب الأمر ضرورة توافر الظروف الاقتصادية والسياسية الملائمة التي تساعد على نجاح التكتلات الإقليمية. والتي يمكن إيجازها فيما يلي: <sup>1</sup>

#### 4-1- الشروط الاقتصادية:

##### 1- توافر البنية الأساسية الملائمة:

يحتل وجود بنية أساسية ملائمة مكانا جوهريا بين الشروط الواجب توافرها لنجاح أي تكتل اقتصادي، فالمجال الإقليمي في الواقع لا يتيح إمكانية انتقال وفورات الحجم و الوفورات الخارجية والتقدم الاقتصادي إلا إذا توافرت شبكة مواصلات والنقل واتصالات ملائمة ذلك إن عدم وجود وسائل كافية للنقل والمواصلات في الدول الأعضاء، من شأنه إضعاف أهمية التكامل الاقتصادي وينعكس سلبا على حركة التبادل التجاري بين أقاليم التكامل، كما بجدر أيضا تنمية اقتصاديات المناطق المتخلفة بصورة مشتركة، وخاصة فيما يخص استغلال الموارد الإقليمية و تشجيع الاستثمار وإقامة المشاريع الإنتاجية بصورة موحدة.

##### 2- توافر الأيدي العاملة المؤهلة:

من العوامل التي تساعد على نجاح التكامل الاقتصادي والى تثبيت دعائمه توافر الأيدي العاملة المؤهلة في الدول الأعضاء يتيح لها استخدام مواردها الإنتاجية بطريقة فعالة، كما

<sup>1</sup> إكرام عبد الرحيم، المرجع السابق، ص 56-59

يسمح لها في نفس الوقت بتنمية هذه الموارد وزيادتها وبالتالي زيادة الإنتاج الكلي ورفع مستوى المعيشة في الدول الأعضاء وزيادة التعاون الاقتصادي بينها.

### 3- تخصيص المشاريع الاقتصادية على أساس إقليمي :

إن تخصيص عوامل الإنتاج في الدول الأعضاء على أساس إقليمي يعتبر من ضمن الشروط اللازمة لنجاح التكامل الاقتصادي لان هذا التخصيص يجعل اقتصاديات هذه الدول متكاملة تعتمد على بعضها البعض بطريقة مباشرة , مما يزيد من حجم المبادلات التجارية بينها , وبالتالي فان تباين التخصص الإنتاجي في الدول الأعضاء بوجه عام يمكن الدول الأعضاء في التكتل من الحصول على ميزة توسيع حجم السوق أمام منتجاتها , وفي الوقت الذي يتشابه فيه التخصص الإنتاجي في هذه الدول تفقد مثل هذه الميزة قيمتها إلى حد كبير , وبالتالي يفقد التكامل الاقتصادي أثره كتنظيم لتنشيط التبادل التجاري بين الدول الأعضاء.

### 4- انسجام السياسات الاقتصادية:

إن من بين الشروط المؤدية إلى تنشيط المبادلات التجارية داخل التكتل يكمن في تنسيق السياسات الاقتصادية لدول الأعضاء , و خاصة بين السياسات الجمركية والتجارية والنقدية والضريبية , وفي المقابل فانه من الضروري تنسيق سياسات الاستثمار بوجه يؤمن تنمية اقتصادية إقليمية متوازنة بحيث يمكن التوفيق بين المصالح الوطنية والمصالح الإقليمية . وهذا يؤدي إلى ضرورة إعداد سياسة إقليمية للاستثمار والتي يجب إن تهدف إلى تحقيق توزيع عادل لمزايا الإنتاج .

### 5- توزيع مكاسب التكتل:

من الصعوبة بمكان , إن لم يكن من المستحيل تحديد وتوزيع عادل للمزايا التي يمكن إن تتولد عن الاندماج السوق الإقليمية, ولكن من المرغوب فيه أن تعد سياسة مشتركة بغية اتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية لان تقوم الدول الأكثر تقدما في التكتل على سحب عوامل الإنتاج والكفاءات ملحقة أضرار بالبلدان الأكثر احتياجا لأموال الاستثمار , ومن الضروري اتخاذ إجراءات مشتركة حول هياكل الإنتاج الصناعية والزراعية تقاديا لوقوع اختلالات اقتصادية واجتماعية تترك عملية الإنتاج . ومن اجل تقادي ظهور الاختلالات يتوجب إيجاد وسائل للتعويض كتحويل الموارد لصالح البلدان الأضعف.

## 4-2- الشروط السياسية:

تعتبر الظروف السياسية عنصر هام يتوقف عليه نجاح أو فشل الترتيبات الإقليمية . الشيء الذي يفرض ضرورة تواجد هياكل متماثلة لصناعة القرار ضمن أطراف التكتل , والتوصل إلى حالة من القبول المشترك لتحقيق نوع من التوافق و التجانس وفقا لمقتضيات الحاجة حول أبعاد سياسية تنظم التدخلات الحكومية المحلية المؤثرة على تجارة السلع والخدمات والمعاملات المالية .

والشئ الملاحظ أن العالم العربي وقع في أخطر شيء وهو توجيه الاقتصاد وجهة السياسة أي أن العلاقات السياسية بين الدول العربية تحكم التبادل التجاري . ومن هذا المنطلق يصبح من الأجدر وضع تصور عملي لكيفية التعاطي مع مصالح الجماعة على المستوى الإقليمي, إضافة إلى ضرورة التوصل إلى أحكام مشتركة حول الاستثمار وتسوية المنازعات و تحديد معايير العمل .

وتعتبر مسألة زيادة القدرة التفاوضية لدول التكتل على المستوى الدولي أحد أهم الأسباب المعززة للتكامل على المستوى الإقليمي, مما يتيح مشاركة الدول الصغيرة والتي يستلزم تمتعها بقوة نسبية قادرة على التفاوض أولا على المستوى الإقليمي وهو ما قد يؤخر جهود التكامل في حالة غياب مثل هذه القدرة لبعض الدول الصغيرة.

## 5- تقييم فاعلية التكتلات الاقتصادية في الدول النامية :

بدراسة ما سبق من تكتلات اقتصادية إقليمية يتضح لنا الآتي:<sup>1</sup>

- كانت الاتحادات الاقتصادية الغربية بشكل عام تستهدف فتح الأسواق للتنمية و تنشيط منتجات صناعاتها القائمة ، آخذة بنظم التراكم الرأسمالي الذي كان عاملا أساسيا في نموها ساعد عليه تقدم الملاحة و النقل و الاهتمام بالبحث العلمي في مجالات تطوير الصناعات و التقدم التكنولوجي الأمر الذي استعصى على الدول النامية التي لم تأخذ بالتراكم الرأسمالي و لم تأخذ بالفكر الرأسمالي الذي كانت في الغالب معادية له بعد تحررها من سيطرته و عبوديته لها لفترات طويلة فكان اختلاف الفكر الاقتصادي و كان البعد عن البحث العلمي و التخلف التكنولوجي و صعوبة النقل و الانتقال في مرحلة التحرر السياسي الذي انعكس سلبا على الوضع الاقتصادي.

<sup>1</sup> صلاح عباس، العولمة في إدارة المنظمات العالمية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص26.

- قصر اتصالات الدول النامية حديثة التحرر مع بعضها البعض و عدم أو التخوف من الاتصال و التبادل التجاري و الاقتصادي و النقدي مع الدول الرأسمالية التي تحررت منها ، هو ما أبطأ كثيراً التنمية و جعلها تتأخر في هذه الدول لتقارب مستوى التخلف اقتصاديا و صناعيا و تكنولوجيا بين الدول النامية.

- تعتمد الدول الاستعمارية إثبات فشل سياسات التحرر في الدول النامية فاتخذت ضدها سياسات المنع و احتكار التجارة و استيراد المواد الخام فقط منها مع منع تصدير التكنولوجيا إليها و هو ما عطل خطط التنمية بهذه الدول.

- استعمال الدول الأوروبية و الأمريكية ( كندا ، أمريكا ) لسياسات تضامنية فيما بينها مما يشكل احتكارات و تكتلات كبرى في مواجهة مصالح الدول النامية على كافة المجالات الاقتصادية بهدف الهيمنة الاقتصادية كبديل للنهب الاستعماري المباشر الذي انتهى شكليا والهيمنة بصورة غير مباشرة على النشاط المعرفي والاقتصادي والنشاط النقدي في ظل تشابك المصالح للاستثمارات الأجنبية المتعاملة مع الدول النامية حتى تتم السيطرة الشبه الكاملة على أسواقها ومقدراتها الاقتصادية.

أما عن الوحدة العربية و التكامل فكانت مجرد شعارات ليست لهما أسس على أرض الواقع، حيث رغم الجهود المبذولة لم يظهر إلى النور كيان واحد قادر على إقامة اقتصاد عربي متكامل يحقق للعرب الاستقرار والأمان ويجذب الاستثمارات والمدخرات العربية، فكل الهياكل التي تواجدت على الساحة العربية لم تخرج عن كونها أطر ظلت عاجزة عن إعادة أمجاد الماضي أو حتى صيانة مكتسبات الحاضر كما ظلت السوق العربية المشتركة التي تم الإعلان عليها سنة 1964 مجرد لافتة رفعتها المجلس الاقتصادي لجامعة الدول العربية. حيث من الملاحظ أن التعارض يسود الفكر الاقتصادي العربي في المراحل السابقة يوم ساد فكر القومية في الظاهر وهو يسود اليوم أكثر في إطار التنافس على الاندماج في الاقتصاد العالمي وفكر العولمة بصورة منفردة تفتقد إلى التنسيق العربي المشترك والهادف إلى بناء نواة تحدث انسجاما فكريا اقتصاديا داخليا بين الاقتصاديات العربية وتأخذ بالمتغيرات العالمية الجديدة.<sup>1</sup> كذلك يجب أن نفرق هنا بين أهداف التكتل لكل من الدول الصناعية والنامية كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> علي كساب ومحمد رتول ، التكامل الاقتصادي العربي والتنمية الاقتصادية في إطار التدافع والشراكة، مجلة شمال إفريقيا، العدد الأول ، جامعة شلف، 2005، ص32

<sup>2</sup> أسامة المجذوب، المرجع السابق، ص 54

1- اتسعى الدول الصناعية (المتقدمة) في إطار التكامل إلى الاستفادة من عوائد الكفاءة الناجمة من إزالة العوائق المفروضة على الأنشطة الاقتصادية، حيث أن الهياكل الصناعية لهذه الدول عادة ما تتميز بالاستقرار لعقود طويلة وبالتالي تغير هذه الهياكل استجابة للتكتل وبرامج التكامل يكون له الأثر الإيجابي الملموس على الأداء الاقتصادي بوجه عام وبكسبه المزيد من الديناميكية والفاعلية.

2- أما بالنسبة للدول النامية، فهي عادة لا تحقق هذه المكاسب بنفس القدر من الفاعلية والديناميكية الاقتصادية التي يفرزها التكامل، كما أن عوائد الكفاءة لم تكن أبدا تمثل هدف هذه الدول من العملية التكاملية، فهياكلها الصناعية تعد صغيرة بالنسبة للاقتصاد ككل ، أي أن أهداف الدول النامية من التكامل والتكتل ليست أهدافا ديناميكية بقدر ما هي هيكلية، تشمل تنمية صناعات جديدة من خلال التنسيق عبر الحدود. وتجدر الإشارة إلى أن هناك مجموعة من العوامل التي يجب بحثها قبل البدء في تكوين أي تكامل اقتصادي في الدول النامية، حتى لا يكون كما هو معروف حبر على ورق ومن بين أهم هذه العوامل<sup>1</sup>:

-بحث درجة التنافس والتكامل بين اقتصاديات الدول الراغبة في المشاركة في التكتل الاقتصادي حيث يفضل أن تجمع بين تكامل وتنافس السلع المنتجة بدول الإتحاد.

-بحث نطاق التكامل الاقتصادي من حيث حجم الإنتاج فكلما اتسع هذا الأخير كلما زادت الكفاءة الإنتاجية وأتاح التعمق في درجة تقسيم العمل بين الدول الأعضاء.

-بحث العنصر المكاني حيث أن هناك علاقة مؤكدة بين البعد المكاني وآثار التكامل الاقتصادي، حيث يوفر ذلك نفقات كثيرة لنقل السلع ما بين الدول الأعضاء، كما أن الدول المتجاورة عادة ما تكون عاداتها وأنماط سلوكها متشابهة مما يزيد من قوة التكامل بينها.

<sup>1</sup> عماد الليثي ، المرجع السابق ، ص 159 - 160

### خاتمة الفصل:

من خلال هذا الفصل رأينا ماهية التكامل الاقتصادي وأهميته باعتباره قاعدة صلبة ومتينة يقف عليها أي تعاون اقتصادي دولي في إطار إقليمي، كما أشرنا إلى مستوياته وأسسها والآثار التي يخلفها. كذلك تعرضنا إلى التكامل النقدي مبرزين أنواعه وعناصره ودوره في تحقيق التكامل الاقتصادي، لنأتي إلى إبراز أهم التكتلات الإقليمية، والمتمثلة في الاتحاد الأوروبي و تكتل النافتا والآسيان، ومجموعة التعاون الاقتصادي لدول آسيا والباسفيك حيث من الملاحظ أن المناطق الإقليمية في العالم تلهث وراء التكامل الاقتصادي بشكل أو بآخر وكل هذا يؤكد أنه لا مكان اليوم لدول فرادى لعالم أصبح التكامل الاقتصادي أنشودته المعاصرة، كما استعرضنا تجارب أخرى من التكامل والتعاون الاقتصادي في مختلف أرجاء العالم. لنبرز في الأخير فاعلية هذه التجارب في الدول النامية.

**الفصل الثاني :**

**الإطار النظري لأسواق**

**الأوراق المالية**

## مقدمة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة , وعنصرا أساسيا في تقويم الشركات و المشروعات, ولقد حظيت في العصر الحديث و خاصة بعد بروز العولمة المالية بمكانة هامة, إذ أصبح اقتصاد الدول يقاس بمدى نشاط سوقها المالي و تطوره فهي المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد.

وتلعب الاسواق المالية دورا حيويا في تعبئة الموارد و المدخرات و تهيئتها للاستثمار و بعث الحيوية في القطاعات الاقتصادية المختلفة و تحريك عجلة النمو الاقتصادي, كما انها تعمل على جذب الاستثمارات الاجنبية و الوطنية المهاجرة, فضلا على أن برامج الاصلاح الاقتصادي تتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة, تعمل على تنمية و توسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة.

وبهذا الخصوص أنشأت أسواق رأس المال لتسهيل تداول الاسهم و السندات غيرها من الاوراق المالية متوسطة و طويلة الاجل .

و من خلال هذا الفصل سنحاول الامام أكثر بموضع الاسواق المالية من خلال التطرق الى النقاط التالية:

- ماهية الاسواق المالية.
- مؤشرات و كفاءة الاسواق المالية.
- مقومات و آليات الربط بين الاسواق المالية.

المبحث الأول:ماهية الاسواق المالية

أصبح موضوع اسواق الاوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء و ذلك لما تقوم به هذه الاسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية و توجيهها في قنوات استثمارية من اجل دعم الاقتصاد الوطني و زيادة معدل رفاه الافراد

**1- الأسواق المالية: النشأة و المفهوم****1-1- النشأة:**

ان تاريخ انشاء الاسواق المالية يبين ان الاسباب التي ادت الى تكوين هذه الاسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم واشكال النقد من قبل دول العالم المختلفة مما ادى الى بروز مهنة الصرافة, ونتيجة للتبادل التجاري للإمبراطورية الرومانية مع الشرق تأكدت الحاجة الى صرافين و مكاتب الصرافة في ايطاليا, ثم انتقلت الى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر و تحديدا في مدينة BRUGES التي كان بها صيرفي يدعى Van Den Bourse الذي كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار, و من اسم هذا الصيرفي اطلق اسم البورصة للدلالة على المكان الذي يجتمع فيه التجار و تتم فيه عمليات الشراء و البيع .

وإذا رجعنا الى تواريخ انشاء أهم البورصات في العالم نجد أن اول بورصة انشئت كانت في مدينة Anverse في بلجيكا سنة 1536 ثم امستردام عام 1608 ثم لندن 1666 ثم باريس 1808.<sup>1</sup>

**1-2- المفهوم :**

الأسواق المالية مثل أي أسواق أخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر مانح لهذه الخدمة. فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من

<sup>1</sup> صلاح الدين السيبي, بورصات الاوراق المالية, ط1, دار عالم الكتب, القاهرة, 2003, ص5  
كما ترجع ايضا كلمة بورصة كذلك الى فندق في مدينة BRUGE كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاثة اكياس TROIS BOURSES كان يجتمع فيه عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصرف الاعمال ولذلك اطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه الافراد لتصرف الاعمال بالشراء و البيع.

خلال مدخراتهم إما بشكل مباشر أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون هذه الأموال.

يعرف السوق المالية بأنه " عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق او لأصل مالي معين , حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الاسهم و السندات داخل السوق اما عن طريق السماسرة او الشركات العاملة في هذا المجال , ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال فقد ادى ذلك الى التقليل من اهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي و بالتالي سمحت بالتعامل مع خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول .<sup>1</sup>

واصطلاحا الاسواق المالية هي المكان الذي تتجمع فيها طلبات بيع و طلبات شراء الادوات المالية حيث يؤدي تنفيذ الاوامر الى تحريك عمليات التداول في الاسواق المالية باعتبار ان وجود الاسواق المالية يشكل احد الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة اكثر و جهد وتكاليف اقل .<sup>2</sup>

وعليه، فإن مفهوم السوق المالي طبقا للمفاهيم السابقة، تحقق مزايا لكل من وحدات الفاض ووحدات العجز، اذ انها تقدم خدمات إلى الوحدات التي تعاني من عجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها وبكلفة أقل، أما بالنسبة للوحدات التي لديها فاض فإنها تستفيد من آلية السوق، وعليه فإن الأسواق المالية تسمح بتوفير أرضية للعرض والطلب على الأموال، حيث تتاح العديد من الفرص الاستثمارية والمنتوعة أمام المدخرات للمساهمة في إنشاء الكثير من لشركات المساهمة أو توسيع القائمة منها.

### 1-3- الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

لكي يتم إنشاء سوق مالي فعال لابد من توفر عدة شروط يمكننا إيجازها كالتالي : الآتي:<sup>3</sup>

- أ- اعتماد الية السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي سواء في توزيع الموارد او في الانظمة التشريعية و كذلك من جانب السياسة النقدية و المالية.
- ب- متانة النظام المحاسبي مع التزام الشركات المدرجة بتطبيق معايير الافصاح المحاسبي و المالي .

<sup>1</sup> عصام حسين, اسواق الاوراق المالية, دار اسامة للنشر, عمان, 2010, ص 18

<sup>2</sup> زياد فراس الذنيبات , كيف تتاجر في الاسهم , ط1, دار كنوز المعرفة العلمية للنشر و التوزيع, عمان, 2009, ص 95

<sup>3</sup> دريد كامل ال شبيب, الاسواق المالية و النقدية ط1, دار المسيرة , عمان, 2012, ص 40.

- ت- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.
- ث- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات و اللوائح الخاصة بالتداول و التعامل بالسوق المالي و الرقابة عليه،
- ج- توفر بيوت الخبرة و شركات الوساطة المالية القادرة على التحليل المالي و الفني و تزويد المتعاملين بالنشرات و الاخبار.
- ح- توافر مناخ استثماري مستقر من الناحية السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية،
- خ- توافر شبكات اتصال متطورة لربط اسواق الاوراق المالية ببعضها البعض لضمان توافر المعلومات بدقة،<sup>1</sup>

#### 1-4- عوامل نجاح السوق المالي:

- لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق يشترط توفر جملة من المتطلبات والشروط وإن اختلفت من سوق مالي إلى آخر، إلا أنها في مجملها تكون متشابهة، نذكر أهمها:<sup>2</sup>
- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضيء صيغة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.
  - مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصرى الثقة والتنظيم، الثقة في النظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
  - فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، ويتبعها من أنظمة وقوانين.
  - تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.
  - مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرص وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسى، المرجع السابق، ص9

<sup>2</sup> أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2004، ص112-113.

- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.
- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال. إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.
- توفر نظام للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن وضع المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
- العمل على وجود نظام ضريبي من وفعال يراعي متطلبات المجتمع في التنمية من حيث الإعفاءات الضريبية على بعض أنواع الإصدارات.
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة العامة وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

### 1-5- أنواع الأسواق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق داخل السوق المالي هما:

#### 1-5-1- الأسواق النقدية

عرفها البعض بأنها السوق التي تتعامل في أدوات الدين القصيرة الأجل<sup>1</sup>، ويعد هذا التعريف أكثر التعريفات إنجازاً وأوسعها انتشاراً. عرفها البعض الآخر بأنها السوق التي تخصص في الأدوات قصيرة الأجل و التي تتمتع بقدر عال من السيولة ، ويمكن تسيلها فور عرضها للبيع و بأدنى قدر من الخسائر<sup>2</sup>.

وتجدر الإشارة بان المقصود بالأدوات قصيرة الاجل تلك التي تستحق خلال فترة لا تزيد على سنة كأذونات الخزنة\* وكذا الاوراق التجارية و شهادات الايداع و تعتبر هذه الادوات الاقرب الى الاحتياطات النقدية .

1 Dov Ogien, Pratique des Marche Financier, Ed.Dunod, Paris2007,P37.

2 رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص24.  
\* اذونات الخزنة تعتبر اهم ادوات سوق النقد في مختلف دول العالم نظرا لقصر مدتها تتراوح مدتها ما بين 91 -364 يوم وتعد من اقل ادوات السوق مخاطرة و اعظمها سيولة ، بينما الاوراق التجارية في المجتمعات الغربية لا تزيد عن 270 يوم ، اما بخصوص شهادات الايداع فلا تتجاوز سنة،

وتحبذ الشركات الكبرى ذات الفوائض المالية الكبيرة على توظيف جزء من اموالهم في تلك الاصول المالية عالية السيولة للحفاظ على نسب السيولة لديها من جهة وضمان الحصول على عائد مجز في نفس الوقت على الاموال التي يجري توظيفها في هذه الاصول من جهة اخرى، كما ان الامر لا يختلف بالنسبة للبنوك اذ توظف جزء من اموالها في اصول مالية قصيرة الاجل ليسهل تحويلها الى سيولة نقدية في فترة قصيرة الشيء الذي يزيد من قدرتها على مواجهتها طلبات الدفع او اية مسحوبات اخرى من قبل اصحاب الودائع.

ويتصف السوق النقدي بعدد من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

- يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل أقل من سنة واحدة.
- سعر الفائدة على الأوراق المالية المتداولة فيه تكون فيه عادة منخفضة.
- يمثل هذا السوق سوق ادخار.
- يخدم بالدرجة الأولى التجار والعمليات التجارية القصيرة الأجل.
- يتميز بسرعة إنجاز معاملات البيع والشراء، وعادة ما يتم التعامل فيه عبر شبكات متطورة من وسائل الاتصال مثل أجهزة الحاسوب والإنترنت.
- تتميز الأوراق المستعملة في السوق بسيولة عالية.
- التقلبات في أسعار الأوراق المالية المتبادلة في السوق ضئيل نسبياً.

تعتبر البنوك المركزية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الكبرى أو الوساطة المكون الرئيسي لهذه السوق، نظراً لما تتمتع به من ملاءة وحجم أموال ضخمة وتكاد تكون المخاطرة شبه معدومة، أما نسبة الهامش فيها فهي منخفضة جداً، إلا أن ضخامة الأسواق تعطي عائداً مقبولاً، لذلك نجد الأفراد العاديين والمؤسسات الصغيرة لا تقبل على هذه السوق ولا يهتمون بها لعدم قدرتهم على توفير الكم الهائل والضخم من الأموال، وبالتالي نجد هذه الأسواق تتمتع بدرجة عالية من الأمان وبقدر كبير من السيولة والمرونة العالية، الأمر الذي يجعل استثمار الأموال بها سهل الاسترداد إما لقصر الفترة الزمنية أو لسهولة تسهيل الأصول المستثمرة فيها هذه الأموال.

1 عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص363.

## 1-5-2- أسواق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها السوق التي يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة، و الغرض الاساسي منها تحويل المدخرات الى استثمارات،

وعرفها Don Chance بانها " السوق التي تتعامل في ادوات الدين طويلة الاجل وكذا الاسهم التي تصدرها الشركات "

المعنى نفسه ذهب اليه Eugene Brigham عندما عرف سوق راس المال بانها " اسواق الدين الطويلة الاجل واسهم الشركات " <sup>1</sup>

اسواق رأس المال تتسم بالمخاطرة مقارنة مع سوق النقد لطول آجالها. ولذا فأولوية المستثمر نحو عوائد تكون مرتفعة قياسيا بذلك العائد في سوق النقد، هذا من جانب، ومن جانب آخر تتميز سوق رأس المال عن سوق النقد بأنها أكثر تنظيماً، وكبر حجم الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين والمتعاملين في السوق الذين يلعبون دورا مهما في تفعيل حركة التداول.

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة أو فورية وأخرى أسواق العقود المستقبلية، حيث الأسواق الحاضرة هي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

وعليه، فالاختلاف الأساسي بين تلك النوعين من الأسواق يبرز في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين حيث يجري تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل في أسواق النقد، في حين يجري تداول الأدوات المالية طويلة الأجل في أسواق رأس المال.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص18

## 2- سوق الأوراق المالية: مفهومها، أنواعها ووظائفها

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي ومختلف أنواعه والدور الذي تلعبه في الحياة الاقتصادية، نحاول التطرق إلى سوق الأوراق المالية والذي يحتل موقعا مهما على خريطة السوق المالية لما له من أهمية بالغة في التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

## 2-1- مفهوم سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين. ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه "السوق التي تتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق المالية الأخرى (شهادات الاستثمار، أوراق المساهمة)، وتجري هذه العمليات في مكان محدد ومعرف، وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات للمقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار"<sup>1</sup>.

ويعرف أيضا بأنه "السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ (البورصة)، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"<sup>2</sup>.

التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعا في الاستعمال والذي يقتصر على السوق المنظمة "البورصة" للأسهم والسندات و التي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب. حيث يطلق مصطلح البورصة على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية

1 الياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص433.

2 ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص05.

عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق.

يتضح مما سبق بأن للأوراق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأدوات أو الأوراق مثل أي سلعة أو خدمة أخرى، مع وجود فارق وحيد يتمثل في أن أسواق الأوراق المالية تعد أسواق أكثر كفاءة وتنظيماً من الأسواق العادية الأخرى، وبالتالي فهي تشكل القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين والعكس صحيح.

وعليه، يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية هي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين والمستثمرين، أو المقرضين والمقترضين لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل وبدرجة مخاطرة محددة. وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وفي نفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين.

من خلال المفاهيم السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية وهي:

- الأوراق المالية: وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون: وهم البائعون والمشترون والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية لمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين.

## 2-2- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين رئيسيين هما:

### أ- السوق الأولية:

هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وذلك عن طرق ما يسمى بالاككتاب العام سواء تعلق ذلك بإصدار الاسهم عند تأسيس و انشاء الشركات الجديدة، او زيادة رأس مالها بغرض توسيع و تنويع نشاطها او اصدار الاسهم و

السندات عند الحاجة الى قروض طويلة الاجل و عادة ما تتولى عملية اصدار الاوراق المالية مؤسسات متخصصة<sup>1</sup>.

ويتم تداول الاوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الجهة المصدرة للأوراق المالية و المستثمرين سواء أكانوا أفراد أو مؤسسات مالية أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المتخصصة بإصدار و تسهيل تداول هذه الاوراق أي الوسطاء و تلعب بنوك الاستثمار دورا كبيرا كوسيط و في بعض الاحيان كمتعهد للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر<sup>2</sup>,

يعتبر السوق الاولية من اهم ركائز النشاط الاقتصادي و دعائم التنمية اذ يمثل احدى اهم الاليات في تجميع المدخرات الوطنية و توجيهها نحو المشروعات الانتاجية , كما تقوم بعدة وظائف يمكن ايجازها على النحو التالي:<sup>3</sup>

- تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض و تحويلها مباشرة الى قطاعات الاستثمار ,
- تعتبر مصدر اصيل لضمان استمرار التدفقات النقدية, الامر الذي يشجع الوحدات الانتاجية على اعادة تقدير احتياجاتها التمويلية مما يمكنها من اجراء عمليات الاحلال و التجديد او التوسع و التحديث دون اللجوء الى الاقتراض,

### ب- السوق الثانوية

السوق الثانوية والتي يطلق عليها سوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي سبق إصدارها بالسوق الأولى. تستمد السوق الثانوية أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة نسبيا للإصدارات الجديدة في السوق الأولية، وعليه فإن فاعلية السوق الثانوية وكفاءتها هي امتداد لكفاءة و فاعلية السوق الأولية، ومن جهة أخرى، تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، حيث يتم على مستوى السوق الثانوية تحويل الأوراق المالية بسهولة إلى نقود عن طريق البيع،

<sup>1</sup> عصام حسين, المرجع السابق, ص 18

<sup>2</sup> دريد كامل ال شبيب, المرجع السابق, ص 51

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان, المرجع السابق, ص 44

تنقسم السوق الثانوية الى : <sup>1</sup>

### -الأسواق المنظمة ( البورصة):

هي الاسواق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق شروط يحددها نظام السوق المالي , وتتميز هذه الاسواق بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع و الشراء و يشترط هذا السوق التعامل في الاوراق المالية المسجلة لديه, يدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به, وتفرض لجنة ادارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على ادراج الشركات في البورصة , اذ تتشابه الاسواق المالية في المهام التي تقوم بها الا انها تختلف من حيث احجامها واساليب ادارتها و طبيعة الاوراق المالية المتداولة فيها و شرط الادراج,

### -الأسواق غير المنظمة ( الموازية):

يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، وتتم عمليات التبادل في السوق غير المنظمة من خلال مكاتب المتعاملين وسماسرة السوق الذين تتوفر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل وأسعارها، من خلال استخدام شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة و التي تربط السماسرة و المستثمرين و التجار و من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر ان يختار افضل الاسعار,

### ت-الأسواق الثالثة:

يمكن تداول الاوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة داخل السوق الموازي مطلقين على هذه الحالة اسم السوق الثالث اذ يسمح في هذا السوق بتداول الاوراق المالية حيث يلعب الوسطاء دورا كبيرا في تنفيذ الصفقات خارج البورصة في هذا السوق , ولعل السبب في قيام هذه السوق هو لغرض انجاز عمليات التداول بسرعة كبيرة و لتذليل الصعوبات التي تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الاوراق المالية المقيدة في البورصة, حيث قامت المؤسسات في الولايات المتحدة الامريكية غير المدرجة في البورصة بإنشاء اسواق

<sup>1</sup> دريد كامل ال شبيب, المرجع السابق, ص 57-58

غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المالية المقيدة في جداول اسعار السوق المنظمة،

وعلى الرغم من ان التعاملات تتم في اطار السوق الموازية الا ان اسعارها ترتبط بأسعار التعامل في البورصة،<sup>1</sup>

### ث - الأسواق الرابعة:

وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى وبين المستثمرين والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، واهم دوافع نشوء هذا السوق يعود لمعرفة المستثمرين بعضهم البعض.

## 2-3- خصائص أسواق الأوراق المالية

تتميز أسواق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

- تعد سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيمًا مقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، باعتبار أن المتعاملين في هذه السوق من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، وفي أغلب البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كميات المبيعات، كما أن الصفات التي تعتقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبيًا مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء.<sup>2</sup>

- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 70

<sup>2</sup> فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2008، ص 46.

- ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل. وتتميز هذه السوق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع السوق النقدي.

## 2-4- أهمية أسواق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية صلة الوصل بين المشاريع و مدخرات الافراد, اضافة الى كونها سوقا منظمة لتداول الاسهم و السندات حيث يتم بيع وشراء الاوراق المالية فيها من خلال السماسرة المرخص لهم, حيث تحدد الاسعار فيها على اساس العرض و الطلب كما توفر السوق العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات المالية اضافة الى ما تلعبه سوق الاوراق المالية في توزيع مدخرات الافراد على مختلف المشاريع الاقتصادية و تنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي مما ينعكس على معدلات التنمية الاقتصادية في البلاد, كما تعتبر اسواق الاوراق المالية المرآة العاكسة لوضعية البلاد الاقتصادية,

وعموما يمكن ايجاز مختلف المزايا التي تحققها اسواق الاوراق المالية على النحو التالي:<sup>1</sup>

- حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المالية وزيادة الإنتاج.
- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة و طويلة,<sup>2</sup>
- نشر الوعي الاستثماري بين المدخرين والمقترضين.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين وبائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.
- توفير المعلومات وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.

## 2-5- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأدوات المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي أدوات مالية تعكس الملكية وأدوات مالية تعكس المديونية ، بالإضافة إلى المشتقات، وهي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل ذات فترة الاستحقاق أكبر من سنة أو التي يتم إصدارها بدون فترة استحقاق، كما

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص59.

<sup>2</sup> صلاح الدين السيسي، المرجع السابق، ص 21

تتصف بأن الاستثمار فيها يتضمن درجة مخاطرة أعلى من أدوات السوق النقدي، وذلك لتدبدب أسعارها في السوق، مما يعرض المستثمرين في هذه الأدوات المالية لخطر الخسائر الرأسمالية.

## 2-5-1- الأسهم

تعد الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما أن هناك العديد من التصنيفات للأسهم، وتتميز بعدة خصائص ومزايا تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى. ويعرف السهم بأنه "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصة في رأس مال الشركة"<sup>1</sup>، وإصدار الأسهم من قبل الشركات وبيعها في السوق المالي يعد وسيلة تستخدمها الشركات للحصول على الأرصدة النقدية لتمويل نشاطاتها، وأن سوق الأسهم يعتبر من أوسع أسواق المال في الدول الصناعية.

تتميز الأسهم بدرجة مخاطرة عالية وتعد من أكثر الأدوات استعمالاً بين المستثمرين، بحيث ترتب لحاملها حقوقاً عديدة من أهمها حق الحصول على الأرباح، وحق التصويت في الجمعية العامة، وحق الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وحق توقف مسؤوليته عند حدود ملكيته فيها، وحق فحص السجلات والقوائم المالية، إلى آخره من الحقوق التي يعطيها إياه قانون الشركات.

تعكس تغيرات قيمة الأسهم في السوق المالي مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، كما أن لسوق الأسهم دوراً هاماً في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لأن سعر الأسهم سوف يؤثر في حجم الأرصدة النقدية التي يمكن الحصول عليها عن طريق بيع الأسهم من أجل تمويل النشاطات الاستثمارية، حيث تستخدم هذه الأموال لشراء الآلات والمعدات وتسهيل العملية الإنتاجية.

هناك قيم أخرى للسهم تخلق لأسباب متعددة، يمكن استعراضها كالتالي:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مدونة في عقد التأسيس.
- القيمة الدفترية: وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطات والأرباح الموزعة) على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب لها.

1 محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، ط5، عمان، ص210.

- القيمة السوقية: هي القيمة التي تحدد نتيجة التداول في السوق المالي.<sup>1</sup>
- القيمة الحقيقية أو القيمة العادلة: وهي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

#### - خصائص الاسهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي:<sup>2</sup>

- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

- المسؤولية المحددة للمساهم: المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.

- تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.

يمكن أن يأخذ السهم عدة أنواع وعدة أشكال ونميز في هذا الجزء بين نوعين من الأسهم هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

أ- **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالبا في فترة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، وليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن

<sup>1</sup> دريد كامل الشبيب، المرجع السابق، ص181  
<sup>2</sup> أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 122.

الشركة قائمة ومستمرة. وإلى جانب الحصول على جزء من أرباح الشركة وجزء من أصول الشركة في حالة التصفية.

حقوق حملة الأسهم العادية:<sup>1</sup>

- الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة ما يملكها من أسهم.
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.
- حق الاطلاع على دفاتر الشركة.
- حق نقل الملكية (البيع) دون الرجوع للشركة.
- حق حضور الجمعيات العمومية للمساهمين.
- حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يمتلكه من أسهم.
- حق اقتسام أصول الشركة عند التصفية .

ب- الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز سند ملكية. وان كانت الملكية في حالة الاسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الاسهم العادية نظرا لتمتع حملة الاسهم الممتازة ببعض الحقوق الاخرى التي لا يتمتع بها حاملة الاسهم العادية أو التي نذكر منها:<sup>2</sup>

- الأولوية في الحصول على الأرباح.
- امكانية تحويل الاسهم الممتازة الى اوراق مالية اخرى.
- الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية عن الأصول.
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى.

يمكن تصنيف الاسهم من حيث تداولها في السوق المالي الى:<sup>3</sup>

- **السهم لحامله:** يكون عند اصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها او مالکها و الغرض من ذلك تحقيق مرونة عالية في التداول في سوق الاوراق المالية , اذ تنتقل الملكية الى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد, بورصة الاوراق المالية, الدار الجامعية, الاسكندرية , 2002, ص 34

<sup>2</sup> المرجع السابق,ص41

<sup>3</sup> دريد كامل ال شبيب, المرجع السابق,ص181

- **السهم الاسمي:** يتم اصدار هذا النوع من الاسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة الى تقييد اسمه بسجلات الشركة، و لذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر الى اخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة.
- **السهم لأمر:** في هذا النوع من الاسهم يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الاصدار مقترنا بشرط الامر، و المقصود بذلك ان يتم انتقال ملكية السهم عن طرق تظهير الشهادة .

## 2-5-2- السندات

تعتبر السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، وتعرف بأنها "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبهها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"<sup>1</sup>. وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال، وتعتبر عن مديونية أو قروض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكونه طويل نسبيا. وبالمقارنة مع السهم، تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:<sup>2</sup>

- السندات أداة دين: يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استفاء حقوقه سواء عن أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.
- السندات أداة استثمارية ثابتة الداخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمارية ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.
- محدودية الأجل: دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.

1 محمد مطر، مرجع سابق، ص220.

2 أنس البكري، وليد صافي، مرجع سابق، ص 108.

- قابلية السند للتداول: وهذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة لكننا سنقتصر على بعض الأنواع وهي كالآتي:<sup>1</sup>

- السندات المضمونة: وهي سندات صادرة بقيمة اسمية تكتتب بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة.

- السندات القابلة للتحويل: وهي سندات تعطي لحاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر معين وخلال مدة معينة.

- سندات محلية: وهي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

- سندات دولية: وهي سندات تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين.

- السندات متوسطة وطويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

### 3- المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي برزت حديثاً في أسواق المال في الدول المتقدمة، الهدف منها هو أخذ الحيلة الكافية من تحقيق أي خسائر رأسمالية في الأدوات المالية المتداولة نتيجة تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية. كما تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي. ومن العوامل التي ساعدت على ظهور مثل هذه الأدوات هو سرعة الانجاز في المعاملات والتبادل في الأسواق المالية، والمتربطة على سرعة الاتصالات.

### 3-1- مفهوم المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس

1 الياس بن ساس، يوسف قرشني، مرجع سابق، ص 437.

هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة<sup>1</sup>.

### 3-2- أنواع المشتقات المالية:

تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية ثلاث هي:

- عقود الخيار.

- العقود المستقبلية.

- عقود المقايضات.

أ- عقود الخيارات:

عقود الخيارات عبارة عن "عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع سهم أو سند معين بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين وتسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من الأسهم العادية والسندات وتصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية فيها وتعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع للسهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد"<sup>2</sup>.

ويسمى الخيار الذي يعطى لمالكه الحق في الشراء بخيار الشراء (call option)، في حين يطلق على الخيار الذي يعطى لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع (put option).

ويمكن التمييز بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي، فعند الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك يتبع عقود الخيار الأوروبية (European options)، بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال فترة معينة، فإن ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية (American options). وبصفة عامة فإن الخيارات هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل.

1 سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 60-61.

2 محمود الشواورة، نفس المرجع السابق، ص 86.

## ب- العقود المستقبلية - الآجلة:

تعتبر العقود المستقبلية من الأنواع الهامة لمشتقات الأوراق المالية، وهي التزام نمطي لشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في تاريخ مستقبلي. ويتراوح الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد عادة بين الأصول الحقيقية مثل السلع المعدنية والموارد الزراعية وبين الأصول المالية كالأسهم والسندات، كما يمكن أن يسري أيضا على مؤشرات السوق المالي، تختلف عقود المستقبلية عن عقود الخيار بوجود التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية، حيث ليس هناك التزام في عقود الخيار في تنفيذ العقد، بالإضافة إلى أن المستثمر المضارب في العقود الآجلة يتعرض لدرجة عالية من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار، ذلك لأنه مشتري الخيار لا تتجاوز خسارته قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار، بينما خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

## ت- عقود المبادلات :

تشكل المقايضات صورة من صور المشتقات المالية وتسرى عقودها على أسعار الفائدة والعملات. ويعرف عقد المبادلة بأنه "اتفاق تعاقدية يتم بواسطة وسيط أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، وبتعهدات بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قطعها كل منهما لطرف آخر ودون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إحلال حق كل منهما لتلك الأصول"<sup>1</sup>. فخلافا لعقود الاختيار تعتبر عقود المبادلة ملزمة للمتعاملين، كما أن المتحصلات والمدفوعات بين الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

1 محمد مطر، مرجع سابق، ص316.

المبحث الثاني:مؤشرات و كفاءة أسواق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية أحد أهم المعلومات التي تهتم المستثمرين والمضاربين في الأسواق المالية، نظرا لأهميتها في تعريف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة التي تهتم بالنواحي المالية، كما أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة.

**1 - مؤشرات أسواق الأوراق المالية:****1-1- المفهوم:**

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الاسواق المالية , ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الاساس أو نقطة البدء, ويقاس المؤشر تحركات أسعار الاسهم أو السندات أو الصناديق...الخ, ارتفاعا و انخفاضاً , الامر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها , اما عن مؤشر الاسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الاسهم ككل و ايضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل, ويقاس مؤشر سوق الاوراق المالية مستوى الاسعار في السوق ,حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة و غير المنظمة أو كلاهما,<sup>1</sup>

لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين و صناع القرار على حد سواء, اذ أنها قد تعكس لنا:<sup>2</sup>

- حالة سوق الاسهم بأجمعها, مثل مؤشر دوجونز المتوسط للصناعة (DJIA) و مؤشر ستاندر اندبور (S&P500).

- حالة سوق الاسهم لصناعة او قطاع معين, مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل (DJT) ومؤشر ستاندر اند بورز لصناعة المنافع العامة (S&P Public Utilities).

<sup>1</sup> عصام حسين، المرجع السابق، ص35

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، ط2، عمان، 2007، ص298

- حالة سوق الاسهم لتكنولوجيا معينة، مثل مؤشر ناسداك (NASDAQ) الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة ( مايكروسوفت، انتل،...الخ).
- حالة سوق الاسهم لإقليم معين، و هي مؤشرات مركبة لاقتصادات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين ، مثل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يعكس حالة سوق الاسهم لـ 12 دولة عربية.

### 1-2- استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية:

- لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق المالي، ومن أهم استخدامات المؤشر:<sup>1</sup>
  - أ- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر مقارنة التغير في مردودية محفظة الأوراق المالية مع التغير في مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة.
  - ب- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق، كما تفيد المؤشرات أيضاً قياس قوة التدفقات النقدية في أسواق المال و معرفة تأثيرها سلباً أو إيجاباً.
  - ت- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة. وتعد أحد أهم وظائف المؤشرات هي تمثيل سوق الأوراق المالية عند قياس المخاطر النظامية (systematic risk) في الأصول الفردية أو المحافظ الاستثمارية ، إذ يعتبر المؤشر وكيلاً عن سوق معين، و بحساب علاقة عوائد الأصول بمؤشر السوق يكون حساب المخاطر النظامية التي تستخدم متغيراً أساسياً في نموذج تسعير الأصول لتحديد العوائد

1- عصام حسين، المرجع السابق، ص 39-40.

المطلوبة و التي تتكافئ مع مخاطر الاصل و المحفظة , ومن ثم تحديد الاسعار المعدلة لهذ الاصول ,

ولقياس أداء سوق الاوراق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق و تقدمه و من اهمها:

1- **حجم السوق:** و يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

أ- مؤشر القيمة السوقية:

ويقصد به مجموع قيم الاسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة, ويشير أيضا الى اجمالي قيمة الاوراق المدرجة في السوق و غالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للاسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي, كما يرى الكثير من المحللين الاقتصاديين ان رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا بالقدرة على تعبئة رؤوس الاموال و تنويع المخاطر.

و يعد مؤشر رسملة السوق بمثابة المرآة العاكسة لمستوى نشاط السوق, اذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق.<sup>1</sup>

ب- مؤشر عدد الشركات: و يشير هذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية ( السوق المنظمة) اذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة.<sup>2</sup>

2- **سيولة السوق:**

و هناك مؤشران أساسيان لقياس سيولة سوق الاوراق المالية و هما:

أ- معدل دوران الاسهم (%): و يشير هذا المؤشر الى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بهدف التعرف على نشاط هذه الاسهم في سوق التداول من خلال مدة زمنية معينة و لاستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة التالية:

اجمالي الاسهم المتداولة (حجم التداول)

$$\text{معدل دوران الاسهم (\%)} = \frac{\text{اجمالي الاسهم المتداولة (حجم التداول)}}{100 \times \text{القيمة السوقية}}$$

القيمة السوقية

<sup>1</sup> عماد العاني, اندماج الاسواق المالية الدولية(اسبابه, انعكاساته على الاقتصاد العالمي), الطبعة الاولى, بيت الحكمة, بغداد, 2002, ص 60

<sup>2</sup> أميرة حسب الله, محددات الاستثمار الاجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة العربية, الدار الجامعية, الاسكندرية, 2005, ص 65

أ- مؤشر حجم التداول : و هو قيمة ما يتم تداوله من أسهم و سندات بمختلف الاسعار خلال مدة زمنية معينة, و يقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الاسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي, اذ يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة, ولحساب هذا المؤشر نتبع الصيغة التالية:

$$\text{حجم التداول} = \frac{\text{عدد الاسهم المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

### 3- المؤشر العام لأسعار الاسهم:

و هو مؤشر احصائي يقيس الأداء الكلي للسوق , و يتكون من معدل أسعار مجموعة من الاسهم تستخدم مقياسا للحركة العامة للسوق, مع وجود عدد من الاسهم في كل سوق مالية و لصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق, كان لابد من التوصل الى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالي, و هو يمثل متوسط أسعار الاسهم ( للشركات المدرجة في السوق لحساب المؤشر) يوميا ويتم الاستناد اليه في عمليات التداول اليومية, و لذا يلاحظ ان لكل سوق مالي مؤشره الخاص به.

و يحتل المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لكافة المتعاملين في السوق المالي لما له من أثر في تحديد القرارات الاستثمارية في السوق.

### 1-3- كيفية بناء المؤشرات:

يتم بناء مؤشر الاوراق المالية بالخطوات التالية:

أولاً: مدى ملائمة العينة:

عند بناء مؤشر السوق المالي يتم اختيار عينة من أسهم عدد من الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذا السوق, ويجب ان تكون هذه العينة\* ملائمة من ثلاثة جوانب أساسية وهي:<sup>1</sup>

\* تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين

<sup>1</sup> دريد كامل آل شيب, المرجع السابق, ص93-94

- الحجم أي عدد الاوراق المالية التي يشملها المؤشر فكلما كان عددها كبير كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لواقع السوق.
- اتساع العينة: ونعني بذلك ان تكون العينة المختارة تمثل مختلف القطاعات المشاركة في السوق المالي و كذلك الممثلة للاقتصاد الوطني هذا في حالة المؤشرات العامة أما اذا كان المؤشر يخص قطاعا معيناً فتكون العينة المختارة من عدد من الشركات التي تمثل ذلك القطاع.
- المصدر : ونقصد به مصدر الحصول على الاسعار من الاوراق المالية التي نبنى عليها المؤشر ويتمثل هذا المصدر في سوق المال الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

### ثانياً: تحديد الاوزان النسبية:

بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر وفق شروط الملائمة, لابد من الانتقال الى الاجراءات الفنية لتكوين المؤشر و في مقدمتها أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة حيث أن القيمة السوقية للورقة تختلف, فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الاوراق , اذ لابد من تجنب المؤشر المكون التحيز.

وتعرف الاوزان النسبية في بناء المؤشر بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاثة مداخل أساسية لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الاسهم التي يقوم عليها المؤشر و هذه المداخل هي:<sup>1</sup>

### - مدخل الوزن على أساس السعر ( Market Value Price Index )

أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة الى مجموع أسعار الاسهم الفردية الاخرى التي يقوم عليها المؤشر و لكن يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي الذي يقوم على سعر السهم وحده, في حين أن سعر السهم لا يعكس أهمية المنشأة و حجمها في السوق, و من الامثلة على هذا المؤشر يأتي مؤشر (DOWJOENS) الذي يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.

<sup>1</sup> المرجع السابق, ص 94-102

**- مدخل الاوزان حسب القيمة (Market Value Weighted Index)**

يقوم هذا الاسلوب في ترجيح سهم شركة مدرجة في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية ( القيمة = السعر × الكمية) وبذلك فهي تتجاوز اشكالية الترجيح بالسعر لوحده, اذ أن القيمة قادرة علة عكس الاهمية الاقتصادية للشركة صاحبة السهم المكونة للمؤشر, حيث أن الشركات التي تتساوى قيمتها السوقية يتمثل تأثيرها حتى و ان اختلف سعر السهم لكل منها.<sup>1</sup>

و من أهم المؤشرات التي تتبع هذا المدخل يأتي مؤشر (S&P500) و الذي يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للاسهم المتداولة في بورصة نيويورك منها: 400 شركة صناعية, 40 شركة منافع عامة, 20 شركة نقل , 40 شركة في مجال المال و البنوك و التأمين.

**- مدخل الاوزان متساوية (Equally –Weighted Index)**

وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر و من الامثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر FT30 الذي يجمع 30 من أهم الاوراق المالية في بورصة لندن.

**المؤشر المبني على أساس الاسعار النسبية (Relative – Price Index)**

تقوم فكرة هذا الاسلوب في الترجيح في ايجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس ثم حساب الوسط الهندسي و اخيرا تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في قيمة الاساس للمؤشر لمعرفة التغير في حالة السوق,<sup>2</sup>

**1-4- بعض مؤشرات البورصات العالمية**

بشكل عام يمكن تقسيم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية إلى مؤشرات متعددة وتختلف من دولة لأخرى ونذكر هنا على سبيل المثال الأنواع التالية للمؤشرات:

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر, المرجع السابق,ص307

<sup>2</sup> المرجع السابق, ص 312

- مؤشر داو جونز للصناعة Daw Johnes industrial

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، ويقاس هذا المؤشر مستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في وول ستريت، وهذه الشركات تعتبر من أكبر وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية. ويحسب هذا المؤشر كالاتي:

$$D_j I_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث:

$D_j I_t$  : قيمة المؤشر في الفترة  $T$ .

$P_{it}$ : سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$ .

$D_{adj}$ : المعامل المرجح في الفترة  $t$ .

- مؤشر ستاندر أندبور Stander & poor index 500

يحتوي هذا المؤشر على 500 ورقة مالية 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).

وفيما يلي بعض مؤشرات البورصات في أهم الدول الأوروبية والأسبوية:

• إنكلترا

- **FT 30**: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

- **FTSE 30**: المؤشر الأكثر شهرة ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من

إجمالي رسملة البورصة.

• فرنسا

- **CAC 40**: مؤشر يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

• ألمانيا

- **DAX**: مؤشر يضم 30 شركة الأكثر تميزاً المتداولة في بورصة فرانكفورت.

## • اليابان

- مؤشر **Nikkei**: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

**1-5- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:**

يهدف الصندوق من وراء انشاء قاعدة بيانات أسواق الاوراق المالية العربية\* الى تحقيق غرضين أساسيين: يتمثل الاول في جمع البيانات الرسمية عن نشاط هذه الاسواق و معالجتها بصورة منسقة و اعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة و نشرها بصورة دورية و منتظمة,

أما الغرض الثاني فهو المساهمة من خلال نشر هذه البيانات في تنمية الوعي الاستثماري في هذه الاسواق و تفعيل دورها التتموي في الاقتصاد مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

و المؤشر الذي اعتمده الصندوق هو مؤشر مركب يتعامل مع أسهم الدول العربية و كأنها دولة واحدة, و يجري احتساب المؤشر بالدولار الامريكي.

و يجري اختيار عينة الاسهم لتكوين المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية.

- معدل دوران الاسهم.

- تصنيف الشركات قطاعيا.

يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية, ويتم قياس التغير في قيمة المكونات معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن اضافة أو حذف الاسهم من المؤشر.

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل.

\* تضم بيانات صندوق النقد العربي 15 سوق مالي لكل من : الاردن البحرين, السعودية, تونس, عمان, الكويت, لبنان, مصر, المغرب, أبوظبي, دبي, قطر, السودان, الجزائر و فلسطين

و الصيغة العامة للمؤشر هي: <sup>1</sup>

عندما تكون  $i > 1$

$$xi = \frac{Mi}{Bi} * 100 \quad Bi = Bi-1 * \frac{Mi}{\overline{Mi}}$$

عندما تكون  $i=1$

$$Xi=100 \quad Bi=Mi$$

حيث:

$Xi$  = المؤشر عند الفترة  $i$

$Bi$  = القيمة السوقية عند فترة الأساس, أي عندما تكون  $i=1$  ( الفترة الاولى )

$Mi$  = القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة  $i$

$\overline{Mi}$  = القيمة السوقية المعدلة ( تعدل لاستيعاب آثار اضافة أسهم جديدة للمؤشر, أو حقوق الاصدار, أو الاصدارات الجديدة من الاسهم, وحذف الاسهم).

القيمة السوقية ( $M$ ): تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الاسهم المدرجة في المؤشر.

و القيمة السوقية لكل سهم هي:  $Pi * ni$

حيث:

$Pi$  = اخر سعر تم تداول السهم به في الفترة  $i$ .

$Ni$  = عدد الاسهم المكتتب بها في نهاية الفترة.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي, قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية, النشرة الفصلية للربع الاول 2006, ابوظبي, 2006, ص91

القيمة السوقية المعدلة: يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ( $\bar{M}_i$ ) عن الفترة  $i$  بموجب الصيغة التالية:

$$\bar{M}_i = (M_i - L_i - R_i - N_i + "Q_{i-1}")$$

حيث:

$L_i$  = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الاسهم للفترة  $i$  و نعامل الاسهم الناتجة عن تحويل الاوراق المالية الاخرى معاملة الاصدارات الجديدة.

$R_i$  = القيمة السوقية لحقوق الاصدار عن الفترة  $i$  و يتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الاسهم.

$N_i$  = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة و التي يتم اضافتها الى المؤشر خلال الفترة  $i$ .

$Q_{i-1}$  = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة و التي تم حذفها خلال الفترة  $i$ .

و يمكن حذف الاسهم من المؤشر من خلال دمج الشركات أو اخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق المالي.

## 2- كفاءة سوق الأوراق المالية :

إن كفاءة السوق تمثل قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة أساساً لتقييم واتخاذ القرارات الاستثمارية.

### 2-1- المفهوم:

يكتسي مفهوم الكفاءة أهمية بالغة للمتعاملين في الاسواق المالية لما له من تاثير على تحقيق الاسعار العادلة للأوراق المالية، فعدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية كما يفيد أيضاً فسخ المجال للبعض بالقيام باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي وغير عادل، كما يتضمن السوق غير الكفؤ تكلفة عالية لتوظيف المدخرات في اوجه الاستثمارات المختلفة نتيجة ارتفاع تكلفة الاقراض، وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع ان

تستجيب أسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية و على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم الى المنشأة المصدرة للسهم حيث تتجه اسعار الاسهم صعودا او هبوطا و ذلك تبعا لطبيعة الانباء , فالسوق الكفو يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية, معلومات تبثها وسائل الاعلام, السجل التاريخي لسعر السهم .... الخ

و عرف Beaver الكفاءة بأن السوق المالي يكون كفوًا بالنسبة لنظام معين من المعلومات اذا كانت أسعار الاوراق المالية تعمل كما لو كان كل المتعاملين في السوق يعرفون نظام المعلومات معرفة كاملة,<sup>1</sup>

فيما رأى Belkaoui ان السوق ذات الكفاءة هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحث تكون أسعار الاوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية , وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها , ويشمل هذا التعريف العناصر التالية:<sup>2</sup>

- ان الاسعار تعبر وبشكل واقعي عن المعلومات المتوفرة و المصرح بها عن الاوراق المالية,
- أن تتوفر المرونة في السوق بحث تتعامل مع المعلومات الجديدة بطريقة سريعة وفورية وبيادية تامة,

كما يمكن تعريف السوق الكفو بأنه ذلك السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا<sup>3</sup>. ويعتبر السوق كفو عندما تكون أسعار الأسهم قريبة أو تساوي القيمة الحقيقية، بهذا يضمن تحقيق السعر العادل للسهم، ويحسب هذا السعر بناء على العوائد التي يحققها السهم، أي أن السهم يولد عوائد تعوض المستثمر عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة استثماره في هذا السهم حيث:

$$\text{Prix ajuste} = \frac{D_1}{(1 + t)^1} + \frac{D_2}{(1 + t)^2} + \dots + \frac{D_N}{(1 + t)^N}$$

<sup>1</sup> دريد كامل, المرجع السابق,ص73

<sup>2</sup> المرجع السابق, ص 73

<sup>3</sup>- ضياء مجيد الموسوي, مرجع سابق, ص 8.

حيث أن:

P: السعر العادل للسهم.

D: التدفقات النقدية (خلال الفترات من 1 إلى N).

T: معدل الخصم لهذه التدفقات النقدية.

يتضح من خلال التعاريف السابقة لنظرية الكفاءة أنه في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة للورقة المالية وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر، وبالتالي لن تتاح لأي مستثمر معلومات خاصة من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين. و تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، حتى ان البعض يكون السوق كفاء لا بد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون في أن السوق الكفاء<sup>1</sup>. ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة ينبغي توافر الشروط التالية:

- المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين وبدون أي تكلفة، مما يؤدي إلى تماثل توقعات المستثمرين نتيجة تماثل معلوماتهم.
- أن لا تكون هناك أي قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات، ضرائب وغيرها.
- ينبغي تواجد عدد كبير من المستثمرين، وبالتالي فإن قرارات أو تصرفات أي واحد منهم لا تؤثر على الأسعار.
- المتعاملين يتصفون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.

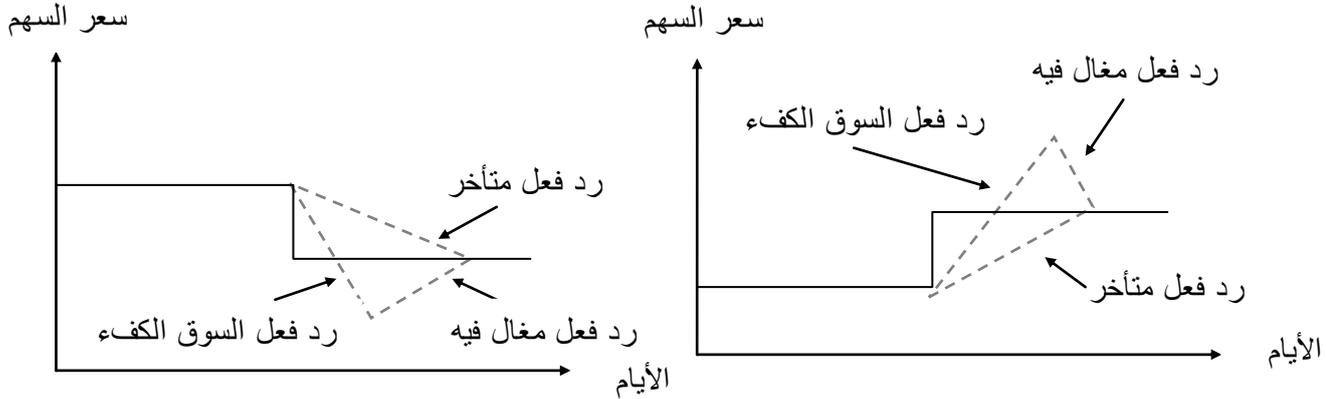
بالنظر إلى هذه الشروط يتضح أنه من الصعب أن تتوافر في أسواق الأوراق المالية الكفاءة الكاملة لصعوبة تحقق هذه الشروط دفعة واحدة. ففي الواقع العملي تتواجد تكاليف المعاملات كما توجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق، إضافة إلى اختلاف الإمكانيات المادية والأهداف الخاصة بالمتعاملين والمستثمرين وقدرتهم على سرعة تفسير المعلومات الواردة، وبالتالي فإن الكفاءة التامة لا تتحقق، وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية، حيث يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد

1- محمود محمد الداغر، المرجع السابق، ص 281.

تكون أعلى أو أقل من قيمته السوقية لبعض الوقت، والشكل التالي يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات:

الشكل (01-02):

التغير في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة



المصدر: فؤاد التميمي، عزمي سلام، مرجع سابق، ص 137

2-2- مؤشرات قياس الكفاءة في السوق المالي و انواعها:

2-2-1- مؤشرات القياس:

هناك عدة مؤشرات لقياس كفاءة السوق المالي، والتي يمكن ايجازها على النحو التالي:<sup>1</sup>

- كفاءة التشغيل (Operational Efficiency)

تعني قدرة السوق على تحويل الاموال و الموارد المالية المتاحة لمن يحتاجها بأقل تكلفة ممكنة و هذه التكلفة تعرف بتكلفة المعاملات و التي تشمل تكلفة الوساطة المالية و تكلفة تحويل الورقة المالية لذا فان نجاح السوق المالي يتوقف على درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة الى أدنى مستوى ممكن.

كما تعنى ايضا كفاءة التشغيل أن يكون السوق المالي قادرا على خلق توازن بين العرض و الطلب و تعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالي (Internal Efficiency).

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 102-103

**- كفاءة التسعير Price Efficiency**

يقصد بها سرعة استجابة الاسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون أي فاصل زمني كبير, وألا يتحملوا في سبيلها تكاليف باهظة و تعتبر هذه الخاصية مؤشرا على الكفاءة الخارجية للسوق المالي External Efficiency

**- كفاءة التخصيص Allocate Efficiency**

يعتبر تحويل الفوائض المالية ممن لديهم فائض الى من يحتاج هذه الاموال من أهم وظائف السوق المالي و هذه المهمة ليست بالسهلة لان من شروطها ان تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص و التي يقصد بها تحويل وتخصيص الاموال المتاحة الى أكثر التوظيفات الاستثمارية ربحية.

**2-2-2- أنواع الكفاءة :**

من حيث مثالية الكفاءة في السوق المالي يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة و هي:<sup>1</sup>

**1- الكفاءة الكاملة:**

و نقصد بها مثالية السوق المالي من حيث المعلومات و المتعاملين و انجاز الصفقات و التكاليف, و لتحقيق هذه الكفاءة يتطلب توفر الشروط التالية:

- تحييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع و شراء أي كمية من الاسهم.

- اتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين و بدون تكاليف اضافية ,

- وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي الى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الاسهم.

- أن يتصف جميع المستثمرين بالرشد الاقتصادي و انهم يسعون الى تعظيم الثروة و المنفعة .تعد هذه الشروط مثالية كون الواقع العملي و التنظيمي و التشريعي للتعاملات في الاسواق المالية لا يحقق مثالية الاسواق خاصة فيما يتعلق بالقدرة على التحليل و اختلاف

<sup>1</sup> دريد كامل ال شيب , المرجع السابق,ص76-77

أهداف و رغبات المستثمرين و تعاملهم مع المخاطر و كفاءتهم و خبراتهم إضافة الى اختلاف تكلفة التعاملات في الأوراق المالية،

## 2- الكفاءة الاقتصادية:

تستند الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة ، وعليه يتطلب منه الدخول في سباق نحو الحصول على البيانات و المعلومات الكافية عن الأوراق المالية و استخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل و الاستنباط عند اتخاذ القرار .

فالكفاءة الاقتصادية تفترض أنه من المنطقي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة و بين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق، و هذا يؤدي الى اختلاف القيمة للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت،

## 2-3- خصائص سوق المال الكفاء:

يمكن ايجاز أهم خصائص سوق المال الكفاء على النحو التالي:<sup>1</sup>

### 1- الشفافية:

تعني قدرة المستثمر في سوق المال في الحصول على المعلومات و البيانات حول أسعار العروض و الطلبات و حجمها و حجم التداولات في كل وقت و بدقة تامة سواء أثناء التداول أو بعد التداول و بشكل متساو و عادل دون أفضلية للبعض عن البعض الآخر .

أما الشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر الأساسية المحركة لسوق المال، و الاطلاع على قراراتها الاستثمارية سواء كانت متعلقة بالمحافظ الاستثمارية أو صناع السوق، كبار المستثمرين و أعضاء مجلس الادارات للشركات المدرجة في السوق،

### 2- الإفصاح :

هو الاعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق المال و التي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض و الطلب للورقة المالية، وذلك قصد توفير مناخ استثماري

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 103-104

عادل يعين المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية من شراء و بيع للورقة المالية , لذلك يعتبر الإفصاح جوهر العملية الاستثمارية الذي يعمل على تطوير و دعم المناخ الاستثماري و ترسيخ الثقة بين المستثمرين,

### 3- توفر السيولة:

تعني أنه يمكن اجراء تداولات على كل الادوات الاستثمارية المتاحة بسرعة و بسهولة متى انفقا الطرفان وبأسعار معقولة تقترب من آخر التداولات التي أجريت على السلعة نفسها ( باستثناء حالة وجود معلومات جديدة يمكن أن تؤثر على سعر السلعة), وحتى يملك السوق السيولة يجب أن يملك عمقا\* كافيا من خلال عدد كبير من المشتريين و البائعين الذين يضمنون استمرارية التداول من خلال رغبتهم في اجراء التداولات بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم,

و انطلاقا مما سبق يمكن اعادة تعريف السوق الكفاء بأنه سوق المال الذي تتوفر فيه المعلومات للمتعاملين كافة بالإضافة الى توفر السيولة , وأن حدوث خلل فيهما يترتب عليه حدوث خلل في السعر التوازني للأوراق المالية بعيدا عن قيمتها الحقيقية و بالتالي تنعدم أو تتخفف كفاءة سوق الأوراق المالية.

### 2-4-المعلومات وأهميتها في سوق الأوراق المالية:

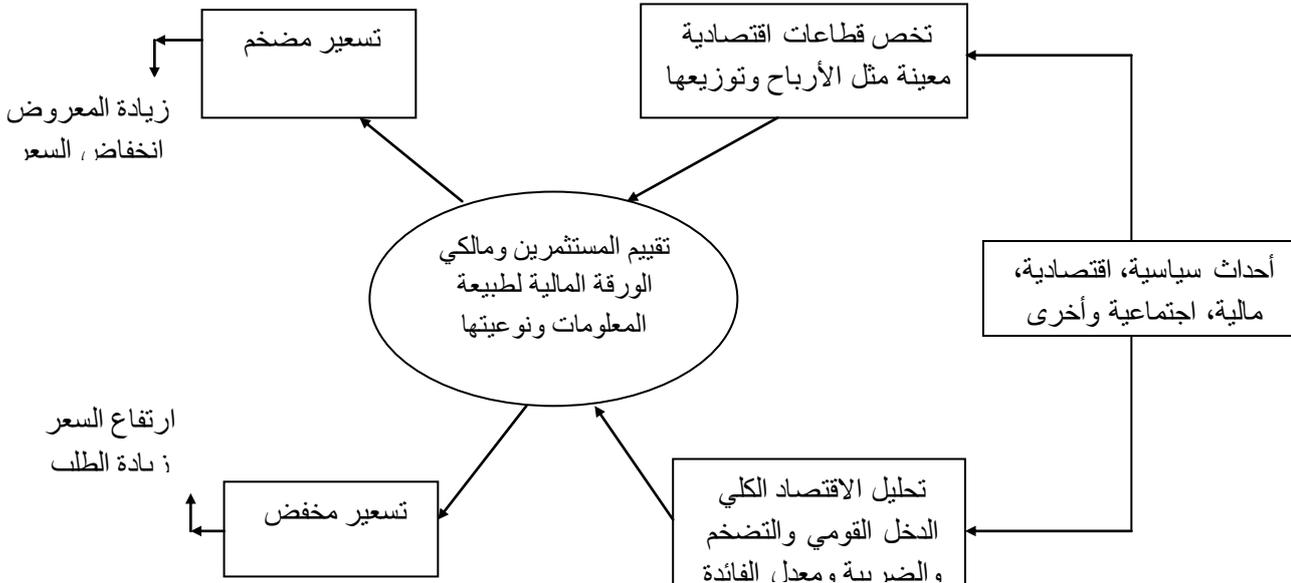
تعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفاء للموارد، كما تستخدم من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

\* توصف السوق بالعمق اذا كانت هناك أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في السوق المالي , أما الأوامر الحقيقية فهي التي تمثل تعاملات فعليا و حقيقيا على أوراق موجودة فعلا , أما الأوامر غير حقيقية فهي التي يجري التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة , فحينما يجري التعامل في سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ ثمة وجود اختلالات وقتية لأوامر الشراء أو أوامر البيع تؤدي الى حدوث تغيرات محسوسة في الاسعار و يترتب عن ذلك اعادة التوازن بين أوامر البيع و الشراء , أما اتساع السوق توصف به السوق التي تتوفر فيها أوامر البيع و الشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة للمزيد أنظر:

كما توفر المعلومات القدرة في العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين. ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقرب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية<sup>1</sup>. ويوضح الشكل الموالي أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين وحملة الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية:

الشكل (02-02):

المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية



المصدر: فؤاد التميمي، عزمي سلام، مرجع سابق، ص 133.

ولقد صنف (Fama 1970) تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة المالية الى ثلاث مجموعات على النحو التالي:<sup>2</sup>

1-معلومات تاريخية : و هي المعلومات التي تخص فترات سابقة و تكون متاحة للجميع مثل أسعار الاسهم و أرباحها و نشاط الشركات المصدرة لهذه الاسهم.

1- محمود الداغر، مرجع سابق، ص 277.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 106-107

2- معلومات جديدة (حالية): و هي المعلومات السابقة نفسها و لكن يتم الافصاح عنها في الوقت الراهن و تكون هذه المعلومات متاحة أيضا للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير و ميزانيات و قوائم مالية , الا انها قد تحتاج لبعض التفسير و ربط المتغيرات مع بعضها البعض,

3- معلومات خاصة: وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع و لكنها تكون مقتصرة على البعض دون الاخر و هم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المنشآت و تأخذ المعلومات الخاصة احدى صورتين:

- الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين

- فهم الاثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الاخرين

4- المعلومات المستقبلية: و هي المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل,

كما ان هناك عوامل أخرى تؤثر على عمليات التداول و الاسعار في السوق المالي يمكن ايجازها كما يلي:<sup>1</sup>

1. العوامل النفسية:

تلعب العوامل النفسية دورا كبيرا في التأثير على أسعار الاسهم و اتجاهات السوق بشكل عام, وتتمثل هذه العوامل في التصرفات السلوكية التي يتبعها المستثمرين بدوافع متعددة بعيدة عن المنطق الاقتصادي و بدون تحليل دقيق لنتائج القرارات المتخذة, و من هذه التصرفات الاستمرار في الولاء لسهم معين أو معاكسة التيار بالاتجاه المخالف.

2. العوامل السياسية:

للعامل السياسي تأثير كبير على قرارات الاستثمار, فالظروف السياسية الايجابية والاستقرار يدفع المستثمرين الى الاقبال على شراء الاوراق المالية و التعامل بها و يرفع من درجة سيولة الاوراق المالية و الى رفع أسعارها مما يزيد من عوائد الاستثمار فيها و العكس صحيح.

<sup>1</sup> دريد كامل آل الشيب, المرجع السابق, ص81-82

3. طبيعة المستثمرين: ان طبيعة المستثمر لها اثر كبير على قرار الاستثمار، فالمستثمر قليل الخبرة أو الذي لا يعتمد على المستشارين في اتخاذ القرارات سوف تنعكس تصرفاته بشكل سلبي على الأسعار باتجاه بعيد عن القيمة الحقيقية للورقة المالية مما يولد ضعفا في السوق المالي، أما المستثمرون المحترفون أو الذين يعتمدون على بيوت الخبرة فإن تصرفاتهم تكون باتجاه القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية، ويعزز سلوكياتهم هذا كفاءة السوق المالي.

### 5- التنافس الشديد بين المكاتب وبيوت الخبرة:

يؤدي التنافس إلى اتخاذ القرار واختيار التوقيت الملائم لعمليات بيع وشراء الأوراق المالية، بعد إجراء عملية التحليل الدقيق واختيار الوقت الملائم لقرار البيع والشراء مما يولد استجابة سريعة وفورية للأسعار في السوق وبذلك تتحقق القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية بعد إتاحة الفرصة لتحقيق ميزة السبق المرتبطة بكفاءة وخبرة متخذ القرار وبالتالي تختفي الأرباح غير العادية.

### 2-5- مستويات و خصائص السوق المالي الكفؤ :

#### 2-5-1- المستويات المختلفة للكفاءة:

تعكس كفاءة سوق الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الواردة مما يستحيل معه تحقيق أرباح غير اعتيادية. وباعتبار الكفاءة الكاملة في السوق المالي تكاد تكون مستحيلة، وفي المقابل يمكن أن ينفرد بعض المستثمرين بمعلومات خاصة مما يمكنهم من تحقيق أرباح غير اعتيادية، ومن هنا تتباين الكفاءة وتتخذ عدة مستويات بناء على المعلومات المتاحة حيث تظهر ثلاث صيغ أو مستويات لكفاءة السوق وهي:

#### 1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق

يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة و التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة و على حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الاسعار الحالية و بالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات

المستقبلية في الاسعار<sup>1</sup>، وبالتالي وفي ظل هذا الوضع لا يستطيع المستثمرين تحقيق عوائد استثنائية طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا الى المعلومات التاريخية. وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية، و التي ترى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، و لا يوجد ترابط بينها و هو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية<sup>2</sup>.

## 2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق

تفترض هذه الصيغة بأن الأسعار الجارية (الحالية) للأسهم و السندات و الاصول المالية الاخرى تعكس جميع المعلومات المتاحة و التي تؤثر بتقويم (تسعير) هذه الاصول متمثلة في الظروف الاقتصادية و المالية و معلومات تاريخية و حالية عن الاسعار و مستويات الائتمان في الاقتصاد و حجم الاصدار و لا تنحصر في الاسعار الماضية و حجم المعاملات. لذلك وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة فإن المستثمرين يستخدمون ما يتاح من معلومات للتقويم ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية<sup>3</sup>، الا بعد الحصول على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة عن الشركة و ذلك في اطار ظاهرة احتكار المعلومات و الاتجار بها (Insider Trading)<sup>4</sup>.

## 3- المستوى القوي لكفاءة السوق

وفق هذه الصيغة تعكس الاسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة و الخاصة و كل ما يمكن معرفته عن (Everything that is Knowable) و بالتالي لا يمكن لأي مستثمر استخدام معلومات تسمح له بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بأفضل مستشاري الاستثمار<sup>5</sup>.

## 2-5-2- الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفؤ:

لجعل السوق المالي ذا كفاءة عالية يجب ان تتوفر مجموعة من الخصائص التنظيمية و التي من أهمها:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 107.

<sup>2</sup> محمود الداغر، المرجع السابق، ص 284

<sup>3</sup> مرجع سابق، ص 284.

<sup>4</sup> دريد كامل آل الشيب، المرجع السابق، ص 86

<sup>5</sup> عصام حسين، المرجع السابق، ص 34

<sup>6</sup> دريد كامل آل الشيب، المرجع السابق، ص 88-89

- وجود ادارة مالية في السوق و مجلس ادارة يمثل الجهات المتعاملة في السوق , و تعتمد هذه الادارة القوانين و التعليمات و تطورها وفق التطورات الاقتصادية و المالية و التقنية و مراقبة عمليات التداول .
- ايجاد نصوص قانونية و تنظيمية فعالة لعمليات التداول في السوق المالي. من خلال تحديد شروط ادراج الاسهم و تنظيم دخول الشركات الى البورصة.
- التأكد من دقة و سلامة البيانات و المعلومات التي تنشرها الشركات, و ايجاد آلية للإفصاح عن كافة المعلومات الخاصة والعامه ولجميع الشركات, كما يجب توفير العدالة و تكافؤ الفرص في الحصول على هذه المعلومات .
- الاهتمام بصانعي السوق من المتخصصين و المستثمرين المعتمدين في السوق, اذ مهمتهم الأساسية تحريك السوق ,
- منع المضاربة في السوق المالي من خلال الرقابة المستمرة للأسعار و للسوق.
- تسهيل اجراءات البيع و الشراء و الاسراع في انجاز عمليات التسويات لتبادل الاسعار و الاوراق المالية و تسجيلها و نقل ملكيتها تسديد أثمانها.
- تطوير الوسائل و الادوات التكنولوجية المستخدمة في عمليات التداول اليومية كالإنترنت و أجهزة الاتصال المتطورة الاخرى.

## 2-6- مداخل تحليل سوق الاوراق المالية:

تتحرك الاسعار في سوق الاوراق المالية على المدى الطويل ارتفاعا و انخفاضاً, نتيجة تفاعل عدد من العوامل الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية , ففي المدى القصير فان الكثير من قرارات التداول تبنى في جانب كبير منها على اختيارات نفسية, حيث ان حركة الاسعار تحكمها تطلعات و توقعات المستثمرين و رغبات المضاربين و جميع المتعاملين في هذه الاسواق.

و يوجد هناك مدخلان أساسيان لتحليل سوق الاوراق المالية هما كالتالي:

## أولاً: التحليل الأساسي Fundamental Analysis :

وهي طريقة علمية تقوم على تحليل البيانات و المعلومات المالية و الاقتصادية بهدف التعرف على عوائد الأوراق المالية المتوقعة و المخاطر المصاحبة لذلك, و تشمل طريقة التحليل للأوراق المالية مجموعة من المتغيرات الاقتصادية و هي:<sup>1</sup>

- المتغيرات الاقتصادية الكلية: و تشمل تحليل الناتج القومي و معدلات التضخم....الخ
- المتغيرات الاقتصادية القطاعية: و تشمل تحليل القيمة المضافة لقطاعات ذوي الأوراق المالية محل التحليل و حجم الاستثمار و حجم التسهيلات الائتمانية للقطاع.
- المتغيرات الاقتصادية الجزئية: و تشمل تحليل حجم القروض الممنوحة للمنشأة و المبيعات و إنتاجية العمل و رأس المال في المنشآت.
- السياسات الاقتصادية: و تشمل تحليل السياسات المالية متضمنة الانفاق العام و الضرائب و الرسوم و تحليل السياسات النقدية متضمنة معدلات الفائدة و عرض النقد و التسهيلات المصرفية و ترتيب أصول المصارف.

## ثانياً: التحليل الفني (Technical Analysis)

تقوم هذه النظرية على تحليل السوق من ناحية العرض و الطلب للاسهم قيد التحليل, حيث ينصب هذا التحليل بصفة أساسية على حركة أسعار الاسهم الخاصة بشركة معينة أو مجموعة من الشركات أكثر من التركيز على محددات الربحية المتوقعة, حيث يرى المختصون أن حركة الاسعار في الماضي و حجم التعاملات المالية مؤشر لحركة الاسعار في المستقبل.<sup>2</sup>

و يستخدم المحللون الفنيون بيانات و احصائيات عن قيم مؤشرات الاسهم في الماضي في الاسواق التي يتابعونها للاستدلال منها على اتجاه تحرك هذه الاسواق في المستقبل صعوداً أو هبوطاً و استنتاج أي انحراف عن هذا الاتجاه.

<sup>1</sup> نايف علوان, ادارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق, ط1, دار الثقافة للنشر و التوزيع, عمان , 2009, ص254-258

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي, أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية, الدار الجامعية, الاسكندرية, 2005, ص225

يساعد هذا التحليل متخذي القرار الاستثماري على معرفة عدة جوانب في سوق الأوراق المالية و من أهمها:<sup>1</sup>

- تحديد اتجاهات السعر المحتملة.
- اتخاذ القرار الاستثماري الانسب.
- تحديد مستويات السعر المستهدفة.
- توضيح الحالة النفسية المساندة للسوق أي دراسة السلوكيات النفسية للمتضارين التي تكون مؤثرة في أداء السوق المالي.

و يهتم المحللون الفنيون بمقدار حركة الاسعار و مداها, فضلا عن المدة التي استغرقتها و كذلك حجم التداول, و أهم من ذلك أثر هذه الحركة في وضع السوق عامة,<sup>2</sup> و تحتل عملية توقيت البيع و الشراء أهمية بالغة في التحليل الفني نظرا لكونها احد أهم عناصر العملية الاستثمارية , لذلك ينظر المحلل الفني الى حركة الاسعار في السوق على اساس ان السعر يعكس كل الانباء و المعلومات المعلنة و غير المعلنة اضافة الى توقعات جميع المتعاملين به. وهو ما يعرف بأن السوق يقوم بخصم كل المؤشرات ليبلورها و يعكسها في سعر التداول

( market action discounts everything).

<sup>1</sup> عصام حسين, المرجع السابق. ص 64

<sup>2</sup> عبد المجيد المهيلمي, التحليل الفني للأسواق المالية , الطبعة الثانية, دار البلاغ للنشر و التوزيع, مصر, 2005, ص37

المبحث الثالث:مقومات و آليات الربط بين الأسواق المالية

يتم ربط البورصات في البلد الواحد ببعضها البعض أو ربطها بين بلدين أو أكثر داخل تكتل اقتصادي و لقد تزايد اتجاه الاقتصاديات العالمية في الآونة الأخيرة إلى ربط أسواقها المالية و ذلك بفضل توفر جملة من المقومات، التي سهلت التعامل و التداول على مدى 24 ساعة، مما يساعد الأسواق المالية على التنسيق و التكامل فيما بينها، من خلال تمكين المستثمرين و المقترضين و الوسطاء الماليين من اتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية بكفاءة عالية، و لكن هذا لا يتم إلا بتوفير آليات جديدة للربط بين البورصات و هذا ما سيتم تناوله في هذا المبحث .

**1- مقومات الربط بين الأسواق المالية:**

لقد توافرت جملة من المقومات التي ساعدت على الربط بين البورصات، و من بينها نذكر:<sup>1</sup>

- تطور تكنولوجيا ربط البورصات :

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدماً كبيراً في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة من العالم وأصبحت أسواق المال الدولية خصائص جديدة، من حيث تنوع قاعدة المعاملات و تنوع محفظة الاستثمار، و لقد أدى التدويل إلى تغييرات هائلة في الأسواق المالية، من حيث تجديد الأدوات المالية و زيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية و سمسرة الأوراق المالية ذات الطابع الدولي في أسواق رأس المال الدولي. و جدير بالذكر أن التوسع في عدد و نوع و حجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعا إلى ضرورة الربط نظراً للتشابهك و التوسع في الأدوات المالية الدولية مثل: بنوك الائتمان طويلة الأجل، شركات التأمين و بنوك الاستثمار... الخ

**- صناعة تكنولوجيا المعلومات:**

أصبحت الحواسيب الالكترونية تستطيع تحويل معلومات الأسواق عبر حدود الجغرافية، ذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات و الأقمار الصناعية و الاتصالات و الكمبيوتر، فتستخدم البورصات حالياً نظم الأسواق الأوتوماتيكية (AMS)، و تزداد استخدامات المواصلات الالكترونية نظراً لانخفاض التكلفة، و هو ما يساعد البورصة على الاستفادة من الحواسيب الالكترونية، مما يؤدي إلى ربط الأسواق المالية بالحواسيب الإلكترونية من خلال ربطها

<sup>1</sup> -فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1999م، ص 160.

بالعكسات، و شركات المعلومات المالية، و مراكز المعلومات، و التي تستطيع الحصول على معلومات على مدى 24 ساعة.

و من أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في أسواق المال نذكر:

- النظام الإلكتروني للتحويلات المالية بالبنوك.
- النظام الأوتوماتيكي للمقاصة.
- نظام الاتصالات عبر البنوك العالمية، و نظام التلكس.
- نظام س يا ج (SEAG): يتم ربط الوسطاء الماليين بشبكة تليفونات و كمبيوتر لعقد الصفقات (شبكة حاسوب)، حيث يسمح لشركات الاستثمار، و شركات الأوراق المالية، أن تقوم بالمعاملات 24 ساعة على 24 ساعة بالاتصال بالبورصات العالمية.

#### - خدمات البريد الإلكتروني:

و يتم ربط هذا النظام بكل من الحاسبات الشخصية المرفقة بالشبكات العمومية لتوصل المعطيات و يستخدم هذا النظام في المجالات التالية:

- تصدير الرسائل إلى المستخدمين.
- تصدير الرسائل إلى أجهزة التلكس.
- تصدير الرسائل إلى المشتركين في الأنظمة الأخرى.
- استخدام ملفات المشتركين ف حفظ و تلقي الرسائل... إلخ.

#### - توحيد معايير المحاسبة

تشتمل جميع قوانين البورصات و قواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط و متطلبات الإفصاح، و يمثل الإفصاح التام عن القوائم المالية للشركات أحد أهم متطلبات الأسواق.

و تنتج نوعية و دقة الإفصاح عن القوائم المالية، عن طرق المحاسبة و المراجعة المستخدمة، و بالتالي فمن الضروري أن تقوم الشركات المدرجة بإعداد تقاريرها المالية وفقا لمعايير المحاسبة و المراجعة المقبولة دوليا خصوصا أن ذلك سوف يعزز الإشراف على السوق و يضمن تكافؤ الفرص للمشاركين.

## 2- نماذج الربط بين البورصات:

يمكن ربط البورصات بأساليب مختلفة، منها عشرة نماذج بديلة، و يمكن استخدام عدة نماذج للربط في ضوء مدى التجانس و الاختلاف بين البورصات المطلوب الربط بينها، و من بينها نذكر ما يلي:<sup>1</sup>

## - الربط الحاسوبي للبورصات:

ويقصد به وجود شبكة من الحواسيب الالكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الشبكة القومية للمعلومات، أو شبكات الهاتف ويمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى إما بصفة مستمرة، أو لعدد من الساعات اليومية، ويشترط ذلك توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة، مع توفير ضمانات لأمن المعلومات، ويمكن ربط شبكة عدة بورصات من خلال:

- ربط شبكة الهاتف مع شبكات نقل المعلومات للتحقق من الصدق و السرية.
- إنشاء خطوط مباشرة بين شبكات نقل المعلومات لكل بورصة مع الشبكات العالمية-ITT BCR حيث توجد مثلا 35 شبكة معلومات في أمريكا، إضافة إلى شبكة المعلومات البريطانية BritishTelecomm، و التي يمكن من خلالها الربط بين بورصات كل من لندن وباريس و فرانكفورت، حيث يتطلب تطبيق هذا النموذج توحيد هندسة البرمجيات و قاعدة بيانات نمطية.

## - الربط البريدي العاجل:

اذ يمكن استخدام البريد السريع في الربط بين البورصات، وخاصة إذا كانت هناك حاجة ملحة لتبادل صكوك مالية وأوراق و عقود رسمية، و يستخدم في الربط السريع شركات-SKYPAK ARAMAX TNT حيث لها شبكات منتشرة في جميع دول العالم.

<sup>1</sup>فريد النجار، ادارة شركات تداول الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص235-238

## - الربط بالوسطاء الماليين:

يمكن تحقيق هذا النموذج في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات و مسجلين بها. حيث أنهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم و السندات و العملات بين بورصتين أو أكثر.

## - الربط بالشركات المالية العالمية:

إذ يمكن الربط بين البورصات بشكل غير مباشر عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب و الفروع في الدول و المراكز المالية.

## - الربط بمحفظة الاستثمار الدولية:

وذلك عندما يتم بناء محفظة الاستثمار الدولية بأوراق مالية و عملات متعددة الجنسية و تعتمد الشركات متعددة الجنسيات و شركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية و أسعار الصرف و المخاطر، و تغيير مكونات محفظة الاستثمار لضمانات أعلى عائد و أقل مخاطر مشتركة.

## - الربط بالسياسات المالية:

يمكن الربط بين البورصات عن طريق توحيد السياسات المالية بين البورصات من حيث سياسات الاقتراض و الإقراض المالية، و سياسات الاستثمار و قوانين الشركات المساهمة العامة، و شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة.

## - الربط التنظيمي :

تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها، مما يعني أن جميع الأنشطة و الإدارات و آليات التداول سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك البورصات.

## - الربط التشريعي:

يعتبر وجود بيئة قانونية و اقتصادية و اجتماعية ثقافية مستقرة و داعمة يشجع استثمار رأس المال في البلدان النامية بصفة عامة، و في البلدان العربية بصفة خاصة. كما أن نمو المدخرات و تطوير الهياكل المالية يؤثران و يتأثران بهذه العوامل. و لا يكفي وجود تشريعات

مناسبة وآليات وممارسات رقابة فعالة لتشجيع الاستثمار وتعزيز التداول في سوق معينة، ذلك أنه من الضروري اتخاذ تدابير من قبيل تقديم حوافز ضريبية، وضمان توافر المعلومات، كما أن القوانين التي تحمي المستثمرين حيوية كذلك بالنظر إلى أنها توفر الشعور بالثقة. هذا و يتألف الإطار التشريعي لأسواق الأوراق المالية من القوانين و القرارات المتعلقة بالشركات و الأوامر التنفيذية، التي تنظم إصدار و تداول الأوراق المالية، و ثمة مجالان يتطلبان الاهتمام في معرض تكييف البيئة القانونية وفقا لحاجات الوسط بين الأسواق المالية، أولهما تنسيق القوانين المتصلة بإصدار الأوراق المالية و تبادلها و الاستثمار فيها، و ثانيهما انجاز توازن بين دوري هذه القوانين في مجالات تدقيق الحسابات و التطوير بدءا بالأهداف، التي تشمل تنظيم الأسواق و تطويرها بطريقة تضمن المصادقية.<sup>1</sup>

و بالنظر إلى ما سبق ذكره، فإنه لا يعني توافر التشريعات و المؤسسات ذات الصلة الكثير لنجاح الربط بين الأسواق المالية، و إنما لابد من وجود حد أدنى من التنسيق و التطابق بين قوانين البلدان المتكاملة و وجود مجموعة من قوانين متسقة داخليا تطبق في إطار مؤسسي مناسب، و تنشئ البنية التحتية الضرورية للسوق المالية الناجحة، التي تستجيب لمطالب المدخرين و المستثمرين و تضمن استمرار وساطة السماسرة في السوق.

#### - الربط بالشركات المشتركة:

حيث يؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهمها و سنداتها في أكثر من بورصة. مما يجعلها تلعب دورا استراتيجيا في ربط البورصات.

كما تسمح هذه الآلية أيضا للبورصات التي ترغب في إقامة صلات أقوى مع الأسواق المالية الإقليمية و العالمية، و لكنها غير قادرة على تنسيق قواعدها و أنظمتها، أو توحيد معاملات المقاصة بها المشاركة في الترابط عن طريق السماح بالإدراج المشترك للشركات المقامة في الخارج. و الإدراج المشترك بالنسبة للوكالات التنظيمية و البورصات، أقل كلفة من تنسيق الأنظمة و المعاملات المالية و ذلك لأن المتطلبات القانونية و التكنولوجية تكون أقل في حالة الإدراج المشترك من إنشاء منصة تداول مشتركة، غير أنه يمكن أن يثير الإدراج

<sup>1</sup>- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، نيويورك، 2004م، ص 14-15.

المشترك بعض التحديات ذلك لأنه يتعين على الشركات أن تستثمر قدرا معينا من المال و الوقت في التعرف على متطلبات الإدراج و الامتثال لها في أكثر من سوق واحدة للأوراق المالية، و أن تدفع رسوم إدراج متعددة. و قد لا يكون هذا ممكنا عمليا بالنسبة للشركات المتوسطة الحجم أو الأعمال التجارية الإقليمية ذات الخبرة المحدودة بأسواق المال. و فيما يلي أمثلة على الإدراج المشترك الدولي كما يلي:<sup>1</sup>

- يحدث معظم تداول الأسهم الأمريكية اللاتينية في نيويورك.
- بورصة لندن أكثر بورصة ذات طابع دولي، حيث أن الشركات المدرجة بها من أكثر من 60 بلد.

• يمثل الإتحاد الدولي للبورصات أكبر هيئة تسهل التعاون و التنسيق بين أسواق الأوراق المالية الذي يمثل أعضائه 97% من إجمالي القيمة السوقية لجميع أسواق الأوراق المالية، و أنشأ الإتحاد في عام 1961، عدة بورصات أوروبية و تشمل عضوية 56 بورصة من شتى أنحاء العالم.

كما يوجد عدد من الرابطات الإقليمية التي تدعم التعاون بين أسواق المالية:

- إتحاد البورصات الأوروبية وهو رابطة لبورصات " الحيز الاقتصادي الأوروبي " و سويسرا و يجوز لمنظمات الأسواق في بلدان أوروبا الوسطى و الشرقية الانتساب إلى هذا الإتحاد.
- اتحاد البورصات الأوربية الآسيوية، الذي أنشأ في عام 1995م بعضوية 12 بورصة، اتسعت لتشمل 24 بورصة، بما في ذلك أربع بورصات في منطقة الإسكوا، و دور الإتحاد هو تشجيع تطوير الأسواق الإقليمية لأوراق المالية، و تشجيع التكامل فيما بين هذه الأسواق، من خلال الإدراج المشترك و التداول العابر للحدود.
- اتحاد بورصات جنوب شرق آسيا الذي يضم 12 بورصة عضوا، و هدف الإتحاد هو تشجيع تطوير أسواق الأوراق المالية في المنطقة، و تشجيع تطبيق المعايير المحاسبية الدولية لتيسر الإدراج العابر للحدود و نقل التكنولوجيا، و توجيه البورصات الأعضاء صوب التكامل الإقليمي و العالمي.

<sup>1</sup> - اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا، المرجع السابق، ص 43-44.

• إتحاد بورصات شرقي آسيا و أوقيانيا، الذي أنشئ في عام 1982م لتيسير تبادل المعلومات بين الأعضاء، و عددهم حاليا 15، و غير الإتحاد ميثاقه في عام 1998م، لإقرار تحول العضوية من كونها عضوية على أساس البلدان إلى عضوية أساسها أسواق الأوراق المالية.

• إتحاد بورصات و هيئات أسواق المال العربية، الذي أنشأ في عام 1982م، و يسعى هذا الإتحاد إلى تيسير تدفق الاستثمار فيما بين البلدان العربية من خلال إنشاء سوق إقليمية عربية للأوراق المالية.

- الربط المتكامل، و الذي يتحقق عندما تتوفر في نفس الوقت معظم آليات الربط السابقة الذكر، و في هذا الشأن حققت الدول الغربية في الاتحاد الأوروبي ربطا متكاملًا إلى حد بعيد، حيث ترتبط بورصاتها بالحواسب الإلكترونية، و البريد السريع مع توحيد التنظيم و التسجيل و التداول و الإفصاح المالي و الربط التنظيمي... إلخ، و تستخدم الأقمار الصناعية في استعمال و إيصال المعلومات عن أسواق المال.

### 3- الجدوى الاقتصادية لعملية الربط بين الأسواق المالية:

يؤدي ربط أسواق المال عادة إلى رفع الكفاءة التشغيلية، و زيادة عمق السوق، إذ يزيد ربط أسواق المال من عدد شركات الوساطة المالية، و من ثم زيادة حدة المنافسة فيما بينها على جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، و بالتالي خفض التكاليف و العمولات الإدارية. إضافة إلى ذلك فإن حدة المنافسة تساهم في تحفيز شركات الوساطة المالية على تنويع خدماتها و تطوير منتجاتها المالية، و بالتالي المساهمة في زيادة عمق السوق و خفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، و ذلك لتنويع المحافظ الاستثمارية<sup>1</sup>.

إلا أن زيادة عمق السوق عند ربط أسواق المال يعتمد على مدى التشابه بين البورصات، فكلما ازدادت درجة التشابه بين البورصات، كلما انخفضت الاستفادة من الربط. فمثلا، إذا كان قطاع الخدمات يحظى بنصيب الأسد من القيمة السوقية للأسواق التي تم الربط بينها، تنخفض الفوائد المتوقعة من تنويع المحافظ الاستثمارية.

<sup>1</sup> - محمد بن ناصر الجدي، تكامل الأسواق المالية العربية، صحيفة اقتصادية إلكترونية، العدد 4973، الخميس 24 مايو 2007م، على الموقع: <http://www.aieqt.com/2009/05/24> بتاريخ الإطلاع 2009/01/29م.

و بالتالي يمكن القول بأن تنوع الأسواق و انخفاض درجة تشابهها شرط أساسي للاستفادة من ربط البورصات ببعضها.

- دراسة الأنظمة الخاصة بمعالجة التعامل في الأوراق المالية بناء على معلومات داخلية و الممارسات المحظورة و تعارض المصالح في سوق الأوراق المالية.
- المعالجة التشريعية لحماية المستثمرين في قطاع الأوراق المالية من خلال تنظيم قواعد الإفصاح و حوكمة الشركات و حقوق الأقلية.

#### 4- اتفاقيات التعاون و الربط بين الأسواق المالية العربية:

لقد تكلفت الجهود التي بذلتها الهيئات و المؤسسات المالية العربية في مجال الربط بين البورصات العربية أن تمكنت هذه الأخيرة من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون و التكامل فيما بينها، و ذلك من خلال عقد اتفاقيات ثنائية و ثلاثية الإدراج المشترك، بالإضافة إلى عقد عدة مذكرات تفاهم بين هيئات أسواق المال العربية بهدف تبادل الخبرات الفنية في مجال إصدار و تداول الأوراق المالية، و التي نذكر منها:

#### 4-1- اتفاقيات الربط الثنائي:

توجد عدة اتفاقيات ثنائية للربط بين الأسواق المالية العربية نذكر منها:

#### أولاً: اتفاقية التعاون المشترك بين بورصتا الأردن و البحرين

تم التوقيع عليها في أكتوبر 1997م، تهدف إلى المساهمة في تشجيع الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية و البحرينية، و تسهيل إجراءات التعامل لمواطني البلدين في الأوراق المالية لتلك الشركات مما يساهم في تعزيز أواصر التعاون بين البلدين، و تغطي هذه الاتفاقية عدة جوانب أهمها:<sup>1</sup>

- الإدراج المشترك للأوراق المالية لكلا البلدين في السوقين الأولية و الثانوية.
- التعاون بين الوسطاء في بورصتي البلدين.
- المقاصة و التسوية و تبادل المعلومات و الإفصاح.

<sup>1</sup>- صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم، تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم الكتاب، القاهرة، 2003، ص 82.

- النظر في المنازعات التي تنشأ بين الأطراف المشاركة في الاستثمار.

ثانياً: اتفاقية الربط المشترك بين سوق مسقط للأوراق المالية و سوق أبو ظبي للأوراق المالية

يعتبر تأكد الوسطاء من نزاهة و مصداقية الأشخاص الذين يصدرن أوامر البيع و الشراء و تسوية الصفقات التي تبرم عن طريق تسليم الأثمان مقابل استلام الأوراق المالية موضوع الصفقة، من الإشكالات و المخاطر الكبيرة التي تواجه المتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

و تكون هذه المخاطر أكبر في حالة التعامل عن طريق الاتصال من خارج الحدود، و لتقليل تلك المخاطر و تسهيل التداول لمواطني كل من سلطنة عمان و دولة الإمارات العربية المتحدة في السوقي البلدين، أبرمت سوق مسقط للأوراق المالية و سوق أبو ظبي للأوراق المالية في 26 فيفري 2005م اتفاقية للربط الإلكتروني بين السوقيين.<sup>1</sup>

و قد تم تدشين خط الربط المشترك بين السوقيين في 27 ديسمبر 2005م، هذا و يعتبر هذا الربط إنجازاً لعدة اعتبارات منها:<sup>2</sup>

- يمثل هذا الربط نواة للتعاون العملي بين أسواق مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الذي يمكن أن يتبع كأسلوب و حل عملي للوصول إلى الهدف الأسمى بإنشاء نظام لربط الأسواق الخليجية بنظام آلي.

- سيزيد الربط بين السوقيين من عمقهما، و يعزز السيولة فيهما، و يخلق آلية لتحقيق التوازن في مستويات الأسعار و يحد من تذبذبها بشكل منطقي.

- يتيح للوسيط المرخص في أي من السوقيين الدخول إلى نظام التداول للسوق الأخرى، و إنجاز المعاملة و كأنه يتعامل في سوقه، غير أن تحقيق هذا الغرض يحتاج إلى تنسيق التشريعات المنظمة لأسواق المال في كل من الدولتين، و توحيد الإجراءات، و تكييف أنظمة التداول و الاتصال بما يمكن من الاتصال المباشر بين أنظمة السوقيين، إلى جانب توفير نظام مناسب للتقاص التسوية بين السوقيين.

<sup>1</sup> - الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 29، أبريل 2005م، ص 01.

<sup>2</sup> - الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 32، جانفي 2006م، ص 19.

و كما سبق الإشارة فإنه، قد تم ربط السوقين عن طريق خط إلكتروني، و بذلك يستطيع الوسيط في سوق أبو ظبي، و بعد عقد اتفاقية مع وسيط مقابل له في سوق مسقط، إدخال أوامر البيع و الشراء مباشرة في نظام التداول في سوق مسقط و العكس صحيح، حيث يستطيع الوسيط في سوق مسقط للأوراق المالية إدخال أوامر البيع و الشراء مباشرة في نظام التداول الإلكتروني في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، و بهذا تنظم العلاقة بينهما و تحدد حقوق و التزامات كل طرف، و عليه فإن الوسيط في سوق أبو ظبي يتحمل مسؤولية الصفقات المنفذة في سوق أبو ظبي من قبل الوسيط المتفق معه في سوق مسقط و العكس صحيح، و بالتالي فإن علاقة كل سوق تكون مع الوسيط المرخص لديه و يتحمل هذا الوسيط كافة المسؤوليات، و يخضع لآليات و التزامات التسوية و التقاص المعمول بها في السوق من حيث تقديم الضمانات اللازمة و دفع المستحقات ضمن فترات التسوية المعمول بها.<sup>1</sup>

و إضافة لما سبق فهناك عدة اتفاقيات ثنائية نذكر منها:

- توجد اتفاقيات لتبادل الإدراج بين الأردن و البحرين و عمان و بين الأردن و الكويت، و في عام 1997م وقعت البحرين و الكويت اتفاقا ثنائيا بإنشاء نظام تسويات مشترك لتيسير المعاملات و خفض تكاليف الاستثمار، و تتجه الأسواق المالية العربية التي توجد بها قيود على مشاركة المستثمرين الأجانب صوب زيادة الانفتاح و على سبيل المثال، فإن بعض البلدان الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي ( البحرين و عمان و الكويت) في سبيلها إلى إزالة القيود على أسهم رأس المال التي يمتلكها مواطنو دول المجلس. و بالتالي فإن هذه التغييرات في السياسات العامة من شأنها أن تنقل بلدان المجلس صوب إقامة سوق مشتركة لرأس المال، إذ تتفاوض دول المجلس الست بشأن تشكيل إطار متعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية لها. و اجتمع رؤساء هذه الأسواق في مارس 2000م لمناقشة طرق توحيد التشريعات و أطر الشركات و ترتيبات التسوية و الإيداع و التحويلات فيما بين بلدان المجلس.<sup>2</sup> هذا و قد تم تشكيل لجنة رؤساء الهيئات و الأسواق المالية بمجلس التعاون الخليجي عام 2004م بهدف إيجاد آلية للتنسيق بين دول المجلس للعمل على توحيد السياسات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية فيما يخص التسجيل و الإدراج المشترك و

<sup>1</sup> - الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 29، مرجع سبق ذكره، ص 31.

<sup>2</sup> - اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا، المرجع السابق، ص 11-12.

الإصدارات و الاكتتابات الأولية، و ضوابط التداول في الأسواق، و عمليات التسوية و المقاصة<sup>1</sup>.

- أما في سنة 2000م فقد تواصلت جهود التعاون و الترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم التوقيع على اتفاقية تعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية و الهيئة العامة لسوق المال بمصر، تعمل بموجبها الهيئات على:<sup>2</sup>

- تنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار و تسهيل شروط إدراج الأوراق المالية.
- تنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوقين.
- تشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين.

- في أبريل من عام 2001م، بدأت الأسواق المالية في كل من سلطنة عمان، و الكويت و مملكة البحرين بتنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها.<sup>3</sup>

- تم خلال عام 2002م التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة و الإسكندرية و بورصة تونس. كما تم خلال الربع الثاني من هذا العام الاتفاق بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالية على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة و مكاتب الوسطاء بحيث يتم تقديم كفالة واحدة فقط قدرها 10 مليون درهم، بدلا من كفالة قدرها 10 مليون درهم لكل من السوقين كما هو الحال في الوقت الراهن، و تجدر الإشارة إلى أن هناك اتفاقيات تعاون مشترك بين الأسواق في الكويت و البحرين و عمان، و اتفاقية موقعة بين سوقي البحرين و الأردن.<sup>4</sup>

- كما قامت كل من بورصتا فلسطين و الأردن بدراسة الإدراج المشترك للأسهم، من خلال البحث عن صيغة للتعاون تؤهلها مستقبلا للإدراج المشترك بين السوقين، بما يمكن الشركات الأردنية من تداول أسهمها في البورصة الفلسطينية و نفس الشيء بالنسبة للشركات الفلسطينية.

#### 4-2- اتفاقيات الربط الثلاثي:

بعد التجارب الأولى لعملية الربط بين البورصات كان لابد من البحث عن نظام اخر لربط الاسواق المال العربية , حيث اتضحت ضرورة انشاء الية لتشجيع تدفقات الاستثمار فيما

<sup>1</sup>- المرجع السابق ، ص 60.

<sup>2</sup>- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2001م، ص 241.

<sup>3</sup>- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002م، ص 120.

<sup>4</sup>- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2003م، ص 16.

بينها, كما أدى تحرير التجارة و الخدمات و انتشار سياسات الخصخصة في منتصف عقد التسعينات من القرن الماضي الى ظهور توجهات جادة نحو تطوير اسواق الاوراق المالية العربية لتواكب التطورات الاقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها المتقدمة , ومن هذه التوجهات اعتماد الية جديدة لربط البورصات العربية توازن بين متطلبات ربط الاسواق الاقليمية لأوراق المالية و الخصائص المحددة لكل سوق عربية, و من أهم تجارب الربط المتعدد الاطراف نذكر ما يلي:

### أولاً: اتفاق الربط الثلاثي بين أسواق كل من مصر, لبنان و الكويت

هو اتفاق عقد بين ثلاثة اسواق عربية لأوراق المالية و هي : مصر و الكويت و لبنان بتاريخ 22 /12/ 1996 و الذي يعد الاوب من نوعه لربط اسواقها المالية حيث عد بمثابة نواة لربط البورصات العربية و دخل الاتفاق حيز التنفيذ في مطلع سنة 1997 , و هذا الاتفاق من شأنه أن يحقق جملة من المكاسب نذكر منها ما يلي:<sup>1</sup>

- توسيع نطاق السوق
- السماح للمواطنين العرب شراء اسهم الشركات المطروحة للبيع في اي دولة من الدول الثلاث .
- زيادة حجم الاموال المتداولة في الاوراق المالية المطروحة .
- اتاحة الفرصة امام الشركات لزيادة رأسمالها من خلال استقطاب مستثمرين جدد.
- بلورة التعاون العربي المشترك الى واقع عملي في عدة نواحي.

### ثانياً: الاتفاقية الثلاثية للإدراج المشترك بين أسواق سلطنة عمان، البحرين و الكويت

تم التوقيع على هذه الاتفاقية في 25/12/1996م و تعد خطوة هامة لإنشاء سوق مالي خليجي مشترك تعود على كافة المستثمرين بالفائدة، ان هذا الاتفاق للإدراج المشترك بين الأسواق الثلاثة من شأنه تحقيق عدة مزايا نذكر منها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صلاح الدين السيبي, بورصات الاوراق المالية, المرجع السابق,ص38  
<sup>2</sup> - صلاح الدين حسين السيبي, الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم, تطوير البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة, المرجع السابق, ص 82.

- تقييما عادل للورقة المالية التي ستخضع للتقييم في ثلاث أسواق بدلا من سوق واحدة، الأمر الذي سيؤدي إلى المزيد من الشفافية، و توسيع دائرة الإفصاح المعلوماتي، كما أن السعر سيتم الاتفاق حوله بين البائع و المشتري من خلال الآليات المتاحة بالأسواق أخذا في الاعتبار الفروق بين عملات الدول الثلاث.

- السماح بتسييل الورقة المالية في ثلاث أسواق سواء عند طرحها أو عند تداولها.

- الترابط المصلي بين مواطني الدول الثلاث، حيث سيهتم المواطنين في كل منها بالاستقرار كم مختلف جوانبه، الأمر الذي يعزز الفوائد و المنافع المشتركة.

و لقد جاءت الاتفاقية نتيجة لجهود بذلت تنفيذ لقرارات مجلس التعاون الخليجي الخاصة بالتوجه نحو التكامل الاقتصادي و ايجاد عملة خليجية تساهم في إنشاء سوق مالية خليجية.

**ثالثا: اتفاقية الربط الفني لأسواق الأوراق المالية في السعودية، الإمارات العربية و سلطنة عمان**

تدرج عملية الربط الفني لأسواق السعودية و الإمارات و سلطنة عمان ضمن مشروع ربط أسواق المال الخليجية فنيا، و التي من خلالها يمكن توفير معلومات حول تداول الأوراق المالية لحظيا فيما بينها، و ذلك عن طريق وسيط واحد على الأقل في كل دولة، مما يسمح بدمج أنظمة هذه الأسواق في نظام واحد متجانس يساعد على نقل المعلومات بصورة فورية و آمنة، كما سيوفر للمستثمرين كافة إمكانيات التعامل عبر الأنترنت، و الذي يسهل عملية الاتصال بين المتعاملين في السوق، و يوفر المعلومات الشاملة عن أسواق المال.

الى جانب ما سبق وقعت العديد من أسواق المال العربية مذكرات تفاهم ثنائية بهدف تبادل المعلومات و التعاون المشترك فيما بينها.

## خاتمة الفصل:

تحتل الاسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة, خاصة النظم الرأسمالية حيث يتم من خلالها تجميع مدخرات بعض الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض مالية قد لاتحتاج اليها زمن معين و ترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به في صورة سيولة نقدية, وتوجيه تلك المدخرات الى وحدات اقتصادية اخرى تعاني عجزا في مواردها المالية و تسعى لطلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي بما يؤدي الى زيادة الانتاج, كما تلجأ الانظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام و الخاص لتجميع رؤوس الاموال من الاسواق المالية من اجل التنمية الاقتصادية.

وقد كان لظهور العولمة المالية عدة افرازات و انعكاسات على الاسواق المالية و لعل من اهمها ظاهرة تكامل أسواق رأس المال بدول العالم, حيث ترابطت و تكاملت فيما بينها, كما تعددت أليات الربط بين الاسواق المالية, و لعل من ابرز مقومات هذه الظاهرة تحرير رأس المال و زيادة التدفقات النقدية العالمية في صورة استثمارات اجنبية مباشرة وغير مباشرة . وعلى المستوى العربي كانت هناك عدة محاولات بهذا الاتجاه, تمثلت في اتفاقيات للربط بين عدة أسواق مالية عربية و عدة مذكرات للتفاهم, الا أن نتائجها متايبنة و لازالت بعيدة عن طموحات التكامل العربي.

**الفصل الثالث :**

**مجلس التعاون الخليجي والعمل**

**الاقتصادي المشترك**

## مقدمة الفصل:

لقد ساهم انشاء مجلس التعاون الخليجي في تحقيق تقدماً اقتصادياً كبيراً خلال الثلاثة عقود الماضية للدول الاعضاء من خلال رفع مستوى المعيشة ، و تطور في القطاعات الإنتاجية، وذلك مقارنة بوضعها الاقتصادي قبل هذه الفترة، ومع هذا التقدم الاقتصادي الملموس، يواجه العديد من التحديات والمستجدات و قد سعى المجلس لمواجهةها و تذليلها من اجل تحقيق تنمية اقتصاديه مستدامة، ومن المستجدات الإقليمية، التكامل النقدي المرتقب بين دول مجلس التعاون، و ما يثيره من افرازات، وتتمثل المستجدات على المستوى العالمي في التكتلات الإقليمية والعولمة واندماج المصارف، وسرعة انتقال رؤوس الأموال، ويشكل قيام الاتحاد النقدي الخليجي وإصدار العملة الخليجية الموحدة أهمية اقتصادية نحو تحقيق التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون، وتعزيزاً لتطورات العمل الاقتصادي والتجاري فيما بينها بما يؤدي إلى إيجاد كتل اقتصادية جديد على خارطة الاقتصاد العالمي لمواكبة التطورات المتسارعة التي تشهدها الساحة الاقتصادية العالمية،

و من خلال هذا الفصل سنحاول معالجة موضوع التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي من خلال التطرق الى النقاط التالية:

- نظرة عامة عن مجلس التعاون الخليجي.
- مراحل التكامل الاقتصادي الخليجي.
- الاتحاد النقدي الخليجي و العملة المشتركة،

المبحث الاول:نظرة عامة عن مجلس التعاون الخليجي:

عكست اقامة مجلس التعاون لدول الخليج العربية العلاقات الخاصة التي تربط هذه الدول وقد مثل المجلس تطورا نوعيا في مجال العمل العربي المشترك, والذي عمل منذ قيامه سنة 1981 على تجسيد التعاون بين اعضائه لتحقيق التكامل الاقتصادي من خلال تحرير التجارة البينية و قامة اتحاد جمركي و سوق المشتركة و العمل على توحيد العملة .

**1- نشأة مجلس التعاون الخليجي:****1-1-1-ملايسات قيامه:**

جاءت اقامة مجلس التعاون لدول الخليج العربي انعكاسا للعلاقات الخاصة و السمات المشتركة لدول الخليج العربي و لتشابه انظمتها و تماثل تكوينها السياسي و الاجتماعي و السكاني و تقاربها الثقافي و الحضاري و استهدافا لتحقيق اكبر قدر من التنسيق بين اعضائه للوصول الى تحقيق التكامل الاقتصادي,<sup>1</sup>

وتعود ملايسات قيام مجلس التعاون الخليجي الى انتعاش الوعي القومي لدى دول المنطقة في توثيق الصلات و التنسيق فيما بينها وذلك بعد انسحاب بريطانيا في مطلع السبعينات و حصول دول المنطقة على استقلالها السياسي , ولقد برزت مساع جادة من اجل تنسيق الجهود بين دول منطقة الخليج حيث بدأ العمل المشترك و التعاون الثنائي من خلال الاتفاقيات الثنائية , فووقت الامارات العربية المتحدة اتفاقية اقتصادية مع كل من قطر و الكويت سنة 1973 , لتبدأ بعد ذلك الاتفاقيات الجماعية المشتركة و التي اثمرت عن ظهور هيئات و مؤسسات و لجان مشتركة مثل الامانة العامة للزراعة و المالية و الصحة , و اخذ شكل العمل التنسيقي بين دول الخليج ينمو و يتسارع.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد, الاتحاد النقدي الخليجي و العملة الخليجية المشتركة , مركز دراسات الوحدة العربية , بيروت, 2008, ص141

و من اجل ايجاد نوع من التنسيق الكامل بين هذه الدول فقد كانت هناك عدة مبادرات\* بعض دول المنطقة لعل أهمها المشروع الكويتي الذي ارتكز عليه قيام مجلس التعاون الخليجي وجاء ذلك على هامش القمة الاسلامية بالطائف سنة 1981 عندما طرح أمير الكويت فكرة اقامة اوسع دائرة للتعاون الاقتصادي و النفطي و الثقافي يؤدي في النهاية الى اقامة اتحاد اقليمي على نظرائه الخليجين، وفي 25 ماي 1981 قامت الدول الست بالتوقيع على النظام الاساسي و اعلنت قيام مجلس التعاون الخليجي.<sup>1</sup>

### 1-2-الاسباب و الدوافع:

بعد استقلال الدول الخليجية وزيادة التنسيق والتعاون بينها منذ بداية السبعينات، كان لا بد من قيام هيئة إقليمية تضم هذه الدول، ولذلك كان ظهور مجلس التعاون أمرا محتما ولكن هناك أسباب عديدة مباشرة وغير مباشرة، والتي أدت إلى قيامه أهمها<sup>2</sup>:

#### أ- الأسباب غير المباشرة:

- \* الأطماع الأجنبية في المنطقة وقد ازدادت هذه الأطماع منذ اكتشاف البترول.
- \* تزايد الأيدي العاملة الوافدة إثر اكتشاف البترول وازدياد النشاط التجاري وقلة الأيدي العاملة الوطنية.
- \* وجود فوائض مالية كبيرة في دول المنطقة نتيجة إيرادات البترول الموجه للتصدير، مما يزيل عقبة تمويل التنمية والاستثمار ويسمح بظهور سوق مالية ذات أبعاد إقليمية عالمية.
- \* ضيق السوق المحلية بكل دولة ومحدودية عدد المستهلكين من السكان مما يؤثر على مستقبل الصناعات والأنشطة التجارية لهاته الدول.
- \* تطبيق الدول الأعضاء جميعا أسلوب التخطيط الاقتصادي بدرجات متشابهة، كما تبني نماذج متماثلة في مجالات الصناعة والزراعة والخدمات والسياسة الخارجية وارتباطاتها الدولية.

\* اضافة الى المشروع الكويتي كان هناك مشروع سعودي و اخر عماني الا ان كلاهما كان له بعدا امنيا ، حيث اقترحت السعودية توحيد مصادر شراء الاسلحة و اقامة تعاون اوثق في مجال الامن و الدفاع، اما سلطنة عمان اقترحت انشاء قوة بحرية تحافظ على امن الخليج و مضيق هرمز

<sup>1</sup> جاسم بن محمد الفاسمي التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2000، ص31

<sup>2</sup> المرجع السابق ، ص32-33.

## ب- الأسباب المباشرة:

\* تصعيد الحرب الباردة بين الاتحاد السوفياتي والولايات المتحدة الأمريكية ونظرتها إلى الخليج، حيث يمثل مصالحتها "مصالحها الحيوية"، فقامت بإنشاء قوة التدخل السريع من أجل حماية مصالحتها في المنطقة سنة 1980، بينما يسعى الاتحاد السوفياتي للوصول إلى مياه الخليج، وفي هذا السياق يأتي مشروعه الذي بدأ سنة 1989 بغزو أفغانستان، وذلك فرض على دول المنطقة أن تقف صفا واحدا في مواجهة هذه التحديات.

\* نشوب الحرب بين العراق و إيران، مما أدى إلى انعكاسات أمنية خطيرة في منطقة الخليج لذلك نشطت الدول الخليجية لتنسيق مواقفها وإبرازها من خلال تنظيم خليجي موحد.

## 1-3- الدوافع:

كانت هناك العديد من الدوافع التي دفعت إلى تأسيس مجلس التعاون الخليجي, و التي يمكن تقسيمها الى:

## أ- الدوافع الداخلية:

ويمكن حصر الدوافع الداخلية في النقاط التالية:

- الموقع الجغرافي المتميز للمنطقة بحيث أن الحدود المشتركة تمثل أهم مزايا الموقع الجغرافي مما يسهل حركة النقل والاتصال على مستوى دول المجموعة.
- التشابه في القيم والثقافات إضافة إلى التجانس في اللغة والدين، وهي عوامل تظهر أهميتها لدى حركة السياحة والخدمات والاتصالات والتجارة بين دول المنطقة
- التقارب في الأنظمة السياسية والاقتصادية المطبقة في تلك البلدان، حيث تشترك تلك الدول في التاريخ السياسي والعلاقات الاقتصادية المشتركة البينية أو مع أطراف ودل أخرى، كما أن أنظمة الحكم المتشابهة في تلك البلدان تصنع إمكانية كبيرة للتقارب.
- التشابه في مصادر الإيرادات وطبيعة الثروات المملوكة، مما يصنع مفاهيم مشتركة ومتقاربة في التنمية، وطرق الاستغلال وأسواق ونظم التصريف لتلك المنتجات.

■ التعداد السكاني المحدود لدى أغلب دول المنطقة يستدعي التكامل لمواجهة التحديات الداخلية المشتركة، والمتمثلة أيضا في حماية مصادر الطاقة والإيراد، وكذا التحديات المرتبطة بالأمن الغذائي والمتمثل في الاعتماد على الواردات في عمليات الاستهلاك<sup>1</sup>.

المفاهيم الاقتصادية المشتركة حول التنمية ومصادر الدخل، وطرق التصنيع وإدارة المشاريع ونظم الإدارة وأساليب الاستغلال وطرق قياس التكاليف، وهي كلها مفاهيم تستدعي توحيدها بين تلك الدول على اعتبار أن أسواق التصريف واحتياجات تلك الدول أيضا مشتركة

### ب-الدوافع الخارجية:

يمكن الإشارة إلى أهم الدوافع والعوامل الخارجية التي شكلت دافعا مهما لتأسيس مجلس التعاون الخليجي، ويمكن الإشارة إليها من خلال النقاط الموالية:

■ الجهود الأولى للتكامل الاقتصادي العربي والتي تمثلت في اتفاقية الوحدة الاقتصادية العربية سنة 1957 واتفاقية السوق العربية المشتركة سنة 1964 والمشروعات العربية المشتركة لتحقيق أهداف إنمائية<sup>2</sup>.

■ التحديات التي فرضها ظهور المنظمات والهيئات العالمية مثل منظمة التجارة العالمية وغيرها والتي تفرض على دول المجلس إقامة كتل اقتصادي يعزز من كيانها ويحمي النسيج الاقتصادي للمنطقة

■ التوجه الجديد لمعظم الدول لإقامة التكتلات والتجمعات الإقليمية والاتفاقات الثنائية أو المتعددة الأطراف، مما يحتم على الدول الخليجية أيضا إقامة هذا التكتل ضمن نفس التوجهات التي تهدف إلى تحقيق مصالح تلك الدول.

■ إن التركيز على الصادرات النفطية والتركيز على الواردات بنسبة 90% من السلع والبضائع، يعرض اقتصاديات تلك المنطقة لتقلبات الأسعار وعدم الاستقرار كما حدث في أزمة النفط في منتصف الثمانينات وأزمة سنة 1997. وبالتالي فإن وجود تكامل اقتصادي يحمي سياسة الاستيراد ويحمي تلك الاقتصاديات أيضا من الضغوط الخارجية.

■ ظهور التوجهات الجديدة على المستوى الدولي الرامية إلى تحقيق الاندماج الاقتصادي لمواجهة التحديات التي فرضتها العولمة.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي. العمل الاقتصادي العربي، إدارة البحوث والدراسات، الأمانة العامة، الرياض 2009، ص 20

<sup>2</sup> جاسم بن محمد القاسمي. المرجع السابق، ص 142.

## 2- اجهزة مجلس التعاون الخليجي:

يتألف مجلس التعاون الخليجي من الاجهزة التالية:<sup>1</sup>

## - المجلس الاعلى:

هو بمثابة السلطة العليا و يتكون من رؤساء الدول الاعضاء ورئاسته دورية حسب الترتيب الهجائي لاسيما الدول الاعضاء, و يجتمع في دورة عادية كل سنة كما يجوز عقد دورات استثنائية بناء على دعوة دولة عضو و تايد عضو اخر, مهمته وضع السياسة العليا و الخطوط الاساسية التي يسير عليها مجلس التعاون لدول الخليج العربي.

## - هيئة تسوية المنازعات:

تقوم هذه الهيئة بإصدار توصيات ترفعها الى المجلس الاعلى لاتخاذ ما يلزم .

**المجلس الوزاري:** يتكون المجلس الوزاري من وزراء خارجية الدول الاعضاء او من ينوب عنهم و يعقد المجلس اجتماعاته كل ثلاثة اشهر و يجوز له عقد دورات استثنائية بناء على طلب دولة عضو و تايد دولة عضو اخر و تشمل اختصاصاته اقتراح السياسات و رفع التوصيات الهادفة لتطوير التعاون بين الدول الاعضاء و العمل على تشجيع و تنسيق الانشطة القائمة بين الدول الاعضاء في مختلف المجالات من حلال توصيات يرفعها الى المجلس الاعلى لاتخاذ القرار المناسب بشأنها, كما يقوم المجلس بالتهيئة لاجتماعات المجلس الاعلى و اعداد جدول اعماله.

## - الأمانة العامة:

تتلخص اختصاصاتها في اعداد الدراسات الخاصة بالتعاون و التنسيق و الخطط و البرامج المتكاملة للعمل المشترك, اعداد تقارير دورية عن اعمال المجلس و متابعة تنفيذ القرارات , و اعداد التقارير و الدراسات التي يطلبها المجلس الاعلى او المجلس الوزاري و التحضير للاجتماعات, اعداد جدول اعمال المجلس الوزاري و مشروعات القرارات, ويرأس الأمانة العامة امين عام يعينه المجلس الاعلى لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة و يساعده ثلاثة امناء مساعدين.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي, مجلس التعاون لدول الخليج العربي عشرون عام من الانجازات, الامانة العامة, الرياض, 2002, ص 13-14

بالإضافة الى هذه الاجهزة تم استحداث عدد اخر من الاجهزة و الاليات و منها:

- أ. هيئة استشارية تابعة للمجلس الاعلى
- ب. الية القمة التشاورية التي اقرها المجلس الاعلى في ابوظبي عام 1988
- ج. انشاء العديد من المؤسسات المشتركة منها:<sup>1</sup>
  - المكتب الفني للاتصالات
  - هيئة المواصفات و المقاييس
  - مركز التحكيم التجاري
  - مكتبة البعثة الدائمة.
  - برنامج التعاون الخليجي لدعم جهود التنمية الاقتصادية في الدول العربية.
  - برنامج اللجنة الاقليمية لنظم الطاقة الكهربائية .
  - مؤسسة الخليج للاستثمار.
  - مكتب براءات الاختراع.

### 3- مرجعيات العمل العربي المشترك:

يشكل النظام الاساسي لدول المجلس, و الاتفاقية الاقتصادية الاولى و الثانية, ثم قرارات المجلس الاعلى مرجعيات ثلاث تؤطر للعمل الاقتصادي المشترك , و لأهمية هذه المرجعيات نوجزها كما يلي:<sup>2</sup>

### 3-1- النظام الاساسي لدول الخليج العربية:

نظرا للسماح و الروابط المشتركة التي تجمع دول المجلس من علاقات خاصة و انظمة متشابهة , و رغبة في تحقيق التنسيق و التكامل و الترابط بين هذه الدول في جميع المجالات صادقت دول المجلس على في 25 ماي 1981 على النظام الاساسي لمجلس التعاون الخليجي بمدينة ابوظبي (الامارات).

<sup>1</sup> مركز الخليج للدراسات الاستراتيجية, مملكة البحرين, 2006  
<sup>2</sup> نجيب بن عبد الله الشامي , التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ودور قطاع النقل فيه, ادارة البحوث و الدراسات, الامانة العامة , الرياض, 2009, ص 24-31

لقد جاءت المادة الرابعة من النظام الاساسي للمجلس لتنص على اهداف مجلس التعاون الاساسية و التي تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

1. تحقيق التنسيق و التكامل و الترابط بين الدول الاعضاء على كافة الاصعدة.
2. تعميق و توثيق الروابط و الصلات و اوجه التعاون القائمة بين شعوبها في مختلف المجالات .
3. وضع انظمة متماثلة في جميع الميادين بما في ذلك الشؤون التالية: الاقتصادية و المالية , التجارية و الجمركية, التعليمية و الثقافية, الاجتماعية و الصحية , والشؤون التشريعية و الادارية.
4. دفع عجلة التقدم العلمي و التقني في مجالات الصناعة و التعدين و الزراعة و الثروات المائية و الحيوانية و انشاء مراكز للبحوث و اقامة مشاريع مشتركة و تشجيع القطاع الخاص بما يعود بالخير على شعوب المنطقة.

**3-2-الاتفاقية الاقتصادية و العمل الاقتصادي المشترك ( الاولي نوفمبر 1981 - الثانية ديسمبر 2001):**

تشكل الاتفاقية الاقتصادية الموحدة التي اقرها المجلس الاعلى في نوفمبر 1981 فصلا رئيسيا في العمل الخليجي المشترك , بحث جاءت لترسم معالم الاقتصادي المشترك و مراحل التكامل الاقتصادي بين دول المجلس و لتشكل نواة البرامج التكاملية التي تم وضعها بشكل مفصل على مدى السنوات العشرين الاولى من قيام المجلس, وقد نصت الاتفاقية الاقتصادية الموحدة لعام 1981 على ما يلي:<sup>2</sup>

- 1-تحرير التجارة البينية.
- 2-اقامة جدار جمركي موحد اتجاه العالم الخارجي و ذلك من خلال التخفيف التدريجي للفوارق بين معدلات الرسم الجمركي الذي تفرضه الدول الاعضاء على الاستيراد.
- 3-ابرار المواطنة الاقتصادية و ذلك من خلال توحيد معاملة مواطني دول المجلس في مجالات حرية انتقال الاشخاص و المنتجات ووسائل الانتاج و النقل و السكن و العمل.

<sup>1</sup> المرجع السابق,ص 25-26

<sup>2</sup> عبد المنعم السيد, المرجع السابق, ص 141-142

4-تنسيق الاقتصادي بهدف توحيد السياسات الاقتصادية و المالية و النقدية و العمل على توحيد العملة.

5-التنسيق الانتاجي و اقامة المشاريع الصناعية المشتركة و توحيد السياسات النفطية بهدف تحقيق التنمية المشتركة.

و في ضوء قناعات الدول الاعضاء بضرورة نقل العمل الاقتصادي المشترك الى مرحلة جديدة, و نظرا لطبيعة المستجدات التي شهدتها الساحة الاقتصادية العالمية و التي تشكل تحديا لاقتصاديات دوا المجلس , اقر المجلس الاعلى في دورته (22) الاتفاقية الاقتصادية الجديدة التي تم التوقيع عليها في مسقط (سلطنة عمان) في 31 ديسمبر 2001, لتتضمن تطويرا شاملا للاتفاقية الاقتصادية الاولى.

لقد نقلت الاتفاقية الجديدة أسلوب العمل المشترك من طور التنسيق الى طور التكامل وفق اليات و برامج محددة قابلة للتنفيذ و التي ينص عليها الفصل الثامن من الاتفاقية, بما في ذلك تشكيل هيئة قضائية للنظر في الدعاوي المتعلقة بتنفيذ أحكام الاتفاقية و القرارات الصادرة تطبيقا لأحكامها( المادة (27) من الفصل الثامن ), و تتضمن هذه الاتفاقية نصوصا جديدة أو مطورة تطويرا جذريا يعكس توجهات المجلس و مستجدات العمل المشترك.

و عالجت هذه الاتفاقية الموضوعات التالية:

1-الاتحاد الجمركي لدول مجلس التعاون اعتبارا من يناير 2003.

2-العلاقات الاقتصادية الدولية لدول مجلس التعاون مع الدول و المجموعات الاقتصادية الاخرى و المنظمات الدولية و الاقليمية و تقديم المعونات الدولية و الإقليمية.

3-السوق الخليجية المشتركة, حيث تشمل تحديد مجالات المواطنة الاقتصادية\*.

4-الاتحاد النقدي و الاقتصادي اعتبارا من 2010.

5-تحسين بيئة الاستثمار في دول مجلس التعاون .

\* تعني بالمواطنة الاقتصادية توفير المعاملة المتساوية من خلال الاطر القانونية و التشريعية لأشخاص طبيعيين او اعتباريين في بلد آخر غير بلدهم الام, وذلك في ما يتصل بجميع الجوانب الاقتصادية من تجارة و عمل و استثمار و تملك و اقامة و انتقال اسوة بمواطني البلد المضيف و قد اهتمت دول المجلس بسن التشريعات اللازمة لذلك بغية تعميق الروابط بين مواطني دول المجلس.

6- التكامل الانمائي بين دول المجلس بما في ذلك التنمية الصناعية و تنمية النفط و الغاز.

7- و الموارد الطبيعية و التنمية الزراعية , و حماية البيئة و المشروعات المشتركة.

8- تنمية الموارد البشرية بما في ذلك التعليم و محو الامية و الزامية التعليم الاساسي و توطين القوى العاملة و تدريبها و زيادة مساهمتها في سوق العمل .

9- البحث العلمي و التقني و تطوير القاعدة العلمية و التقنية و المعلوماتية و حماية الملكية الفكرية.

10- التكامل في مجالات البنية الاساسية بما في ذلك النقل و الاتصالات و التجارة الالكترونية.

11- توحيد القوانين و الانظمة و الاجراءات في المجالات الاقتصادية (صدر أكثر من 40 قانون الزامي ز استرشادي)

12- بناء المؤسسات الخليجية المشتركة.

#### 4- الخصائص الهيكلية لاقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي:

تمتلك دول مجلس التعاون الخليجي الكثير من الامكانيات و العديد من العوامل المشتركة التي تتيح لها التحرك في المحيط العالمي ككتلة اقتصادية و سياسية و ثقافية واحدة و متكاملة .

#### 4-1- المؤشرات الاقتصادية:

تبرز أهمية دول مجلس التعاون الخليجي و تأثيرها في المنطقة و العالم من خلال ما تمتلكه من مقومات اقتصادية و مالية و بشرية و التي تؤهلها لان تكون القدوة في العمل العربي المشترك, و التي يمكن استعراضها على النحو التالي:

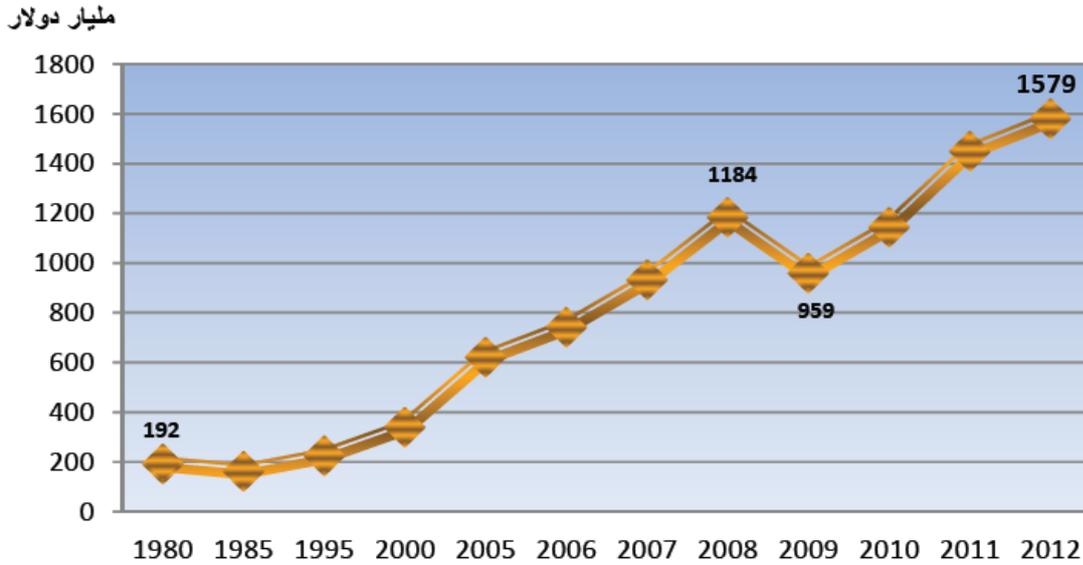
#### - الناتج المحلي الاجمالي:

يتميز الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي بالارتفاع وذلك مقارنة بالإنتاج المحلي في بعض الدول النامية, تشكل دول مجلس التعاون كتلة اقتصادية ضخمة وصل إجمالي دخولها القومية في نهاية عام 2012 إلى حوالي 1,58 ترليون دولار، بعدما انخفض

سنة 2009 متأثراً بالأزمة المالية العالمية ليرتفع سنة 2010 و 2011 نظراً لتعافي المنطقة من اثار الازمة, وهذا ما يظهره الشكل (01-03).

### الشكل (01-03)

#### الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية بدول مجلس التعاون الخليجي



المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي.

و أدت متابعة دول المجلس لتنفيذ برامج الاصلاح الاقتصادي بعد الازمة المالية العالمية الى المحافظة على مسيرة نموها الاقتصادي بالرغم من تذبذب الظروف السياسية التي تعرضت لها معظم الدول العربية المحيطة بها, حيث قدر صندوق النقد الدولي معدل النمو الاقتصادي لدول المجلس كافة بحوالي 6.6% في العام 2012. وذكر تقرير أفاق الاقتصاد الاقليمي للشرق الاوسط و شمال افريقيا الصادر عن صندوق النقد الدولي عدد من الافاق الايجابية التي يمكنها التأثير على الاقتصاد الخليجي على المدى القريب متمثلة في سعر النفط المرتفع, وعودة التوازن في الانتاج النفطي و قوة نمو اجمالي الناتج المحلي غير نفطي لهذه الدول.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي السنوي, الاصدار 21, وزارة الاقتصاد بدولة الامارات العربية المتحدة, 2013, ص19

## - التجارة الخارجية :

تتنوع العلاقات التجارية لدول مجلس التعاون بين مجموعة من الدول، ومجموعات متعددة من السلع، وهذا التنوع يمكن أن يعطى فرصة كبيرة للاقتصاديات الخليجية للاستفادة من خصائص التبادل التجاري مع الدول سواء فيما يخص الواردات أو الصادرات، ونظرا لأن الصادرات الخليجية تتركز أساسا في الصناعات البترولية، فإن إمكانية التنوع تبقى محدودة بالنظر إلى أن تلك التنافسية القائمة في القطاع إلى جانب كون الصادرات النفطية تتركز في القيمة والحجم وليس في عدد الشركاء التجاريين للبلد المصدر.

## جدول (03-01)

## حجم التبادلات التجارية الخليجية حسب العملات

الوحدة: النسبة المئوية

العملة	2006	2007
الين الياباني	16.37	15.05
اليورو	14.31	14.60
الدولار الأمريكي	14.24	14.03
الوان الكوري	7.16	7.45
اليوان الصيني	6.71	7.66
الروبية الهندية	3.83	4.12
الجنيه الإسترليني	2.76	2.75

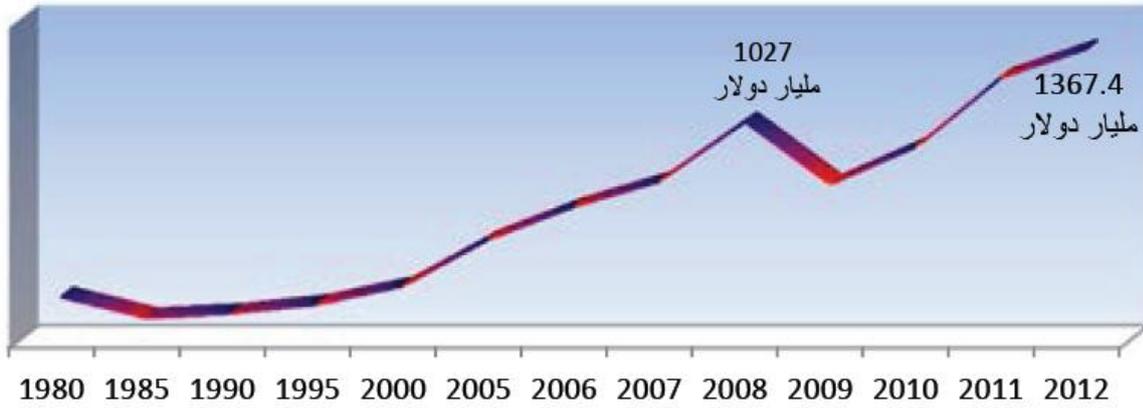
المصدر: فاييو اسكشافيلاني وآخرون: " نظام سعر الصرف في الاتحاد النقدي الخليجي، مؤتمر جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض 2009، ص12. نقلا عن صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات اتجاهات التجارة، مكتب الشؤون الاقتصادية مركز دبي المالي.

يبين الجدول أعلاه أن الولايات المتحدة الأمريكية ليست الشريك التجاري أو الاستثماري الرئيسي لدول مجلس التعاون الخليجي. فالواردات الخليجية من البلدان الآسيوية والأسواق الناشئة قد ازدادت بوتيرة سريعة ، فقد تخطت الهند بريطانيا مثلا لتصبح سادس اكبر شريك تجاري لدول مجلس التعاون، رغم اعتماد دول المجلس للدولار الأمريكي عملة رسمية لإتمام بعض الصفقات مع بلدان مثل الصين وكوريا. ورغم اعتماد الدولار عملة أساسية لتسديد قيمة مشتريات النفط، الا أن ذلك لم يمنع من إصدار فواتير الصادرات خارج المحروقات بغير الدولار.

و الشكل التالي يبين تطور حجم التجارة الخارجية لدول المجلس خلال الفترة (1980-2012) .

### الشكل (02-03)

#### التجارة الخارجية لدول مجلس التعاون الخليجي



المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي.

#### 4-2- الملامح المالية والنقدية:

يمكن ابراز اهم الملامح المالية و النقدية لدول مجلس التعاون الخليجي, على النحو التالي:<sup>1</sup>

##### - الإيرادات العامة:

تعتمد دول مجلس التعاون الخليجي بصفة رئيسية على النفط، حيث أنها تمتلك أكبر احتياطي نفطي في العالم (يُقدر بنحو 486.8 مليار برميل أي ما يعادل 35.7% من إجمالي الاحتياطي العالمي من النفط الخام وما نسبته 70% من إجمالي الاحتياطي العالمي لأوبك، ومن حيث الترتيب تُعد هذه المنطقة من أكبر المُنتجين والمُصدرين للبترو، كما أنها تلعب دوراً قيادياً في العالم بصفة عامة وفي منظمة الدول المصدرة للبترو (أوبك) على وجه الخصوص، و يُشكل احتياطي دول المجلس ما نسبته 52% من إجمالي الاحتياطيات النفطية لأوبك وإنتاجها نسبة 49% من إجمالي إنتاج أوبك من النفط الخام. كما تمثل صادراتها من النفط والغاز نسبة 73% تقريباً من إجمالي عوائد الصادرات. ويُشكل قطاعي

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد، المرجع السابق، ص87-92

النفط والغاز حوالي 63% من الإيرادات الحكومية لتلك الدول وما نسبته 41% من ناتجها المحلي الإجمالي.

و لا تزال دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد الى حد كبير على الإيرادات النفطية مما يجعلها حساسة للتقلبات في الطلب العالمي على الطاقة و أسعارها في السوق العالمية, وقد حققت دول المجلس على مدى الفترة التي تلت الازمة العالمية سنة 2008 أداء أفضل مقارنة بالدول الاخرى و شهدت نموا بلغ حوالي 24,0%<sup>1</sup> على مدى السنوات الخمس الماضية بفعل الإيرادات النفطية القوية , لكن أدى الاستقرار النسبي لأسعار النفط سنة 2013 الى تباطؤ في الاقتصادات الخليجية مقارنة بالسنوات السابقة. وتشكل الصادرات النفطية المصدر الرئيسي للإيرادات الحكومية لدى جميع دول المجلس بنسبة 60%, مكونة 92,4% بالنسبة إلى الكويت، و 89.5% بالنسبة إلى السعودية، و 63.8% بالنسبة إلى دولة الإمارات العربية المتحدة، و 74 بالمئة بالنسبة إلى البحرين، أما قطر تمثل فيها إيرادات الغاز الطبيعي ما نسبته 100%.<sup>2</sup> ( الشكل (03-03))

و يستثنى من ذلك امارة دبي و التي تشكل جزء من دولة الامارات حيث لا يتجاوز إيرادات القطاع النفطي نسبة بسيطة من إيرادات الامارة و التي تحصل على بقية إيراداتها من قطاعات مختلفة كالنقل و السياحة... الخ, و رغم أنها تمتلك احتياطات نفطية قليلة الا انها تعتبر الرائدة في مجال تنويع الاقتصاد.

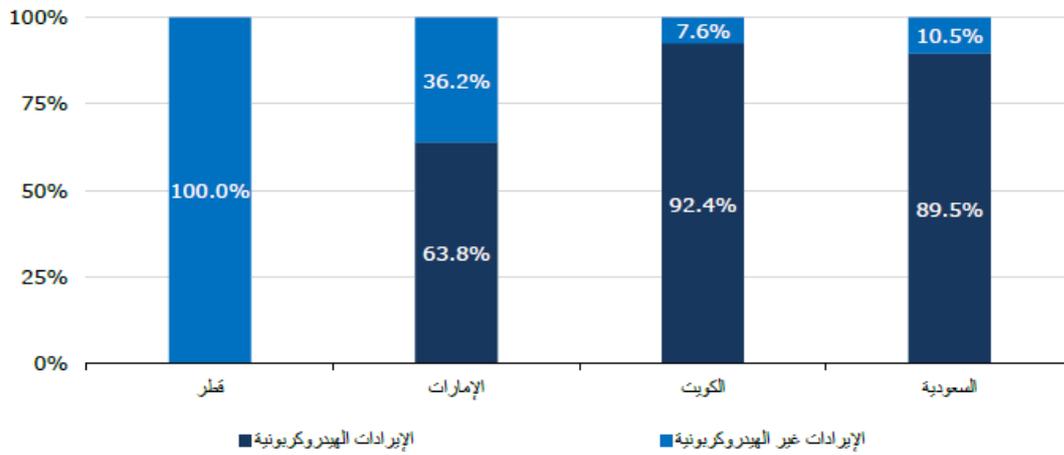
ونظرا إلى ضخامة هذه الإيرادات وضيق الطاقة الاستيعابية لاقتصاداتها، فإن هذه الدول تراكم فوائض مالية ضخمة توجهها عادة نحو الاستثمار في أسواق النقد والمال الغربية، وكذلك في استثمارات حقيقية في الاقتصادات الأوروبية والولايات المتحدة وغيرها من الدول الغربية,

<sup>1</sup> تقرير الرؤية الاقتصادية، الجمعية الدولية للمحاسبين القانونيين، 2013

<sup>2</sup> مجموعة الخبراء المالية، تحليل ميزانيات دول مجلس التعاون الخليجي، السعودية، 2014، ص 3

## الشكل (03-03)

## حصة الإيرادات الهيدروكربونية من الإيرادات الحكومية



المصدر: صندوق النقد الدولي، مؤسسة النقد السعودية، المركز الوطني للإحصاء بالامارات، مصرف قطر المركزي، بنك الكويت المركزي، ملاحظة: الاقام القطرية وفقا للسنة المالية 2013-2014

## - الحساب الخارجي:

شهدت منطقة دول مجلس التعاون الخليجي مستويات مرتفعة من الفائض التجاري وفوائض الحساب الجاري (ميزان المدفوعات)؛ مدعومةً بقوة السوق النفطية العالمية، وبعد حقتين زمنييتين من تذبذب العوائد النفطية، حدثت في المنطقة طفرة إقتصادية بأكثر من عوائد الصادرات النفطية المتوقعة وذلك حتى أواخر عام 2008، حيث ارتفع الحساب الجاري لميزان المدفوعات الخاص بهذه المنطقة مسجلاً أعلى فائض بلغت قيمته 260 مليار دولار أمريكي ( أي نسبة 24.1% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2008 مقارنةً بعام 2007 حيث كان 190.3 مليار دولار أمريكي ( أي نسبة 22.8% من الناتج المحلي الإجمالي)؛ كما سجل نسبة زيادة سنوية بلغت 36.6% وذلك على خلفية ارتفاع عوائد الصادرات النفطية وغير النفطية. وانخفض فائض الحساب الجاري إلى 57 مليار دولار أمريكي (أي نسبة 6.6% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2009؛ بسبب الأزمة المالية و الإقتصادية العالمية وتراجع سوق النفط العالمي. و بلغ فائض الحساب الجاري لهذه الدول أعلى مستوياته في العام 2012 والتي بلغت 389 مليار دولار أمريكي، و الذي انخفض إلى 334 مليار دولار أمريكي في العام 2013. إلا أن هذا الانخفاض لن يؤثر

بشكل كبير على الأصول الأجنبية. التي ارتفعت إلى 2.5 تريليون دولار أمريكي في نهاية العام.2013.

#### - سعر الصرف :

سيظل محور السياسة النقدية للمنطقة هو المحافظة على نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار الأمريكي وذلك بإستثناء دولة الكويت حيث أن الدينار الكويتي فك إرتباطه بالدولار الأمريكي في 20 مايو 2007. وقد حافظت سياسة البنوك المركزية لدول مجلس التعاون الخليجي في الحدّ من الإقتراض الخارجي وفي الإبقاء على المطلوبات منخفضة، وبالتالي أسهمت هذه السياسة بشكل كبير في الإستقرار الطويل الأمد لعملات دول مجلس التعاون الخليجي مقابل الدولار الأمريكي، وسوف تساعد السوق النفطية المرتفعة إلى حد كبير في نمو إحتياطيات المنطقة من العملات الأجنبية وتضمن عدم وجود ضغوط على ربط العملات. وعلاوة على ذلك لن يتم إعادة تقييم عملاتها من جانب واحد فهي لا تزال تخطط لعملة موحدة لدول المنطقة. حيث أن إجمالي الإحتياطيات ناقصاً الذهب لهذه المنطقة بلغ 107.24 مليار دولار أمريكي بنهاية عام 2008 مقارنةً بنهاية عام 2007 حيث كان 100.76 مليار دولار أمريكي. وإنخفضت هذه الإحتياطيات طفيفاً لتصل إلى 101.5 مليار دولار أمريكي في عام 2009، لتعاود الارتفاع لتبلغ مستويات قياسية حيث بلغت 2,2 تريليون دولار سنة 2012 و 2,5 تريليون دولار سنة 2013.<sup>1</sup>

#### - التضخم :

أثبتت المنطقة قدرتها الفائقة في إبقاء معدلات التضخم منخفضة جداً خلال فترة زمنية طويلة وخصوصاً حتى عام 2004. ويُعزى ذلك إلى السياسات المالية و النقدية الحكيمة ووفرة السلع والخدمات في المنطقة. حيث ظل معدل التضخم متوازناً (0.2% إلى 2.1%) خلال عام 2001 إلى 2004. ولكن شهدت المنطقة معدل تضخم مرتفعاً بلغت نسبته 10.7% في عام 2008 مقارنةً بعام 2007 حيث كانت نسبته 6.7%. كما أن إرتفاع الضغوط التضخمية النسبي يُعزى بصفة عامة إلى التضخم المستورد وإنخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية، كما يُعزى إلى كل من انخفاض أسعار الفائدة، ووفرة السيولة، وزيادة

<sup>1</sup> تقرير معهد التمويل الدولي، واشنطن، 2013

الإنفاق، ونقص المساكن، واختلال العرض والطلب على السلع والخدمات وخصوصاً الأغذية والمشروبات ومواد البناء وغيرها، وانخفض التضخم لمؤشر أسعار المستهلك بنسبة 3.3% في عام 2009. وذلك بسبب السياسات الحكيمة لحكومات المنطقة والتي تم إتخاذها على ضوء انخفاض الطلب العالمي على الطاقة وحدثت الأزمة المالية العالمية، وشهدت الفترة 2011-2012 تراجع لمعدلات التضخم بدول مجلس التعاون و ذلك كما يشير الجدول (02-03).

### الجدول (02-03)

#### معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي لعامي (2011-2012)

معدل التضخم (%)		الدولة
2012	2011	
2.8	- 0,4	البحرين
3,0	4.7	الكويت
3,0	4.1	سلطنة عمان
1.9	1.9	قطر
2,9	3.7	السعودية
0.7	0,9	الامارات

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي, أحدث التطورات الاقتصادية, العدد 49, التقرير السنوي, الرياض, 2013, ص18

المبحث الثاني :مراحل التكامل الاقتصادي الخليجي

لقد مرت التجربة التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي بثلاث مراحل , و التي يمكن عرضها على النحو التالي:

**1-منطقة تجارة حرة:**

يعتبر تحفيز التبادل التجاري احد أهم مبررات أي تجمع اقتصادي, كما تعتبر زيادة التبادل التجاري هدفا رئيسيا لإقامة أي اتحاد جمركي حيث انه وفق النظرية الاقتصادية فان هذا الاخير يؤدي الى زيادة التبادل التجاري بين أعضائه عن طريق ازالة معوقات التجارة أو التقليل منها, و بدوره فان زيادة التبادل التجاري هو الية التأثير الرئيسية التي يتم من خلالها تحقيق الاهداف الاخرى من اقامة الاتحاد الجمركي, مثل زيادة التخصص و تخفيض الاسعار و زيادة الكفاءة الانتاجية و زيادة رقعة السوق.

و لهذه الاسباب شرعت دول مجلس التعاون الخليجي منذ بداية انشائه سنة 1981 باتخاذ الترتيبات القانونية و العملية اللازمة لإنشاء منطقة للتجارة الحرة لدول المجلس عن طريق ابرام الاتفاقية الاقتصادية الموحدة التي تم التوقيع عليها في نوفمبر سنة 1981. و التي تضمن الاحكام الرئيسية لمنطقة التجارة الحرة لدول المجلس.

و تميزت منطقة التجارة الحرة بشكل رئيسي بإعفاء منتجات الدول الاعضاء الصناعية و الزراعية و منتجات الثروات الطبيعية من الرسوم الجمركية شريطة اصطحابها بشهادة المنشأ من الجهة الحكومية المختصة في الدول المصدرة للبضاعة , اضافة الى ما يلي:<sup>1</sup>

السماح باستيراد و تصدير المنتجات الوطنية من و الى دول المجلس بدون الحاجة الى وكيل أو اتخاذ أي إجراءات سوى شهادة المنشأ.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي, المسيرة و الانجاز, ط2, الامانة العامة, الرياض, 2007, ص 57

في حالة استيفاء رسوم جمركية أو تأمين على أي البضاعة ذات منشأ وطني بسبب الشك في صحة منشأها، يعاد هذا التأمين أو الرسوم الجمركية لصاحب البضاعة بعد التأكد من وطنيتها.

العمل بنظام التخليص الفوري لإنهاء الاجراءات الجمركية للبضائع التي يصطحبها المسافرون بالمراكز الحدودية لدول المجلس.

وقد دخلت منطقة التجارة الحرة حيز التنفيذ في مارس 1981 و استمرت حتى نهاية 2002 حين حل محلها الاتحاد الجمركي سنة 2003, و خلال فترة منطقة التجارة الحرة (1983-2002) ارتفع حجم التبادل التجاري بين دول المجلس من أقل 6 مليار دولار سنة 1983 الى حوالي 20 مليار دولار سنة 2002 , و الجدول التالي يبين ذلك.

### الجدول (03-03)

اجمالي التجارة البينية بين دول المجلس (صادرات-واردات) خلال الفترة (1983-

الوحدة: مليون دولار

(2002)

السنة	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
القيمة	6187.4	5925.8	6470.1	5245.2	6041.8	5495.6	6626.4	7538.3
السنة	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
القيمة	8664.2	9035.9	10102.3	9380.1	10712.2	12262.9	13269.1	12215.5
السنة	1999	2000	2001	2002	2003			
القيمة	13513.9	13477.	12746.3	15137.	19885.3			
		6		1				

المصدر: الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي

### 2-الاتحاد الجمركي:

شكل قيام الاتحاد الجمركي في 1 يناير 2003 نقلة نوعية في العمل الاقتصادي المشترك نظرا لكون الاتحاد الجمركي يقوم بشكل اساسي على توحيد التعريفات الجمركية و ازالة معوقات التبادل التجاري وتوحيد اجراءات الاستيراد و التصدير ومعاملة المنطقة الجغرافية للدول الاعضاء كمنطقة جمركية واحدة, وقد نصت الاتفاقية الاقتصادية بين دول المجلس

التي تم التوقيع عليها في (مسقط، 2001) على المبادئ الأساسية للاتحاد الجمركي كما يلي:<sup>1</sup>

- تعرفه جمركية موحدة تجاه العالم الخارجي .
- نظام "قانون" جمركي موحد .
- اعتماد لوائح وأنظمة متماثلة لدول المجلس في المجالات ذات الصلة .
- توحيد النظم والإجراءات الجمركية والمالية والإدارية الداخلية المتعلقة بالاستيراد والتصدير وإعادة التصدير في دول المجلس .
- نقطة دخول واحدة يتم عندها تحصيل الرسوم الجمركية الموحدة.
- انتقال السلع بين دول المجلس دون قيود جمركية أو غير جمركية ، مع الأخذ في الاعتبار تطبيق أنظمة الحجر البيطري والزراعي ، والسلع الممنوعة والمقيدة .
- معاملة السلع المنتجة في أي من دول المجلس معاملة المنتجات الوطنية .

## 2-1- أسس الاتحاد الجمركي:

لقد تم الاتفاق على العديد من الأسس التي يقوم عليها الاتحاد الجمركي وهي كما يلي:

أ- نقطة الدخول الواحدة لدول المجلس :

تعتبر نقطة الدخول الواحدة من أهم الأسس لتكوين الاتحاد الجمركي لأي تجمع اقتصادي ، ومن أهم متطلبات العمل بنقطة الدخول الواحدة لدول المجلس ما يلي:<sup>2</sup>

- يعتبر أي منفذ جمركي بري أو بحري أو جوي لدول المجلس له ارتباط بالعالم الخارجي نقطة دخول للبضائع الأجنبية لأي دولة عضو .
- يقوم أول منفذ جمركي لدول المجلس تجاه العالم الخارجي بإجراء المعاينة والتفتيش على البضائع الواردة لأي من الدول الأعضاء ، والتأكد من مطابقتها للمستندات المطلوبة وخلوها من الممنوعات ، واستيفاء الرسوم الجمركية المستحقة عليها .
- توحيد القيود المفروضة على البضائع المسموح بدخولها بعد توفر شروط معينة في كافة دول المجلس.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي، اجراءات و خطوات تطبيق الاتحاد الجمركي لدول مجلس التعاون الخليجي، الامانة العامة، الرياض، 2003، ص4

<sup>2</sup> مجلس التعاون الخليجي، المسيرة و الانجاز، ط2، نفس المرجع السابق، ص63

- وضع ضوابط موحدة لاستيراد وتقل المستوردات الحكومية والإعفاءات الخاصة التي تتمتع بالإعفاء من الرسوم الجمركية .
- البضائع الممنوع استيرادها في بعض الدول الأعضاء ومسموح استيرادها في الدول الأخرى ، يكون استيرادها مباشرة للدولة المستوردة لها أو عن طريق دولة عضو تسمح بدخولها بشرط عدم عبورها لأراضي الدول الأعضاء التي تمنع استيرادها .
- البضائع الأجنبية التي تستورد داخل دول المجلس من المناطق الحرة ، تستوفى عليها الرسوم الجمركية عند خروجها من هذه المناطق وتعامل في تنقلها لدول المجلس الأخرى معاملة البضائع الأخرى.

### ب- توحيد التعرفة الجمركية للاتحاد الجمركي لدول المجلس تجاه العالم الخارجي:

- 1- تحدد التعرفة الجمركية الموحدة للاتحاد الجمركي لدول المجلس بواقع خمسة في المائة (5%) على جميع السلع الأجنبية المستوردة من خارج الاتحاد الجمركي ، ويعمل بها اعتباراً من الأول من يناير 2003م.
- 2- تعفى من الضرائب "الرسوم" الجمركية 417 سلعة (بند فرعي) وفق البيان المرفق (مرفق رقم 1) ، بالإضافة إلى الإعفاءات الواردة في نظام (قانون) الجمارك الموحد لدول المجلس.
- 3- يتم العمل بالضرائب "الرسوم" الجمركية (المثوية والنوعية) على التبغ ومشتقاته في الدول الأعضاء في الاتحاد الجمركي بواقع 100% (محتويات الفصل 24 من الجدول الموحد لتصنيف وتبويب السلع لدول مجلس التعاون وفق النظام المنسق). ويؤخذ بالحد الأعلى للرسوم النوعية أو الوزن في التعرفة الجمركية الموحدة لدول المجلس ، وتعتبر الإيرادات الجمركية التي تحصل على التبغ ومشتقاته كإيرادات أي سلعة أخرى تحصل رسومها الجمركية ضمن الإيرادات الجمركية المشتركة للدول الأعضاء في الاتحاد الجمركي.

### ت- المرحلة الانتقالية:

بهدف عدم تجاوز الإطار الزمني لإقامة الاتحاد الجمركي وتنمية للتسهيلات، فقد تم الاتفاق على تحديد مرحلة انتقالية بثلاث سنوات لتطبيق الإجراءات التي تحتاج لفترة زمنية أطول،

ويتم الاستغناء عن تلك الإجراءات بعد انتهاء الفترة الانتقالية سنة 2006 ومن بين تلك الإجراءات ما يلي:

- تطبيق إجراءات جمركية محددة على السلع الأجنبية عند انتقالها بين الدول الأعضاء، وعند توزيع الإيرادات الجمركية تحصل الدولة التي شكلت المقصد النهائي للسلعة على الإيرادات المستحقة على تلك السلع من الدول المنفذ.
- تم تحديد آلية لانتقال السلع بين الدول الأعضاء، سواء السلع الوطنية أو الأجنبية المنشأ
- المراكز البينية لعبور السلع غير مختصة بتطبيق القيود الجمركية أو غير الجمركية، باستثناء تطبيق أنظمة الحجز البيطري والزراعي والسلع الممنوعة والمقيدة
- يتم تبني مبدأ الاعتراف المتبادل بين الدول فيما يتعلق بالمقاييس والمواصفات القائمة حالياً إلى حين استكمال توحيد المقاييس الموحدة، وذلك لغرض تسهيل حركة السلع.
- يمكن للدول الأعضاء تطبيق رسوم حماية إضافية على بعض المنتجات المستوردة وفقاً لمبدأ المعاملة بالمثل مع بعض الدول غير الأعضاء فيما يتعلق بالرسوم على المنتجات، على أن يتم في نهاية سنة 2003 تحديد السلع التي يتم استيفاء نسبة 05% عليها في منفذ العبور الأول وتستوفي الدول المعنية باقي قيمة الرسم مباشرة.

#### د. إجراءات تطبيق الاتحاد الجمركي:

تم في بداية 2002 تطبيق القانون الموحد للجمارك في جميع دول المجلس، ومع بداية 2003 تم تطبيق الاتحاد الجمركي، وتحديد قيمة 05% كرسوم جمركي موحد على جميع السلع الأجنبية المستوردة، إلى جانب تحديد السلع المعفاة والسلع المعفاة التي نص عليها قانون الجمارك الموحد، إلى جانب تحديد الإجراءات المطلوبة في منافذ العبور، كما تم إلغاء النقل بالعبور للبضائع الأجنبية فيما دول المجلس على اعتبار أنها منطقة جمركية واحدة.

#### هـ. مكافحة الإغراق:

نظراً للأهمية الدور الذي تقوم به الصناعات الخليجية في اقتصاديات دول المجلس و امام فتح الاسواق العالمية للصناعات الخليجية ,ارتأت دول المجلس لاسيما بعد اكتمال انضمامها لمنظمة التجارة العالمية أهمية اتخاذ التدابير اللازمة التي من شأنها أن تحمي الصناعات الخليجية من الممارسات الضارة في التجارة الدولية و التي تنحصر في الإغراق والدعم والزيادة غير المبررة في الواردات .

و في هذا الاطار اتخذ المجلس الاعلى في دورته (24) بالكويت سنة 2003 اعتماد القانون الموحد لمكافحة الإغراق إلى جانب تحديد التدابير التعويضية والوقائية لدول مجلس التعاون كقانون الزامي اعتبارا يناير 2004, ليمثل الخطوة الاولى نحو تأسيس مكتب الامانة الفنية لمكافحة الاغراق لدول مجلس التعاون.<sup>1</sup>

## 2-2- واقع التجارة البينية في ظل الاتحاد الجمركي:

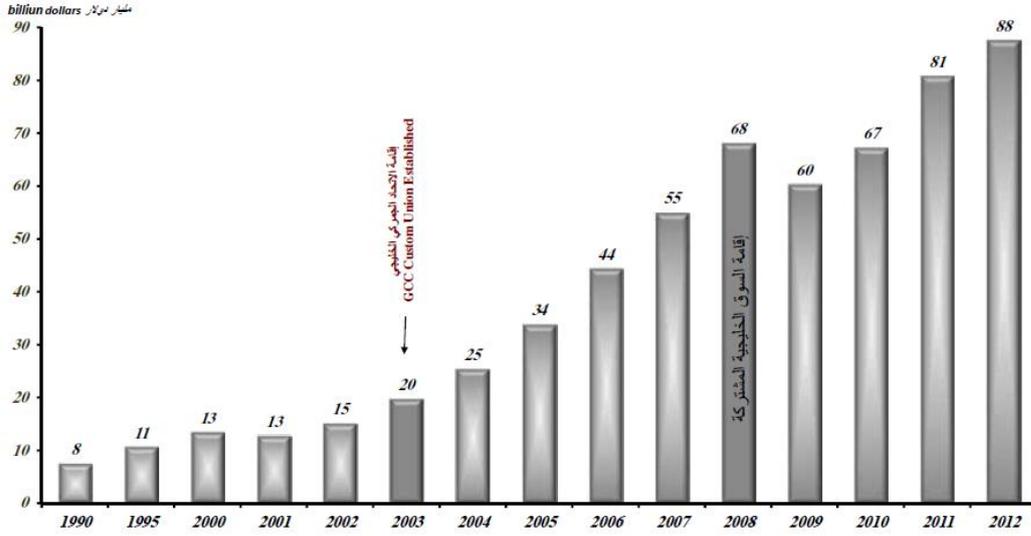
نتيجة للسياسات و الإجراءات التي اتخذتها الدول الأعضاء مجتمعة لتسهيل انسياب السلع بينها، قفز حجم التجارة البينية لدول مجلس التعاون من حوالي 6 مليارات دولار في العام 1984م إلى حوالي 88 مليار دولار في العام 2012م، و يمثل إجمالي قيمة التجارة البينية في العام 2012م زيادة نسبتها حوالي 9% عن العام 2011م، كما يلاحظ التأثير المباشر لقرار إقامة الاتحاد الجمركي الخليجي في عام 2003م على نمو التجارة البينية، حيث شهد التبادل التجاري بين دول المجلس زيادة ملحوظة في السنة الأولى لقيام الاتحاد بلغت ما نسبته 31%. و خلال الأعوام من 2003م-2008م سجلت التجارة البينية معدل نمو سنوي بلغ حوالي 28%، كما يلاحظ أن حجم التجارة البينية قد ارتفع من 15 مليار دولار في العام 2002م، و هو العام السابق لإقامة الاتحاد الجمركي، إلى حوالي 88 مليار دولار في العام 2012م، أي بزيادة بلغت ما نسبته 487%.

و الشكل التالي يبين حجم التجارة البينية بدول مجلس التعاون الخليجي

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي,, الاتحاد الجمركي, الامانة العامة,الرياض,2003,ص75

## الشكل (03-04)

## اجمالي التجارة البينية لدول المجلس (صادرات - واردات)



المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي

## 3- السوق المشتركة:

انطلاقاً من الاهداف و الغايات التي نص عليها النظام الاساسي لمجلس التعاون الخليجي لتقوية اواصر التعاون بين الدول الاعضاء و تحقيق التنسيق و التكامل و الترابط بينها في جميع الميادين وصولاً الى وحدتها.

و استكمالاً للخطوات و الجهود التي قطعتها مسيرة العمل الاقتصادي المشترك, صدر اعلان الدوحة بشأن قيام السوق الخليجية المشتركة في 04 ديسمبر 2007 في ختام الدورة (28) للمجلس الاعلى و الذي قرر انطلاق السوق الخليجية المشتركة اعتباراً من الاول من يناير 2008 .

وتعتمد السوق الخليجية المشتركة على المبدأ الذي نصت عليه المادة الثالثة من الاتفاقية الاقتصادية بأن يعامل مواطنو دول المجلس الطبيعيون و الاعتباريون في أي دولة من الدول الاعضاء نفس معاملة مواطنيها دون تفریق أو تمييز في كافة المجالات الاقتصادية.

تهدف السوق الخليجية المشتركة الى ايجاد سوق واحدة يتم من خلالها استفادة مواطني دول المجلس من الفرص المتاحة في الاقتصاد الخليجي, وفتح مجال أوسع للاستثمار البيئي و الاجنبي, حيث ان السوق الخليجية تستفيد من وفورات الحجم بناتج محلي قارب 1,6 ترليون

دولار, وتجارة خارجية اقتربت من 1,4 ترليون دولار سنة 2012 و هو ما يمنحها وزنا عالميا و قدرة على منافسة الاسواق المالية العالمية في جذب المستثمرين من مواطني دول المجلس و غيرهم, اضافة الى ذلك فأن السوق الخليجية المشتركة بتوفيرها مجالا ارحب لتصريف المنتجات تدعم الصناعات و المنتجات الخليجية و تعزز التجارة البينية.<sup>1</sup>

### 3-1- المواطنة الاقتصادية:

مثل تحقيق المواطنة الاقتصادية الخليجية أحد المحاور المهمة ضمن أهداف العمل الخليجي المشترك, حيث نصت الاتفاقية الاقتصادية الموحدة للعام 1981 على المساواة في المعاملة بين مواطني دول المجلس في اربعة مجالات فقط و هي:

- الانتقال و العمل و الإقامة.
- التملك و الارث و الايحاء.
- حرية ممارسة النشاط الاقتصادي.
- حرية انتقال رؤوس الاموال.

ورغم محدوديتها فان هذه المجالات الاربعة مثلت نقطة الانطلاق للوصول الى مفهوم شامل لمبدأ المساواة في المعاملة لمواطني دول المجلس, و هو ما عكسته نصوص الاتفاقية الاقتصادية للعام 2001 و التي أشارت الى عشرة مجالات اقتصادية عامة , اوردتها على سبيل المثال لا الحصر يتعين فيها تحقيق المساواة في المعاملة بين مواطني دول المجلس .

و تشمل هذه المجالات العشرة ما يلي:<sup>2</sup>

- التنقل و الإقامة.
- ممارسة المهن و الحرف.
- التأمين الاجتماعي والتقاعد.
- العمل في القطاعات الحكومية و الخاصة.
- تنقل رؤوس الأموال.
- تساوي المعاملة الضريبية.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي, السوق الخليجية المشتركة, المرجع السابق,ص7

<sup>2</sup> عبد المنعم السيد, المرجع السابق,ص144-145

- تملك العقار .
- تداول وشراء الأسهم وتأسيس الشركات.
- الاستفادة من الخدمات التعليمية والصحية والاجتماعية.
- حرية مزاوله جميع الأنشطة الاقتصادية والاستثمارية والخدمية .

### 3-2- الية تحقيق السوق المشتركة:

أقر المجلس الاعلى في دورته (24) في (ديسمبر 2003) الية متابعة سير العمل في السوق المشتركة على النحو التالي:<sup>1</sup>

- تقوم اللجان الوزارية باقتراح الآليات اللازمة لاستكمال تطبيق السوق الخليجية المشتركة وفق البرنامج الزمني المحدد.
- تكلف لجنة التعاون الاقتصادي والمالي بمتابعة تطبيق السوق الخليجية المشتركة وتقييم الانجازات وتقديم الاقتراحات والحلول الممكنة.
- الى جاب ذلك فان تحقيق المواطنة الاقتصادية يتوقف على عدة عوامل و منها:
- استكمال اصدار التشريعات الوطنية في كل دولة من دول المجلس لتنفيذ قرارات المجلس الاعلى .
- نشر الوعي بين المواطنين بالامتيازات التي توفرها لهم المواطنة الخليجية المشتركة.
- استكمال انشاء آلية تسوية الخلافات المنصوص عليها في الاتفاقية الاقتصادية بما سيوفر للمواطنين و رجال الاعمال مرجعية ميسرة للفصل في الاختلافات في تفسير مقومات المواطنة الاقتصادية.

### 3-3- واقع السوق الخليجية المشتركة:

تظهر الاحصائيات استفادة شرائح عريضة و متنوعة من موطني دول المجلس من قرارات المواطنة الخليجية التي اتخذها مجلس التعاون خلال السنوات السابقة لإعلان السوق الخليجية المشتركة و في اطار السوق منذ سنة 2008 , وبعد ان أدركت دول مجلس التعاون ان المتطلبات الاساسية للسوق المشتركة قد استوفيت, وان مسيرة العمل المشترك مهياً للدخول في اطار مؤسسي متقدم أكثر استجابة لمقتضيات مرحلة جديدة و متطورة من التكامل , حيث المساواة في المعاملة بين موطني دول المجلس في جميع المجالات

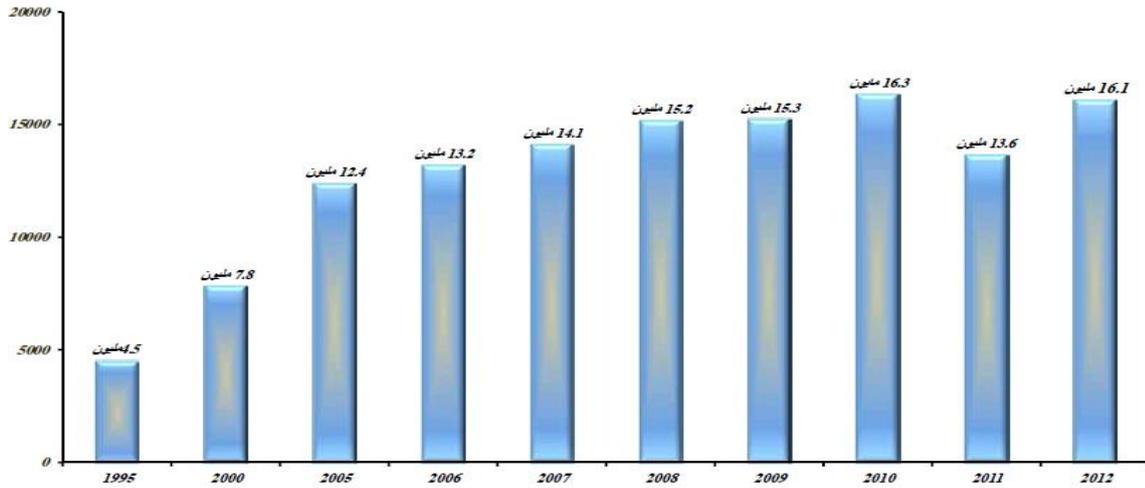
<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي,, الاتحاد الجمركي, المرجع السابق,ص82

الاقتصادية و هو المبدأ الاساسي الذي تقوم عليه السوق الخليجية المشتركة, و تظهر الاحصائيات على التزايد المتصاعد في اعداد المستفيدين من قرارات السوق الخليجية المشتركة, و يمكن استعراض تلك التطورات على النحو التالي:<sup>1</sup>

- **تنقل و اقامة المواطنين:** فعلى هذا الصعيد هناك زيادة مضطردة في اعداد المواطنين المتنقلين بين دول المجلس و الذي بلغ عددهم حوالي 16 مليون مواطن سنة 2012 بعدما كان 14 مليون مواطن سنة 2011, وتيسر قرارات العمل المشترك لمواطني الدول الاعضاء امكانية التنقل بسهولة و الإقامة في الدول الاعضاء الاخرى, حيث تتوفر لهم بموجب قرارات اتخذها المجلس الاعلى الخدمات الاساسية من تعليم و رعاية صحية و رعاية اجتماعية و مساواة في مجال العمل في القطاعين الحكومي و الاهلي و ما يلحق بذلك من مد الحماية التأمينية عن طريق التقاعد المدني و التأمينات لاجتماعية.

### الشكل (03-05)

#### عدد مواطني دول المجلس الذين دخلوا الى الدول الاعضاء الاخرى



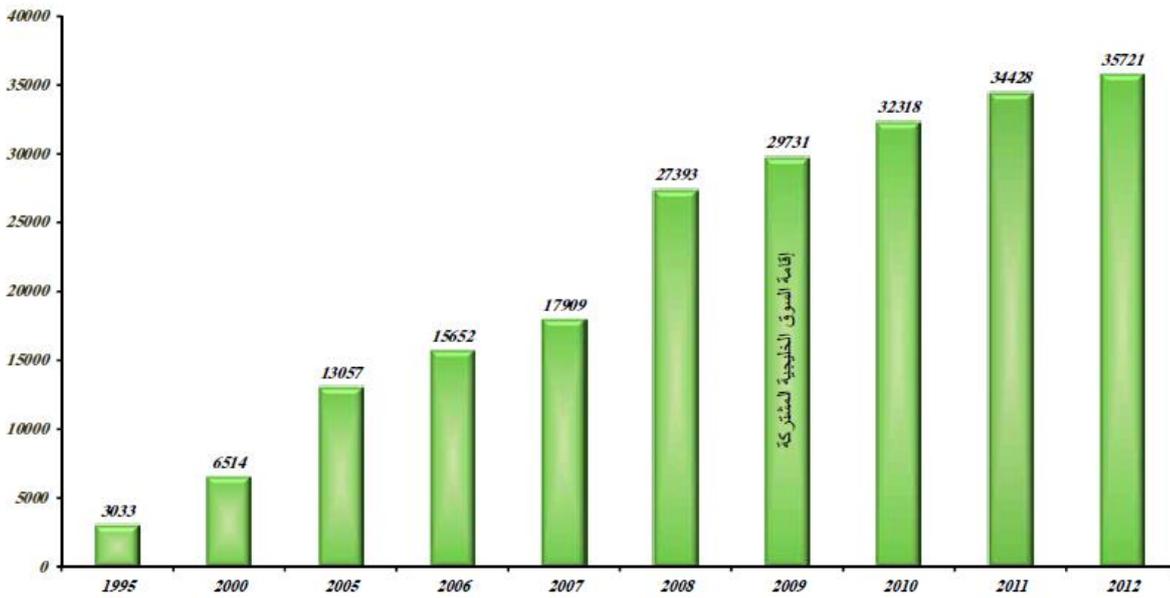
المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي. السوق الخليجية المشتركة – حقائق و ارقام-, المرجع السابق, ص9-10

- حرية مزاولة الانشطة الاقتصادية و المهن الحرة: تظهر الاحصائيات الزيادة المتصاعدة في اعداد مواطنين دول المجلس الذين يمارسون الانشطة الاقتصادية و المهن الحرة في الدول الاعضاء الاخرى , حيث بلغ العدد التراكمي للتراخيص الممنوحة لمواطني دول المجلس بهذا الخصوص 36 الف رخصة سنة 2012.

### الشكل (03-06)

عدد التراخيص الممنوحة لمواطني دول المجلس لمزاولة الانشطة الاقتصادية في دول الاعضاء الاخرى

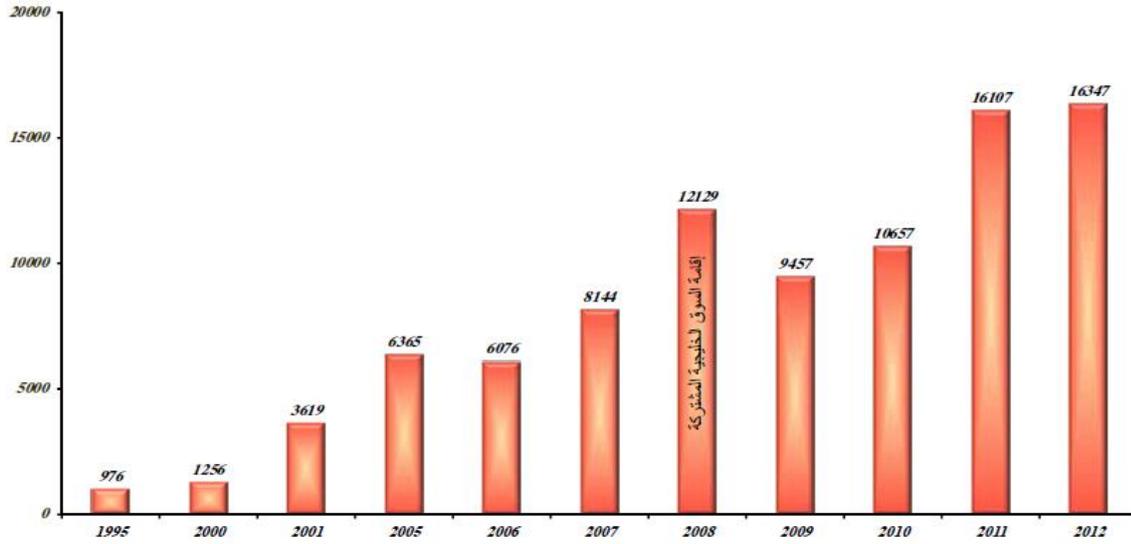


المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي

- **تملك العقار:** وفيما يتعلق بتملك العقار تشير الاحصائيات الى زيادة اعداد المستفيدين من القرارات الخاصة بتملك العقار حيث سجلت ما يقارب 16347 حالة تملك سنة 2012.

### الشكل (03-07)

عدد مواطني دول المجلس الممتلكين للعقار في الدول الاعضاء الاخرى

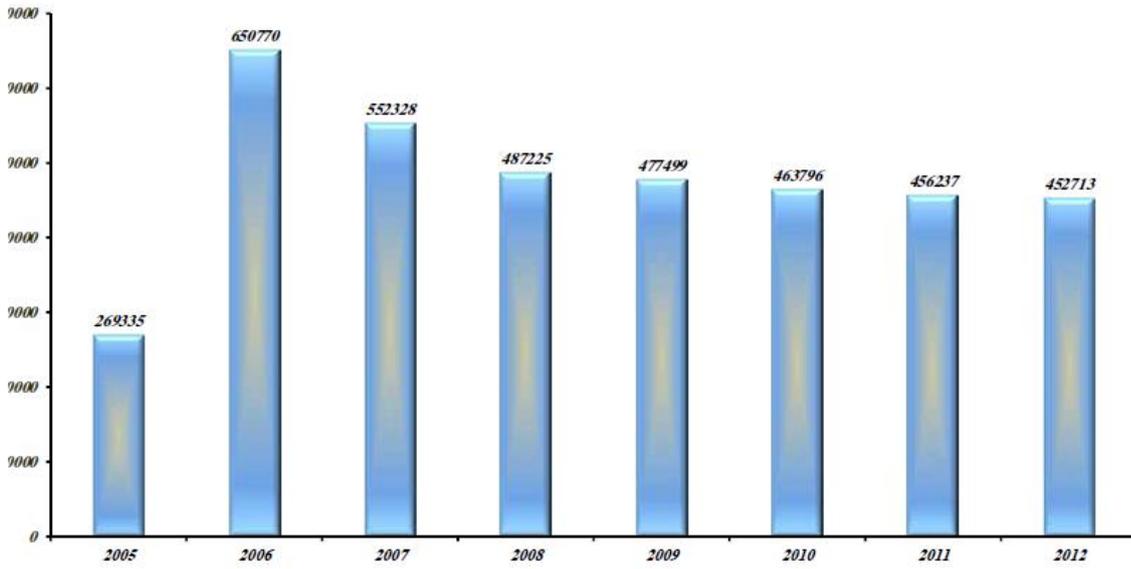


المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي

- تداول و شراء الاسهم: ان المؤشرات تظهر تفاعل كبير مع القرار الخاص بذلك حيث تداول 453 ألف مساهم من موطني دول المجلس أسهم 644 شركة مساهمة في الدول الاعضاء خلال العام 2012.

### الشكل (03-08)

عدد المساهمين من موطني دول المجلس في الشركات المسموح تداول أسهمها  
لمواطني دول المجلس بالدول الاعضاء الاخرى



المصدر: ادارة الاحصاء , قطاع المعلومات , الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي

**4-التحديات التي تواجه مسيرة التكامل الاقتصادي الخليجي:**

هنالك العديد من التحديات التي تواجه العمل الاقتصادي الخليجي المشترك, والتي يمكن تقسيمها الى داخلية و اخرى خارجية, كما يلي:

**4-1- التحديات الداخلية:**

هناك عدت تحديات تتعرض لها دول مجلس التعاون الخليجي على الصعيد الداخلي, و التي يمكن ايجازها على النحو التالي:

**- الاعتماد المفرط على قطاع النفط :**

ليس هناك خلاف على النمو الذي تحقق في أقطار المجلس وبرامج الرفاهية الاجتماعية التي تم تبنيها، بالإضافة إلى مختلف جوانب الحياة الاقتصادية والإدارية، ارتبط كل ذلك وبشكل مباشر بالإيرادات الناجمة عن إنتاج وتصدير النفط، وعندما ترتبط معظم النشاطات لهذا الدخل، فإن أي تقليص للنشاط النفطي لا بد أن ينعكس بشكل مباشر على مختلف جوانب الحياة الاقتصادية والاجتماعية، وإمكانات النمو وفرص التقدم في البلدان الأعضاء.

وفي ظل اعتماد دول المجلس على النفط، فإنها ستواجه مخاطر كبيرة منها :

- تطور الطاقة البديلة أو إمكانية نضوبه في المستقبل، فحصة النفط في ميزان الطاقة العالمي انخفضت من 48 في السبعينات إلى 40 في الوقت الحاضر، حيث يتوقع أن تستمر هذه النسبة في التراجع مستقبلاً.

- يشير صندوق النقد الدولي إلى عدم اعتبار النفط الخام والنفط المكرر في إطار اتفاقية القات، مع أنه يعترف بأن أحد أوجه القصور الهامة في الاتفاقية هو عدم شموليتها لهذه المواد، وبهذا الإجراء فقد تم احتواء أي منافع مالية ربما تجنيها الأقطار الخليجية النفطية منه تحت مظلة التجارة الحرة.

ويمكن أن نشير أن الدول الصناعية المستهلكة للنفط تفرض ضرائب على الصادرات النفطية الخليجية مثل ضريبة الكربون لدافعين اثنين : دافع ضمني وهو الحصول على المردود المالي، ودافع ظاهري وهو حماية البيئة.

## - التبعية الاقتصادية :

من بين اهم التحديات التي تواجه دول مجلس التعاون الخليجي هو انكشاف\* اقتصادها على الخارج, حيث من أكثر اقتصاديات العالم انفتاحاً على العالم الخارجي لما يلي :

- 1- هذه الدول تنتج النفط الخام الذي يمثل المكون الرئيسي لصادراتها وإيراداتها والنتاج المحلي الإجمالي لها . وتصدر غالبية إلى بقية دول العالم وبخاصة الصناعي.
- 2- تحصل هذه الدول مقابل عائدات النفط على حاجتها من السلع الرأسمالية والوسيلة والاستهلاكية .
- 3- نظراً لقلّة السكان في هذه الدول ، فإنها تعتمد كذلك على العالم الخارجي في الحصول على جميع المهارات البشرية اللازمة لتنفيذ مشروعاتها التنموية.
- 4- إزداد اعتماد هذه الدول على العالم الخارجي منذ بداية السبعينات، نظراً لارتفاع أسعار النفط وتزايد إيراداته ، مما ساعدها على البدء في تنفيذ كثير من المشروعات التنموية ، وفي مقدمتها مشروعات البنية الأساسية ، التي تم استيراد الغالبية العظمى من مكوناتها من بقية دول العالم .

وهذا ما يجعل توجه هذه الاقطار باتجاه البلدان الرأسمالية المتقدمة بشكل اساسي, حيث بلغ حجم التجارة الخارجية لدول مجلس التعاون الخليجي 1,4 ترليون دولار سنة 2012<sup>1</sup>, وتشير هذه البيانات اذا ما قورنت بالنتاج المحلي الاجمالي الى الاعتماد الكبير لدول مجلس التعاون على العالم الخارجي في تنمية اقتصاداتها و تلبية و اشباع احتياجات سكانها, الامر الذي يجعل منها عرضة للتأثر بالتقلبات التي تطرأ على العالم الخارجي , وبالذات اقتصاديات الدول الصناعية.

## - اختلال في التركيبة السكانية:

لعل من ابرز التحديات التي تواجه دول المجلس يتمثل في خلل في التركيبة السكانية اذ يشكل الوافدون ثلث سكان المجلس, حيث استدعت برامج التنمية الاعتماد بشكل رئيسي على العمالة الأجنبية حيث بلغت ما نسبته 54% في دولة الإمارات العربية المتحدة، و 76% في

\* يقاس الانكشاف الخارجي للدولة بمعدل الصادرات و الواردات من السلع و الخدمات بالنسبة للنتاج المحلي الاجمالي .  
1 مجلس التعاون الخليجي, السوق الخليجية المشتركة, المرجع السابق, ص7

كل من دولة قطر، 68% ودولة الكويت، و 47% في المملكة العربية السعودية، و 29% في سلطنة عمان ، وذلك من مجموع الأيدي العاملة لسنة 2012 ، وقد أدى هذا الاعتماد الكبير على العمالة الأجنبية، و المخاطر التي تتولد عنها إلى الاهتمام بتنمية برامج التعليم والتدريب الفني، وترشيد الاستقدام إلا أن حل تلك المشكلة يدخل ضمن حسابات الأجل الطويل على فرض استمرار الحماس وتوفير الديناميكية الإدارية القادرة على استيعاب مخرجات برامج التدريب وتطويرها .

### - توفير فرص العمل:

يتمثل أحد التحديات الرئيسية أمام المنطقة في توفير فرص عمل في القطاع الخاص للسكان الشباب الذين تتزايد اعدادهم بسرعة، و يجري تنفيذ سياسات لتحقيق هذا الهدف و لكن يتعين بذل مزيد من الجهود للحد من حوافز التوظيف في القطاع العام، ورفع مستوى جودة التعليم و زيادة القدرة التنافسية للمواطنين في سوق العمل الخاص ، وتتضمن أولويات الإصلاح الأخرى ما يلي: تقوية أطر المالية العامة كي تصبح ركيزة لرفع كفاءة الانفاق ، و ضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط و الحد من نمو استهلاك الطاقة على المستوى المحلي، و تطوير أسواق رأس المال المحلية لدعم تمويل الشركات و البنى التحتية و زيادة تطوير أدوات السلامة الاحترازية الكلية للاستمرار في ادارة المخاطر التي تواجه القطاع المالي.<sup>1</sup>

### - الوضع المالي:

على الرغم من التحديات القائمة لخفض الانفاق و تقليص الاعتماد على الإيرادات النفطية يبقى المركز المالي لدول مجلس التعاون الخليجي مستقرا، و بناء على احدث أرقام صندوق النقد الدولي، فان رصيد الحساب الجاري كنسبة مئوية من الناتج المحلي الاجمالي للعام 2013 لا يزال أعلى من المتوسط لخمس سنوات، و من المرجح أن تنخفض الفوائض المزدوجة في منطقة الخليج في السنوات القادمة نتيجة عدم نمو الإيرادات و تنامي الضغوط على زيادة الانفاق في القطاعات الاجتماعية و القطاعات غير النفطية، و يمكن ان يؤدي انخفاض الانتاج أو التراجع في أسعار المحروقات الى الحاق الضرر بالمركز المالي

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، الافاق الاقتصادية و التحديات على صعيد السياسات في دول مجلس التعاون الخليجي، الاجتماع السنوي لوزراء المالية و محافظي البنوك المركزية، الرياض، 2013، ص3

للمنطقة , و يمكن ان يؤدي الى نشوء احتمالات الرصيد المالي للمملكة العربية السعودية من فائض الى عجز في السنوات القائمة , ومع اقتراب نهاية العقد الحالي يتوقع صندوق النقد الدولي تحول الرصيد المالي العام لدول الخليج الى عجز.<sup>1</sup>

#### - تحديات التكامل التجاري :

وتكمن في أربع نقاط أساسية هي :

- أ- تعاني أسواق العمل تصلباً في الأجور وعدم تطابق في المهارات وعوامل مؤسسية أخرى، وبعض الدول في مجلس التعاون تستبدل العمال الأجانب بمواطنين عبر تحديد حصص نسبية للعمال الأجانب ورفع تكاليف العمالة عليهم، قد لا تعزز هذه السياسات الإنتاجية على المدى الطويل لأن مرونة الأجور والعمال المهرة أمران ضروريان لتأمين نمو القطاعات غير النفطية، والأنظمة الإلزامية ليست بديلاً جيداً لمرونة الأجور كما أن التعليم وتحسين التدريب والمهارات أمران في غاية الأهمية.
- ب- قانون الأجور الحكومي والانفاق على الدفاع والأمن والإعانات والمساعدات الاجتماعية كلها عوامل تستنزف الحكومات، والدور التقليدي للحكومة كرب العمل المسيطر والحد لسياسة الأجور في حاجة إلى إعادة النظر وكذلك الإعانات المخصصة للغذاء والصحة والتعليم والصناعات الأساسية، والإعانات الصريحة متدنية بالنسبة للمعايير الدولية (إذ تشكل بين 2 و 3 / من الناتج المحلي الإجمالي)، لكن الإعانات الضمنية من خلال أسعار النفط المتدنية والقروض الطويلة المدى تعتبر كبيرة جداً، وستحتاج سياسات الإيرادات الحكومية هي أيضاً إلى الاهتمام وخصوصاً رسوم الخدمات وإدخال ضرائب استهلاكية ذات قاعدة واسعة.
- ت- السياسات التنموية لتتويج الاقتصاد ستحتاج إلى انتباه مستمر وخصوصاً المخصصة بما أن معظم الصناعات الكبيرة غير النفطية مازالت تحت سيطرة القطاع العام والمعايير التنظيمية الجديدة ضرورية في الأسواق المحلية ولخلق حوافز تنموية في أسواق الأسهم المحلية.

<sup>1</sup> مجموعة الخبر المالي، المرجع السابق، ص11

ث- إن نجاح الاتحاد الجمركي لمجلس التعاون الخليجي سيتطلب إقامة قواعد جمركية وإجراءات موحدة والتوفيق بين الإجراءات التقنية التنظيمية (المعايير والتفتيش والترخيص) وزيادة الشفافية وتخفيض العوائق الإدارية.

#### - ضعف التدفقات الاستثمارية المباشرة الخارجية لدول المجلس:

تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة بدول المجلس منخفضة مقارنة بالمعادلات العالمية، كما أنها منحصرة أساساً في البترول و الغاز و مشتقاتهما، و يعود ضعف تلك الاستثمارات في دول المجلس إلى الأسباب التالية:

- عدم السماح للاستثمارات الأجنبية في عدد من المجالات مثل تجارة التجزئة و العقار، كما أن هناك حدود لنسبة الملكية الأجنبية في بعض القطاعات.

- التعقيدات الإدارية التي لازالت قائمة رغم بعض الخطوات الشجاعة للحد منها.

- عدم المساواة بين الاستثمارات الأجنبية و الوطنية في مجالات الضرائب و أسعار الخدمات.

- صغر حجم السوق الوطنية و القيود التي تحول دون التصدير لبقية دول المجلس أو لأسواق أخرى و ضعف إمكانات النمو الاقتصادي و عدم وضوح الأنظمة و الإجراءات القانونية.

- الاعتماد شبه الكلي على الانفاق الحكومي التي تعتمد بدورها على السوق البترولية.

#### 4-2- التحديات الخارجية: تتمثل أساساً في:

##### - تحدي العولمة:

تبرز الآثار السلبية و المحتملة لظاهرة العولمة على الاقتصاديات الخليجية ، من كونها ستؤدي إلى تصدير الصناعات الأكثر تلوثاً للبيئة من المركز إلى الأطراف و تصدير الصناعات التي تتطلب كثافة عالية في اليد العاملة بدلاً من الكثافة العالية لرأس المال، كما من المتوقع أن تتراجع أهمية النفط العربي الخليجي و ذلك لارتباط أهميته بمدى حاجة دول المركز الرأسمالي له، وربما يتم اكتشاف بدائل له بسبب التقدم العلمي السريع و الهائل.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مصطفى عبد الله الكفري، اقتصادات دول مجلس التعاون في ظل العولمة الاقتصادية، ورقة قدمت إلى مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي : فرص القرن الحادي و العشرين، جامعة الملك فيصل ، 13-15 فبراير، 2001، ص 459

## - تحدي الانضمام الى المنظمة العالمية للتجارة :

تعتبر منظمة التجارة العالمية إطاراً قانونياً للنظام التجاري متعدد الأطراف، حيث أمن هذا الإطار الالتزامات الأساسية التي تحدد للحكومات كيفية صياغة وتنفيذ الأنظمة والضوابط التجارية المحلية، وهي تسعى إلى تنمية العلاقات التجارية بين الدول من خلال المفاوضات الجماعية.

وبإنشاء المنظمة العالمية للتجارة تكتمل الدعامة الثالثة في العلاقات الاقتصادية العالمية المكلفة بالشؤون التجارية إلى جانب صندوق النقد الدولي المكلف بشؤون السياسة النقدية الدولية والبنك الدولي المكلف بشؤون السياسة المالية الدولية.

إن انضمام دول المجلس إلى المنظمة تكنتفه الكثير من التحديات التي تلزمها السعي لمواجهتها بالطرق التي تكفل تقليل الضرر على اقتصاداتها.

وتتمثل أهم هذه التحديات فيما يلي :

- ارتفاع فاتورة الواردات من المنتجات الزراعية والمواد الغذائية بسبب إلغاء الدعم الزراعي وتحرير التجارة في المنتجات الزراعية، خاصة من قبل الدول المتقدمة كالدول الأوروبية التي تمارس دعماً هائلاً لقطاعها الزراعي وباعتبار أن دول المجلس دول مستوردة للغذاء ولديها عجز في الاكتفاء الذاتي ولأغلب المواد الغذائية.

- عدم تكافؤ في المنافسة بين دول المجلس والدول الصناعية في بعض المجالات كالخدمات والصناعات المتقدمة.

- الارتفاع في تكلفة برامج التنمية نتيجة ما سيترتب على تطبيق اتفاقية الملكية الفكرية من ارتفاع تكلفة استيراد التقنية والإتاوات التي ستترتب عليها لصالح حق الملكية الفكرية عند استخدامها.

- المعاملة الوطنية ومعاملة الدول الأكثر رعاية ستخلق جواً حراً من المنافسة بين المنتجات المحلية ومثيلاتها المستوردة.

- تضرر قطاع صادرات الملابس الجاهزة نتيجة إلغاء نظام الحصص المطبق من قبل بعض الدول كالولايات المتحدة الأمريكية وكندا، ومن المعروف أن دول المجلس تحصل على حصص معينة لتصدير المنسوجات والملابس الجاهزة وبإلغاء هذه الحصص فإن

المصانع العاملة في هذا القطاع في دول المجلس ستتضرر نتيجة عدم مقدرتها على المنافسة الدول المنتجة الأخرى لهذه الصناعة.

- عدم اشمال مفاوضات (GATT) على مادة النفط ومشتقاته، إذ لا يخضع لأي تخفيض في التعريف الجمركية أو إزالة للقيود غير التعريفية في حالة وجود مثل هذه القيود.

المبحث الثالث:الاتحاد النقدي الخليجي و العملة الموحدة

يشكل قيام الاتحاد النقدي الخليجي وإصدار العملة الخليجية الموحدة أهمية اقتصادية نظرا لما تتضمنه الخطوة من تعميق و ترسيخ للتكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون، وتعزيزا لتطوير العمل الاقتصادي والتجاري فيما بينها بما يؤدي إلى إيجاد كتل اقتصادي جديد على خارطة الاقتصاد العالمي لمواكبة التطورات المتسارعة التي تشهدها الساحة الاقتصادية العالمية، لذا فإن إقامة اتحاد نقدي بين دول مجلس التعاون ليس هدفا في حد ذاته، بل وسيلة لتحقيق هدف دعم وتعزيز التبادل والتنمية بين دول المنطقة.

**1- التطورات النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي :**

يمكن ايجاز اهم التطورات النقدية التي شهدتها دول مجلس التعاون الخليجي, كما يلي:<sup>1</sup>  
كانت العملات السائدة في أغلبية الدول العربية هي ماريا تريزا و الروبية الهندية و كان سك التايلندي في النمسا عام 1780 بعيار 433.1363 قيراطا من الفضة، أما الروبية الهندية كانت مسكوكة بعيار 180 قيراطا من الفضة، و تم استخدام هذه العملات في كافة أنحاء البلاد العربية.

في عام 1928 أصبح الريال الفضي العملية الرسمية في السعودية و تم ربطه بالجنيه الإسترليني الذهبي على أساس عشرة ريالات مقابل جنيه واحد و نتيجة للتقلبات التي حدثت في المستوى العام للأسعار العالمية للذهب و الفضة عام 1931 و لعدم سيطرة السعودية عليه اضطرت إلى سحب الريال المذكور عام 1935 و سك ريالا جديدا عام 1936 وأصبح رسميا حتى عام 1956 و سك ريالا جديدا عام 1936 و أصبح رسميا حتى عام 1956 أما بقية الدول فقد بقيت تستخدم الروبية الهندية .

ما إن انتهت الحرب العالمية الثانية حتى أصبحت غالبية الدول العربية خاضعة للدول المتحالفة خاصة ( بريطانيا و فرنسا) إلا أن نزوع هذه الدول نحو الاستقلال استطاعت أن تحقق استقلالها اقتصاديا و نقديا و مصرفيا فالسعودية انضمت إلى مؤسسة بريتون و دوز و

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد, المرجع السابق,ص87-99

مؤسساتها المالية عام 1945 , كما قامت عام 1956 بتأسيس مؤسسة النقد السعودية كبنك مركزي لها، بينما في عام 1961 قامت الكويت " لجنة عملة" إلا أنها في عام 1968 استطاعت أن تؤسس بنك مركزي، أما بقية الدول ظلت محرومة من استقلالها النقدي و لم يستمر اسم الروبية الهندية بالتداول نتيجة عمليات التهريب لهذه الروبيات الهندية، و نتيجة لعمليات التهريب أصدرت الهند عام 1959 عملة مخصصة للاستعمال في أقطار الخليج عرفت " الروبية الخليجية" مساوية للروبية الهندية و متعادلة مع الجنيه الاسترليني إلا انها لم تكن عملية قانونية في الهند نفسها مما أثار عدم رضا دول الخليج و محاولة التخلص من هذه الروبية.

و تعتبر الكويت أول دولة تخلت عن الروبية في نيسان عام 1961 و أصدرت عملة لها هو الدينار الكويتي و في نفس الوقت أسست مجلس النقد و بقي الدينار هو العملة المتداولة و مرتبطة بالجنيه الاسترليني حتى عام 1967 ثم تبعتها البحرين عام 1964 أسست مجلس النقد بينما في عام 1965 أصدرت دينارها الجديد المرتبط للجنيه الإسترليني، إما قطر و الإمارات المعروفة بالسبع المتصالحة في ذلك الوقت أيضا حاولت التخلص من الروبية الهندية حيث استخدمت أبو ظبي و دبي الريال السعودي من كمؤسسة النقد السعودية عوضا عن الروبية و في عام 1956 أقامت مجلس نقد قطر و دبي و إصدار عملة جديدة أسماها " ريال قطر و دبي" و أصبحت عملة قانونية و سحب الريال السعودي، أما عمان بقيت تستخدم ريال ماريا تريزا أو الروبية الهندية حتى عام 1970 حيث تم صدور مرسوم رقمه 1390 و تم بموجبه إنشاء " سلطة نقد مسقط" و إصدار " الرسال السعيدي" و كان معادلا لجنيه استرليني واحد.

استطاعت دول الخليج العربي و بالأخص دول مجلس التعاون أن تحقق الكثير من التطورات سواء في المجال السياسي أو الاقتصادي أو النقدي حيث تكاملت المؤسسات النقدية المركزية لديها، فكان هنالك " مؤسسة النقد في السعودية و بنك مركزي في الكويت و مجالي نقد في البحرين و كذلك في قطر و دبي" أما عمان بقيت تستخدم الريال السعيدي \$ حتى عام 1972 و قد تم صدور مرسوم جديد للعملة رقمه ( 1392 ) فأستت " مجلس نقد عمان" و تم تغيير العملة من الريال العماني و بنفس المحتوى الذهبي القديم و في عام 1974 تم إنشاء بنك عمان المركزي، أما البحرين بقيت على دينارها أما بالنسبة للإمارات

المتحدة سعت إلى إصدار عملة خاصة بالاتحاد ففي أيار عام 1973 تم إنشاء مجلس نقد دولة الإمارات العربية المتحدة حيث كانت مهمته إصدار عملة و الرقابة و الإشراف على الجهاز المصرفي، و في نفس الشهر تم صدور درهم الإمارات لكي يحل محل عملتين و تم تحويل المجلس إلى بنك مركزي عام 1980.

أما البحرين فقد أقامت " مؤسسة نقد البحرين " عام 1973 ليحل محل نقد البحرين و مهمته إصدار عملة و الإشراف و المراقبة على الجهاز المصرفي للبلاد في عام 2006 تم تحويل المؤسسة إلى مصرف البحرين المركزي. و قد قامت غالبية دول مجلس التعاون بربط عملتها بالدولار أو بحقوق السحب الخاصة أو بسلة خاصة حيث ربط الريال العماني بالدولار عام 1980 بينما الريال القطري و درهم الإمارات و الريال السعودي و الدينار البحريني بحقوق السحب الخاصة في حين ربط الدينار الكويتي بسلة خاصة من عملاء شركاتها التجاريين الرئيسيين مع إعطاء الوزن الأكبر فيها للدولار الأمريكي و استمر هذ الوضع حتى عام 2001 حيث قرر مؤتمر القمة الثاني و الشعيرين الذي عقده دول المجلس في كانون الأول 2001 الذي دعا إلى إقامة اتحاد نقدي ذي عملة مشتركة في موعد لا يتعدى 2010، و تبني الدولار الأمريكي أساس مشترك لعملات هذه الدول بنهاية عام 2002 و قد طبقت البحرين في 25 كانون الأول 2001 بربط عملتها بالدولار الأمريكي أما عمان و قطر أيضا ربطت عملتها بالدولار الأمريكي عند سعر صرف ثابت أما السعودية بالرغم من ربط عملتها بحقوق السحب الخاصة إلا أنها اعتمدت بربط عملتها فعليا إمام الدولار بسعر صرف ثابت، أما الكويت بالرغم من ربط عملتها بسلة خاصة إلا أنها في أول كانون الثاني عام 2003 قامت بربط عملتها بالدولار الأمريكي بسعر تعادل 299.63 فلسا للدولار مع هامش تحرك على جانبي سعر التعادل بنسبة 3.5% إلا أنها تراجعت عن ذلك في آذار عام 2007 وعادت إلى ربط عملتها بسلة من العملات مشير إلى التضخم السبب الرئيس.

## الجدول (03-04) :

## تأسيس البنوك المركزية والعملة الوطنية في دول مجلس التعاون الخليجي

البنك	تاريخ التأسيس	العملة الوطنية	سعر الصرف بالدولار لعام 2006
مؤسسة النقد السعودية	1965	ريال سعودي	3.7500
البنك المركزي الكويتي	1971	دينار كويتي	0.2902
مجلس نقد قطر ودبي	1975	ريال قطري	3.6400
بنك عمان المركزي	1974	ريال عماني	3.6725
البنك المركزي الإماراتي	1980	درهم إماراتي	0.3846
مصرف البحرين المركزي	2006	دينار بحريني	0.3760

المصدر : 1- تقرير اقتصادي عربي موحد 2006، ص 64.

2- الاتحاد النقدي الخليجي والعملة الخليجية المشتركة، ص 173.

ترتبط غالبية الدول العربية وبالأخص دول التعاون عملاتها الوطنية بعملة رئيسية دولية واحدة هي الدولار الأمريكي سواء كان هذا الربط مباشر أو غير مباشر عن طريق الربط بوحدات السحب الخاصة حتى عام 2005 وإن هذا الربط يضمن لدول المجلس الحفاظ على معدلات تضخم منخفضة، وخاصة في ظل أسعار النفط المسماة بالدولار الأمريكي وعلى الرغم من التقلبات الكبيرة والمستمرة في هذه الأسعار مما أدى إلى تقليل مخاطر سعر الصرف وإلى تقليل حدة التذبذبات في العملات المحلية المقومة بالدولار إلى حد كبير، أن تفضيل نظام سعر صرف معين على آخر يعتمد بشكل كبير على مرونة الصادرات والواردات للدولة الخليجية التي تكون عملاتها وحدات السحب الخاصة، ومعظم الباحثين أكدوا على إن معظم مكونات التجارة الخارجية النفطية وغير النفطية لبلدان مجلس التعاون وبالتالي معظم موازينها التجارية تجعل مكاسب الاستقرار الخارجي الناجمة عن الربط بالدولار تفوق مكاسب الاستقرار الناجمة عن الربط بحقوق السحب الخاصة وذلك ناتج إلى حد كبير من أن معظم صادرات النفط وجزء كبير من الواردات والأصول والخصوم المالية الخارجية لبلدان المجلس يجري تقويمها بالدولار، وبالتالي ليس هناك ما يبرر التحول إلى الربط بحقوق السحب الخاصة وهناك رأي آخر إن ربط العملة المحلية بعملة أجنبية رئيسية

يجب أن يكون هناك تشابه بين السياسة النقدية والمالية للدولتين إضافة إلى أن يكون هناك تكافؤ ما بين فرص التجارة الخارجية.

إن التزام دول مجلس التعاون بإقامة اتحاد نقدي وإطلاق عملة مشتركة واحدة يجب أن يهتدي بالتجربة الأوروبية في هذا المجال ذلك أن استقرار سعر الصرف الذي يوفره ترتيب منطقة صرفة مستهدفة يتطلب تنسيقاً بين أهداف وممارسات السياسات الاقتصادية القطرية مما يقتضي بدوره تلاقياً بين المتغيرات الاقتصادية السياسية المتمثلة بالعجوزات المالية ومعدلات النمو الاقتصادي ومعدلات النمو الاقتصادي الحقيقي لدول الأعضاء بالاتحاد، قد أظهرت الأزمة النقدية التي تعرض لها النظام النقدي الأوروبي لعام 1992-1993 من أن نظاماً نقدياً أوروبياً مستقراً أو بالتالي عملة واحدة يتطلب إرادة سياسية لتوجيه السياسات النقدية والمالية نحو ذلك الهدف الأوروبي وليس نحو أهداف قطرية صرفة، وبواسطة تحسين التنسيق بين سياساتها النقدية القطرية نجح النظام النقدي الأوروبي في تضيق الفروقات التضخمية بين البلدان الأوروبية الأعضاء مما أدى إلى الحد من عدم الاستقرار في سعر الصرف، كما أفصحت تلك الأزمات عن ازدياد الحاجة إلى أن يتحرك المجتمع الأوروبي نحو اتحاد نقدي.

## 2- أهداف الاتحاد النقدي الخليجي:

بدأت فكرة اصدار عملة موحدة لدول مجلس التعاون الخليجي مع نشأة المجلس, حيث أشار النظام الاساسي للمجلس الاعلى سنة 1981 الى ذلك كما نصت الاتفاقية الاقتصادية الموحدة (1981) في مادتها 22 على ان اصدار عملة موحدة هدف منشود, ثم جاءت الاتفاقية الاقتصادية لدول مجلس التعاون (2001) لتبرز أهمية اتمام برامج التكامل الاقتصادي لدول المجلس, اذ نصت في مادتها (4) من الفصل الثالث بأن "تقوم الدول الاعضاء وفق جدول زمني محدد بتحقيق متطلبات هذا الاتحاد بما في ذلك احراز مستوى عال من التقارب بين الدول الاعضاء في كافة السياسات الاقتصادية , لاسيما السياسات المالية و النقدية و التشريعات المصرفية, ووضع معايير لتقريب معدلات الاداء الاقتصادي ذات الاهمية لتحقيق الاستقرار المالي و النقدي, مثل معدلات العجز و المديونية و الاسعار" يشكل الاتحاد النقدي المرحلة الاخيرة في مشروع التكامل الاقتصادي بين دول المجلس و باكتماله تصبح الدول الاعضاء فعليا كتلة اقتصادية واحدة على المستوى الدولي.

و نظرا للطبيعة الاستراتيجية لمشروع التكامل النقدي فان من المتوقع ان تتحقق من خلاله عدة مكاسب يمكن ايجازها على النحو التالي:<sup>1</sup>

**- المكاسب السياسية:**

ستجسد العملة الموحدة هوية اقتصادية واحدة للدول الاعضاء, و ترجمة للإخاء السياسي و القيم المشتركة لمواطنيها كما انها رمز للتكامل و خطوة نحو تحقيق المواطنة الخليجية , كما ان الوحدة النقدية ستزيد من الحضور و التأثير العالمي للدول الاعضاء في المحافل الدولية و في مؤسسات صنع القرار الاقتصادي العالمي.

**- المكاسب الاقتصادية:**

يتوقع ان يحقق التكامل النقدي بين دول مجلس التعاون الخليجي العديد من المكاسب على الصعيد الاقتصادي و منها:

1. تنويع خيارات السياسة النقدية و سياسات أسعار الصرف.
2. تطوير البنية المؤسسية للسياسات الاقتصادية المشتركة.
3. تعزيز الاستقرار المالي و النقدي.
4. تخفيض تكاليف رسوم تحويل العملات و الرسوم المصرفية الاخرى.
5. جاذبية اقتصادات الدول الاعضاء للاستثمار المحلي و الاجنبي لاتساع السوق و ارتفاع القوة الشرائية لسكان دول المنطقة و انخفاض المخاطر الاقتصادية على المستثمرين لتكتل دول المجلس في منطقة عملة واحدة.
6. ارتفاع حجم التجارة البينية بين دول المجلس بسبب الغاء مخاطر تقلبات الصرف و تكاليف المعاملات للمصدرين و المستوردين.
7. استقرار معدلات التضخم و استقرار المستوى العام للأسعار.
8. تعزيز ممارسات الانضباط المالي من خلال مراقبة عجز الموازنات العامة و مستوى الدين العام.

<sup>1</sup>مجلس التعاون الخليجي, المسيرة و الانجازات, الطبعة السابعة, الامانة العامة, 2012, ص100-101

## 3- متطلبات الاتحاد النقدي:

يتطلب تحقيق الاتحاد النقدي في دول مجلس التعاون الخليجي العمل على تأهيل المنظومة المؤسساتية و التشريعية اللازمة, على اساس الكفاءة و الفعالية و عليه فان نجاح الاتحاد النقدي و استمراريته يتطلب توافر ما يلي:<sup>1</sup>

## 1- الإرادة السياسية:

يحظى مشروع الاتحاد النقدي و اصدار العملة المشتركة باهتمام كبير من قبل قادة دول مجلس التعاون الخليجي , حيث تجسد هذا الاهتمام من خلال المتابعة المباشرة و الدعم الواضح عبر العديد من القرارات التي انعكست على مسيرة الاتحاد النقدي, واتضحت هذه الإرادة السياسية نحو تحقيق الاتحاد النقدي كما يلي:

- في الدورة (22) للمجلس الاعلى (مسقط, 2001), أقر البرنامج الزمني لإقامة الاتحاد النقدي و اصدار العملة الموحدة و القاضي بتطبيق الدولار مثبتا مشتركا لعملات دول مجلس التعاون الخليجي, وان تعمل الدول الاعضاء على الاتفاق على معايير التقارب المالية و النقدية التي تم اعتمادها من طرف لجنة التعاون المالي و الاقتصادي.
- اتمت الدول الاعضاء ربط اسعار صرف عملاتها بالدولار بنهاية العام 2002 , باستثناء الكويت التي عدلت عن هذ الربط سنة 2008 و استبدلته بالارتباط بسلة من العملات.
- في الدورة (26) للمجلس الاعلى ( ابوظبي, 2005), اعتمد معايير التقارب و مكوناتها, كما اتفقت لجنة التعاون المالي و اقتصادي و لجنة المحافظين في اجتماعها المشترك على المهام السلطة النقدية المشتركة في ظل قيام الاتحاد النقدي و التي يجب ان تكون مستقلة في قراراتها, و ان تبدأ على شكل مجلس نقدي يتحول الى بنك مركزي.

<sup>1</sup> المرجع السابق, ص 101-108

- في الدورة (29) للمجلس الاعلى ( الكويت، 2008)، اعتمد المجلس اتفاقية الاتحاد النقدي و النظام الاساسي للمجلس النقدي، على أن تقوم الدول الاعضاء بالمصادقة عليه .
  - في يناير 2010 استكملت دول المجلس الاعضاء في اتفاقية الاتحاد النقدي\* المصادقة على اتفاقية الاتحاد النقدي، بعد اختيار مقر المجلس النقدي في الرياض.
  - دخول اتفاقية الاتحاد النقدي حيز التنفيذ في فبراير 2010 ، كما دخل النظام الاساسي للمجلس النقدي حيز التنفيذ في مارس من نفس السنة، و عقد مجلس ادارة المجلس النقدي أول اجتماع له في 30 مارس 2010 بالرياض.
- 2-تجانس الهياكل الاقتصادية للدول الاعضاء:**

تعتبر الدول الاعضاء مرشحا لتحقيق الوحدة النقدية لتجانس هياكلها الاقتصادية الشيء الذي يجعل منها نسيجا اقتصاديا قادرا على التعامل مع القرار الاقتصادي الواحد.

### 3-التقارب المالي و النقدي:

من المرتكزات الاساسية للاتحاد النقدي ضرورة أن تحاكي اقتصاديات الدول الاعضاء بعضها البعض في سلوكها المالي و النقدي، حتى يتم تحقيق كفاءة في السياسة النقدية الموحدة، وقد اتفقت الدول الاعضاء على عدد من المتغيرات التي تضمن تحقيق درجة عالية من التقارب المالي و النقدي و هي كما يلي:

- معيار التضخم: يجب الا يزيد معدل التضخم في أي دول عضو عن المتوسط المرجح لمعدلات التضخم في دول المجلس عن (2%).
- سعر الفائدة: يجب الا يزيد سعر الفائدة في اي من الدول الاعضاء عن متوسط ادنى ثلاثة اسعار للفائدة قصيرة الاجل (لمدة 3 اشهر) في دول المجلس عن (2%).
- كفاية احتياطات السلطة النقدية من النقد الاجنبي لتغطية الواردات السلعية، يجب ان تكون كافية لمدة لا تقل عن اربعة اشهر.
- نسبة العجز الموازي الى الناتج المحلي الاجمالي: يجب ان لا تزيد نسبة العجز السنوي عن 3% من الناتج المحلي الاجمالي الاسمي .

\* الدول الاعضاء في الاتحاد النقدي هي : الكويت , البحرين, المملكة العربية السعودية، قطر، كما امتنعت كل من الامارات و سلطنة عمان عن الانضمام الى الاتحاد النقدي.

- نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الاجمالي: يجب الا تتجاوز نسبة الدين العام للحكومة 60% .

#### 4- توافق التشريعات المصرفية مع اتفاقية الاتحاد النقدي:

يتطلب دخول الدول الاعضاء في الاتحاد النقدي اتخاذ جملة من الاجراءات التي تضمن تحقيق درجة عالية من التقارب التشريعي بما يضمن فعالية الاتحاد النقدي و تنفيذ سياساته, حيث نصت اتفاقية الاتحاد النقدي على ذلك في المادة (17)\*.

#### 5- تهيئة البنى المتعلقة بنظم المدفوعات و نظم تسويتها اللازمة للعملة الموحدة:

ان وجود عملة مشتركة يتطلب وجود نظام مدفوعات موحدة لتسوية المعاملات المالية التي تتم بهذه العملة بصفة آنية كما لو انها تتم في بلد واحد, و تعمل اللجنة الفنية لنظم المدفوعات حاليا على تطوير خيارات التصميم المتاحة لهذا النظام.

#### 6- بناء منظومة احصائية موحدة ومتكاملة:

ان توفير بيانات متسقة و شاملة يعد امرا ضروريا لتنفيذ اي من مشاريع الاتحاد النقدي, و تهدف المنظومة الاحصائية الى ما يلي:

- تفعيل الرصد المنتظم للبيانات الاحصائية , مما يساهم في تسهيل اجراءات الدراسات التحليلية و المقارنات الاحصائية المنتظمة.
- توافر احصاءات متكاملة و متجانسة بين الدول الاعضاء و التي تعد ضرورية لاحتساب معايير التقارب
- المساهمة في فعالية السياسة النقدية, و تنسيق السياسات الاستشرافية لمؤسسات الاتحاد النقدي من خلال التأكد من مدى جودة تجانس و تناسق الاحصاءات ذات العلاقة و طرق احتسابها.

#### 7- تبني تشريعات مصرفية و قواعد مشتركة في مجال الرقابة المصرفية :

عندما قررت الدول الاعضاء تحقيق الوحدة النقدية فيما بينها اخذت على عاتقها حماية منطقة العملة من الازمات المالية بصورة مشتركة, ووضع شبكة امان موحدة لنظامها المالي,

\* المادة (17) تنص على " على الدول الاعضاء اتخاذ التدابير و الاجراءات لضمان انسجام تشريعاتها الوطنية بما فيها الانظمة الاساسية لبنوكها المركزية مع احكام هذه الاتفاقية بما يسمح للبنك المركزي بممارسة و طائفه و اداء مهامه, و تلتزم البنوك المركزية الوطنية بما يصدره البنك المركزي من تعليمات في المسائل المتعلقة باختصاصات البنك المركزي"

و على هذا الاساس فان توحيد و تنسيق منظومة الاشراف و الرقابة على الجهاز المصرفي تعد من اهم متطلبات الاتحاد النقدي في دول مجلس التعاون الخليجي , الشيء الذي وضحته اتفاقية الاتحاد النقدي, و لذلك فان الدول الاعضاء و غير الاعضاء في الاتحاد النقدي تعمل على بناء قواعد موحدة للإشراف على قطاعها المصرفي.

#### 4- البنية التشريعية و المؤسساتية للاتحاد النقدي:

##### 4-1- البنية التشريعية:

ان قوة الاتحاد النقدي تتمثل في قوة بنيته التشريعية و التي ارستها الدول الاعضاء ووضعت دعائمها من خلال اتفاقية الاتحاد النقدي و النظام الاساسي للمجلس النقدي و ما تلاه من تشريعات أخر.

##### أ- اتفاقية الاتحاد النقدي:

تتكون هذه الاتفاقية من (28) مادة تتوزع على (06) فصول كما يلي:

**الفصل الاول:** يتضمن قيام الاتحاد النقدي و السمات و الملامح الاساسية اه و ما يتطلبه من تنسيق في السياسات الاقتصادية و بناء نظم المدفوعات و تبني تشريعات مصرفية مشتركة, و انشاء مجلس نقدي يهيئ لإنشاء بنك مركزي , و اصدار عملة موحدة تحل محل عملات الدول الاعضاء.

**الفصل الثاني:** يتضمن انشاء المجلس النقدي و مقره, و تمتعه بالشخصية القانونية المستقلة, و أهدافه و مهامه و تنظيمه الاداري و التزام الدول الاعضاء بالتشاور مع المجلس فيما يتعلق بالتشريعات المتعلقة بالاتحاد النقدي.

**الفصل الثالث:** يتطرق الى دور المجلس النقدي في تحديد تسمية للعملة و تقسيماتها و مواصفاتها و علاماتها الامنية و سعر صرفها و تحديد القيم التبادلية لعملات الدول الاعضاء مقابل العملة الموحدة.

**الفصل الرابع:** يتناول انشاء البنك المركزي و استقلالته و اهدافه و مهامه, و أن نظامه الاساسي سيحدد اجهزته و اختصاصاته.

**الفصل الخامس:** يبين أسس و قواعد التعاون بين البنك المركزي للدول الاعضاء و بين الدول الاعضاء من حيث الالتزام و انسجام التشريعات الوطنية مع أحكام هذه الاتفاقية بما يسمح للبنك المركزي بممارسة وظائفه و أداء مهامه , وكذلك بين البنك المركزي و بين البنوك المركزية للدول الاعضاء , كما يتناول هذا الفصل تمثيل البنك المركزي منطقة العملة الموحدة في منظمات و منتديات التعاون المالي و النقدي الدولية, و التزام الدول الاعضاء بمعايير التقارب الاقتصادي.

**الفصل السادس:** يتضمن الاحكام الختامية مثل الامتيازات و الحصانات و تسوية المنازعات و التعديلات و انضمام أي من دولة من دول المجلس من غير الدول الاعضاء في الاتفاقية للاتفاقية.

### ب- النظام الاساسي للمجلس النقدي:

يتألف النظام الاساسي للمجلس النقدي من (20) مادة يمكن ايجازها كما يلي:

**المواد من (1-3):** تناولت هذه المواد التعاريف و الانشاء و مقر المجلس النقدي و شخصيته القانونية.

**المادة (4):** حددت هذه المادة اهداف المجلس و مهامه و المتمثلة في تنسيق السياسات النقدية و سياسات أسعار الصرف للعملات الوطنية و تحديد الاطار القانوني و التنظيمي للبنك المركزي و تطوير الانظمة الاحصائية و التأكد من جاهزية نظم المدفوعات للتعامل مع العملة الموحدة, وفي ضوء ذلك يحدد المجلس النقدي البرنامج الزمني لإصدار العملة الموحدة و طرحها للتداول.

**المواد من (6-13):** تناولت هذه المواد عضوية المجلس النقدي, و الذي يتألف من البنوك المركزية الوطنية للدول الاعضاء في الاتفاقية, أجهزته ( مجلس الادارة, الجهاز التنفيذي ) , تبين مواد النظام اختصاصات كل من الجهازين و الية اجراءات اجتماعات مجلس الادارة و التي لا تقل عن ستة اجتماعات في السنة, كما تبين آلية تعيين و مسؤوليات الجهاز التنفيذي.

**المواد من (14-20):** تتناول السنة المالية للمجلس و مساهمة البنوك المركزية الوطنية بالتساوي في نفقات تأسيسه و ميزانيته السنوية و اجراءات انهاءه و احلال البنك المركزي

محلّه، بالإضافة الى الاحكام الختامية مثل الامتيازات و الحصانات و اجراء التعديلات على أن يدخل هذا النظام حيز التنفيذ بعد مرور شهر من دخول اتفاقية الاتحاد النقدي حيز التنفيذ، ويصبح المجلس النقدي قائماً عندئذ، وقد دخل هذا النظام حيز التنفيذ في 27 مارس 2010.

#### 4-2- البنية المؤسساتية:

يتطلب الاتحاد النقدي بناء مؤسساتي قادر على ادارة العملة الموحدة و حمايتها , و منها:<sup>1</sup>

##### أ- سوق مشتركة و اتحاد جمركي:

من خلال تجربة الاتحاد الاوروبي يعتبر وجود سوق مشتركة جيدة التشغيل عنصر اساسي لنجاح أي اتحاد نقدي , بحيث انه بدون حرية الحركة للسلع و العمالية و رؤوس الاموال فان مشروع الاتحاد النقدي سيكون خياراً سيئاً لان معظم منافع الاتحاد النقدي ستظل صعبة المنال , بينما ستتضاعف الكثير من النفقات و الضغوط.

و في 01 يناير 2008 أعلن مجلس التعاون الخليجي قيام السوق المشتركة لدول المجلس و التي تم الاتفاق على معظم شروطها في اتفاقية عام 2001, و تمنح هذه الاتفاقية معاملة متساوية لمواطني دول المجلس في جميع الانشطة الاقتصادية و لاسيما حرية التنقل و الإقامة و العمل في القطاع الخاص و الوظائف الحكومية و الحق في المعاشات التقاعدية و الضمان الاجتماعي و ملكية العقارات و حركة رؤوس الاموال و المعاملة الضريبية, ملكية الاسهم و تكوين الشركات و التعليم و الصحة... الخ, غير ان من الشروط الحاسمة أن التنفيذ الكامل للسوق المشتركة سيتطلب اعتماد قوانين و انظمة وطنية و لا يزال التقدم بهذا الخصوص بطيئاً .

و بالرغم من اطلاق السوق المشتركة فان حرية انتقال العمال من مواطني دول المجلس محدود رغم وجود روابط عائلية و ثقافية قوية, و يعود ذلك لوجود حواجز غير رسمية و من بين الحوافز الاخرى التي تدفع مواطني دول المجلس الى البقاء في دولهم المنح, كمنحة شراء الاراضي و قروض البناء المدعومة و منح الزواج.

<sup>1</sup> الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون الخليجي , تقرير مجموعة السامبا المالية, السعودية, 2009, ص9-12

كما وافقت دول مجلس التعاون الخليجي سنة 2003 على عنصر اساسي من عناصر السوق المشتركة و هو الاتحاد الجمركي الذي ينص على توحيد التعرفة الجمركية الخارجية المشتركة عند نسبة 5% و تنفيذ انظمة و اجراءات جمركية مشتركة, و ازالة الحواجز الجمركية و غير الجمركية فيما بين دول مجلس التعاون اضافة الى تعيين نقطة دخول واحدة لجباية الرسوم الجمركية, غير ان التنفيذ الفعلي تعثر بسبب اتخاذ تدابير انفرادية.\*

### ب- البنك المركزي:

يعتبر وجود بنك مركزي غني بالموارد و قوي مؤسسيا من العناصر الاساسية لإنجاح اي اتحاد نقدي, و قد تقرر في اجتماع للقممة لدول مجلس التعاون الخليجي ماي 2009 بالرياض\*\* ان تكون هذه الاخيرة مقرا لمجلس النقدي و الذي يشكل اللبنة الاولى لمؤسسات الاتحاد النقدي , و ان يتطور هذا المجلس ليتحول الى البنك المركزي لدول مجلس التعاون الخليجي,

وقد عقد مجلس ادارة المجلس النقدي الخليجي اول اجتماع له يوم 30 مارس 2010 , و قد تركزت مناقشات المجلس منذ بدء اجتماعاته على متطلبات المرحلة القادمة المتمثلة في ترسيخ البناء المؤسسي الذي يحقق المتطلبات الاساسية للمرحلة التأسيسية, وفي هذا المجال تم اقرار النظام الداخلي لمجلس الادارة , و لائحة الموارد البشرية للمجلس النقدي و سلسلة الرواتب و الاجور , كما تم اعتماد الميزانية التشغيلية التقديرية للمجلس النقدي الخليجي للسنة المالية الاولى و الثانية و الثالثة و اختيار مدقق حسابات للمجلس النقدي الخليجي و اعداد اللوائح المالية و الادارية و الاستراتيجية اللازمة لاستكمال البناء المؤسسي للمجلس النقدي.<sup>1</sup>

وتجدر الاشارة الى ان هناك عدة مسائل على المجلس النقدي ان يعالجها و هي:<sup>2</sup>

- **تطوير الاسواق المالية:** ان وجود أسواق مالية أكثر عمقا أن يساعد على السماح بأن يؤثر في عرض النقد و أسعار الفائدة السائدة في السوق.

\* سنة 2004 وقعت البحرين على اتفاقية للتجارة الحرة مع الولايات المتحدة الامريكية و تبعتها عمان سنة 2005 مما يجعل من هذه القرارات متعارضة مع محتوى اتفاقيتي 2001 و 2003 اللتين تنصان على أن الدول تتفاوض بشكل جماعي بشأن ترتيبات التجارة الخارجية.

\*\* يعكس اختيار المملكة العربية السعودية لوزنها الاقتصادي بحيث يمثل ما نسبته 40% من اجمالي الناتج المحلي الاجمالي لدول المجلس مجتمعة فضلا عن ان المملكة ضلت في وضع افضل من دول الخليج الاخرى خلال الازمة المالية العالمية لسنة 2008.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي, المسيرة و الانجازات, الطبعة السابعة, المرجع السابق, ص 111

<sup>2</sup> تقرير مجموعة السامبا السعودية, مرجع سابق, ص 12-13

- **تجانس البيانات:** سيحتاج مجلس النقد الى تحسين نوعية و حسن توقيت البيانات الخاصة بدول مجلس التعاون الخليجي , ليضمن كفاءة تشغيل العملة الموحدة .
- **ادارة النقد الاجنبي:** ليس من الواضح الى اي مدى ستحتاج البنوك المركزية في دول مجلس التعاون الى التنازل عنة سلطة ادارة النقد الاجنبي لبنك اقليمي, ويرتبط ذلك مشكلة أقل أهمية تتمثل في توزيع ايرادات الرسوم من سك العملة .
- **تسمية العملة الموحدة و تصميمها:** لا يمكن التقليل من الاهمية الرمزية لهذه المسألة اذ مع العلم ان فقط اختيار مقر المجلس النقدي بالرياض أثار تحفظ الامارات و التي انسحبت من الاتحاد فيما بعد لعدم رغبتها في الانضمام الى العملة الموحدة في هذه المرحلة.
- **اختيار نظام سعر الصرف:** من اهم التحديات التي تواجه المجلس النقدي هو اعتماد نظام لسعر الصرف .

ان حل هذه المسائل يحتاج لبعض الوقت , و بهذا الخصوص شرعت الامانة العامة لمجلس التعاون في دراسة عدد من المسائل الفنية.\*

#### 5- تحليل معايير التقارب:

بعد دراسات مستفيضة قامت بها اللجنة الفنية للاتحاد النقدي و التي رفعت الى لجنة محافظي مؤسسات النقد و البنوك المركزية تم الاتفاق على معايير للتقارب لها علاقة بالسياسة النقدية و المالية , وقد اقرها المجلس الاعلى لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في دورة انعقاده (26) في ديسمبر 2005, وقد اعتمدت لجنة التعاون المالي والاقتصادي في ماي 2007 توصيات لجنة المحافظين فيما يتعلق بحساب معايير تقارب الأداء الاقتصادي ومكوناتها والنسب المتعلقة بها والتي أوصت باعتمادها في اجتماعها (40) المنعقد في ابريل 2006 وأكدت عليها في اجتماعها (43) المنعقد في ابريل 2007 وتتمثل تلك المعايير فيما يلي:

\* تجدر الإشارة الى ان معهد النقد الاوروبي و هو الهيئة التي سبقت انشاء البنك المركزي الاوروبي امضت اربعة سنوات في اجراء بحوث و دراسات فنية و غير ذلك من التحضيرات النقدية قبل اصدار اليورو.

## 5-1- معيار التضخم:

لم يحدد المجلس الأعلى عندما وضع معايير التقارب الاقتصادي تعريفا محددًا وواضحًا للتضخم، حيث إن المجلس حدد بأن لا يزيد معدل التضخم في أي دولة من الدول الأعضاء على المتوسط المرجح لمعدلات التضخم في دول المجلس زائدًا 2%.

وتظهر البيانات الموضحة في الجدول أدناه، أن الفترة قبل 2003 تشكل فترة التقارب الكمي الأكبر بين معدلات التضخم في دول المجلس، قبل أن تبدأ الضغوط التضخمية في الظهور بصفة حادة، خاصة في دولة الإمارات وقطر مقارنة ببقية الدول. ومنذ 2006 لحقت بقية الدول المجلس في نفس نطاق الضغوط.

وقد كانت دولتا قطر والإمارات العربية المتحدة في حالة خرق لهذا المعيار منذ عام 2004 طبقًا للأرقام الرسمية، و في سنة 2008 سجلت دولتا قطر و الإمارات معدل تضخم بلغ في المتوسط 16% و 14% على التوالي أي بمقدار 6-8 نقاط مئوية عن متوسط أدنى ثلاث دول ، وفي الواقع سجل التضخم أيضا ارتفاعا في الفترة 2006-2008 في الدول الأخرى الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي.

وقد بدأ التضخم في التراجع ابتداء من سنة 2009 مع انخفاض أسعار السلع العالمية و ضعف النشاط المحلي مما قلل من الضغوط على مؤشرات الاسعار المحلية، ما عدا دولة قطر بالرغم من انخفاض معدل التضخم انها لم تستوفي هذا المعيار سنة 2009<sup>1</sup> و ابتداء من سنة 2010 بدأت معدلات التضخم تتراجع فيها بحيث شهدت الفترة 2010-2012 تراجع لمعدلات التضخم بدول مجلس التعاون نظرا لالتزامها بتحقيق هذا المعيار.

والجدول الموالي يوضح الفروق بين معدلات التضخم في دول المجلس.

<sup>1</sup> مجموعة السامبا المالية، المرجع السابق، ص15-16

## جدول (03-05)

## معدلات التضخم السنوية في دول مجلس التعاون

الوحدة: النسبة المئوية

النسبة (مئوية)	الإمارات	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	معيار التقارب
2003	3.1	1.6	0.6	2.3	1.0	3.36
2004	5.0	2.2	0.3	6.8	1.3	4.02
2005	6.2	2.6	0.7	8.8	4.1	5.05
2006	9.3	2.0	2.2	11.9	3.0	6.76
2007	11.1	3.3	4.1	13.8	5.5	8.96
2008	14	3.5	9.9	16	10.6	12.72
2009	1.6	2.8	5.1	12.1	4	10.26

المصدر: مستجدات التقارب، تقرير صادر عن وحدة الاتحاد النقدي، العدد الأول، الربع الأول 2009، ص03.

و يعتبر تحقيق معيار التضخم هو الأهم من بين معايير التقارب نظرا لدوره في مساعدة السياسة النقدية على توجيه أدواتها بطريقة متجانسة إلى جميع الدول الأعضاء دون تأثيرات جانبية على البعض. وقد نصت المادة رقم (14) من اتفاقية الاتحاد النقدي على الإطار العام لهدف السياسة النقدية في ضمان استقرار الأسعار في منطقة العملة الموحدة في إطار التوظيف الأمثل للموارد الاقتصادية بما يحقق الاستقرار الاقتصادي.

و تتشابه عموما دول مجلس التعاون الخليجي في الاتجاه العام للضغوط التضخمية حتى وان اختلفت في نسبة تلك الضغوط. ولذلك نجد أن مؤسسات النقد والبنوك المركزية في دول المجلس قد قامت تقريبا بجهود متجانسة في مواجهة التضخم وهذا يؤكد انه حتى في ظل الاختلاف الكمي بين الدول فيما يتعلق بمعيار التضخم تبقى السياسة النقدية متشابهة في آلية استهدافها للتضخم. وهو تشابه ناتج عن التشابه في سياسة سعر الصرف إضافة إلى أنها تواجه نفس الأسباب تقريبا الدافعة للتضخم.

## 2-5- معيار سعر الفائدة:

اتفقت دول مجلس التعاون بخصوص هذا المعيار أن لا يزيد سعر الفائدة عن متوسط أدنى ثلاثة أسعار للفائدة قصيرة الأجل ( لمدة ثلاثة أشهر) في دول المجلس زائدا نقطتين مؤبنتين،

كانت أسعار الفائدة في دول مجلس التعاون تسير معا في اتجاه واحد مما يعكس ارتباط عملات الدول الاعضاء بالدولار الامريكي و نظرا لطبيعة تجانس السياسة النقدية بدول المجلس اذ حققت جميع دول المجلس هذا المعيار خلال الفترة 2003-2007 , ولكن بعد حلول الازمة المالية العالمية سنة 2008 أصبحت هذه التحركات عشوائية بدرجة أكبر لكون دول مجلس التعاون استجابت بصورة فردية لمشاكل السيولة في أسواقها , ومع ذلك سارت التحركات ابتداء من أوائل سنة 2009 في نفس الاتجاه نحو الهبوط و مرة أخرى أصبحت أسعار الفائدة قصيرة الاجل في دول مجلس التعاون متطابقة الى حد كبير .

وكانت الكويت الاستثناء الوحيد حيث ارتفع متوسط اسعار الفائدة قصيرة الاجل في سنة 2008 بأكثر من نقطتين مئويتين عن الحد المسموح به وذلك بسبب ربط الدينار الكويتي بسلة من العملات , مما يعني ان اسعار الفائدة يجب ان تتبع التحركات الحاصلة في العملات المكونة للسلة. حيث اتسع الفارق بين بين اليورو و الدولار داخل السلة بحدة سنة 2008 عندما قام الاحتياطي الفيدرالي الامريكي بخفض اسعار الفائدة الرسمية بدرجة اكبر من المركزي الاوروبي, ومع ذلك فقد انخفضت اسعار الفائدة في منطقة اليورو و تبعتها اسعار الفائدة في الكويت و التي استوفت معيار الفائدة في شهر ماي من نفس السنة.<sup>1</sup> و من خلال الجدول الموالي يتضح ان دول المجلس جميعا حققت هذا المعيار سنة 2008.

### جدول (03-06)

#### أسعار الفائدة في دول مجلس التعاون

الوحدة: النسبة المئوية

السنة	الإمارات	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	معيار التقارب
2003	1.16	1.09	1.63	1.06	2.12	3.10
2004	1.56	1.50	1.73	1.45	2.02	3.50
2005	3.52	3.41	3.75	3.34	3.26	5.33
2006	5.11	4.84	5.02	4.92	5.43	6.93
2007	4.79	4.68	4.79	4.70	4.59	6.65
2008	2.11	3.09	2.58	2.24	2.87	4.31

المصدر: مستجدات التقارب، تقرير صادر عن وحدة الاتحاد النقدي، العدد الأول، الربع الأول 2009، ص 04. بيانات سنة 2008 تمثل تقديرات صادرة عن وحدة الاتحاد النقدي.

<sup>1</sup> مجموعة السامبا المالية، المرجع السابق، ص 17

### 5-3- معيار كفاية احتياطات السلطة النقدية من النقد الاجنبي:

نظرا لأهمية هذا المعيار في ضمان وحماية العملة المشتركة فقد حدد مجلس التعاون الخليجي أن تغطي قيمة احتياطات النقد الاجنبي لدى الدول الاعضاء اربعة اشهر من الواردات , و يستند هذا الى حقيقة أن الاحتياطات يمكن ان توفر ضمانا اتجاه ضغوط ميزان المدفوعات و هو اعتبار مهم في اطار نظام ثابت لسعر الصرف . وقد حققت الكويت في سنة 2008 أعلى معدل تغطية في جميع دول المجلس بـ 7.2 شهر مقارنة 8.5 شهر في سنة 2007 وعموما في سنة 2007 حققت دول المجلس التغطية من الاحتياطات للواردات السلعية لمدة أربعة أشهر، بل أن البعض منها قد تجاوزت حجم التغطية المطلوب، حيث كان أعلى معدل تغطية بالكويت والذي صل إلى 8.5 أشهر في سنة 2007. باستثناء دولة الإمارات التي لم تحقق التغطية المطلوبة. أما في سنة 2008 فقد حققت جميع دول المجلس هذا الشرط وبالتالي تكون جميع دول المجلس قد استوفت هذا المعيار. والجدول الموالي يوضح عدد الأشهر من الواردات والمغطة بالنقد الأجنبي كما يلي:

#### جدول (03-07)

#### عدد أشهر تغطية الاحتياطات من النقد الأجنبي للواردات السلعية في دول المجلس

الوحدة: (عدد الأشهر)

السنة/ الدولة	الإمارات	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	معيار التقارب
2003	3.5	3.2	7.4	7.0	8.4	04 أشهر
2004	3.1	2.8	7.4	6.7	7.9	04 أشهر
2005	3.7	2.5	5.4	5.5	6.8	04 أشهر
2006	4.2	3.2	4.8	4.0	9.5	04 أشهر
2007	3.8	4.4	4.6	5.1	8.5	04 أشهر
2008	5.8	4.5	5.0	4.4	7.2	04 أشهر

المصدر: مستجدات التقارب، تقرير صادر عن وحدة الاتحاد النقدي، العدد الأول، الربع الأول 2009، ص05. بيانات سنة 2008 تمثل تقديرات صادرة عن وحدة الاتحاد النقدي

### 5-4- معيار نسبة العجز الموازي:

حسب هذا المعيار فقد حددت نسبة العجز المسموح بها لدول المجلس بما لا يزيد عن 3% من إجمالي الناتج المحلي لكل دولة من الدول الأعضاء في مجلس التعاون لدول الخليج

العربية. وضمن هذا المعيار فقد سجلت الدول الأعضاء كافة فائضا ماليا في حساباتها، وذلك لارتفاع الإيرادات الناجمة عن الإرتفاع الكبير الذي حدث في أسعار النفط والغاز في الأسواق العالمية، ومنذ سنة 2005 وحتى سنة 2007 استوفت جميع دول المجلس هذا المعيار. والجدول الموالي يبين ذلك .

### جدول (03-08)

نسبة الفائض (العجز) في الموازنة الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي بدول مجلس

### التعاون الخليجي

الوحدة: النسبة المئوية

السنة/ الدولة	الإمارات	البحرين	السعودية	قطر	الكويت
2003	4.5-	1.8	4.5	3.9	10.0
2004	0.4-	1.4	11.4	16.4	15.1
2005	8.1	5.1	18.4	9.2	29.1
2006	12.0	2.3	21.7	9.0	17.6
2007	9.5	0.6	14.6	14.7	29.7
2008	18.3	2.1	33.6	15.1	14.8

المصدر: مستجدات التقارب، تقرير صادر عن وحدة الاتحاد النقدي، العدد الأول، الربع الأول 2009، ص06.

بيانات سنة 2008 تمثل تقديرات صادرة عن وحدة الاتحاد النقدي

### 3-5- معيار الدين العام:

اتفقت دول المجلس بخصوص هذا المعيار على أن لا تتجاوز نسبة الدين العام للحكومة العامة<sup>1</sup> نسبة 60% من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ولا تتجاوز نسبة الدين العام للحكومة المركزية نسبة 70% من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. ويمكن التطرق بالتفصيل إلى الدين العام على الحكومة العامة وكذا على الحكومة المركزية.

### أ- الدين العام على الحكومة العامة:

في سنة 2008 سجلت السعودية أدنى المعدلات بين دول المجلس لنسبة دين العام على الحكومة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بحوالي 4.6% مقابل نسبة 7.5%

<sup>1</sup> - تشمل بالإضافة إلى الحكومة المركزية المؤسسات العامة المستقلة في ميزانياتها، كما تشمل الحكومات المحلية وحكومات الولايات التي تتكون منها الدولة في حالة وجودها حسب تعريف دليل إحصاءات المالية العامة (GFS) الصادر عن صندوق النقد الدولي.

سنة 2007. و في سنة 2008 سجلت البحرين أعلى نسبة للدين العام على الحكومة العامة بحوالي 22.9% مقارنة بـ 23.5 في سنة 2007، كما سجلت الإمارات نسبة 15.5% مقابل 17.7 سنة 2007 ولم تسجل قطر والكويت أي دين على غرار السنوات السابقة. والجدول الموالي يوضح نسبة الدين على الحكومة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي لدول المجلس.

### جدول (03-09)

#### نسبة الدين على الحكومة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي بدول مجلس التعاون الخليجي

الوحدة: النسبة المئوية

السنة / الدولة	الإمارات	البحرين	السعودية	قطر	الكويت
2003	7.0	31.7	21.5	0.0	0.0
2004	8.3	33.3	17.7	0.0	0.0
2005	8.7	29.8	11.8	0.0	0.0
2006	13.8	26.0	8.6	0.0	0.0
2007	17.7	23.5	7.5	0.0	0.0
2008	15.5	22.9	4.6	0.0	0.0

المصدر: مستجدات التقارب، وحدة الاتحاد النقدي، العدد الأول، الربع الأول من سنة 2009، ص 08. بيانات سنة 2008 تمثل تقديرات صادرة عن وحدة الاتحاد النقدي

و يشترط هذا المعيار أن لا تتجاوز نسبة الدين على الحكومة العامة 60% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي. وقد استوفت جميع الدول الأعضاء هذا الشرط.  
ب- الدين العام على الحكومة المركزية:

أما الدين العام على الحكومة المركزية\*، فقد أشارت البيانات الصادرة عن وحدة الاتحاد النقدي إلى عدم وجود ديون على الحكومة العامة في سنة 2008 في دولة الإمارات بينما سجلت قطر والكويت في نفس السنة أدنى نسب دين على الحكومة العامة بـ 6.2% و 5.5% على التوالي مقارنة بنسبة 9.7% و 7.2% على التوالي خلال سنة 2007، كما

\*الحكومة المركزية تشمل جميع الأجهزة والمنشآت الحكومية التي تدرج ميزانيتها ضمن الميزانية العامة للدولة

تشير الإحصاءات إلى عدم وجود ديون على الحكومة المركزية خلال سنة 2008 على غرار السنوات السابقة، والجدول الموالي يوضح نسبة الدين على الحكومة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

### جدول (10-03)

#### نسبة الدين على الحكومة المركزية إلى الناتج المحلي الإجمالي بدول مجلس التعاون الخليجي

الوحدة: النسبة المئوية

السنة / الدولة	الإمارات	البحرين	السعودية	قطر	الكويت
2003	0.0	36.9	82.0	50.4	23.0
2004	0.0	34.4	65.0	34.1	17.3
2005	0.0	28.7	38.9	23.2	11.8
2006	0.0	23.4	27.6	18.0	8.6
2007	0.0	19.8	18.6	9.7	7.2
2008	0.0	14.6	13.2	8.6	5.6
2009	22.5	25.4	15.9	31.0	7.0
2010	21.0	32.0	9.9	29.5	5.7
2011	18.5	34.2	7.1	28.2	4.5
2012	18.1	39.1	3.6	28.0	3.4

المصدر: مستجدات التقارب، تقرير صادر عن وحدة الاتحاد النقدي، العدد الأول، الربع الأول 2009، ص09.

مصادر بيانات: 2008-2012 البنوك المركزية للدول الاعضاء

و بالنظر إلى أن هذا المعيار يشترط ألا تتجاوز نسبة الدين على الحكومة المركزية 70% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، فقد استوفت جميع الدول الأعضاء هذا المعيار، وبالتالي حققت الشرط المطلوب.

#### معييار سعر الصرف:

يشترط الانضمام إلى الوحدة النقدية الحفاظ على سعر صرف مستقر بالنسبة للدول الأعضاء، و في خضم مسعاها هذا تبنت جميع دول مجلس سعر صرف ثابت وغير مرن لعملاتها المحلية مع الدولار ما عدا الكويت، و في ظل التغيرات الدراماتية التي يشهدها

الدولار في الآونة الاخيرة, وضع سياسة الصرف الحالية لدول المجلس على المحك في اعتمادها بصورة كبيرة على صادراتها من الطاقة الهيدروكربونية و التي تقوم بالدولار.

لقد جنب التثبيت بالدولار الاقصاديات الخليجية الانجذاب نحو التخفيض التنافسي ( أي تخفيض سعر الصرف بصورة مصطنعة بحجة رفع القدرة التنافسية للصادرات المحلية), ورغم هذا فقد تعرض هذا النظام (ربط العملة المحلية بالدولار بسعر صرف ثابت) في الآونة الاخيرة الى ضغوط بعضها ناجم عن ضعف الدولار, و بالتالي عدم قدرة الحكومات الخليجية على التكيف مع الصدمات الاسمية و الفعلية بسبب الطبيعة المختلفة للصدمات ما بين الاقتصاد الامريكي و الاقصاديات الخليجية.

و هناك نقاشاً يدور حول مدى ملاءمة ربط عملات دول المجلس و من ثم ربط العملة الخليجية الموحدة بالدولار الأمريكي ، فانه من المناسب الإشارة إلى أن قرار المجلس الأعلى المذكور آنفا نص على ربط عملات دول المجلس بالدولار الأمريكي في المرحلة الحالية ، وترك للسلطة النقدية الخليجية المشتركة ، بعد إصدار العملة الموحدة حرية اختيار الربط المناسب لها بعملة واحدة أو اكثر أو تعويمها ، وذلك حسب ما تقتضيه متطلبات وظروف المرحلة القادمة.

و في هذا السياق سعى كل من **Iqbal & khan**<sup>1</sup> الى تقدير انظمة سعر الصرف البديلة كمرجع للسياسات بالنسبة لدول مجلس التعاون, و من بين الخيارات المطروحة ربط سعر الصرف بسلة من العملات ذات الاوزان الترجيحية, و التثبيت بسعر النفط, و النطاق الزاحف, و التعويم المدار او الحر, و بينما يتسم ربط سعر الصرف بسلة من العملات بمزايا تتضمن تقليل التقلب المحتمل في العملة المحلية, و من عيوبه انه غامض (من وجهة نظر الافراد و المستثمرين), اما التثبيت بسعر النفط فمن شأنه انتقال التغيرات الحاصلة في سعر النفط الى العملة المحلية, وقد لاحظ الباحثان انه في الماضي تم تبني نظام التثبيت الزاحف من قبل العديد من الدول التي تحولت الى سعر محدد بالسوق, وذلك من خلال اجراء تعديل يسمح لسعر الصرف بالتأرجح حول سعر الصرف المحدد و المشكلة الرئيسية في هذا النظام هو انه اذا لم تتم ادارته بصورة سليمة فسيكون عرضة للمضاربة, و بالتالي سيكون له اثار عكسية من حيث عدم الاستقرار الاقتصادي.

<sup>1</sup> Renald MacDonald & Abdulrazak Alfaris, **Currency Union and Exchange Rate Issues : lessons for the gulf states** , Dubai Economic Council, UAE ,2010. PP 83-192

أما التعويم المدار أو الحر فهو في الطرف الاخر من التثبيت, وهو بمنأى عن تدخلات السلطة النقدية بين الفينة و الاخرى, حيث يكون السوق هو المحدد لسعر الصرف, وبينما ينطوي هذا النظام على احتمالية تقلب أعلى مقارنة بالخيارات الاخرى لسعر الصرف الا انه يعزل الاقتصاد عن الصدمات الحقيقية, ويوفر الية تكيف تلقائية لاستقرار السوق.

و خلص الباحثان الى ان تبني نظام سعر صرف ملائم لدول مجلس التعاون لا بد ان يتسم بحرية أوسع حتى يؤدي دورا فاعلا في ادارة الصدمات الخارجية, وفي الوقت نفسه يدعم السياسات النقدية و المالية من جهة احتواء التضخم و تعزيز التنافسية, وبالنظر الى التجارب العالمية, ويرى كل من **MacDonald & Iqbal**<sup>1</sup> ان التحول من نظام التثبيت الحالي الى سعر الصرف المرن يجب ان يتم بصورة تدريجية و في اطار مؤسسي و سوقي سليم,

#### 6- دور العملة الخليجية الموحدة في تعزيز العلاقات الخليجية البينية:

تواجه دول مجلس التعاون الخليجي الكثير من العراقيل لقيام الاتحاد النقدي, و التي يمكن اجازها كما يلي:

- تعرضها الى تقلبات حادة في أسعار النفط بما يهدد ايراداتها النفطية و دخولها القومية بتذبذبات مستمرة و هذا في حد ذاته يشكل خطرا لان الطلب العالمي على النفط و سعره يتحدد بالأسواق العالمية.
- كما أنها تعاني من ارتفاع نسبة العمالة الوافدة و مزاحمتها العمالة الوطنية و هذا يؤثر على أجور المواطنين في سوق العمل و يؤدي الى ارتفاع نسبة البطالة.
- كما ان تباين النمو الاقتصادي ومعدلات التضخم بين دول مجلس التعاون يؤدي الى اختلاف في أسعار الصرف الحقيقية , الامر الذي يفرض اختلافا في سياسات استقرار أسعار الصرف.

الا ان عملية اصدار العملة الخليجية المشتركة يترتب عليه العديد من الاثار الايجابية, و هي كالتالي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ibid, p 83-98

<sup>2</sup> عنان احمد يوسف, المجلس النقدي الخليجي, اتحاد المصارف العربية, بيروت , العدد مارس 2010, ص7

- يعد الوصول إلى العملة الخليجية الموحدة وإقامة الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون تنويجا لما تم إنجازه من مراحل التكامل الاقتصادي وسيزيد من إيجابياتها ويقوي مكاسب الاتحاد الجمركي والسوق الخليجية المشتركة حيث سترتب على قيام هذا الاتحاد وإصدار العملة الخليجية الموحدة آثار متعددة على مختلف القطاعات الاقتصادية لاسيما التجارة البينية والسياحة والاستثمارات. وستلاحظ آثاره بشكل اكبر على قطاع الخدمات المالية والأسواق المالية والتي ستشهد نموا مضطربا وتطورات متسارعة.
- يقضي التعامل بعملة خليجية واحدة على المخاطر المتعلقة بأسعار صرف العملات الخليجية ويعمق مفهوم السوق الواحدة ، ويسهم بشكل فعال في تطوير وتكامل الأسواق المالية الخليجية خاصة سوق السندات ويساعد على تطوير أسواق الأسهم ويؤثر فيها تأثيرا ملحوظا من حيث الحجم والعمق والسيولة.
- زيادة قدرة الشركات الخليجية على الاندماج أو الاستحواذ على شركات أخرى في مختلف دول المجلس ، الأمر الذي سيكون له آثار إيجابية على صعيد الاقتصاد الكلي والكفاءة الاقتصادية .
- إن من شأن إطلاق عملة خليجية واحدة تشجيع المنافسة الإقليمية في مجال الخدمات المصرفية والمالية وجودة خدماتها ، مما ينعكس إيجابيا على عملاتها في دول المجلس ويخفض من تكاليفها ويؤدي إلى تنويع خدماتها ، وقد يؤدي كذلك إلى تشجيع الاندماج بين هذه المؤسسات على الصعيد الإقليمي للاستفادة من اقتصاديات الحجم .
- إن الآثار الإيجابية لإصدار العملة الخليجية الموحدة على القطاع المصرفي وعلى تكامل الأسواق المالية بدول المجلس ، مقرونة بآثاره الإيجابية على صعيد السياسة النقدية والسياسة المالية والالتزام بمعايير التقارب المالي ( حدود لنسب العجز في المالية العامة ونسب الدين العام ) ستعزز من الشفافية والانضباط المالي على الصعيد الإقليمي ، وتنعكس إيجابا على الاستقرار النقدي والمالي في المنطقة ، وهذه كلها عوامل مساعدة لجذب مزيد من الاستثمارات الوطنية والإقليمية والدولية إلى دول مجلس التعاون.

### خاتمة الفصل:

يعتبر 25 ماي 1981 يوم تاريخي في تاريخ العلاقات الخليجية حيث دخلت المنطقة مرحلة جديدة ترجمت تلك الروابط و الصلات الاجتماعية و الثقافية و الاقتصادية و السياسية بين دول المجلس لتجسدها و تبلورها في صيغة تعاونية متميزة معتمدة التدرج في اطار الممكن منها و اسلوبا للعمل الخليجي المشترك.

و شهدت الاعوام الاخيرة نقلة نوعية هامة , حيث دخلت في مرحلة جديدة متقدمة من التكامل و التوحد معالمها عديدة, منها الانتقال من منطقة التجارة الحرة الى اقامة الاتحاد الجمركي و تأسيس السوق الخليجية المشتركة وصولا الى مشروع العملة المشتركة.

و على الرغم من النجاحات التي حققتها دول المجلس في مسيرتها التكاملية, الا انها تواجه العديد من التحديات منها ما هو داخلي و منها ما هو خارجي , مما يفرض عليها المزيد من العمل و التنسيق فيما بينها لدفع عجلة التكامل الى أقصى صورها الا وهي اعتماد عملة مشتركة و التي تأخر الى حد الان اصدارها.

**الفصل الرابع :**

**أسواق رأس المال بدول مجلس**

**التعاون الخليجي**

## مقدمة الفصل:

أصبحت أسواق الأوراق المالية ذات أهمية متزايدة في النشاط الاقتصادي لكل من الدول النامية و المتقدمة على حد سواء و اسواق الاوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي ليست بمنأى عن هذه التطورات خاصة وان هذه الاسواق قد حققت نموا مطردا خلال الربع الاخير من القرن العشرين . وتكتسي دراسة اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي اهمية بالغة نظرا لما لدول مجلس التعاون الخليجي من وزن نسبي كبير على الصعيد العربي من حيث الاهمية الاقتصادية و حجم الاسواق المالية

شهدت الفترة 2003-2013 تطورات كبيرة في مؤشرات أسواق الاسهم الخليجية نتيجة لزيادة الاصدارات الاولية و شملت هذه التطورات زيادة في اجمالي القيمة السوقية و أحجام التداول وعدد الشركات المدرجة و معدل دوران الاسهم بالإضافة الى التطورات القانونية و التنظيمية التي تحكم نشاط هذه الاسواق.

لقد انعكست تلك التطورات في اسواق الاسهم الخليجية في ارتفاع الحجم النسبي لها بين الاسواق المالية العربية اذ بلغ الوزن النسبي لهذه الاسواق 89% من مجموع اوزان الاسواق المالية العربية سنة 2005 ويدل على التطورات المشار اليها بارتفاع اجمالي القيمة السوقية للاسهم المدرجة من 56,64 مليار دولار سنة 1994 الى اكثر من 1.1 ترليون دولار سنة 2005 بمعدل نمو 22% وقد مثلت هذه القيمة نسبة 89% من القيمة السوقية الاجمالية للأسواق المالية العربية, كما ارتفع عدد الشركات المدرجة في هذه الاسواق من 212 شركة عام 1994 الى 712 شركة بنهاية عام 2013.

ولفهم اكثر تطور وواقع اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي ارتأينا تقسيم هذا الفصل على النحو التالي :

- نشأة و تطور الاسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي
- واقع اسواق المال بدول مجلس التعاون
- دراسة قياسية

**المبحث الاول :****نشأة وتطور الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي**

تعتبر الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي أسواق حديثة النشأة ونعني بذلك الأسواق المنظمة التي يتم فيها التعامل وفقا لقواعد وأحكام وضوابط تشريعية وتنظيمية ورقابية حيث تستوجب تداول الأوراق المالية في مقصورات خاصة لها شخصياتها المعنوية وإدارتها المستقلة ووسطاء مرخص لهم بالوساطة ويمكن القول أن الأسواق الغير نظامية التي سبقت مرحلة التنظيم هي حديثة النشأة أيضا، حيث بدأت في معظم دول الخليج بعد النصف الأول من السبعينات بعد الطفرة التي حدثت في أسعار النفط , حيث بدأت عوامل توزيع النواتج المحلية على القطاعات الاقتصادية لهذه الدول تظهر نتائجها في الأرصدة النقدية لدى حكومات وأفراد هذه الدول، ولم تكن اقتصاداتها حتى أوائل الثمانينات مهيأة لاستيعاب الفوائض النقدية التي تبحت عن استثمار مما أدى إلى تسرب الأموال إلى الدول الأجنبية بدلا من استثمارها لفائدة اقتصاديات دول المجلس<sup>1</sup>.

**1- نشأة اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي:****1-1- سوق الاسهم السعودية:**

يعود تاريخ سوق الاسهم في المملكة العربية السعودية الثلاثينات من القرن الماضي عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية سنة 1934، وفي عام 1975 تم طرح اسهم شركة الاسمنت العربية وتبع ذلك تخصيص الحكومة السعودية لثلاث شركات كهرباء , ومن ثم تم تأسيس المزيد من المساهمة استجابة لحاجات التطور الاقتصادي المتنامي , اما سوق الاسهم بصفته الحالية فلم يبدأ في الظهور الا في اواخر السبعينات من القرن الماضي و نتيجة غياب التشريعات المنظمة في ذلك الوقت ظل تداول الاسهم محدودا حتى اوائل الثمانينات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الشراح رمضان علي و عبد الله سعد الله، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون، ورقة مقدمة الى مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، جامعة الملك فيصل , المملكة العربية السعودية، 13-15 فبراير 2001، ص 160  
<sup>2</sup> صالح ابراهيم، سوق الاسهم و النمو الاقتصادي علاقات الارتباط و السببية، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية جامعة الملك سعود، 2007، ص7

في سنة 1984 تم تشكيل لجنة وزارية مكونة من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة و مؤسسة النقد العربي السعودي لوضع الاطر القانونية لسوق الاسهم و مراقبة تطورات السوق ومع ذلك كان تداول الاسهم يتم من خلال البنوك التجارية فقط و التي بدورها اسست شركة لتسجيل الاسهم السعودية (SSRC), ثم تم تحديث هذا النظام بإنشاء الية للتداول وفض المنازعات في السوق المالي سنة 1989 تبع ذلك استحداث نظام الكتروني لمعلومات الاوراق المالية (ESIS) سنة 1990 الا أن النقلة النوعية التي شهدتها سوق الاسهم السعودي كانت سنة 2001 عندما تم اطلاق نظام متطور وشامل لتداول الاسهم يدعى "تداول" اضافة الى استحداث جهاز مستقل باسم هيئة سوق المال سنة 2003 لمراقبة نظام تداول و الاشراف العام على سوق الاسهم السعودية.<sup>1</sup>

### 1-2- سوق دبي المالي:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم (14) لعام 2000 , وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس من نفس السنة، وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون يقبلها السوق , وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي الى شركة مساهمة عامة برأسمال 8 مليارات درهم مقسمة الى 8 مليارات سهم وتم طرح ما نسبته 20% من رأسمال السوق أي ما يعادل 1,6 مليار سهم للاكتتاب العام ,وفي 7مارس 2007 تم ادراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في

<sup>1</sup>حسن بن ريفان الهجج, دراسة العلاقة بين اداء سوق الاسهم السعودي و المتغيرات الاقتصادية الكلية, مجلة التعاون , العدد70,السعودية 2010,ص19

المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها.<sup>1</sup>

### 1-3- سوق أبوظبي للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم ثلاثة (3) لعام 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله الحق في إنشاء مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15، ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات ، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة ، والمساهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

### 1-4- سوق البحرين للأوراق المالية:

تم انشاء سوق البحرين للأوراق المالية بصدور القانون رقم أربعة (4) لعام 1987 وصدرت اللائحة الداخلية له سنة 1988 و بدأ التداول المنظم في هذا السوق في منتصف عام 1989 وعملت الحكومة على جعل سوق البحرين سوق اقليميا في منطقة الخليج العربي فأعلن في منتصف التسعينات عن تحويله الى سوق دولية حيث بتسجيل اسهم الشركات الاقليمية والدولية , وقد نجحت في استقطاب العديد من المشروعات والبنوك بوصفها منطقة (off shore) تتيح العيديد من المزايا والاعفاءات للمشروعات المسجلة فيه , وتم ادراج عدد من من الشركات العربية و الاجنبية في السوق.<sup>2</sup>

في سنة 1999 تم تحديث العمل في السوق بإدخال نظام التداول الالكتروني والتسوية و المقاصة بإشراف احدى الشركات الكندية (EEA) كم ادخلت الحكومة تعديلات على احكام

<sup>1</sup> نظرة عامة على سوق دبي المالي, كتيب تعريفى للمستثمرين ,هيئة سوق دبي المالي على الرابط: [www.dfm.ae/default.aspx](http://www.dfm.ae/default.aspx) تاريخ الاطلاع 2011-10-20

<sup>2</sup> صلاح الين السيسى, بورصات الاوراق المالية, المرجع السابق,ص62

قانون الشركات متعلقة بالاستثمار في بورصة البحرين , فقد سمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك ما نسبته 100% من أسهم الشركات البحرينية كما تم رفع نسبة تملك المستثمرين الاجانب من 24% الى 49% في جميع الشركات المدرجة في السوق

### 1-5- سوق الدوحة للأوراق المالية:

أسست سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995، وبدأت عملها في 26 ماي 1997 , وقبل انشائها كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب وساطة غير متخصصة وغير مرخصة لممارسة هذا النوع من العمل الشيء الذي ادى الى تحديد أسعار البيع و الشراء على نحو غير عادل في ظل غياب المعلومات كما ادى ذلك الى صعوبة تسهيل الاسهم عند حاجة المستثمر الى النقد. وبدأ العمل يدويا في قاعة التداول وادارة التسويات و التقاص , ثم تم تحول نحو نظام التسجيل المركزي في اوت 1998.

بلغ عدد الشركات في سوق الدوحة عند انشائه (17) شركة مساهمة و(6) شركات وساطة بقيمة سوقية بلغت 6 مليارات دولار , وتوجد في السوق ادارة للتسجيل المركزي لتسهيل عمليات التسويات, وفي عام 1998 تم رفع نسبة مساهمة المؤسسين في شركات المساهمة من 20% الى 45% كما ارتفعت القيمة السوقية للاسهم المتداولة بنسبة 49% كما ارتفع عدد الاسهم بنسبة 30% , وقد تم تنفيذ مشروع التداول الالكتروني في 11 مارس 2002 .

أما على صعيد تطور انظمة الاستثمار ففي 3 افريل 2005 قام سوق الدوحة بفتح باب الاستثمار في الاسهم المدرجة للأجانب وذلك بتملكهم نسبة لا تزيد عن 25% , وهذا بناء على القانون رقم (2) لسنة 2005 بتعديل بعض احكام القانون رقم (13) لسنة 2000 بتنظيم استثمار رأس المال الاجنبي في النشاط الاقتصادي .

اما على صعيد التطورات التنظيمية و الهيكلية صدر القانون رقم (33) للعام 2005 الذي قضى بإنشاء هيئة قطر للأسواق المالية والتي تتولى الجانب التشريعي , و انشاء شركة سوق الدوحة للأوراق المالية التي بقي دورها تنفيذيا فيما يتعلق بتداول الاسهم ونقل ملكيتها واجراء التسويات المالية بين الوسطاء.

**1-6- سوق مسقط للأوراق المالية:**

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية ، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم (53/88) بتاريخ 21 جوان 1988, وبدأت السوق بمباشرة أعمالها في 20 ماي 1989 حيث عملت ادارة السوق على ترسيخ القواعد الاساسية للتعامل في السوق وفق اسس تعتمد على سلامة الاجراءات وتوفير المعلومات الصحيحة بشكل دائم ومستمر وعملت على تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية بشكل يعزز مصادر التمويل عن طريق نقل المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار خدمة للاقتصاد الوطني.

تميز سوق مسقط بمحاولات التطوير المستمر حيث بدأ فيه تطبيق نظام التعامل الالكتروني في الاسهم منذ عام 1998 و هو ما سيعزز من اجتذاب مستثمرين اجانب الى بورصة الاوراق المالية وسيسمح هذا النظام بالاتصال بالأسواق الخارجية الذي سيدعم الثقة لدى المستثمرين المحليين والاجانب في بورصة مسقط التي تحاول توسيع قاعدة حملة الاسهم وتحسين السيولة.<sup>1</sup>

**1-7- سوق الكويت للأوراق المالية:**

يأتي سوق الكويت المالي كأول سوق منظم في منطقة الخليج العربي , وقد اكتسب هذه الصفة سنة 1983 بعد 31 سنة من عدم التنظيم الذي انتهى بحدوث أزمة سوق المناخ , فبعد تأسيس أول شركة كويتية عام 1952 هي بنك الكويت الوطني , بدأ التفكير في اعداد الاطار التشريعي بصدور القانون التجاري رقم (15) لسنة 1960 بشأن تنظيم الاصدار و الاكتتاب في الاوراق المالية , وفي عام 1970 صدر قانون لتنظيم تداول الاوراق المالية , وفي عام 1976 تم انشاء مكتب لشعبة الاوراق المالية بالكويت , كما صدر كذلك في نفس السنة قرارا وزاريا لتنظيم التعامل بالأوراق المالية وبموجبه تشكلت اول لجنة للأوراق المالية , وفي افريل 1977 تم افتتاح اول مقر للبورصة , وبعد أزمة المناخ سنة 1982 و بغية تنظيم السوق بشكل افضل, تم اصدار مرسوم اميري في 14 اوت 1983 بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية<sup>2</sup> ليكون اول سوق منظم في الخليج العربي

<sup>1</sup> المرجع السابق, ص 64-65<sup>2</sup> ياسر محمد و سيد ابراهيم عبد الفضيل, الافاق المستقبلية لأداء أسواق المال العربية في ظل العولمة الاقتصادية , ورقة مقدمة لمؤتمر اسواق الاوراق المالية و البورصات , المؤتمر العلمي الخامس عشر , جامعة الامارات العربية المتحدة, 6-8 مارس 2007, ص 265

## 2- مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي:

سوف يستعرض هذا الجزء من الدراسة أبرز المؤشرات لتطور التداول في أسهم الشركات في أسواق الأسهم الخليجية وهي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل سوق، وعدد شركات المساهمة المدرجة في كل سوق، ومعدل دوران الأسهم لكل سوق، وحجم التداول السنوي (بالقيمة، عدد الأسهم) في كل سوق، واعتماد هذه المؤشرات كمعايير للمقارنة بين تلك الأسواق.

### 2-1- تطور رأس المال (القيمة السوقية) :

تطور إجمالي رأسمال الأسواق الخليجية منذ عام 1994م، و سينصب تركيزنا على تحليل تطور مؤشرات التداول في هذه الأسواق للفترة 2003-2013، لقد اتسمت القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي بالاتجاه العام المتصاعد بسرعة خلال هذه الفترة، وتعتبر هذه الفترة مرحلة نمو متسارع لنشاط الأسواق متأثرة بزيادة الطلب على تداول الأسهم بما يعكس سلوك المضاربة أكثر من سلوك الاستثمار. ويوضح الجدول (4-1) تطور القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2003-2013، ويتضح منه أن القيمة السوقية لكل الأسواق في عام 2006م انخفضت باستثناء سوقي البحرين ومسقط، لتعود لتحسن سنة 2007، إلا انها تعود للانخفاض بنهاية سنة 2008 متأثرة بالأزمة المالية العالمية وأدى ذلك إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم الخليجية إلى 72,79% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية بعدما كانت 79,12% بنهاية سنة 2007.

و يلاحظ أن القيمة السوقية لأسواق الأسهم الخليجية شهدت تذبذبا خلال الفترة 2009 - 2012 وذلك يعود الى تداعيات الازمة المالية العالمية الا انه بحلول سنة 2013 بدأت الاسواق تتعافى حيث شهدت معظم الاسواق ارتفاعا في قيمتها السوقية .

## الجدول (01-04)

القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة  
2003-2013م، (مليار دولار)

السوق	السعودي	دبي و أبوظبي	الكويتي	الدوحة	البحرين	مسقط	مجموع GCC
2003	157.3	39.6	61.5	26.7	9.7	6.6	301.4
2004	305.9	82.3	75.2	40.4	13.5	7.6	524.9
2005	646,1	231.4	123,29	87,1	17,4	12,06	1,117.35
2006	326,9	167,5	106,0	60,9	21,1	13,03	695.43
2007	518.98	259.2	135 .4	95.5	27.0	23.1	1,059.18
2008	446.34	132.0	70.2	76.6	19.9	15.1	760.14
2009	318.8	135.9	93.8	87.9	16.3	23.1	675.8
2010	353.4	104.8	113.88	123.6	19.9	21.7	737.28
2011	338.9	93.6	100.9	125.6	16.5	19.6	695.1
2012	373.4	103.2	100.0	126.3	16.0	22.2	741.1
2013	465.2	172.7	105.1	152.5	18.7	24.5	938.7

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

وقد شكّلت القيمة السوقية للأسهم السعودية (52%) من إجمالي القيمة السوقية للأسواق الخليجية مجتمعة خلال الفترة 2000-2006م، إذ ارتفعت نسب القيمة السوقية في السوق السعودي من 54,1% عام 2001 إلى 57,4% عام 2004 وتراجعت في نهاية عام 2006 إلى 47%.

كما يبين الجدول (01-04) أن القيمة السوقية للأسهم في سوقي الإمارات العربية المتحدة (سوق أبوظبي وسوق دبي) مثلت بالمتوسط خلال الفترة نفسها نسبة 17,6%، وارتفعت نسبة القيمة السوقية في هذين السوقين من 22% عام 2000م إلى 24% في نهاية عام 2006.

وأتى السوق الكويتي المالي في المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية بنسبة متوسطة (16,5%) خلال الفترة المذكورة، وقد ارتفعت نسبة مساهمة السوق الكويتي في إجمالي القيمة السوقية للأسواق الخليجية من 16% عام 2000م إلى 19,5% عام 2003م، ثم تراجعت 15,2% في نهاية عام 2006م.

أما بالنسبة لسوق الدوحة، فقد بلغت نسبة مساهمته في القيمة السوقية الإجمالية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي بالمتوسط 7% إرتفعت من 4,2% عام 2000م إلى 8,8% في نهاية عام 2006م.

وأنت مساهمة سوق البحرين في القيمة السوقية الإجمالية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي نسبة متوسطة 4% خلال الفترة 2000-2006م، ويلاحظ على نسبة مساهمة السوق أنها انخفضت تدريجياً من 5,3% عام 2000م إلى 3% في نهاية عام 2006م، ويرجع ذلك إلى تزايد الأهمية النسبية للأسواق الأخرى في القيمة السوقية الإجمالية.

وأخيراً سوق مسقط للأوراق المالية بلغت نسبة المساهمة فيها بالمتوسط 2,5% خلال فترة الدراسة، ويلاحظ أن هذا السوق هو أقل الأسواق الخليجية من حيث القيمة السوقية، إضافة إلى ذلك فقد اتسمت القيمة السوقية فيها بالتذبذب، فارتفعت من 2,8% عام 2000م إلى 3,2% عام 2002م، ثم تراجعت إلى 1,1% عام 2005م، ثم ارتفعت إلى 1,9% في نهاية عام 2006م.

والجدير ذكره أن عام 2006م انهارت فيه الأسواق وتراجعت القيمة السوقية في جميع الأسواق الخليجية، بينما ارتفعت نسبة المساهمة في القيمة السوقية الإجمالية مقارنة بالأعوام السابقة، باستثناء سوق الأسهم السعودي وهو أكبر الأسواق العربية فقد تراجعت فيه القيمة السوقية وكذلك نسبتها من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق الخليجية مجتمعة.

## 2-2- عدد الشركات المدرجة:

يبين عدد الشركات المدرجة مدى تركيز التداول أو اتساع سوق الأوراق المالية من حيث عدد أسهم الشركات التي يمكن تداولها،

ويظهر الجدول (04-02) عدد الشركات المدرجة في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2003-2013، حيث ارتفع العدد الإجمالي للشركات المدرجة من 291 شركة عام 2003م إلى 712 شركة في نهاية عام 2013.

## الجدول(04-02)

عدد الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة

2003-2013م.

السوق	السعودي	دبي و أبوظبي	الكويتي	الدوحة	البحرين	مسقط	مجموع GCC
2003	62	31	66	21	24	87	291
2004	62	31	65	21	25	86	290
2005	77	89	156	30	47	125	526
2006	86	106	180	36	50	121	579
2007	111	119	196	40	51	125	642
2008	126	130	204	43	51	122	676
2009	135	134	205	44	49	120	687
2010	146	129	214	43	49	119	700
2011	150	129	216	42	49	130	716
2012	158	123	219	42	47	130	719
2013	161	121	210	42	47	131	712

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

وفي عام 2002م ارتفع العدد الإجمالي للشركات في أسواق الخليج مدعوماً بارتفاع عدد الشركات في سوق مسقط بعدد 44 شركة، بينما يلاحظ أن سوق الأسهم السعودي وسوقي الإمارات تراجع فيها أعداد الشركات في العام نفسه، وقد ارتفع متوسط نسبة عدد الشركات الخليجية إلى 22,1% من العدد الإجمالي للشركات المدرجة في الأسواق العربية.

أما بالنسبة للفترة 2003-2006م، فقد تزايد العدد الإجمالي للشركات في أسواق الأسهم الخليجية نتيجة لتزايد أعداد الشركات في كل الأسواق ما عدا سوق مسقط الذي تراجع فيه عدد الشركات بعدد 18 شركة عام 2004م و4 شركات في عام 2006م، ويلاحظ أن عدد الشركات في سوق مسقط قد تذبذب من سنة إلى أخرى خاصة حالات الانخفاض الكبير في أعداد الشركات.

أخيراً في عام 2013 احتل سوق الكويت المالي المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المدرجة، حيث بلغ عددها 210 شركة مثلت نسبة 29,5% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق الأسهم الخليجية.

وفي المرتبة الثانية كان سوق السعودية المالي إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 161 شركة وبنسبة 22,6%، ثم أتى سوق مسقط في المرتبة الثالثة حيث بلغ عدد الشركات المدرجة

فيه 131 شركة وبنسبة 18,4% تقريباً، ثم أتى سوقي الإمارات بالمرتبة الرابعة إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيهما 121 شركة بنسبة 17%، ثم أتى كل من سوقي البحرين وقطر في المرتبتين الخامسة والسادسة إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيهما 47، 42 وبنسبة 6,6%، 5,8% على التوالي.

### 2-3- أبحام التداول The value of traded

يبين حجم التداول كمية الأسهم المتداولة في الأسواق المالية خلال فترة زمنية، وسيتم في هذا الجزء من الدراسة تحليل أبحام التداول بالقيمة (بالدولار الأمريكي من واقع بيانات قاعدة أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي) وذلك في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي الستة، وكذلك سننتاول بالتحليل عدد الأسهم في هذه الأسواق، بالإضافة إلى أننا سنقوم بحساب معدل الدوران للأسهم في كل سوق وإجراء المقارنة التحليلية بين الأسواق.

### 2-3-1- قيمة الأسهم المتداولة The value of traded shares

يبين الجدول (03-04) مدى التطور الذي طرأ على أبحام التداول في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي، حيث ارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة من 220,6 مليار دولار عام 2003م وبنسبة 95,8% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية إلى 492,3 مليار دولار عام 2013 وبنسبة 94,5% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية، وبيّن الجدول أن حجم التداول كان قد ارتفع عام 2004 إلى 551,8 مليار دولار بنسبة 97,1% من إجمالي حجم التداول في الأسواق المالية العربية، ثم بدأت نسبة أبحام التداول في التراجع إلى بلغت ادنى مستوى لها وهو 81,4% سنة 2010 ثم بدأت في الارتفاع بنهاية 2011 ,

لقد مثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي بالمتوسط نسبة 75.4% من مجموع أبحام التداول في الأسواق الخليجية، ومثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الكويت المالي نسبة 11.04%، وفي الترتيب الثالث أتت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الإمارات بنسبة 8.72%، ثم أتت قيمة التداول في سوق الدوحة بنسبة 3.6%، أما نسبة مساهمة سوقي البحرين ومسقط فلم تتجاوز الواحد الصحيح إذ بلغتنا 0,09% و 0,68% على التوالي.

وفي سوق الكويت المالي بلغت قيمة الأسهم المتداولة 11,7 مليار دولار في نهاية عام 2001 بنسبة %34 من إجمالي قيمة الأسهم في الأسواق الخليجية، وارتفعت إلى 97,3 مليار دولار عام 2005، وانخفضت نسبتها إلى %7,1 في عام 2005، ثم انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في هذا السوق إلى 59,6 مليار دولار عام 2006، وانخفضت نسبة المساهمة إلى %3,7 فقط بسبب النشاط الكبير الذي شهده سوقا الإمارات في عامي 2005 و 2006، والذي أدى إلى ارتفاع نسبة مساهمتها إلى %10,1 و %7,1 على التوالي كما يوضح ذلك الجدول (03-04).

ويلاحظ أن سوقي السعودية والكويت يمثلان نسبة %86.44 من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق السعودي من 159 مليار دولار بنسبة مساهمة %72.1 عام 2003 إلى 1,4 ترليون دولار بنسبة %87,6 عام 2006. لتتخفص الى 361,8 مليار دولار بنسبة مساهمة %73,5 بنهاية سنة 2013,

أما سوقا البحرين ومسقط، فقد كانت مساهمتهما منخفضة في إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، إذ لم تزد نسبهما خلال الفترة كلها باستثناء عامي 2007 و 2013 بالنسبة لسوق مسقط.

الجدول(04- 03 ) أحجام التداول ومعدل دوران الأسهم في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2003-2013م

السوق		السعودي				دبي و أبو ظبي				الكويتي		السنة
معدل الدوران	عدد الأسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الأسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الأسهم (م سهم)	حجم التداول		
		% من GCC	مليون دولار			% من GCC	مليون دولار			% من GCC	مليون دولار	
91,74	49,563.0	24.8	55.1	10,5	561.4	0.94	2.0	101,11	5565	72.1	159.1	2003
70,42	33,543.7	9.4	51.8	47,16	6,069.3	3.3	18.2	154,43	10298	85.7	473.0	2004
78,53	52201	7.1	97.6	120,02	33,859	10.1	140.6	170,80	12281	80.4	1.103.7	2005
56,3	37658	3.7	59.2	124,8	50940	7.1	120.4	249,2	54440	87.6	1.402.8	2006
100.0	70432	13.5	135.5	58.2	157.318	15.1	151.0	28.4	14132	68.2	682.1	2007
184.5	80923	15	129.7	110.8	126.343	16.8	146.3	117.2	58831	60.7	523.1	2008
80.5	106338	14	75.5	49.8	152.363	12.6	67.8	105.7	56739	62.6	337	2009
39.0	74691	15.6	44.4	27.0	55953	9.7	28.3	54.4	31555	67.7	192.4	2010
21.6	38343	6.3	21.8	16.7	41694	4.4	15.7	84.6	47640	82.6	286.9	2011
25.9	84243	4.5	25.9	18.7	56901	3.4	19.4	134.4	83653	88.4	501.4	2012
35.8	124534	7.6	37.7	35.5	167728	12.5	61.4	78.4	51916	73.5	361.8	2013
	68 ,4	11.04			77 ,24	8.72			38822	75.4		

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

تابع للجدول (03-04)

مسقط				البحرين				الدوحة				السنة
معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		
		GCC %	مليار دولار			GCC %	مليار دولار			GCC %	مليار دولار	
18,41	315.2	0.6	1.5	2,69	405.6	0.11	0.3	12,06	190.0	1.5	3.2	2003
21,31	345.4	0.4	1.9	3,43	335.8	0.08	0.5	15,69	316.6	1.5	6.4	2004
27,53	452	0.24	3.6	4,10	458	0.05	0.70	32,42	1033	2.1	28.3	2005
17,00	922	0.14	2.3	6,6	728	0.09	1.30	33,8	2428	1.3	20.5	2006
22.5	2989	0.52	5.2	4	851	0.11	1.10	31.3	3411	3	29.9	2007
57.4	4199	1.01	8.7	10.5	1.675.9	0.24	2.10	62.9	3894	5.6	48.2	2008
25.0	6061	1.1	5.8	2.9	861	0.09	0.48	28.8	3450	4.7	25.5	2009
15.2	2990	1.16	3.3	1.4	610	0.10	0.29	29	2094	6.5	18.4	2010
12.7	2341	0.71	2.5	1.4	486	0.07	0.24	18.2	2302	6.6	22.9	2011
12.1	4247	0.47	2.7	1.5	561	0.04	0.25	12.65	1760	2.7	15.6	2012
23.2	8033	1.15	5.7	2.8	1.791.6	0.01	0.54	13.5	1937	4.1	20.6	2013
	2,9	0.68			796.7	0.09			2,07	3.6		المتوسط

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

تابع جدول (03-04)

عدد الاسهم (مليون سهم)			حجم التداول (قيمة الاسهم المتداولة - مليون دولار)			السنة
GCC% من الاسواق العربية	مجموع اسواق GCC	مجموع الاسواق العربية	GCC% من الاسواق العربية	مجموع اسواق GCC	مجموع الاسواق العربية	
89.2	56534	63388	95.8	220627	230417	2003
88.5	50897	57528	97.1	551782	568288	2004
90.5	180284	110847	95.6	1371966	1435412	2005
87.0	146646	168582	95.0	1600685	1684998	2006
90.6	292631	323019	90.3	1.000433	1.108070	2007
90.6	275865	304582	86.4	861983	997874	2008
88.0	320725	364338	82.4	538513	653458	2009
82.4	165541	200757	81.4	284182	348944	2010
85.9	131128	152496	91.5	347499	379897	2011
75.1	231702	308188	92.6	567299	612287	2012
92.2	366760	397471	94.5	492392	521064	2013

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

**2-3-2- عدد الأسهم المتداولة Number of traded shares**

يظهر الجدول رقم (03-04) مدى التطور في حجم التداول في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي معبراً عنه بعدد الأسهم المتداولة، وذلك خلال الفترة 2003-2013م ، حيث توضح الأعمدة الثلاثة الأخيرة من الجدول أن مجموع عدد الأسهم المتداولة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي ارتفع من 56,5 مليار سهم بنهاية عام 2003 ونسبتها 89,2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية، إلى 366,7 مليار سهم في نهاية عام 2013 ونسبتها 92,2% أي أن عدد الأسهم المتداولة في هذه الأسواق تزايد بأكثر من ستة أضعاف خلال هذه الفترة، ورغم هذا الارتفاع الهائل في عدد الأسهم المتداولة إلا أن نسبتها من العدد الكلي للأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية تراجعت إلى 87% في عام 2006، بعد أن بلغت 90,5% في نهاية عام 2005، وذلك نتيجة لانحسار نشاط التداول في الأسواق بعد تراجع الأسواق الذي بدأ الشهر الثاني من عام 2006م. كما ان سنة 2012 شهدت ادنى نسبة اذ بلغت 75,1%،

يلاحظ من الجدول أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي ارتفع من 5,5 مليار سهم عام 2003 إلى 51,9 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع الأسهم المتداولة خلال الفترة 427 مليار سهم بمتوسط 38,8 مليار سهم سنوياً.

وفي سوقي الإمارات العربية المتحدة (أو ظبي، دبي)، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 561,4 مليون سهم في نهاية عام 2003 إلى 167,7 مليار سهم في نهاية عام 2013 وبلغ مجموع عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة المذكورة 849,9 مليار سهم بمعدل 77,2 مليار سهم سنوياً.

أما في سوق الكويت للأوراق المالية، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 49,5 مليار سهم عام 2013 إلى 124,5 مليار سهم في نهاية عام 2013، وخلال الفترة 2003-2013، بلغ مجموع الأسهم المتداولة 752,4 مليار سهم بمعدل سنوي 68,4 مليار سهم، ويدل ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت على التداول النشط الذي امتاز به هذا السوق خلال الفترة المذكورة.

وبالنسبة لسوق الدوحة للأوراق المالية، يبين الجدول رقم (04-03) أن عدد الأسهم المتداولة ارتفع من 190 مليون سهم في نهاية عام 2003 إلى 1,9 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة 22,8 مليار سهم بمعدل سنوي 2,07 مليار سهم.

أما في سوق البحرين المالي، فقد تم تداول 405.6 مليون سهم في نهاية عام 2003، وارتفع عدد الأسهم المتداولة في هذا السوق إلى 1,7 مليار سهم في نهاية عام 2013 وبلغ مجموع ما تم تداوله من أسهم خلال الفترة المذكورة 8,7 مليار سهم، بمعدل سنوي 796 مليون سهم.

وأخيراً في سوق مسقط للأوراق المالية، بلغ عدد الأسهم المتداولة 315,2 مليون سهم في عام 2003 وارتفع إلى 8 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع ما تم تداوله من أسهم خلال الفترة المذكورة 31,9 مليار سهم وبمتوسط سنوي 2,9 مليار سهم.

## 2-4- الأهمية النسبية لأسواق الاسهم الخليجية في المؤشر المركب لصندوق النقد

### العربي:

بلغ الوزن النسبي لأسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة الممتدة من 2003-2013 نسبة فاقت 83% من مجموع أوزان أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.

يوضح الجدول (04-04) أن الوزن النسبي لهذه الاسواق قد ارتفع من 86.4% سنة 2003 الى 89,4% سنة 2005 ثم انخفض الى 84,27% في نهاية سنة 2006 بعد التراجع في القيمة السوقية لأسهم الشركات الذي حدث في اسواق كل من السعودية والامارات و الكويت و قطر اثر أزمة انهيار الاسواق الخليجية كلها، و استمر هذا التراجع ليبلغ ادنى مستوى له سنة 2008 نتيجة الازمة المالية العالمية التي اجتاحت العالم اذ بلغ الوزن النسبي لهذه الاسواق ما نسبته 76,8%, ثم اخذ بالارتفاع ليبلغ اعلى قيمة له 87,25% سنة 2013 نتيجة التعافي من آثار الازمة المالية العالمية و ارتفاع القيمة السوقية لهذه الاسواق،



الجدول (04-04) أوزان الاسواق الخليجية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي

دبي و أبو ظبي			الكويتي			السعودي			السوق
الوزن النسبي	القيمة السوقية (م دولار)	عدد الشركات المدرجة	الوزن النسبي	القيمة السوقية (م دولار)	عدد الشركات المدرجة	الوزن النسبي	القيمة السوقية (م دولار)	عدد الشركات المدرجة	السنة
14.3	36281	31	19.9	50694	66	38.5	98521	62	2003
15.5	68582	31	12.2	53650	65	44.7	197175	62	2004
16,1	133014	31	9,9	81455	65	52,2	431526	62	2005
14,0	82255	39	13,8	81455	65	44,2	259748	62	2006
16,27	133594	39	10,0	89452	65	43,54	357306	62	2007
14.52	61696.1	39	12.57	53400.1	65	34.33	145822	62	2008
14,87	61696,1	39	12,87	53400,1	65	35,15	145822	62	2009
13.64	98480	64	8.8	63,512.64	87	41.95	302,924.92	79	2010
13,33	84326,557	64	8,42	53268,683	87	45,11	285330,074	79	2011
14,29	93025,344	64	8,57	55791,146	87	45,50	296155,111	79	2012
19,4	162,514.327	64	11,13	93,268 .812	83	42,59	356,829.224	79	2013
15,11			11,65			42,52			المتوسط

المصدر : صندوق النقد العربي, قاعدة بيانات أسواق الاوراق المالية العربية , النشرات الفصلية للاعوام 2003-2013

الجدول (04-04) أوزان الاسواق الخليجية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي

مجموع الأوزان نسبية أسواق خليجية	مسقط			البحرين			الدوحة			السوق
	الوزن النسبي	القيمة السوقية (م دولار)	عدد الشركات المدرجة	الوزن النسبي	القيمة السوقية (م دولار)	عدد الشركات المدرجة	الوزن النسبي	القيمة السوقية (م دولار)	عدد الشركات المدرجة	السنة
86.4	1.8	4662	87	2.7	6793	24	9.2	24510	21	2003
84.6	1.3	5631	86	2.3	10297	25	8.7	38363	21	2004
89,4	0,9	7246	83	1,7	13720	26	8,8	72473	21	2005
84,3	1,5	8937	74	2,5	14372	26	8,3	48811	23	2006
80.63	0,97	7980	74	1,96	16083	25	7,89	64743	23	2007
76.8	1.09	4634.0	75	2.43	10338.5	25	11.86	50369.1	23	2008
78.64	1,12	4634	75	2,49	10338,5	25	12,14	50369,1	23	2009
80.13	2.46	17769.8	112	1.47	10493.16	25	11.81	85316.6	34	2010
83.27	2,32	14669,883	112	1,16	7345,949	24	12,93	81801,659	34	2011
83.77	2,17	14097,906	112	1,10	7150,060	24	12,14	79041,890	34	2012
87,25	2,38	19,963.042	104	0,95	7,923.146	24	10,80	90,519.211	34	2013
83,19	1,63			1,88			10,41			المتوسط

المصدر : صندوق النقد العربي, قاعدة بيانات أسواق الاوراق المالية العربية , النشرات الفصلية للاعوام 2003-2013

يلاحظ بوضوح من خلال الجدول (04-04) أن سوق الاسهم السعودي هو اكبر الاسواق العربية وزنا، حيث بلغ وزنه النسبي بالمتوسط (42,52%) من قيمة مؤشر صندوق النقد العربي خلال الفترة 2003-2013 كما ان عدد الشركات المساهمة و التي تمثله و المدرجة في مؤشر الصندوق قد ارتفع من 62 شركة عام 2003 بقيمة سوقية 98,521 مليون دولار و بوزن نسبي فاق 38,5% من قيمة المؤشر الى 62 شركة عام 2005 بقيمة سوقية بلغت 431,526 مليون دولار ليرتفع الوزن النسبي لهذا السوق الى 52,2% و التي تعتبر اعلى قيمة بلغها هذا السوق خلال الفترة 2003-2013

و بقي عدد الشركات السعودية المدرجة في المؤشر 62 شركة الى غاية سنة 2009 التي شهدت انخفاض في القيمة السوقية للشركات المدرجة الى 145,822 مليون دولار نتيجة تداعيات الازمة المالية العالمية التي شهدتها سنة 2008 مما انعكس على الوزن النسبي لسوق الاسهم السعودي الذي انخفض الى 35,15% ,

وشهدت الفترة 2010-2013 ارتفاع في عدد الشركات السعودية المدرجة في المؤشر و ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة الى اعلى مستوى لها سنة 2013 لتبلغ 356 مليار دولار نتيجة تعافي السوق السعودي من آثار الازمة المالية العالمية لينعكس ايجابا في ارتفاع الوزن النسبي لسوق الاسهم السعودي الى 42,59% ,

بالنسبة لسوقي الامارات ( أبو ظبي و دبي ) فقد جاء متوسط الوزن النسبي لهما و البالغ (15,11) في المرتبة الثانية من بين الاسواق المالية العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي خلال الفترة (2003-2013) , ويلاحظ من خلال الجدول (4-4) أن عدد الشركات الاماراتية المدرجة في المؤشر ارتفع من 31 شركة سنة 2003 بقيمة سوقية 36,281 مليون دولار الى 64 شركة سنة 2013 بقيمة سوقية 162 مليار دولار، اما الوزن النسبي لهذا السوق فقد ارتفع من 14,3% سنة 2003 الى 19,4% في نهاية سنة 2013،

اما بالنسبة لسوق الكويت فقد جاء متوسط وزنه النسبي و البالغ 11,65% بالمرتبة الثالثة في مؤشر صندوق النقد العربي خلال الفترة 2003-2013 , و يلاحظ أن الوزن النسبي لهذا السوق قد تراجع من 19,9% سنة 2003 الى 11,13% سنة 2013 أما عدد

الشركات المدرجة في المؤشر فقد ارتفع من 66 شركة سنة 2003 بقيمة سوقية 50,694 مليون دولار الى 83 شركة بقيمة سوقية بلغت 93 مليار دولار بنهاية سنة 2013, الجدير بالذكر ان الاسواق المالية الثلاث ( السعودية, الامارات, الكويت ) تمثل في مجموعها أكثر من 70% من الاوزان النسبية للأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي, أما باقي الاسواق الخليجية ( قطر, البحرين, عمان ) فنقل الاهمية النسبية لها حيث بلغت متوسطات أوزانها النسبية ( 1,63 , 1,88 , 10,41 ) على التوالي خلال الفترة 2003-2013 ,

و من المناسب ملاحظة أن عدد الشركات المدرجة في المؤشر التي تمثل سوق مسقط هو الاعلى عربيا حيث بلغ 87 شركة سنة 2003 و ارتفع الى 104 سنة 2013 لكن القيمة القيمة السوقية لهذه الشركات هي الادنى خليجيا و عربيا,

**المبحث الثاني:****واقع اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي**

بما ان الاستثمار في الاوراق المالية هو احد اهم ادوات الاستثمار غير المباشر في الاقتصاد الحديث, و تتزايد اهمية بورصات الاوراق المالية في العالم اجمع يوما بعد يوم نتيجة زيادة الاتجاه الى تحرير الاسواق و الاعتماد على القطاع الخاص في قيادة مسيرة التنمية, و في هذا الصدد بدأت البورصات العربية و الخليجية على وجه الخصوص في تطوير نفسها استجابة لهذه التغيرات, وتشارك غالبية البورصات العربية في بعض الميزات على الرغم من تباينها فيما يتعلق ببعض المؤشرات.

**1- خصائص أسواق المال الخليجية:**

إن رصد الوضع الراهن للأسواق الثانوية أو البورصات العربية و بالتحديد في دول مجلس التعاون الخليجي يوضح وجود عدة خصائص أساسية تتميز بها هاته الأسواق يمكن إيجازها كما يلي:<sup>1</sup>

**1- ضالة حجم السوق:**

تختلف الأسواق الثانوية العربية فيما بينها من حيث حجم الصفقات فيها ونشاط التداول وان تميزت جميعها بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة إلا أن أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بتداول نشط نوعا ما في أسهم الشركات وبتضاؤل الأهمية النسبية لتداول الصكوك وسندات القروض فيها, وتختلف الأسباب وراء هاتين الظاهرتين (النشاط و التباطؤ) في الدول العربية, فبالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي تتمتع بتوفر فائض القدرة على التمويل وتحقق مدخرات فردية مرتفعة نتيجة لارتفاع أسعار النفط اذ لم تجد هذه المدخرات منفذا للاستثمار والمضاربة إلا في الأسهم هذا إلى جانب الإصلاحات التنظيمية التي صاحبت أسواق هذه الدول في السنوات الأخيرة وتهيئة الأطر القانونية و التنظيمية المناسبة واتباع سياسة تشجيع الاستثمارات الأجنبية.

من ناحية أخرى فان سيادة نمط الشركات العائلية المغلق واحتفاظ المساهمين بما في حوزتهم من أسهم واعدة دون عرضها للتداول, كل ذلك من الممكن أن يكون وراء ظاهرة ضيق نطاق

<sup>1</sup> إبراهيم اونور, خصائص أسواق الأسهم العربية, جسر التنمية, العدد 80, المعهد العربي للتخطيط, الكويت, 2009, ص 3-6

السوق وركود حركة التداول فيه، وتتميز أسواق الأسهم العربية عموماً بضيق نطاق السوق من حيث انخفاض العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة وانخفاض الطلب المتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء، إذ أن متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية كما هو موضح في الجدول حوالي 97 شركة ويعتبر هذا العدد منخفض مقارنة بالأسواق الناشئة و المتقدمة إذ يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة إلى حوالي 300 شركة و الأسواق المتقدمة إلى حوالي 700 شركة.

كما تتسم البورصات الخليجية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي للشركات المدرجة باستثناء السوق السعودي الذي يعتبر من الأسواق الخليجية والعربية عموماً حيث يصل متوسط حجم الشركة الواحدة حوالي ثلاثة مليارات دولار أمريكي، كما يغلب على معظم الأسواق الخليجية انخفاض مؤشر نشاط السوق الذي يقاس بمعدل حجم الأسهم المتداولة منسوبة إلى مجموع الأسهم المدرجة في السوق (مؤشر دوران السهم) إذ لا تتجاوز هذه النسبة الأسواق الخليجية والعربية على العموم 25% بينما تصل هذه النسبة في الأسواق الناشئة الآسيوية إلى حوالي 75%.

أما من ناحية الطلب فانه من أهم أسباب انخفاضه في البورصات الخليجية يرجع إلى ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في هذه البورصات، إذ ان دور المؤسسات لا يتعدى 30% من حجم التعامل مقابل 70% للأفراد، بينما تصل مساهمة المؤسسات في الاسواق المتقدمة الى حوالي 70% من حجم التعامل ويرى البعض أن حجم السوق وصغر متوسط رأس المال للشركات المدرجة في البورصة تنجم عنهما زيادة تقلبات الأسعار غير المبررة خاصة في ظل ضعف الرقابة و النقص في الإفصاح مع انخفاض دور المستثمر المؤسسي في أنشطة التداول.

وفي ما يتعلق بتصنيف المتداولين في بعض الأسواق الخليجية فان أرقام الجدول (04-05) تبين أن السوق السعودي هو الأبرز من حيث ضالة دور المستثمر المؤسسي فيه إذ لا تتعدى نسبته 12% من إجمالي أنشطة التداول وبالنسبة لبقية الأسواق المالية الخليجية فان هذه النسبة لا تزيد عن 37% .

## جدول (04-05)

## تصنيف المتداولين في الأسواق المالية الخليجية

	مؤسسات		أفراد		
	بيع	شراء	بيع	شراء	
الكويت %	44.4	35.3	55.6	64.7	
السعودية %	12	11.1	88	88.9	
دبي %	27.6	36.2	72.4	63.8	
قطر %	21.2	37.6	78.8	62.4	

المصدر : المواقع الالكترونية لأسواق الأسهم , أوت 2008

## ب- ارتفاع درجة تركيز التداول (Concentration) :

تعاني معظم البورصات الخليجية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية, الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق المالي وهذا ما يبينه الجدول (04-06), ويعود السبب إلى ضيق حجم الاقتصاديات الخليجية وتركزها في قطاعات معينة.

## جدول (04-06)

## نسبة التداول الأعلى ست شركات

الدولة	نسبة التركيز
السعودية	64
سلطنة عمان	50
الكويت	52
سوق دبي	76
سوق ابوظبي	78

المصدر : المواقع الالكترونية للأسواق 2008

## ج- ضعف فرص التنوع:

تتسم أسواق الأسهم العربية عموماً و الأسواق الخليجية على وجه الخصوص بضعف فرص التنوع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلّة الأسهم الواعدة , إضافة إلى نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها التي تنحصر فقط في الأسهم العادية دون وجود بدائل أخرى كالصكوك و السندات و المشتقات المالية الأمر الذي من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر

منخفضة، علما بان تنويع الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية يعتبر من أنجع الوسائل لتقليل المخاطر، حيث إن من أهم أسباب ارتفاع المخاطر في الأسواق الخليجية والعربية على وجه العموم هو عدم وجود أدوات مالية لدرء الخطر هذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المؤسسي حيث يلاحظ في اغب هذه الأسواق قطاع البنوك والاتصالات يسيطران على حجم التداول.

#### د-التقلبات الشديدة في الأسعار (Volatility) :

توجد عدة عوامل تتحكم في حركة سير أسعار الأسهم في أسواق الأسهم العربية وعلى وجه الخصوص أسواق مجلس التعاون الخليجي التي تمثل حوالي 75% من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية في سنة 2008، يؤكد<sup>1</sup> (Onour 2009) على وجد تكامل مشترك (Co-intégration) بين أسعار أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة وأسواق دول شمال إفريقيا المتمثلة في مصر وتونس والغرب من جهة أخرى الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستجدات الإقليمية على أداء هذه الأسواق إضافة إلى ارتباط أداء أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط أما في المدى القريب (الأداء اليومي و الأسبوعي) فان سير الأسعار يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة، وعموما فان تقلبات الأسعار الحادة في أسواق دول مجلس التعاون تمثل مصدر قلق إذ يتصدر السوق السعودي الأسواق الخليجية والعربية من حيث حدة تقلبات الأسعار ثم يليه سوق دبي المالي ثم سوق الكويت المالي كما يظهره الجدول (04-07)، وبناء على ذلك فانه يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة أسعار أسواق المال الخليجية كما يلي:<sup>2</sup>

- تركيز التداول في أسهم محدودة مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات فحسب (Onour 2008) هناك تأثير للشائعات والمعلومات غير الحقيقية بنسبة 85% على حركة الأسعار في أسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليجي، الذي ينجم عنه عدم فاعلية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة.

<sup>1</sup> Brahim Onour, *Volatility Transmission Across GCC Stock Markets*, Journal of Development and Economic policies, Volume 11-No1-Kuwait, 2009,p50-56

<sup>2</sup> ابراهيم اونور، المرجع السابق، ص 7-8

- اعتماد معظم الشركات على التمويل الخارجي المتمثل في القروض وإصدار مزيد من الأسهم عوضاً عن استعمال المصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة، هذا النوع من التمويل يسمى بالرفع المالي الذي من شأنه يزيد من حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.
- ضعف الإطار الرقابي و التنظيمي لبعض الأسواق الأمر الذي ينجم عنه عدم استقرار السوق عموماً، ولهذا السبب فإنه يتعين وجود جهاز رقابي فاعل لمراقبة مثل هذه الأنشطة واتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص التجاوزات التي تحصل من فترة إلى أخرى.
- ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق، حيث أن ارتفاع نسبة مساهمته فيها يقلل من تأثيرات العوامل غير أساسية في تسعير الأسهم، لكون إتباع المستثمر المؤسسي لمنهجية علمية عند اتخاذه لقرار شراء أو بيع الورقة المالية.
- بالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية التي انتظمت أسواق المال الخليجية إلا أن حجم الاستثمارات الأجنبية فيها مازالت ضعيفة حيث كان رصيد معاملات بيع الأجانب أكثر قليلاً من مشترياتهم خلال العام 2010 لتسجل هذه الاستثمارات تدفقاً صافياً سالباً كما تظهر البيانات خروج الاستثمار الأجنبي (صافي تدفق سالب) من أسواق أبو ظبي و الكويت و مسقط و الكويت و البحرين و في المقابل سجل الاستثمار الأجنبي تدفقاً إلى أسواق كل من قطر.<sup>1</sup>

## جدول (04-07)

## تذبذب عوائد الأسهم في بعض الأسواق الخليجية

سوق الاسهم	الانحراف المعياري للعائد	اعلى قيمة للعائد	اقل قيمة للعائد
الكويت	68,36	514.50	-382.9
السعودية	210.73	1025.30	-1538.4
ابوظبي	54.23	376.38	-360.38
دبي	90.61	615.19	-655.79

- تم احتساب عوائد الأسهم اليومية من خلال احتساب الفرق بين قيم مؤشر السوق لكل يومين متتالين
- المصدر: إبراهيم اونور، خصائص الاسهم العربية. جسور التنمية، المعهد العربي للتخطيط، ص8

و يضيف Susmel الخصائص التالية:<sup>2</sup>

- التطور السريع: تسجل البورصات الخليجية في فترة وجيزة نمواً كبيراً في عدد الشركات المدرجة، و كذلك حجم الاوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها اسواقاً تزامنت في انشائها مع

<sup>1</sup>التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، ابوظبي، 2010، ص 144

<sup>2</sup> Raul Susmel, Extreme Observations and Diversification in Latin American Emerging Equity Markets, Journal of International Money and Finance, vol 20 (2001), pp.971-986

دخول تلك البلدان في برامج الخصخصة، وكان هدفها الاساسي تخليص الدولة مما تملكه من مؤسسات القطاع العام لمصلحة شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة.

- **افتقارها للتنظيم:** تشهد البورصات الخليجية عموماً سوء تنظيم و عدم كفاءة في الادارة، كونها أسواق وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت هذه الدول، و لم يتوخ في انشائها تحضير القوانين و التشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى ان سلطات هذه الدول لم تول اهمية لاثقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها، و تتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هذه الاسواق، و تكلفة الحصول على المعلومات عن تلك الشركات و نشرها، و الكيفيات التي تتم بها المعاملات في البورصة، من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها و الوسطاء فيها.

- **ارتفاع عوائد الاستثمار فيها:** تمثل البورصات الخليجية مركزاً لاستقطاب الاستثمار الاجنبي، و لاسيما من قبل المستثمرين في الاسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق، مقارنة بما يحققونه في الاسواق المتطورة، ففي دراسة ميدانية لمجموعة من الباحثين ثبت باستعمال قاعدة بيانات تخص 24 سنة من نشاط بعض الاسواق العربية، منها البورصات الخليجية أن العائد على السهم فيها أحسن من العائد على السهم في الأسواق المتطورة، و أن العائد على المحفظة يحقق نمو سنويا مقداره 1.5%.

## 2- واقع تداول و شراء الأسهم و تأسيس الشركات المساهمة بدول مجلس التعاون الخليجي:

لقد قرر المجلس الأعلى في دورته التاسعة ( المنامة، ديسمبر 1988م) السماح لمواطني دول المجلس بتملك أسهم الشركات المساهمة و نقل ملكيتها، وفقاً للقواعد المرفقة بالقرار، التي تضمنت عدداً من الضوابط و القيود. و قد تدرجت دول المجلس في تخفيف تلك القيود و الاستثناءات، حتى صدر قرار المجلس الأعلى في دورته الثالثة و العشرين ( الدوحة، ديسمبر 2002م) بالنص على المساواة التامة بين مواطني دول المجلس في مجال تملك و تداول الأسهم و تأسيس الشركات و إزالة القيود التي قد تمنع ذلك، و بنهاية عام 2005م

كانت جميع الدول الأعضاء قد أصدرت قرارات تمنح المساواة في المعاملة بين مواطني دول المجلس في هذا المجال.

و تظهر البيانات الإحصائية الآثار الإيجابية المباشرة لقرارات المجلس الأعلى، و المتمثلة في ارتفاع نسبة الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس من إجمالي مجموع الشركات المساهمة من 20% في العام 1985م إلى ما نسبته 95% في عام 2012م، حيث بلغ عدد الشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس 644 شركة مساهمة في عام 2012م، برأسمال يصل إلى حوالي 227 مليار دولار.

و الجدير بالذكر أن نسبة الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس في كل من المملكة العربية السعودية و دولة قطر و دولة الكويت قد وصلت إلى 100%، و في مملكة البحرين بلغت 96%، و في سلطنة عمان بلغت 94% أما الإمارات العربية المتحدة فقد وصلت إلى ما نسبته 75%.

و حلت دولة الكويت في المرتبة الأولى في عدد الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني الدول الأعضاء الأخرى بـ 214 شركة، تلتها المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية بـ 158 شركة، و سلطنة عمان في المرتبة الثالثة بـ 108 شركة، و بلغ العدد في الإمارات العربية المتحدة 79 شركة، و في مملكة البحرين 43 شركة، و في دولة قطر 42 شركة.

كما أن عدد المساهمين من مواطني دول المجلس في هذه الشركات بلغ حوالي 453 ألف مساهم في عام 2012م، حيث حلت الإمارات العربية المتحدة في المرتبة الأولى في استقطاب المساهمين من مواطني دول المجلس و البالغ عددهم 212243 مساهماً بنسبة قدرها 46.9% من إجمالي عدد المساهمين، تلتها دولة قطر حيث بلغ عدد المساهمين فيها 190886 مساهماً و بنسبة قدرها 42.2% و حلت مملكة البحرين في المرتبة الثالثة بعدد 27330 مساهماً، و جاءت كل من سلطنة عمان و المملكة العربية و دولة الكويت في المراتب الرابعة و الخامسة و السادسة بعدد 15474 و 4988 و 1792، مساهماً من مواطني الدول الأعضاء، على التوالي.

و قد تصدر المستثمرون السعوديون قائمة المساهمين من أبناء دول المجلس في الشركات المساهمة و المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس في العام 2012م بنسبة قدرها 50.2% من إجمالي عدد المساهمين، أما المستثمرون الكويتيون فقد حلوا في المرتبة الثانية بنسبة قدرها 15.9%، تلاهم الإماراتيون و البحرينيون بنسبة قدرها 10.7% لكل منهما، و من ثم العمانيين و القطريين بنسب قدرها 8.5% و 4.1% على التوالي.<sup>1</sup>

### 3-متطلبات الربط بين الأسواق الخليجية:

من المعروف أن أهم عنصر فعال لتحقيق التنسيق والتعاون الاقتصادي هو توفر الإرادة السياسية وقبول الأطراف المختلفة التخلي عن جزء من سيادتها<sup>2</sup> و ربما تتوفر تلك الإرادة السياسية بطريقة عملية لدى دول مجلس التعاون، والمجلس نفسه هو أحد ثمرات هذه الإرادة. فالأهداف العليا موضوعة ولكنها تحتاج إلى آليات للتنفيذ، وتتمثل هذه الآليات في وجود الأجهزة أو الشركات التي تتولى عمليات ربط هذه الأسواق ببعضها البعض حتى تصبح كيانا كبيرا له شخصية إقليمية مميزة عن الشخصيات المحلية المختلفة، والربط المأمول بين الأسواق الخليجية يتطلب خدمات العديد من الشركات المساندة. و التي منها:<sup>3</sup>

#### - شركات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

لا يمكن بأي حال تصور ربط حقيقي بين الأسواق الخليجية بدون تأسيس شركة مساهمة كبرى تشترك الدول الست في رأسمالها، وتكون لها فروع في جميع الأسواق، ويمكن كمرحلة أولى توقيع اتفاقية التعاون بين شركات النقص الموجودة حاليا في الأسواق الخليجية على أن تتولى كل شركة فيما يخصها في إطار تسوية المعاملات في سوقها المحلي، ولن تكون عملية الربط تامة بدون إيداع وحفظ مركزي وليس من السهل تبادل الأوراق المالية المتداولة تبادلا عينا في عصر وسائل الاتصال الفضائية والرقمية.

ويجب أن يكون من أولويات الأسواق الخليجية إلغاء الوجود المادي لصكوك الأسهم أو السندات، والاستعاضة عنها بقيود دفترية في ما يعرف بـ Dématisation لدى الحفظ المركزي Central Déposter.

<sup>1</sup> مجلس التعاون الخليجي، الأسواق الخليجية المشتركة: حقائق و أرقام، المرجع السابق، ص 102-103  
<sup>2</sup> عبد الله الركبي، ورقة مقدمة للمؤتمر السنوي العام لاتحاد البورصات و أسواق المال العربية، القاهرة، 1997، ص 64  
<sup>3</sup> رمضان الشراح و عبد الله سعد، المرجع السابق، ص 188-200

ومن الأفضل أن تتولى شركة واحدة سواء كانت محلية أو إقليمية القيام بهذه الخدمات مجتمعة لأن ذلك يؤدي إلى سرعة عمليات التسوية ونقل الملكية والحفظ.

#### - خدمات مساندة أخرى يجب توافرها:

هناك العديد من الشركات والأجهزة الهامة التي تؤدي خدمات مساندة للتداول وهي شركات أو صناديق التأمين، وشركات الترويج وضمن الاكتتاب في الإصدارات الجديدة وشركات ترتيب وتصنيف الأوراق المالية وشركات تحليل وتقييم الأوراق المالية. وشركات رأس المال المخاطر وغيرها.

و يفضل في هذا المجال تأسيس شركات كبرى تعمل على المستوى الإقليمي ويكون لها فروع في الأسواق السنة.

#### - أهمية زيادة حجم السندات:

الأسواق الخليجية بصفة خاصة والأسواق العربية بصفة عامة هي أسواق لتداول الأسهم وجانب قليل من حجم التداول يخص السندات، ويرجع تأخر انتشار التمويل بواسطة السندات بجانب أسباب أخرى إلى تحريم التعامل في الأوعية ذات الفائدة الثابتة في الدول الإسلامية. وبالرغم من وجود سندات ذات الفائدة المعومة في الأسواق الدولية منذ زمن طويل ومع ذلك قد تأخر ظهور هذه السندات ضمن الأوراق المالية كما سبق القول ومن المعروف أن الأسهم قد تحقق عوائد قد تزيد بكثير عن عوائد السندات إلا أنها أوعية عالية المخاطر ليس فقط بالنسبة لتقلب أرباحها ولكن أيضا بالنسبة لرؤوس الأموال المستثمرة فيها وزيادة العائد تقابله زيادة درجة المخاطرة، وذلك بعكس السندات الأقل خطورة وخاصة السندات المضمونة بضمان مؤسسات الضمان أو تلك المضمونة بأصول عينية. وفي الأسواق المالية الكبيرة تشكل السندات الجانب الأكبر من أوعية السوق وتشكل مكونا هاما في المحافظ المتوازنة وهي أوعية مفضلة لدى كبار المستثمرين كصناديق المعاشات وغيرها و التي تضي بجانب من الأرباح في سبيل تقليل المخاطر.

والسندات أوعية ضرورية لصناديق الاستثمار والبنوك وغيرها من المؤسسات تستهدف محافظ متوازنة من ناحية العائد ودرجة الخطورة. والسندات يوجد منها ما هو قابل للاستهلاك على دفعات sinking fund bonds وما هو بدون عائد zéro bonds ويخصم العائد من

القيمة الاسمية، وعرفت الآونة الأخيرة أنواع غريبة من السندات تعطي عوائد تزيد عن العوائد المعتادة في السوق تصدرها مؤسسات يكون تقييمها وترتيبها أقل من نظيراتها ذات الجدارة الاستثمارية، وهناك أشكال أخرى عديدة من السندات. وبالرغم من أن الأسواق الخليجية تحتاج إلى مثل هذا النوع من الأوراق المالية، إلا أن وزنها النسبي ما زال قليلا ولا يتداول في معظم الأحيان في أسواق التداول بل في أسواق ثانوية أخرى، ولا تحظى عملية التداول بالإعلام الواجب، ولا تنتشر قاعدة بيانات صندوق النقد العربي إحصاءات مفصلة عنها.

ونرى أنه في أسواق الأوراق المالية في دول التعاون الخليجي توجد هناك فرصة سانحة لإصدار السندات لتمويل الشركات المقترحة لتقديم المساندة للسوق وغيرها من الشركات التي تعمل في مجال الاستثمار العيني.

#### - الوسطاء وصناع السوق:

إن تنظيم خدمات الوسطاء بالتنسيق بين دول مجلس التعاون يعتبر مطلباً أساسياً، ويفضل الوسطاء شكل شركات مساهمة وأن تكون رؤوس أموالها كافية لتقديم حد أدنى من الخدمات الأساسية والمشورة الفنية وبطبيعة الحال فإن الأسواق الفردية قد لا يمكنها في الوقت الحالي أن تقدم خدمات صانع السوق لأنها أسواق ضحلة وعدد الأوراق المتداولة فيها محدود. ولكن من المفروض وجود هذه الخدمة على مستوى المنطقة كلها بوجود صانع السوق الذي يتخصص في مجموعة الأوراق المنتقاة من جميع الأسواق ويكون في نفس الوقت عاملاً هاماً من عوامل الربط بين الأسواق.

#### -الربط الالكتروني:

ان تنظيم التعامل في الأسواق الخليجية للأوراق المالية وإن كان قد تأخر زمنياً إلا أن فرص التطوير الحالية تتزامن مع ثورة تكنولوجية عارمة تكاد تلغى فيها فروق المكان والزمان. وقد بات من الميسور الآن ربط الأسواق بشبكة إلكترونية فضائية، ويمكن الاستفادة من الشبكة العالمية في الربط بين مقصورات التداول في الأسواق الخليجية الست.

## 4- معوقات التكامل بين أسواق المال الخليجية:

ان امكانية تحقيق اي شكل من اشكال الربط بين اسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي وصولا لتكاملها واندماجها في سوق واحدة يتطلب تدليل العقبات التي تقف حائل دول الوصول الى ذلك , و يمكن ايجاز هذه المعوقات كما يلي:<sup>1</sup>

## -المعوقات الادارية:

ان التشريعات و النظم الادارية و التنظيمية و التي تفرض شروطا تتعلق بالترخيص لإدراج الاوراق المالية الاجنبية وشروط تملك و حيازة غير المقيمين لأوراق الشركات الوطنية , بغرض حماية المدخرات الوطنية من التسرب الى الخارج والحيلولة دون سيطرة الاجانب على المشروعات الوطنية.

هذه القيود لازالت تحول دون خلق قنوات اتصال ما بين الاسواق الخليجية لرأس المال , حيث ان القواعد القانونية المنظمة لتداول الاوراق المالية الاجنبية والسماح للمواطنين و غير المقيمين في حيازتها وتداولها تختلف من سوق لآخر .

## -المعوقات النقدية والمالية:

ان الترابط المباشر بين الاسواق العربية عموما لرأس المال و بالتالي تامين انسياب رؤوس الاموال العربية فيما بينها لا يبدو امرا واقعيا في ظل سياسات مالية و نقدية تتسم بعدم الاتساق و الاختلاف الكبير و خاصة من حيث سياسات الصرف الاجنبي و اسعار الفائدة و معدلات التوسع النقدي و بالتالي من حيث معدلات التضخم السائدة.<sup>2</sup>

وتجدر الاشارة أن انخفاض حجم تدفقات رؤوس الاموال العربية من دول الفائض الى دول العجز يرجع ايضا الى سياسات الائتمان وسعر الفائدة التي تنتهجها بعض دول العجز ضمن استراتيجية عامة تستهدف التنمية الاقتصادية والاجتماعية أخذة بعين الاعتبار العوامل الخاصة بتوزيع الدخل و هي اعتبارات قد تفوق في اهميتها اية مكاسب يمكن ان تنتج من تدفق رؤوس اموال عربية او غير عربية اليها اضافة الى ان اي سياسات مالية حكومية تستهدف زيادة الضرائب او اللجوء الى الاسواق المالية لتمويل العجز و كذلك رفع سعر

<sup>1</sup> شذا خطيب و صعفر الركبي , العولمة المالية, ط1 , دار مجدلاوي للنشر, عمان , 2008 , ص173-175  
عبد المنعم السيد , نحو سوق مالية عربية كأداة جذب للأصول العربية المستثمرة في الخارج, التكامل الاقتصادي العربي.. الواقع والافاق , مركز دراسات الوحدة العربية , بيروت , 1998, ص182

الفائدة لتشجيع الادخار قد تؤدي جميعها الى نتائج عكسية لا تتفق وهدف تشجيع تدفق رؤوس الاموال العربية الى دول العجز.<sup>1</sup>

#### -المعوقات التنظيمية و المؤسسية :

بالرغم من برامج الاصلاح التي عرفتها اسواق المال العربية عموما و الخليجية على وجه الخصوص الا انها لازالت تعاني من اوجه قصور عديدة سواء تعلق الامر بالقواعد المنظمة للإصدار والتداول او بالهيكل المؤسسي الذي يتسم في بعضها بالخلل نتيجة افتقاره الى مؤسسات الوساطة و التقاص المتخصصة و كذلك شركات ترويج و تغطية الاكتتاب للأوراق المالية فضلا عن الشركات صانعة السوق اضعف لما تعانيه اسواق المال العربية من عدم تنوع الادوات المالية حيث تكاد الاسهم تكون الاداة الوحيدة التي تتوفر فيها , كما ان بعض الدول العربية لا زالت تفتقر الى سوق منظمة للأوراق المالية وبعض الاخر لازالت اسواقه المالية في بدايتها على غرار بعض دول مجلس التعاون الخليجي مثل البحرين و عمان.<sup>2</sup>

#### 5- جهود دول مجلس التعاون الخليجي لتجسيد تكامل الاسواق المالية:

أكد المجلس الأعلى في دورته الثلاثين ( الكويت , ديسمبر 2009) على أهمية تكامل الأسواق المالية بدول المجلس وضرورة توحيد السياسات و الأنظمة المتعلقة بها , حيث كلف اللجان الوزارية المعنية كل فيما يخصه بوضع الآليات اللازمة لتفعيل المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بشأن تعزيز بيئة الاستثمار بين دول المجلس و المادة (12) الخاصة بتشجيع إقامة المشاريع المشتركة وزيادة الاستثمارات البينية التي تساهم في تحقيق التكامل بين دول المجلس في جميع المجالات و اقتراح الحلول المناسبة لتذليل المعوقات التي تعترضها.

وتنفيذا لقرار المجلس الأعلى قرر المجلس الوزاري في دورته (115) تشكيل لجنة وزارية دائمة من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس ترفع توصياتها إلى المجلس الوزاري, يكون من مهامها ما يلي:

<sup>1</sup> المرجع السابق, ص 182

<sup>2</sup> اديب حداد, عملية الربط بين البورصات العربية و مقوماتها في استراتيجيات تنشيط البورصات العربية و الربط بينها, اتحاد المصارف العربية,

بيروت, 1994, ص 175

- توحيد السياسات و الأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية سعياً لتكاملها, تنفيذاً للفقرة (3) من المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بين دول مجلس التعاون الخليجي.
- تحقيق متطلبات السوق الخليجية المشتركة وما نصت عليه المادة (3) من الاتفاقية والتي تنص على أن "يعامل مواطنو دول المجلس الطبيعيون و الاعتباريون في أي دولة من دول الأعضاء نفس معاملة مواطنيها دون تفریق أو تمييز في كافة المجالات الاقتصادية", بما في ذلك تداول الأسهم وتأسيس لشركات.

وفي ضوء ما أوكل لها من مهام واختصاصات شكلت اللجنة الوزارية لجنة عالية المستوى من رؤساء هيئات الأسواق المالية لاقتراح الآليات اللازمة لتنفيذ تلك المهام , واقتراح خطة عمل اللجنة الوزارية ضمن برنامج زمني لتحقيق التكامل بين الأسواق المالية بدول المجلس, و شرعت اللجنة في تنفيذ مهامها حيث شكلت في أول اجتماع لها جويلية 2010 تشكيل (6) فرق عمل لدراسة هذه الموضوعات و رفع توصياتها إلى لجنة رؤساء هيئات الأسواق المالية تمهيداً لإقرارها و التوصية بشأنها للجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية و هي على النحو التالي:

- فريق عمل الإدراج و الإفصاح و الحوكمة
- فريق عمل الإصدارات الأولية و الاكتتابات في الأسواق المالية
- فريق عمل الربط و التقاص
- فريق عمل الأدوات المالية
- فريق عمل الإشراف و الرقابة على الأسواق المالية
- فريق عمل مؤسسات السوق المالية

على أن تعمل هذه الفرق على دراسة الموضوعات المتعلقة بمهام و اختصاصات اللجنة الوزارية و رفع توصياتها إلى لجنة رؤساء هيئات الأسواق المالية (أو من يعادلهم) تمهيداً لإقرارها و التوصية بشأنها للجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية.

و قد توصلت اللجنة الوزارية للأسواق المالية في اجتماعها الثاني (دبي، 16-7-2011م) إلى قواعد موحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم، و لسندات و الصكوك، و وحدات صناديق الاستثمار) في الأسواق المالية بدول المجلس، و أوصت للمجلس الوزاري برفعها للمجلس الأعلى لاعتمادها و العمل بها بصفة استشارية، على أن تقوم الدول الأعضاء برفع تقارير دورية كل ستة أشهر، عن تطبيقها و مقترحاتها لتحسين و تطوير هذه القواعد، تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية . و في الدورة الثانية و الثلاثين للمجلس الأعلى (الرياض، ديسمبر 2011م) اعتمد المجلس الأعلى هذه القواعد، حيث قرر:

أولاً: اعتماد قواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس و هي:<sup>1</sup>

القواعد الموحدة لإدراج الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.  
القواعد الموحدة لإدراج السندات و الصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

القواعد الموحدة لإدراج وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

ثانياً: العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية

في عام 2012م، توصلت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس إلى عدد من القواعد و المبادئ الموحدة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بدول المجلس و التي اعتمدها مقام المجلس الأعلى في دورته الثالثة و الثلاثين (ديسمبر 2012م)، حيث قرر ما يلي:

اعتماد القواعد الموحدة لطرح الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية.

<sup>1</sup> المسيرة و الانجاز، الامانة العامة لمجلس التعاون الخليجي، الطبعة السابعة، المرجع السابق، ص94-95

اعتماد قواعد الإفصاح الموحدة للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية.

اعتماد المبادئ الموحدة لحوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية.

المبحث الثالث:الدراسة القياسية لاختبار تكامل الاسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي

بغية الوقوف على الواقع العملي و التطبيقى لتكامل أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي, يستعرض هذا الجزء دراسة علاقات الارتباط و السببية بين أسواق رأس المال بدول المجلس, من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى العلاقة, حيث تم تطبيق تحليل التكامل المشترك و اختبار السببية على بيانات المؤشرات العامة و التي تعكس أداء هذه الاسواق, وذلك من الفترة 2003-12-31 الى غاية 2013-12-31.

**1- صياغة نموذج الدراسة:****أ. اختبارات الاستقرار**

و هي لفحص درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات لحل الدراسة، للتعرف على ما إذا كانت هذه المتغيرات مستقرة أم لا، ذلك أن طبيعة هذه السلاسل تكون غير ساكنة مما يؤدي إلى ما يعرف بظاهرة الانحدار الزائف (spurious regression) الذي يعني أن وجود اتجاه عام (trend) في السلاسل الزمنية للمتغيرات قد يؤدي إلى وجود علاقة معنوية بين هذه المتغيرات حتى لو كان الاتجاه لعام هو الشيء الوحيد المشترك بينها.

و بما أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية تتصف بخاصية عدم الاستقرار لذلك نقوم أولاً باختبار استقرار هذه السلاسل و تحديد درجة استقرارها، حيث يتم ذلك باستخدام اختبار جذر الوحدة و الذي يرجع الفضل في تطويره إلى كل من ديفيد ديكي و وليام فوللر و ذلك باستخدام ما يسمى اختبار (Dickey-Fuller)

و يعبر عن معادلة جذر الوحدة بالتالي:

$$\Delta Y_t = (P - 1)Y_{t-1} + u_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$\Delta Y_t = \delta_{t-1} + u_1 \dots \dots \dots (2)$$

و يجري اختبار ديكي- فوللر عن طريق المعادلات الثالثة التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Dickey, D.A, and Fuller m WIA, Likelihood ration staistic for Autoregressive series with a unit Root, econometruca, Vol, 49, 1989, P 1066

- اختبار ديكي- فوللر (DF)

$$\Delta Y_t = \delta_1 Y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (3)$$

- اختبار ديكي فوللر (DF) بوجود قاطع

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (4)$$

- اختبار ديكي فوللر (DF) مع قاطع ومتجه زمني (T)

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + \delta_2 T + u_t \dots \dots \dots (5)$$

وسنطبق اختبار ديكي فوللر الموسع (Dickey-Fuller Augmented) (ADF) حيث يعتبر من أكفأ الاختبارات لجذر الوحدة.

وتأتي أهمية دراسة الخصائص للسلاسل الزمنية لأسباب عديدة من أهمها:<sup>1</sup>

1. أن استقرار السلاسل الزمنية احصائياً يختلف عن استقرارها اقتصادياً.
2. ان الطبيعة غير المستقرة للمتغيرات الاقتصادية تؤثر على نتائج الاختبارات القياسية بحيث يتزايد احتمال الارتباط الزائف وتباين القيمة المقدرة لمعاملات الانحدار لن يكون أقل ما يمكن.

أما درجة التكامل فهي تختبر ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة في المستويات  $I(0)$  أو مستقرة في الاختلاف الأول  $I(1)$  أو في الاختلاف الثاني  $I(2)$ ، ويتم معرفة التكامل بإجراء إختبار ديكي- فوللر على الاختلاف الأول :

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} \dots \dots \dots (6)$$

والاختلاف الثاني :

$$\Delta Y_t = \Delta Y_t - \Delta Y_{t-1} \dots \dots \dots (7)$$

<sup>1</sup> Dickey, D, A, and Fuller m W, A, distribution of the estiùators for Autoressive series time series with aunit Root, Journal oF the American statistical Association, Vol, 74, 1989, 427-428

فإذا كان الاختلاف الأول مستقر و الدالة غير مستقرة في مستويات يقال أنها متكاملة من الدرجة الأولى  $I \sim (1)$  و في الغالب تكون السلاسل الزمنية غير مستقرة متكاملة من الدرجة الأولى .

### ب. تقديرات و اختبارات التكامل المشترك:

بعد التعرف على درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة تكون الخطوة التالية و هي تقديرات و اختبارات التكامل المشترك بين المتغيرات ذات درجة التكامل المتماثلة (التي تحتوي نفس الجذر)، و وفقا لمنهج (انجل-جرانجر) حول ما إذا كان يوجد هناك تكامل مشترك أم لا، ففي حالة وجود عدد من السلاسل الزمنية  $X_1, X_2, \dots, X_n$

متكاملة من درجة  $(d)$  أي أن  $T \sim (d)$ .

و تربط بينهما العلاقة التالية:

$$X_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots \dots \dots \beta_n X_{nt} \dots \dots \dots (8)$$

و إذا كان التجمع الخطي (liner combination) لهذه المتغيرات:

$$U_t = X_t - \beta_0 - \beta_1 X_2 - \beta_2 X_3 - \dots \dots \dots \beta_n X_n \dots \dots \dots (9)$$

متكاملة من درجة أقل مثلا من درجة  $(b)$  أي أن  $T \sim (b)$  حيث أن  $(d - b > 0)$  و بناء على ذلك يمكن القول بأن هذه السلاسل الزمنية متكاملة تكاملا "مشتركا" فيما بينها.<sup>1</sup>

كما يمكن استخدام أيضا الاختبار المطور من قبل (Sargan and Bhag arva) و الذي يعتمد إحصائية درين واتسون (DW) لاختبار فرضية التكامل المشترك عن طريق مقارنتها بالقيم الحرجة المجدولة، غير أن هذه الاختبارات تعاني من مشكلات كبيرة أهمها توزيع الإحصائيات المستخدمة في اختبار الفرضيات و الذي يختلف تبعا لنوعية التطبيق، أي أنها غير مستقرة عن المعلمات المزعجة (nvisance parameters) التي تميز تصميم ما.<sup>2</sup>

و هناك أيضا أسلوب انجل -جرانجر ذي الخطوتين للتكامل المشترك، حيث يقوم بفحص درجة تكامل البواقي المحسوبة و يفترض وجود متجه وحيد للتكامل المشترك، و يشير (Banerjee) إلى أن وجود تحيز في العينات الصغيرة ناشئ من اختبار المتغير التابع - و

<sup>1</sup> Rao , B , Contegration-for the applied economics , New York , the Macmillan press Lid , 1994 , P101

<sup>2</sup> Ibid , p 102

هذا التحيز يعتمد عكسيا على مدى اقتراب معامل (R) من الواحد الصحيح. و لتلافي الوقوع في هذه المشاكل تستخدم الدراسة أسلوب التكامل المشترك (طريقة الإمكان الأعظم) (maximumlikelihood)

المطور من كل من (Johansen & Juselius)<sup>1</sup> و قد أثبت (Ginzalo) من خلال دراسة مقارنة لاختبارات التكامل المشترك أن أسلوب يوهانسون يعد الأفضل، و في مقارنة بين أسلوب يوهانسون و انجل و جرانجر ذي الخطوتين للتكامل المشترك، أوضح أن النتائج تدعم أفضلية أسلوب يوهانسون حتى في حالة المتغيرين و كذلك يتميز بأنه أكثر كفاءة نظرا لأنه يأخذ في الاعتبار نموذج حد الخطأ من خلال منهج الإمكان الأعظم كما يقدم أسلوب موحد لاختبار و تقدير متجه التكامل المشترك.

### ج. نموذج تصحيح الخطأ و التكامل المشترك:

لتوضيح نموذج تصحيح الخطأ نستخدم معادلة التوازن الآتية:

$$Y_t = \alpha + \beta X_t \dots \dots (10)$$

حيث تميل (Y) المتغير التابع و تمثل (X) متجه من المتغيرات المفسرة، فإذا كانت المتغيرات Y و X في حالة توازن يكون الفرق يساوي الصفر (G=0)،

$$G_t = Y_t - \alpha - \beta X_t \dots \dots (11)$$

و عندما لا يساوي هذا الفرق صفر يكون هناك تباعد عن التوازن، و بصورة أدق يمكن القول أن هذه القيمة (G) تقيس البعد Y و X و يعرف ذلك بخطأ التوازن (Disequilibrium).

و في حالة تواجد خطأ التوازن يمكن افتراض أن (Y) لها علاقة مع (X) و مع القيم المتباطئة من Y و X و يمكن تمثيل ذلك بنموذج تصحيح الخطأ في المعادلة الآتية:

$$\Delta Y_t = \delta \Delta X_t - u(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + u_t \dots \dots (12)$$

حيث تمثل (Δ) الفروق الأولى، و توضح المعادلة أعلاه أن التغير في (Y) يعتمد على الغير في (X) و كذلك القيم المتباطئة لخطأ التوازن، و هذا يتضمن أنه عندما تكون القيمة

<sup>1</sup> Johansen s . and Juselius , K Maximum Likelihood estimation and inference on CO-integration with application to yje demand for money , Oxford bullenttin of economic and statistics , 1990 , Vol , 52 , PP , 169-210

$(Y_{t-1})$  أعلى من القيمة التوازنية فإن قيمة  $(Y_t)$  سوف تتخفف في الفترة القادمة لتصحيح الخطأ و يعتمد ذلك على قيمه معلمه لتصحيح الخطأ  $(u)$  أن النموذج يقيس الكيفية التي يتم بها تصحيح قيمة  $(Y)$  للعودة إلى الوضع التوازني، و لذلك يسمى نموذج تصحيح الخطأ. و أن كل من  $(\beta, \delta_0)$  تقيسان معالم الأجل القصير و الأجل الطويل و تقيس  $(u)$  سرعة التكيف لتوازن الأجل الطويل.

و عند تقدير هذه المعادلة تضاف قيم متباطئة كمتغيرات مفسره بحيث لا يحتوي الخطأ العشوائي، أن ارتباط ذاتي عندما تضاف قيم عالية التباطؤ و يعدل النموذج إلى ما يلي:

$$\Delta = \sum_{i=1}^{k-1} \Psi \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \delta_{i=1} \Delta X_{t-1} - u(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + u_t \dots \dots (13)$$

و تحت افتراض التكامل المشترك، فإن الانحدار البسيط سيفي بالغرض ليقدم متسقة لمعامل الأجل الطويل على الرغم من وجود ارتباط بين المتغيرات المفسرة و الخطأ العشوائي حيث تقدر المعادلة السابقة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) و كذلك تقدير العلاقة طويلة الأجل يتم بطريقة المربعات الصغرى العادية أيضا، حيث يتم اختبار التكامل المشترك باختبار استقرار المتغير العشوائي، لكن مع ظهور طريقة الإمكان الأعظم المطورة من قبل يوهانسون، و يوهانسون -يوسيلوس أصبح بالإمكان الحصول على تأثير الأجل القصير و الأجل الطويل، و ذلك باستخدام نموذج تصحيح الخطأ و تحليل التكامل المشترك للعديد من المتغيرات الاقتصادية لإمكانية وجود أكثر من متجه للتكامل المشترك.

#### د. اختبار جوهانسون (Johansen):<sup>1</sup>

يمكن توضيح أسلوب يوهانسون كالتالي:

$$Y_t = Z_1 Y_{t-1} + Z_2 Y_{t-2} + \dots + Z_k Y_{t-k} + e_t \dots \dots \dots (14)$$

بافتراض أن متجه الانحدار الذاتي المكون من متغيرين ذو أخطاء طبيعية على النحو السابق حيث :  $(Y_t)$  متجه مكون من متغيرين  $(e_t)$  هي  $(1 \times 2)$  متجه من الحدود العشوائية الموزعة توزيعا طبيعيا حيث  $Z(2 \times 2)$  معاملات للمصفوفه.

و يمكن تعريف معلمة التوازن أو معلمة التكامل المشترك على النحو الآتي:

$$1 - Z_1 - Z_2 - \dots - Z_k = Z \dots \dots (15)$$

<sup>1</sup> Johansen s . and Juselius , OP. Cit , PP . 171-176

حيث (Z) تمثل مصفوفة (2 × 2) و التي تحدد (rank) عدد التوليفات الخطية المستقبلية و الساكنة التي يمكن الحصول عليها من هذين المتغير، من هنا فإن اختبار التكامل المشترك هو اختبار لرتبة المصفوفة (Z) ومحض ما إذا كانت القيم الذاتية لهذه المصفوفة مختلفة وبشكل معنوي عن الصفر، وعندها يكون هناك ثلاث حالات :

- أن تكون رتبة Z مساوية لـ n (عدد المتغيرات) وهنا تكون ( ) ساكنه (أي أن المتغيرات متكاملة من الدرجة صفر).

- أن تكون رتبة Z مساوية للصفر، غير مستقرة.

- أن تكون رتبة Z مساوية لـ r لكنها أقل من n أي  $0 < \text{rank}(A) = r < n$ .

وهنا يمكن كتابة وتعريف مصفوفتين  $a, y$  على أنهما (1x2) بحيث :

$$Z = ya$$

حيث a مصفوفة التكامل المشترك، y مصفوفة معلمات تصحيح الأخطاء أو مصفوفة التكيف.

فإذا كان X، Y متكاملين تكاملاً مشتركاً فإن a هي متجه التكامل الوحيد، ويمكن تعبيره (normalized) إما على x أو على y ليصبح :

$$aY_t \sim 1(0)$$

وفي نموذج متجه انحدار ذاتي تكون من n من المتغيرات هناك فقط (r) من متجهات التكامل المشترك على الأكثر  $r = n - 1$  ولتقدير r يتم تقدير انحدار علي القيم المتباطئة حيث يتم حسا البواقي على التوالي، وتمثل تقديرات الإمكان الأعظم متجهات التكامل المشترك المقابلة لأعلى من القيم الذاتية في المعادلة الآتية:

$$|\lambda S_{kk} - S_{00}^{-1} S_{0k}| = 0 \dots \dots \dots (16)$$

حيث  $S_{ij}$  هي مضروب مصفوفات العزم الثانية للبواقي :

$$S_{ij} = \left(1/T\right) \sum_{t=1}^T R_{it} R_{jt} \dots \dots \dots (17)$$

ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك فقد برهن يوهانسون على أن إحصائية الإمكان الأعظم maximum (likelihood ratio test stastic) لفرضيته وجود متجه واحد على الأكثر للتكامل المشترك كالآتي :

$$LR = T \ln(1 - \lambda_2) \dots \dots \dots (18)$$

حيث T : حجم العينة في حين أن إحصائية اختبار فرضية العدم بأن المتغيرات غير متكاملة تكاملاً (لا توجد متجهات للتكامل المشترك) كالآتي :

$$LR = T [\ln(1 - \lambda_1) + \ln(1 - \lambda_2)] \dots \dots \dots (19)$$

كانت المعادلة (18) غير معنوية بينما المعادلة (19) معوية فهذا دليل على التكامل المشترك، وقد وضع يوهانسون أن نسبة الإمكان الأعظم (LR) في المعادلتين السابقتين لا تتبع توزيعاً معيارياً.

#### هـ - إختبار العلاقة السببية :

### 1. سببية جرانجر (Granger Causality) <sup>1</sup>:

يعرف **Granger** العلاقة السببية بين متغيرات في الاقتصاد على أن التغير في القيم الحالية والماضية لمتغير ما يسبب التغير في متغير آخر أي أن التغير في قيم (X<sub>t</sub>) مثلا الحالية والماضية يسبب التغير في قيم (y<sub>t</sub>) ويتضمن اختبار جرانجر للسببية تقدير نموذج انحدار ذاتي :

$$Y_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-1} + \sum_{j=1}^q \lambda X_{t-j} + u_t \dots \dots \dots (20)$$

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i X_{t-j} + \sum_{j=0}^m \beta Y_{t-1} + v_t \dots \dots \dots (21)$$

حيث أن (λ, δ<sub>i</sub>, β, α<sub>i</sub>) معلمات يراد تقديرها (u<sub>t</sub>, v<sub>t</sub>) حدين عشوائين بتباين ثابت ومتوسط حسابي يساوي صفر ويتم تقدير المعادلتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى

<sup>1</sup> Granger , C. W . J and Newbold , spurious regression in econometrics, Journal of econometrics , 1974, pp 111-120

(ols) ويتطلب اختبار السببية إجراء اختبار (F) للتعرف على معنوية معاملات القيم الحالية والسابقة لمجموعة، فإذا كانت (F) المحسوبة أصغر من القيمة الحرجة لـ (F) فإن ذلك يؤدي إلى رفض فرضية العدم القائلة بوجود علاقة سببية.

## 2. معيار خطأ للتوقع النهائي (FPE) : (Final prediation error)

اقترح (Hsiao) معيار خطأ للتوقع النهائي حيث يتم الاعتماد على هذا المعيار بإضافة فترات متباطئة مختلفة ومن ثم اختبار أقل قيمه لخطأ التوقع النهائي :

$$FPE = \frac{SER^2(N + K)}{N}$$

حيث أن SER : الخطأ المعياري لدالة انحدار العلاقة السببية، K : حجم الفجوة الزمنية، N : حجم العينه، حيث يتم أولاً تقدير الانحدار الذاتي (autoregressive regression) من نماذج النحدار للمتغير (Y) مع فترات متباطئة متدرجة ومتزايدة (P) من الدرجة الأولى إلى الأكبر

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p Y_t + e_t \dots \dots \dots (22)$$

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p Y^* + \sum_{i=1}^p X e_t \dots \dots \dots (23)$$

وذلك للوصول إلى أقل قيمة لـ (FPE) حيث تمثل ( ) الفجوة الزمنية التي تم الحصول عليها في المعادلة (22)، وتكون هذه الفترة متباطئة هي الفجوة الزمنية المناسبة للمعادلة الأولى (20) في اختار السببية باستخدام (X<sub>t</sub>) كمتغير تابع و (Y<sub>t</sub>) كمتغير مستقل، ويتم اختبار الفجوة الزمنية للمعادلة الثانية (21) لاختيار السببية بنفس الطريقة السابقة باستخدام (Y) كمتغير تابع و (X) كمتغير مستقل.

### 3. التكامل المشترك واختبار العلاقة السببية :

يدلل (Granger) على أن وجود تكامل مشترك بين متغيرين يعني وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل، فعند القيام باختبار العلاقة السببية بين متغيران محل الدراسة نقوم أولاً بفحص درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيران ثم اختبار فرضية التكامل المشترك وتصميم نموذج الخطأ وأخيراً اختبار العلاقة السببية.

#### 2-نتائج التحليل القياسي:

#### 2-1- وصف متغيرات الدراسة :

سيتم تطبيق نموذج الدراسة باستخدام المؤشرات الشهرية لأسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة (2003/12/31-2013/12/31) وذلك على ضوء فرضيات هذه الدراسة.

يشمل النموذج كما سبق ذكره على (06) متغيرات, على النحو التالي :

BSE : المؤشر العام لسوق البحرين

SSM: المؤشر العام للسوق السعودي

MSM: المؤشر العام لسوق سلطنة عمان

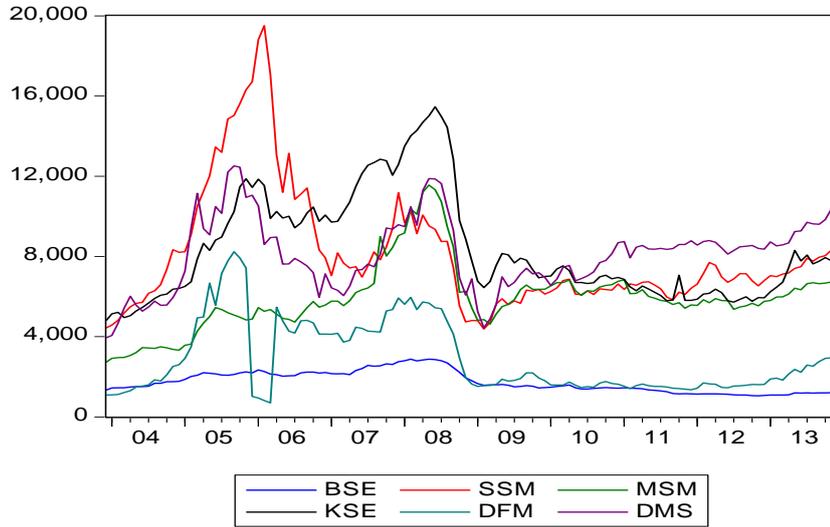
KSE: المؤشر العام لسوق الكويت

DFM: المؤشر العام لسوق دبي المالي

DSM: المؤشر العام لسوق قطر

الشكل (1-4)

الاداء الشهري لأسواق المال الخليجية خلال الفترة 2003-12-31 الى 2013-12-31



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

الجدول (04 - 08)

وصف متغيرات الدراسة

	BSE	DFM	DMS	KSE	MSM	SSM
Mean	1741.77	2884.634	8098.117	8346.788	5930.172	8092.452
Median	1554.50	1887.600	8351.800	7533.000	5789.800	7125.700
Maximum	2880.80	8236.880	12512.23	15456.00	11554.70	19502.60
Minimum	1048.80	698.0000	3946.700	4790.200	2720.220	4384.600
Std .Dev	529.19	1810.989	1818.368	2660.577	1712.426	3026.925
Skewness	0.5533	1.078439	0.160957	0.966927	1.039876	1.764081
Kurtosis	2.1641	3.172100	2.878821	2.955925	5.119182	5.984728
Jarque-Bera	9.6981	23.60377	0.596491	18.86458	44.44883	107.6725
Probability	0.007	0.000007	0.742119	0.000080	0.000000	0.000000
Observations	121	121	121	121	121	121

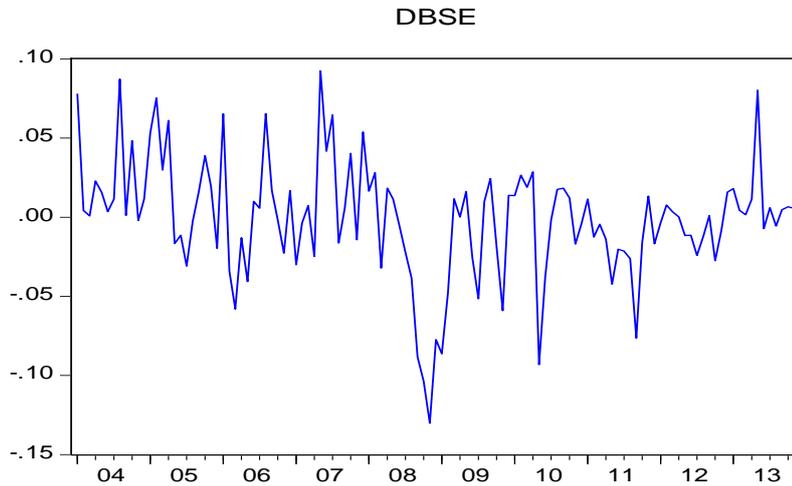
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## - سلسلة مؤشر بورصة البحرين (BSE):

تتكون هذه السلسلة من 121 مشاهدة , تمتد من تاريخ 2003/12 الى تاريخ 2013/12 بمتوسط 1741,77 و قيمة عظمى 2880,80 و قيمة صغرى 1048,80 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1554,50 و تنتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 529.19 و الشكل التالي يوضح سلسلة الفروق الاولى لمؤشر BSE خلال الفترة المذكورة.

## الشكل (02-04)

## سلسلة الفروق الاولى لمؤشر BSE



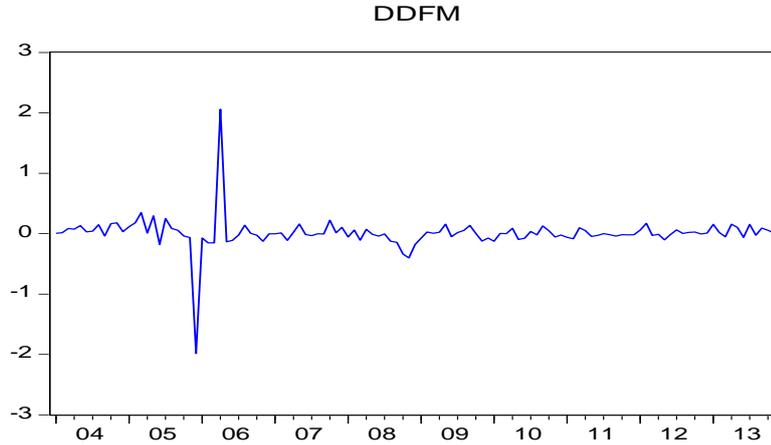
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## - سلسلة مؤشر بورصة دبي (DFM):

تتكون هذه السلسلة من 121 مشاهدة , تمتد من تاريخ 2003/12 الى تاريخ 2013/12 بمتوسط 2884.634 و قيمة عظمى 8236.880 و قيمة صغرى 698.0000 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1887.600 و تنتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1810.989 و الشكل التالي سلسلة الفروق الاولى لمؤشر DFM.

## الشكل (03-04)

## سلسلة الفروق الاولى لمؤشر DFM



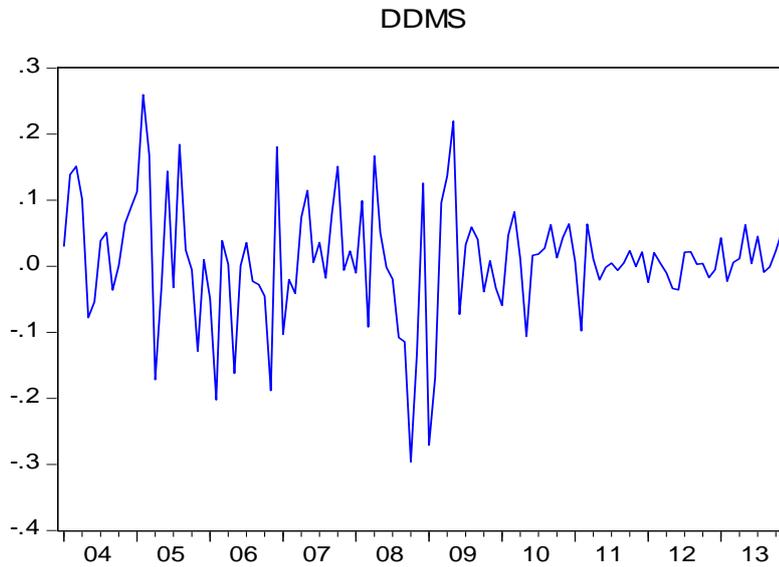
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## - سلسلة مؤشر بورصة دبي (DMS):

تتكون هذه السلسلة من 121 مشاهدة , تمتد من تاريخ 2003/12 الى تاريخ 2013/12 بمتوسط 8098.117 و قيمة عظمى 12512.23 و قيمة صغرى 3946.700 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 8351.800 و تتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1818.368 و الشكل التالي يوضح سلسلة الفروق الاولى لمؤشر DMS.

## الشكل (04-04)

## سلسلة الفروق الاولى لمؤشر DMS



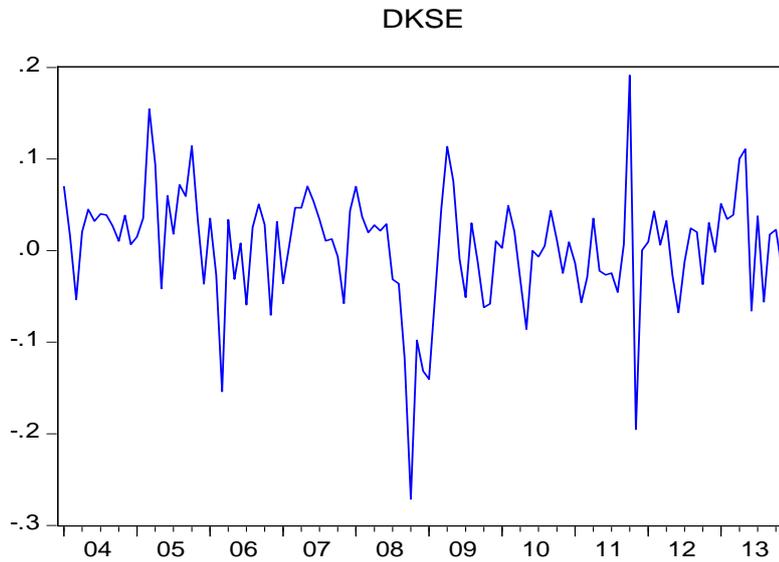
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## - سلسلة مؤشر بورصة الكويت (KSE):

تتكون هذه السلسلة من 121 مشاهدة , تمتد من تاريخ 2003/12 الى تاريخ 2013/12 بمتوسط 8346.788 و قيمة عظمى 15456.00 و قيمة صغرى 4790.200 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 7533.000 و تنتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 2660.577 و الشكل التالي يوضح سلسلة الفروق الاولى لمؤشر KSE.

## الشكل (04-05)

## سلسلة الفروق الاولى لمؤشر KSE



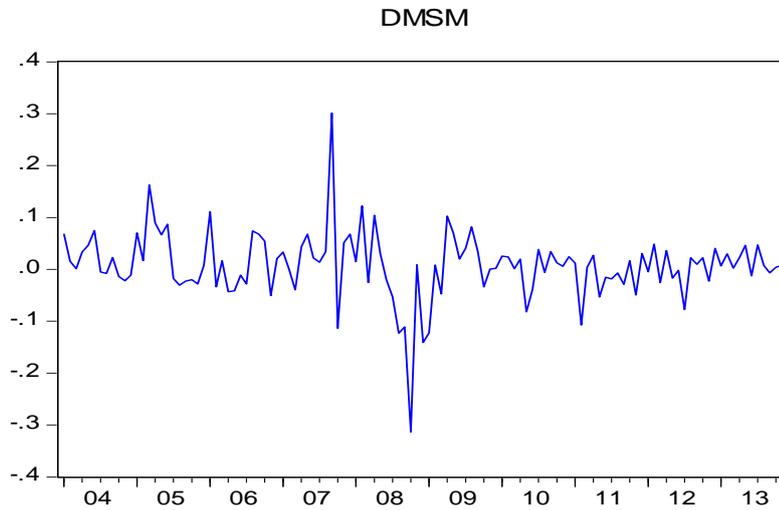
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## - سلسلة مؤشر بورصة دبي (MSM):

تتكون هذه السلسلة من 121 مشاهدة , تمتد من تاريخ 2003/12 الى تاريخ 2013/12  
بمتوسط 5930.172 و قيمة عظمى 11554.70 و قيمة صغرى 2720.220 بينما  
ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 5789.800 و تنتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف  
معياري قدره 1712.426 و الشكل التالي يوضح سلسلة الفروق الاولى لمؤشر MSM

## الشكل (06-04)

## سلسلة الفروق الاولى لمؤشر MSM



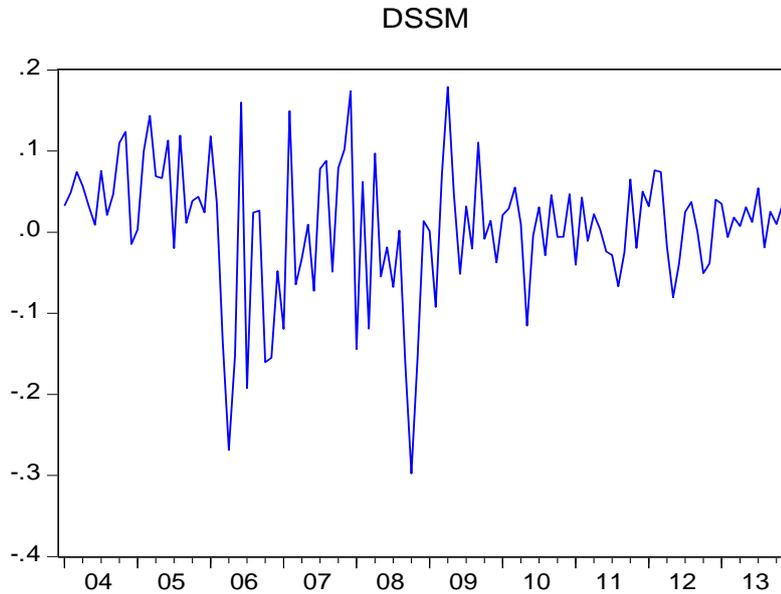
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## - سلسلة مؤشر بورصة دبي (SSM):

تتكون هذه السلسلة من 121 مشاهدة , تمتد من تاريخ 2003/12 الى تاريخ 2013/12 بمتوسط 8092.452 و قيمة عظمى 19502.60 و قيمة صغرى 4384.600 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 7125.700 و تنتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 3026.925 و الشكل التالي يوضح سلسلة الفروق الاولى لمؤشر سوق SSM

## الشكل (04-07)

## سلسلة الفروق الاولى لمؤشر SSM



1

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 6

## 2-2- اختبار استقراريه السلاسل الزمنية:

يوضح الجدول (09-04) نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغيرات محل الدراسة حيث يشير العمود الاول الى نتائج اختبار Dickey-Fuller الموسع عند المستوى بينما يشير العمود الثاني الى نتائج الاختبار بعد اخذ الفرق الاول ,

## الجدول (09-04)

## اختبار Dickey-Fuller لاستقرار السلاسل الزمنية

المتغيرات	عند المستوى	بعد الفرق الاول	مستوى 5%
BSE	-0.55	-4.38	-1.94
SSM	-0.18	-8.82	-1.94
MSM	-0.25	-5.05	-1.94
KSE	-0.37	-7.20	-1.94
DFM	-1.17	-7.34	-1.94
DSM	0.23	-9.63	-1.94

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews6

ويشير الجدول (09-04) الى قبول فرضية العدم لجميع المتغيرات وذلك لوجود جذر الوحدة و بالتالي عدم استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة عند المستوى لان القيم المحسوبة اقل من القيم الجدولية , لذلك قمنا بعد ذلك باختبار الفرق الاول و يتضح لنا رفض فرضية العدم لخلو السلاسل الزمنية من جذر الوحدة و بالتالي استقرارها عند الفرق الاول عند مستوى 5% و بالتالي فان متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الاولى,

## 2-3- اختبار علاقات التكامل المشترك لـ JOHANSEN:

بعد دراسة استقراريه السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة واتضح انها متكاملة من نفس الدرجة (متكاملة من الدرجة الاولى) ,وبعد ما تبين ان البواقي متكاملة من درجة أقل فان امكانية

وجود علاقة تكامل مشترك واردة , سنقوم باختبار ذلك باستخدام اختبار JOHANSEN لمعرفة رتبة التكامل المشترك ثم تحديد علاقات التكامل المشترك باستخدام اختبار Engel-Granger .

### الجدول (10-04)

#### اختبار رتبة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة

Hypothesized No of CE(s)	القيمة الذاتية Eigenvalue	اختبار الاثر Trace Statistic	القيمة الحرجة عند 0,05 Critical Vluue	الاحتمال Prob
None	0.300314	157.1995	117.7082	0.0000
At most 1*	0.284362	115.7731	88.80380	0.0002
At most 2*	0.231767	76.96178	63.87610	0.0027
At most 3*	0.203125	46.37702	42.91525	0.0217
At most 4*	0.099403	20.03841	25.87211	0.2240
At most 5*	0.065784	7.893461	12.51798	0.2605

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 6

من خلال نتائج الجدول نختبر الفرضيات التالية:

$$H_0 : r=0 \dots H_1 : r < 0 \dots \dots (1)$$

$$H_0 : r=1 \dots H_1 : r < 1 \dots \dots (2)$$

$$H_0 : r=2 \dots H_1 : r < 2 \dots \dots (3)$$

$$H_0 : r=3 \dots H_1 : r < 3 \dots \dots (4)$$

$$H_0 : r=4 \dots H_1 : r < 4 \dots \dots (5)$$

$$H_0 : r=5 \dots H_1 : r < 5 \dots \dots (6)$$

بالنسبة للفرضيات (1) ، (2) ، (3) ، (4) نقبل الفرضية البديلة عند مستوى معنوية 5% لان احصائية الاثر أكبر من القيمة الحرجة، أما بالنسبة للفرضية (5) و (6) نقبل فرضية العدم لأن إحصائية الاثر أصغر من القيمة الحرجة،

من خلال النتائج يتضح وجود علاقة تكامل متزامن فيما بين المتغيرين ، وعليه فان عدد معادلات التكامل المشترك هو 4 معادلات (علاقات) في ظل 15 علاقة ممكنة،

#### 2-4- اختبار علاقة التكامل المشترك لـ Engle-Granger :

بما ان عدد علاقات التكامل المشترك هي اربعة علاقات سوف نقوم في هذه المرحلة بتحديد هذه العلاقات كما هو مبين في الجدول التالي:

#### الجدول (04-11)

#### اختبار التكامل المشترك الثنائي

القيمة الحرجة عند 5% Critical value	اختبار الاثر Trace Statistique	عدد معادلات التكامل الافتراضية Hypothesized number of Cointegrated Equation	
15.49	8.68	None	BSE&SSM
15.49	14.25	None	BSE&MSM
15.49	11.37	None	BSE&KSE
15.49	14.61	None	BSE&DFM
15.49	12.35	None	BSE&DSM
15.49	15.29	None	SSM&MSM
15.49	13.16	None	SSM&KSE
15.49	15.97	None	SSM&DFM
15.49	14.88	None	SSM&DSM
15.49	14.04	None	MSM&KSE
15.49	17.20	None	MSM&DFM
15.49	16.17	None	MSM&DSM
15.49	21.53	None	KSE&DFM
15.49	13.55	None	KSE&DSM
15.49	12.37	None	DFM&DSM

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 6

يعرض الجدول (11-04) التكامل الثنائي بين متغيرات الدراسة, و يوضح الجدول وجود علاقة طويلة الاجل بين سوق المال السعودي و سوق دبي المالي , قيمة الاثر 15,97 اكبر من القيمة الحرجة عند 5% اذن نرفض الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة تكامل و النتيجة تظهر وجود اكثر من معادلة تكامل بين المتغيرين,

و من نتائج الجدول (11-04) وجود كذلك علاقة طويلة الاجل بين سوق مسقط المالي و سوق دبي المالي حيث وجدت قيمة الاثر 17,20 اكبر من القيمة الحرجة عند مستوى 5% و أيضا وجود علاقة طويلة الاجل بين سوق مسقط المالي و سوق الدوحة المالي حيث وجدت قيمة الاثر 16,17 اكبر من القيمة الحرجة عند مستوى 5% .

كما توجد علاقة طويلة الاجل بين سوق الكويت المالي و سوق دبي المالي حيث وجدت قيمة الاثر 21,53 أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى 5% .

## 2-5- اختبار السببية : Granger causality

بعدما وجدنا (04) \*علاقات طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة, نقوم باختبار السببية لهذه العلاقات حيث ان النظرية تفترض وجود علاقة سببية من اتجاه واحد بحد ادنى بين متغيرين اذا كان متكاملان.

### الجدول (12-04) اختبار السببية

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DFM does not Granger Cause MSM	119	0.88748	0.4923
MSM does not Granger Cause DFM		2.38299	0.0432
DFM does not Granger Cause SSM	119	5.04162	0.0080
SSM does not Granger Cause DFM		1.70636	0.1861
MSM does not Granger Cause DMS	119	2.92801	0.0369
DMS does not Granger Cause MSM		0.39627	0.7559
DFM does not Granger Cause KSE	119	5.71009	0.0043
KSE does not Granger Cause DFM		0.26396	0.7685

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 6

\* يتضمن الجدول (12-04) اختبار السببية للعلاقات الموجود بينها تكامل فقط, اما باقي اختبارات السببية بين متغيرات الدراسة موجودة بالملاحق

- تشير نتائج التقدير للعلاقة السببية في الاجل القصير في الجدول (04-12) الى:
- وجود علاقة متجهة من سوق مسقط المالي نحو سوق دبي المالي, حيث أن احصائية (F) بلغت (2.38299) أكبر من القيمة الجدولية مما يعني معنويتها احصائيا, وهذا يدعم علاقة التكامل المشترك بينها, لذلك نقبل فرضية أن التغير في سوق مسقط المالي يسبب تغير في سوق دبي المالي,
  - وجود علاقة متجهة من سوق دبي المالي نحو سوق المال السعودي, حيث أن احصائية (F) بلغت (5.04162) أكبر من القيمة الجدولية مما يعني معنويتها احصائيا, وهذا يدعم علاقة التكامل المشترك بينها, لذلك نقبل فرضية أن التغير في سوق دبي المالي يسبب تغير في سوق المال السعودي.
  - وجود علاقة متجهة من سوق مسقط المالي نحو سوق الدوحة المالي, حيث أن احصائية (F) بلغت (2.92801) أكبر من القيمة الجدولية مما يعني معنويتها احصائيا, وهذا يدعم علاقة التكامل المشترك بينها, لذلك نقبل فرضية أن التغير في سوق مسقط المالي يسبب تغير في سوق الدوحة.
  - وجود علاقة متجهة من سوق دبي المالي نحو سوق المال الكويتي, حيث أن احصائية (F) بلغت (5.71009) أكبر من القيمة الجدولية مما يعني معنويتها احصائيا, وهذا يدعم علاقة التكامل المشترك بينها, لذلك نقبل فرضية أن التغير في سوق دبي المالي يسبب تغير في سوق المال الكويتي.

## خاتمة الفصل:

يظهر من واقع الاسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي, انها اسواق حديثة النشأة و تتميز بنظم متطورة للتداول و التسويات, الا انها تعاني من عدة معوقات و التي تتمثل في ضيقها و محدوديتها و عدم توفر الوعي الاستثماري و انخفاض أداء الشركات المدرجة و تنوع الادوات المالية المتداولة على نطاق ضيق و ضعف الشفافية.

و على الرغم من امكانياتها الهائلة و خصائصها المشتركة, وعلى الرغم من قرارات المجلس الاعلى في دورته الثالثة و العشرين ( الدوحة, 2002), و التي نصت على المساواة التامة في المعاملة بين مواطني دول المجلس في مجال تملك و تداول الاسهم و تأسيس الشركات, وازالة القيود التي تمنع ذلك, تشير نتائج الدراسة القياسية لاختبار التكامل المشترك و اختبار السببية الى وجود تكامل ضعيف بين أسواق المال بدول المجلس, حيث تم ايجاد (04) علاقات توازنية في الآجل الطويل من بين (15) علاقة ممكنة, و وجد ان سوق دبي المالي له علاقة مع اكثر من سوق في دول المجلس, كما ان التغيرات الحاصلة فيه تؤثر على أسواق كل من الكويت و السعودية و يتأثر بتغيرات سوق مسقط المالي هذا نتيجة انفتاح امارة دبي على العالم الخارجي و استقطابها للاستثمار الاجنبي, حيث يعتبر اقتصاد دولة الامارات أكثر تنوعا في منطقة الخليج,

كما وجدت علاقة توازنية طويلة الاجل بين كل من سوق مسقط المالي و سوق الدوحة المالي, و يظهر اختبار السببية تأثير التغيرات الحاصلة في سوق مسقط على سوق الدوحة المالي.

**الخاتمة العامة**

إن التحولات الاقتصادية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي منذ بداية القرن الماضي. من تغيير نظام قاعدة الذهب إلى نظام التعويم المدار مرورا بنظام بريتن وودز, و انتشار التكتلات الاقتصادية و لعل أهمها الاتحاد الأوروبي الذي يعتبر التجربة الرائدة في العالم الشيء الذي دفع الدول الخليجية سنة 1981 إلى إنشاء مجلس التعاون الخليجي كانعكاس للعلاقات الخاصة و السمات المشتركة بينها و لتشابه انظمتها و تماثل تكوينها السياسي و الاجتماعي و السكاني و تقاربها الثقافي و الحضاري و استهدافا لتحقيق أكبر قدر من التنسيق بين اعضاءه للوصول إلى تحقيق التكامل الاقتصادي الكامل عبر تحرير التجارة البينية, واقامة اتحاد جمركي, و ابراز المواطنة الاقتصادية من خلال توحيد معاملة مواطني دول المجلس في مجالات حرية تنقل الاشخاص و المنتجات و سائل الانتاج, و السكن و العمل و التنسيق الاقتصادي, بهدف توحيد السياسات الاقتصادية و المالية و النقدية, و العمل على توحيد العملة , و التنسيق الانتاجي و اقامة المشاريع الصناعية المشتركة.

و نظرا لرغبة دول المجلس في نقل تكاملها الاقتصادي إلى مراحل متقدمة, اعتمدت اتفاقية اقتصادية جديدة, حيث قرر المجلس الأعلى بدء العمل باتفاق الاتحاد الجمركي بين اعضاءه ابتداء من الفاتح من يناير 2003 و بذلك دخلت هذه الدول مرحلة جديدة من التعاون الاقتصادي, وترتب على هذا الاتحاد الجمركي فرض تعريف جمركية موحدة بنسبة 5% على السلع المستوردة من خارج الاتحاد, كما يقوم الاتحاد بوضع سياسة موحدة لحماية الانتاج الوطني و التنسيق في المواقف التفاوضية في اطار مفاوضات منظمة التجارة العالمية.

و شهدت سنة 2008 صدور اعلان الدوحة بشأن قيام السوق الخليجية المشتركة في الرابع من ديسمبر عن القمة القمة الثامنة و العشرون للمجلس الأعلى لمجلس التعاون, و تأتي أهمية اقامة مثل هذه السوق من كونها تمثل حجر الزاوية في تحقيق التكامل الاقتصادي, ومن ثم التكامل النقدي بين دول المجلس,

كما شهد العقد الاخير من القرن العشرين بروز العديد من المتغيرات الاقتصادية لعل من أهمها العولمة المالية والتي تعتبر اهم ملامح النظام المالي الجديد نتيجة ارتباط سياسات

التحرير المالي ارتباطا وثيقا بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسات اقتصادية عامة, كذلك بموجب التوجه نحو الاندماج في الاقتصاد العالمي .

و لقد أصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا، ينبغي التعامل معه بكل حذر و واقعية. ولقد خلقت العولمة المالية خلال السنوات الأخيرة هيكلًا جديدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم، تتمثل في الأسواق المالية الناشئة، حيث ظهرت تلك الأقطاب الجاذبة لرؤوس الأموال بفضل العوائد المرتفعة في أسواقها مقارنة بأسواق البلدان المتقدمة، كما استطاعت الأسواق المالية الناشئة أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية ، حيث ارتفع أداءها الاقتصادي و المالي بصورة واضحة .

و نظرا لهذه الأهمية المتزايدة فقد بدأت أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في تطوير امكانياتها و قدراتها لتتواكب مع هذه المعطيات عن طريق التوافق مع المعايير العالمية للبورصات المتقدمة, فضمن هذا السياق شهدت اسواق المال الخليجية مؤخرا طفرة هائلة سواء من حيث حجم او قيمة التداول و الاصدارات الجديدة, ويعود هذا التطور الى سياسات تحرير الاسواق و الخصخصة, و نمو الوعي الاستثماري لدى قاعدة كبيرة من الجمهور, و زيادة السيولة.

و نظرا لما تمثله هذه الأسواق في الوقت الراهن من أهمية في تدعيم التكامل الاقتصادي الخليجي, و انعكاس تأثيراتها على الاقتصاد الكلي و التجارة السلعية, اصبح موضوع تكاملها يمثل ضرورة ملحة وواقع لا مفر منه خاصة في ظل توجه دول مجلس الى اعتماد عملة واحدة و نحو تحقيق سوق مشتركة ترفع فيها كل القيود على حركة عناصر الانتاج, مما يستوجب توحيد الاجراءات و تنسيق السياسات بين اسواق راس المال الخليجية و تبادل المعلومات و اتاحتها, لتحقيق الاندماج الذي يحقق الاستقرار و الحد من التقلبات, كما يجب تحرير هذه الاسواق و انفتاحها على اسواق المال العالمية مما يتيح للمستثمرين الاجانب الدخول اليها و الخروج منها دون قيود مما يؤدي الى جذب الاستثمارات الاجنبية, و استقطاب رؤوس الاموال العربية المستثمرة في الخارج.

## نتائج الدراسة:

لقد هدفت الدراسة إلى التأكد من مدى تكامل أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي, ومن خلالها فقد تم التوصل إلى النتائج التالية و التي يمكن بيانها على النحو التالي:

- تم قبول الفرضية الاولى القائلة بان دول مجلس التعاون تتوفر على أغلب معايير التقارب فقد بينت الدراسة و من خلال تحليل معايير التقارب بأن معظم دول المجلس تستجيب لهذه المعايير, نظرا لخصائصها المشتركة و تماثل هيكل اقتصاداتها. مما أدى الى وجود تقارب بين اقتصاداتها, مما يؤهلها لان تحقق اتحاد اقتصادي و نقدي فيما بينها.

- توصلنا من خلال هذه الدراسة بان اسواق مجلس التعاون الخليجي ليس متكاملة فيما بينها, فمن خلال اختبار التكامل المشترك لمؤشرات الشهرية تم وجود (04) علاقات توازنية في الاجل الطويل من بين (15) علاقة ممكنة و هو ما يظهر وجود ترابط ضعيف بين هذه الاسواق, وهذا نتيجة عدم الغاء كافة الحواجز على انتقال عنصر رأس المال بين الدول الاعضاء على الرغم من وجود سوق مشتركة, ووجود اتفاقيات للإدراج المشترك و للربط الفني بين أسواق المال بدول المجلس, و بالتالي فان النتائج المتوصل اليها من الدراسة القياسية تؤكد صحة الفرضية الثانية.

- يمثل قيام اتحاد نقدي في مجلس التعاون الخليجي أحد العوامل الرئيسية المساعدة للدول الاعضاء في مواجهة التحديات التي تفرضها العولمة و الاضطرابات المالية العالمية و في ايجاد دور أقوى و اكثر تأثيرا في البيئة الاقتصادية العالمية لدول مجلس التعاون.

- هناك تأخير في اصدار العملة المشتركة مما يجعل ضرورة العمل المستمر على ازالة المعوقات التي تعترض مسيرتها و تفعيلها من خلال تشجيع مزيد من السياسات لتعزيز الترابط بين الاقتصاديات الخليجية.

- ان التكامل النقدي هو مسألة سياسية أكثر منها اقتصادية, لان الدوافع باتجاهها و العقبات في سبيلها وهي بشكل أساسي ذات طبيعة سياسية فالإرادة السياسية هي بالتالي شرط مسبق لأي تكامل نقدي و اقتصادي.

- ان استدامة الوحدة النقدية الخليجية تعتمد كثيرا على الارادة السياسية و الاطار المؤسسي في منطقة مجلس التعاون الخليجي, فلقد اخذت الوحدة النقدية الاوروبية أكثر من 40 سنة حتى قطفت ثمارها , كما ان البنك المركزي الاوروبي يعمل بفعالية و كفاءة عاليتين في ادارة السياسة النقدية نظرا لتوفر قاعدة من عريضة من المؤسسات في الاتحاد الاوروبي مثل المجلس الاوروبي و البرلمان الاوروبي , و محكمة العدل الاوروبية و غيرها و التي تعمل جميعا بصورة مستقلة عن البنك المركزي الاوروبي و تساعد على تعزيز التكامل السياسي.
- تعامل دول المجلس بعملة واحدة سيؤدي الى ايجاد كتل اقتصادي قوي يساير التطورات الاقتصادية العالمية, وسيعمل على خلق سوق مالي خليجي موحد و قوي.
- تحتاج دول المجلس الى نظام جديد لسعر الصرف بعد ان اثبت ربط عملاتها بالدولار صعوبة متزايدة للحفاظ عليه, نظرا لاضطرار البنوك المركزية الخليجية لاقتفاء اثر السياسة النقدية الامريكية, في وقت لا تتناغم فيه اقتصاداتها مع الاقتصاد الامريكي, كما ان تراجع الدولار في الاسواق العالمية يجعل البنوك المركزية الخليجية عاجزة عن الحفاظ على ربط عملاتها بالدولار و محاربة التضخم في آن واحد, الشيء الذي مثل عائقا أمام اطلاق العملة المشتركة في موعدها الذي كان مقررا سنة 2010.
- ان غياب المؤسسات الاقليمية في منطقة مجلس التعاون الخليجي على غرار مؤسسات الاتحاد الاوروبي قد ساهم في تأجيج الخلافات السياسية بين الدول الاعضاء مثل الخلاف الذي وقع بين الامارات و السعودية حول مكان البنك المركزي الخليجي و الذي انتهى الامر به الى انسحاب الامارات من اتفاقية الوحدة النقدية الخليجية و تأجيل اصدار العملة المشتركة التي كان مقرر لها سنة 2010.
- ان نشوء أسواق الاوراق المالية و تطورها في البلدان المختلفة يأتي انعكاسات لظروف التطور الاقتصادي, لان هذه الاسواق تمثل احدى القنوات المهمة في تجميع الثروة و ادارتها و توجيهها, بحيث تعكس حقيقة الاوضاع الاقتصادية للدولة و احدى المؤشرات البارزة للإنجازات المتحققة فيها.
- يظهر من واقع الاسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي أنها اسواق حديثة النشأة و تتميز بنظم متطورة للتداول و التسوية, وتدفع رؤوس الاموال الاجنبية اليها للاستثمار, اضافة الى اصلاح و تطوير الاطر القانونية و المؤسسية و التنظيمية حسب المعايير

الدولية و الانفتاح على العالم الخارجي, بالرغم من ذلك الا انها تعاني من بعض المعوقات و التي تتمثل أساسا في ضيق و محدودية هذه الاسواق و انخفاض اداء الشركات المدرجة و تنوع الادوات المالية المتداولة على نطاق ضيق و ضعف الشفافية.

- تختلف الأسواق الثانوية العربية فيما بينها من حيث حجم الصفقات فيها ونشاط التداول وان تميزت جميعها بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة إلا أن أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بتداول نشط نوعا ما في أسهم الشركات ويتضائل الأهمية النسبية لتداول الصكوك وسندات القروض فيها.

- تختلف الأسباب وراء ظاهرتي النشاط و التباطؤ في الدول العربية, فبالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي تتمتع بتوفر فائض القدرة على التمويل وتحقق مدخرات فردية مرتفعة نتيجة لارتفاع أسعار النفط اذ لم تجد هذه المدخرات منفذا للاستثمار والمضاربة إلا في الأسهم هذا إلى جانب الإصلاحات التنظيمية التي صاحبت أسواق هذه الدول في السنوات الأخيرة وتهيئة الأطر القانونية و التنظيمية المناسبة وإتباع سياسة تشجيع الاستثمارات الأجنبية.

- تعاني معظم البورصات الخليجية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية, الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق المالي ويعود السبب إلى ضيق حجم الاقتصاديات الخليجية وتركزها في قطاعات معينة.

- يعد تطوير وانفتاح الأسواق الخليجية على بعضها البعض أمرا ضروريا للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة. فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات وخاصة المالية منها؛ يفرض على أسواق مجلس التعاون العمل على التطوير حتى يتم التوصل الى سوق موحدة من خلال ربط البورصات الخليجية وإقامة سوق مالية مشتركة، بالإضافة الى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لهذه الأسواق وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون المشترك.

- اظهرت نتائج اختبارات استقرار السلاسل الزمنية ان جميع المتغيرات و المتمثلة في المؤشرات الشهرية لأسواق المال الخليجية خلال الفترة 2003-2013 , أنها غير مستقرة عند المستوى و لكنها مستقرة في الفرق الاول عند مستوى 5% , مما يعني أنها متكاملة من نفس الدرجة و هي الدرجة الاولى,
- يتبين من خلال هذه الدراسة وجود علاقات توازنية طويلة الاجل بين كل من سوق المال السعودي و سوق دبي المالي, و سوق مسقط المالي و سوق دبي المالي , سوق مسقط المالي و سوق الدوحة المالي, وسوق الكويت المالي و سوق دبي المالي.
- اوضحت نتائج اختبار التكامل المشترك أن سوق البحرين المالي ليس له أي علاقة طويلة الاجل مع أي سوق مالي خليجي اخر, في المقابل نجد أن سوق دبي المالي له علاقات طويلة الاجل مع اغلب اسواق الخليج المالية نظرا لانفتاحه على المستثمرين الاجانب و خاصة الخليجيين, كما تعتبر امارة دبي الرائدة في مجال التنويع الاقتصادي, حيث تحصل على معظم ايراداتها من قطاعات مختلفة كالنقل و السياحة ...الخ, و لا يساهم القطاع النفطي الا بنسبة ضئيلة نظرا كونها تمتلك احتياطات نفطية قليلة .
- اظهر اختبار السببية أن التغير في سوق دبي المالي يؤدي الى التغير في سوق المال السعودي و في سوق الكويت المالي, أي انه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد, كما ان التغير في سوق مسقط المالي يؤدي الى تغير في سوق دبي المالي و في سوق الدوحة المالي.
- بالرغم من معدلات النمو الهائلة فلا تزال الفجوة قائمة بين الاسواق المالية العالمية و الاسواق المالية الخليجية من حيث حجم التداول و الاستقرار و كفاءة السوق, و على مستوى الاسواق المالية الخليجية هناك عدم ترابط كبير فيما بينها نظرا لاختلاف اجراءات و قوانين هذه الاسواق اضافة الى اختلاف عملات التداول بين اسواقها .
- من اهم المعوقات التي تعترض تكامل اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي عدم وجود اطار موحد للتداول و ايداع الاوراق المالية اضافة الى تعدد الجهات الرقابية اضافة الى عدم وجود الية لتبادل المعلومات للشركات المصدرة بين هذه الاسواق.

- ادى واقع اسواق المال الخليجية الى لجوء العديد من المستثمرين الى الاسواق العالمية , الاكثر سيولة و استقرار , كما اتجهت العديد من الشركات المصدرة الى الاسواق العالمية الاكثر كفاءة لتحسين قدرتها على تدبير التمويل بالرغم من السيولة العالية بالمنطقة, كما خلق هذا الواقع عدم وجود سوق اقليمي ثانوي للسندات و التي تمثل حجر الاساس لبناء سوق راس مال نشط.

- تمتاز اسواق المال الخليجية بحساسيتها و تذبذبها اضافة الى عدم كفاية الادوات المالية في أي سوق على حدى لتشكيل قطاع معبر سواء لأغراض التحليل أو من أجل تطوير أدوات مشتقة,

- بالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية التي انتظمت أسواق المال الخليجية إلا أن حجم الاستثمارات الأجنبية فيها مازالت ضعيفة حيث كان رصيد معاملات بيع الأجانب أكثر قليلا من مشترياتهم خلال العام 2010 لتسجل هذه الاستثمارات تدفقا صافيا سالبا كما تظهر البيانات خروج الاستثمار الأجنبي من أسواق أبو ظبي و الكويت و مسقط و الكويت و البحرين و في المقابل سجل الاستثمار الأجنبي تدفقا إلى أسواق كل من قطر.

- تؤكد الدراسة على بدء اندماج الاسواق المالية الخليجية بالأسواق العالمية, وهو ما يتضح من خلال وجود تأثير للازمة المالية العالمية لسنة 2008 على أداء بعض الاسواق الخليجية, على الرغم من انخفاض حصة العالم العربي من الاقتصاد العالمي بسبب معوقات الاستثمار و المشكلات التنموية, كما عززت الازمة المالية العالمية تركيز البنوك المركزية الخليجية على الاستقرار المالي ووضع السياسات المالية الملائمة.

#### - التوصيات:

في ضوء النتائج التي تم الوصول اليها, يمكن أن نقترح الاتي:

- على دول مجلس التعاون أن تركز حاليا على تأسيس المؤسسات الاقليمية و ترسيخها و التي من شأنها تعزيز التكامل السياسي و جعل البنك المركزي الخليجي المقترح أكثر فاعلية و كفاءة في تنفيذ السياسات النقدية لمصلحة دول المنطقة.

- على دول المجلس تطوير السوق المالي التكامل في المنطقة و لاسيما سوق السندات الحكومية و يعد هذا مطلباً حيويًا من أجل تعزيز جاذبية العملة الخليجية المشتركة الجديدة كمخزن للقيمة و كعملة احتياط و كعملة للمعاملات.
- على دول المجلس التعاون تبني نظام سعر صرف ملائم لها, بحيث لا بد ان يتسم بحرية أوسع ليؤدي دورا فاعلا في ادارة الصدمات الخارجية, وفي الوقت نفسه يدعم السياسات النقدية و المالية من جهة احتواء التضخم و تعزيز التنافسية.
- انشاء مكتب احصائي مركزي لدو مجلس التعاون لإصدار بيانات اقتصادية تتسم بالشفافية و المقارنة لدعم الاتحاد النقدي ,
- الاسراع في تجسيد البنك المركزي الخليجي و اعطائه الاستقلالية فيما يتعلق بتحديد الاهداف و الادوات النقدية و اعطائه الصلاحية لصياغة السياسة النقدية و الاشراف على انظمة الدفع.
- ايجاد مزيد من التنسيق بين المؤسسات المالية و المصرفية و التحكم في معدلات التضخم المالي و تنسيق سياسات الائتمان بواسطة توحيد معدلات الفائدة المصرفية .
- جعل الانظمة المالية أكثر مرونة, كما ان جوهر اصلاح القطاع المالي يعتمد على تحسين قوة رأس المال و السيولة و تثبيط الافراط في الاستدانة.
- لبد من خلق مركز ايداع خليجي مركزي لكافة المستثمرين و زيادة الشفافية و الكفاءة الرقابية.
- دعم التوجه نحو توحيد و تكامل نظم عمل المقاصة و التسوية و الايداع بما يساعد في سرعة نشر و تطبيق الادوات المالية المتطورة و الاليات الجديدة في كافة الاسواق.
- العمل على معالجة المعوقات الرئيسية التي تعترض اسواق الاوراق المالية الخليجية كضيق و محدودية هذه الاسواق.
- توجه الدول نحو تنويع و توسيع القاعدة الاستثمارية في دول مجلس التعاون, وخاصة للمستثمرين الصغار, لغرض تشجيع المدخرين على التعامل في هذه الاسواق, وتأمين توظيف رؤوس الأموال بالداخل.
- على دول المجلس تكثيف جهود الخصخصة لما لها من اثر فعال على زيادة أنشطة أسواق المال و حجمها, لان أسواق المال المتطورة لها آلية تغذية عكسية مع الخصخصة.

# قائمة المراجع

## -المراجع العربية:

## -الكتب:

1. اديب حداد، عملية الربط بين البورصات العربية و مقوماتها في استراتيجيات تنشيط البورصات العربية و الربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1994
2. أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2004
4. أسامة المجذوب ، العولمة و الألفية، الدار المصرية اللبنانية للنشر و التوزيع، القاهرة، 2000.
5. أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة العربية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005
6. السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010
7. الياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006
8. إكرام عبد الرحيم ، التحديات المستقبلية للتكامل الاقتصادي العربي ، مكتبة مدبولي، ط1، القاهرة ، 2002.
9. جاسم بن محمد القاسمي التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2000
10. جون ويليامسون، مفهوم وصور و أهداف التكامل النقدي ،في التكامل النقدي العربي: المبررات -المشاكل -الوسائل، مركز دراسات الوحدة العربية ، الطبعة الثالثة، بيروت ، 1986.
11. حازم البيلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، المجلس الوطني للفنون والثقافة والآداب، الكويت ، 2000،
12. حسين عمر، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر، دار الفكر العربي للنشر و الطبع، الطبعة الأولى، القاهرة، 1998

13. دريد كامل ال شبيب, الاسواق المالية و النقدية ط1, دار المسيرة ,عمان, 2012،
14. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005،
15. زياد فراس الذنبيات, كيف تتاجر في الاسهم ,ط1, دار كنوز المعرفة العلمية للنشر و التوزيع, عمان, 2009،
16. زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية ، دار الفتح للطباعة و النشر ، الإسكندرية، 2003 .
17. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005
18. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الاوراق المالية, دار النشر للجامعات, القاهرة, 2009.
19. سمير محمد عبد العزيز، التجارة العالمية بين جات 94 و منظمة التجارة العالمية مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ، 2001 .
20. سمير محمد عبد العزيز ,التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة, ط1, مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ,.الإسكندرية , 2001,
21. شذا خطيب و صعفق الركيبي, العولمة المالية, ط1 , دار مجدلاوي للنشر, عمان 2008,
22. صلاح الدين السيبي, بورصات الاوراق المالية ,ط1, دار عالم الكتب, القاهرة, 2003
23. صلاح الدين حسن السيبي، الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم، تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم الكتاب, القاهرة، 2003،
24. صلاح عباس، العولمة في إدارة المنظمات العالمية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر الإسكندرية، 2003،
25. صندوق النقد العربي, التكامل النقدي العربي, الطبعة الأولى , لبنان , 1981،
26. ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003

27. عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000،
28. عبد الحسن زلزلة، التكامل الاقتصادي العربي أمام التحديات، في دراسات في التنمية والتكامل الاقتصادي العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الثالثة، بيروت، 1985، ص 136
29. عبد السلام صالح عرفة، التنظيم الدولي، دار الجماهيرية، ليبيا، 1993
30. عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006
31. عبد الفتاح مراد، منظمة التجارة العالمية والعولمة و الألفية، شركة البهاء للبرمجيات والنشر الالكتروني، الإسكندرية، بدون تاريخ، ص 296
32. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005،
33. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار البلاغ للنشر و التوزيع، مصر، 2005
34. عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003،
35. عبد المنعم السيد، الوحدة النقدية العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 1986،
36. عبد المنعم السيد، الاتحاد النقدي الخليجي و العملة الخليجية المشتركة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2008
37. عبد المنعم السيد، نحو سوق مالية عربية كأداة جذب للأصول العربية المستثمرة في الخارج، التكامل الاقتصادي العربي.. الواقع والافاق، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1998،
38. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة 2، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 2002،
39. عصام حسين، اسواق الاوراق المالية، دار اسامة للنشر، عمان، 2010،

40. عماد العاني, اندماج الاسواق المالية الدولية(اسبابه, انعكاساته على الاقتصاد العالمي), الطبعة الاولى, بيت الحكمة, بغداد, 2002
41. عماد محمد الليثي , التبادل الدولي , دار النهضة العربية , القاهرة , 2002
42. عمر صقر, العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة, الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع ,الإسكندرية, 2000-2001,
43. فريد النجار , البورصات و الهندسة المالية, مؤسسة شباب الجامعة للنشر , مصر , 1999م
44. فريد النجار , ادارة شركات تداول الاوراق المالية, الدار الجامعية , الاسكندرية, 2009
45. فيصل محمود الشاورة, الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية, دار وائل للنشر والتوزيع, عمان 2008
46. محمد المجنوب, التنظيم الدولي, الدار الجامعية للنشر و الطبع, القاهرة, بدون تاريخ,
47. محمد بوعشة, التكامل والتنازع في العلاقات الدولية الراهنة, دار الجيل, ليبيا 1999,
48. محمد سيد عابد, التجارة الدولية مطبعة الإشعاع الفنية, القاهرة, 1999 ,
49. محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد, بورصة الاوراق المالية, الدار الجامعية, الاسكندرية , 2002
50. محمد عبد العزيز عجمية, الاقتصاد الدولي ,2000,
51. محمد لبيب شقير, الوحدة الاقتصادية العربية تجاريا و توقعاتها ,الجزء الأول ,الطبعة الأولى, مركز مركز دراسات الوحدة العربية , بيروت, 1986
52. محمد مطر, ادارة الاستثمارات, دار وائل للنشر , ط5, عمان
53. محمود محمد الداغر , الاسواق المالية ,دار الشروق للنشر و التوزيع, ط2, عمان, 2007
54. مدحت صالح ,النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي, ط1, دار غريب, القاهرة 1996,

55. مغاوري شلبي، اليورو: الآثار المتوقعة على اقتصاد البلدان العربية و العالم، مكتبة الزهراء الشرق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2000،
56. محمد هشام خواجكية، التكتلات الاقتصادية الدولية، مديرية المطبوعات الجامعية- جامعة حلب- 1972/1971.
57. نايف علوان، ادارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، ط1، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان ، 2009،
58. نبيل حشاد، الجات ومستقبل الاقتصاد العالمي والعربي، دار النهضة العربية، 1995
59. نبيل حشاد، الجات و منظمة التجارة العالمية، دار إيجي مصر، ط2، مصر، 1999
- المراسيم والقوانين
60. جامعة الدول العربية، قرار المجلس الاقتصادي والاجتماعي رقم 1367، ملحق رقم 2، 1997،
- التقارير
61. التقرير الاقتصادي السنوي، الاصدار 21، وزارة الاقتصاد بدولة الامارات العربية المتحدة، 2013،
62. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، نيويورك، 2004م
63. الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون الخليجي ، تقرير مجموعة السامبا المالية، السعودية، 2009،
64. تقرير معهد التمويل الدولي ، واشنطن، 2013،
65. تقرير الرؤية الاقتصادية، الجمعية الدولية للمحاسبين القانونيين، 2013
66. دينا عبد الله الدياسري، التكامل النقدي العربي، دائرة الابحاث و الدراسات، البنك المركزي الاردني، 1986
67. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2001م،.
68. -صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002م.
69. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2003م، ،

70. صندوق النقد العربي, قاعدة بيانات أسواق الاوراق المالية , النشرة الفصلية للربع الاول 2006, ابوظبي, 2006
71. صندوق النقد الدولي, الافاق الاقتصادية و التحديات على صعيد السياسات في دول مجلس التعاون الخليجي, الاجتماع السنوي لوزراء المالية و محافظي البنوك المركزية, الرياض, 2013
72. مجلس التعاون الخليجي, المسيرة و الانجازات, الطبعة السابعة, الامانة العامة, 2012
73. مجلس التعاون الخليجي, العمل الاقتصادي العربي, إدارة البحوث والدراسات, الأمانة العامة, الرياض 2009
74. مجلس التعاون الخليجي, مجلس التعاون لدول الخليج العربي عشرون عام من الانجازات, الامانة العامة, الرياض, 2002
75. مجلس التعاون الخليجي, المسيرة و الانجاز, ط2, الامانة العامة, الرياض, 2007
76. مجلس التعاون الخليجي, اجراءات و خطوات تطبيق الاتحاد الجمركي لدول مجلس التعاون الخليجي, الامانة العامة, الرياض, 2003
77. مجلس التعاون الخليجي,, الاتحاد الجمركي, الامانة العامة, الرياض, 2003
78. مجموعة الخبير المالية, تحليل ميزانيات دول مجلس التعاون الخليجي, السعودية, 2014
79. محمد رضا العدل, الاستثمار في المنطقة العربية و مواجهة التوترات الراهنة, مجلس الوزراء: مركز المعلومات و دعم اتخاذ القرار, مصر, 2003
80. مركز الخليج للدراسات الاستراتيجية, مملكة البحرين, 2006
81. نجيب بن عبد الله الشامي , التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ودور قطاع النقل فيه, ادارة البحوث و الدراسات, الامانة العامة, الرياض, 2009,
82. مستجدات التقارب, تقرير صادر عن وحدة الاتحاد النقدي, العدد الأول, الربع الأول 2009
83. مؤسسة النقد العربي السعودي, أحدث التطورات الاقتصادية, العدد 49, التقرير السنوي, الرياض, 2013 .

84. نظرة عامة على سوق دبي المالي, كتيب تعريفى للمستثمرين, هيئة سوق دبي المالي على الرابط: [www.dfm.ae/default.aspx](http://www.dfm.ae/default.aspx) تاريخ الاطلاع 20-10-2011

### - الملتقيات والندوات:

85. أبو القاسم الطابولي, اتجاه العالم نحو التكتلات الإقليمية و أثرها على الاقتصاديات العربية, المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير, جامعة العلوم التطبيقية الخاصة, عمان, -22-24/7/2003,
86. المرسي السيد حجازي, تقويم لتجربة السوق العربية المشتركة, ندوة السوق العربية المشتركة, جامعة بيروت العربية, طرابلس, 02/03/2002,
87. بن بوزيان محمد و الطاهر زياني, الأورو و سياسة سعر الصرف في الجزائر, دراسة مقارنة مع تونس و المغرب, الملتقى الوطني الاول حول الاقتصاد الجزائري في الالفية الثالثة, جامعة سعد دحلب, البليدة, 21-22, 2002
88. حربي عريقات, التكامل الاقتصادي العربي: الواقع و التحديات والآثار المستقبلية, المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير, جامعة العلوم التطبيقية الخاصة, عمان, -22-24/7/2003
89. رجا المرزوقي, الآثار الاقتصادية للاتحاد النقدي بين دول المجلس على الاقتصاد الكلي, ندوة العملة الخليجية الموحدة: المتطلبات والتطلعات, غرفة تجارة وصناعة دبي, ابريل 11-12 2006
90. صالحى فلاحى وسامى مبارك, واقع وأفاق تطوير الوحدة النقدية تجربة مجلس التعاون الخليجي, الملتقى الدول حول اليورو واقتصاديات الدول العربية, جامعة الاغواط, 18-20 أبريل 2005,
91. عبد الله الركيبي, ورقة مقدمة للمؤتمر السنوي العام لاتحاد البورصات و أسواق المال العربية, القاهرة, 1997
92. عدنان احمد يوسف, المجلس النقدي الخليجي, اتحاد المصارف العربية, بيروت, العدد مارس 2010

93. مصطفى عبد الله الكفري, اقتصادات دول مجلس التعاون في ظل العولمة الاقتصادية, ورقة قدمت الى مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي : فرص القرن الحادي و العشرين, جامعة الملك فيصل , 13-15 فبراير, 2001
94. ياسر محمد و سيد ابراهيم عبد الفضيل, الافاق المستقبلية لأداء أسواق المال العربية في ظل العولمة الاقتصادية, ورقة مقدمة لمؤتمر اسواق الاوراق المالية و البورصات, المؤتمر العلمي الخامس عشر, جامعة الامارات العربية المتحدة, 6-8 مارس 2007

### - المجالات والدوريات:

95. الشراح رمضان علي و عبد الله سعد الله, استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون, ورقة مقدمة الى مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي, جامعة الملك فيصل, المملكة العربية السعودية, 13-15 فبراير 2001
96. الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان, مجلة سوق المال, العدد 29, أبريل 2005م,
97. الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان, مجلة سوق المال, العدد 32, جانفي 2006م,
98. إبراهيم اونور, خصائص أسواق الأسهم العربية, جسر التنمية, العدد 80, المعهد العربي للتخطيط, الكويت, 2009
99. حسن بن رفدان الهجهج, دراسة العلاقة بين اداء سوق الاسهم السعودي و المتغيرات الاقتصادية الكلية, مجلة التعاون , العدد 70, السعودية, 2010
100. صالح ابراهيم, سوق الاسهم و النمو الاقتصادي علاقات الارتباط و السببية, ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية جامعة الملك سعود, 2007,
101. علي كساب و محمد رتول , التكامل الاقتصادي العربي والتنمية الاقتصادية في إطار التدافع والشراكة, مجلة شمال إفريقيا, العدد الأول , جامعة الشلف, 2005
102. محمد بن ناصر الجديد, تكامل الأسواق المالية العربية, صحيفة اقتصادية إلكترونية, العدد 4973, الخميس 24 مايو 2007م,
103. مجلة التجارة العربية البريطانية , غرفة التجارة العربية البريطانية , لندن, 2003,

- 
104. مقراني الهاشمي, التكنل الاقتصادي للعالم العربي :واقع وأفاق, مجلة العلوم الإنسانية العدد 11, جامعة منتوري, قسنطينة, 1999,
105. يوسف رشيد, أفاق وتحديات إقامة تكنل اقتصادي عربي في ظل مبادئ المنظمة العالمية للتجارة, دفاتر Mecas, مخبر البحث إدارة المؤسسات وتسيير رأس المال الاجتماعي, جامعة تلمسان, 2006,

## -2-المراجع الأجنبية:

## -باللغة الفرنسية:

1. André Dumas ,**L'économie mondiale**,2édition ,de boeck,,paris,2003
2. Benbara radia, **La création d'une monnaie unique arabe : l'expérience européenne**, séminaire sur l'euro et le économie des pays arabes ;université de lagouat ; avril 2005
3. Dov Ogien, **Pratique des Marche Financier**, Ed Dunod, Paris2007.
4. Jérôme Totignon et Bernard Yvars , **Economie monétaire européenne** , édition Hachette , paris , 2002
5. Marie-Annick Barthe ; **Economie de l'union européenne**, edition economica, Paris, 2000
6. Marie France Jarret, **Les théories de la zone monétaire optimale et les critères de convergence**, Université du Maine,France,2006 ,  
<http://mapage.noos.fr/RVD/ZMO.html>
7. Marie Martine Salort, **L'euro**, Edition LIRIS, Paris, 1999
8. Paul De grauwe ,**économie de l'intégration monétaire** , De Boeck université, paris,1999 .
9. P Kauffman ,**l'euro**, Dunod, 2éme édition, Paris, 1999.
10. Yann Echinard , **L'optimalité de l'union européenne** , cahier CUREI ,N°11,centre universitaire de recherche européenne et international,Grenoble, novembre 1998,sur le lien ;web.upmf-grenoble.fr/curei/cahier/cahiers/11/part1-11.html

1. Brahim Onour, **Volatility Transmission Across GCC Stock Markets**, Journal of Development and Economic policies, Volume 11-No1-Kuwait, 2009
2. Dean A. DeRosa, **Regional Integration Arrangements: Static Economic Theory**, Quantitative Findings, and Policy Guidelines , ADR International, Ltd., U.S.A,1998,
3. Mundell. Robert, **A Theory of Optimum Currency Areas** , Américain Economic Review,vol 51 ,1961 .
4. Raul Susmel, **Extreme Observations and Diversification in Latin American Emerging Equity Markets**, Journal of International Money and Finance, vol 20 (2001),
5. Rao , B , **Contegration-for the applied economics** , New York , the Macmillan press Lid , 1994
6. Renald MacDonald & Abdulrazak Alfaris, **Currency Union and Exchange Rate Issues : lessons for the gulf states** , Dubai Economic Council, UAE ,2010
7. Renald Mckinnon , **optimum currency areas and key currencies ; Mundell I versus Mundell II**, forthcoming journal of common market studies; Stanford university, California, 2004  
<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>
8. Granger , C. W . J and Newbold , **spurious regression in econometrics**, Journal oF econometrics , 1974
9. Johansen s . and Juseluis , **K Maximum Likelihood estimation and inference on CO-integration with application to yje demand for money** , Oxford bullenntin of economic and statistics , 1990
10. Assaf, A, (2003) , **Transmission of Stock Price Movements: The Case of GCC Stock markets**, Review of Middle East Economics and Finance :Vol, 1, N°,2

**قائمة الملاحق**

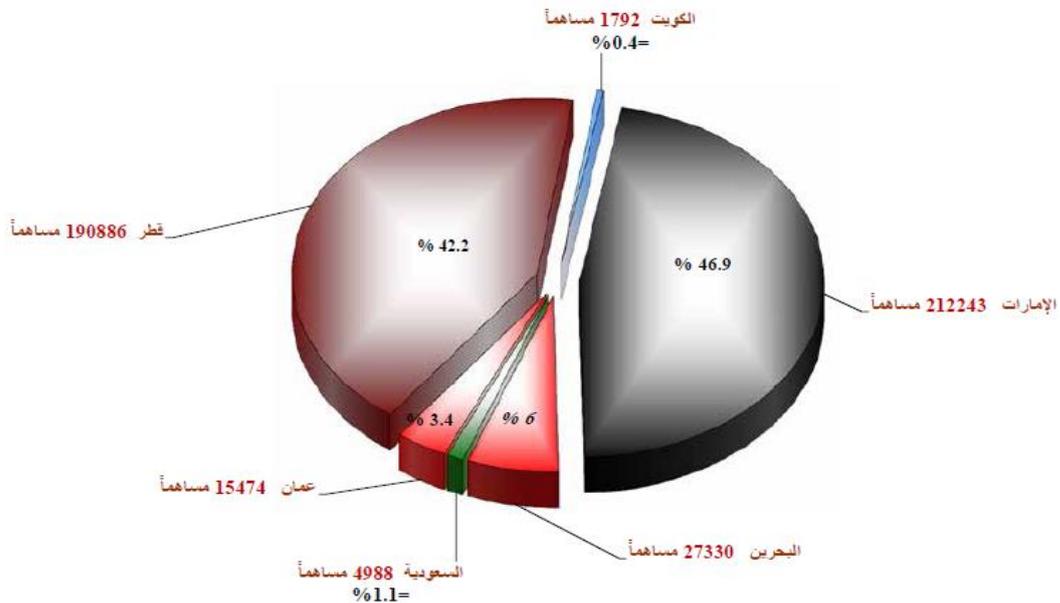
## الملحق (01)

عدد الشركات المساهمة والشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس  
No of Stock Companies Permitted for GCC Citizens to Trade and Own



## الملحق (02)

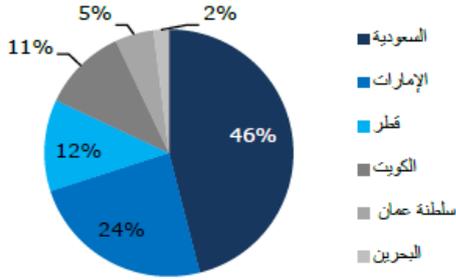
الدول المستقبلية للمساهمين في الشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني الدول الأعضاء الأخرى  
No. of GCC Shareholders in Stock Companies in other Member States Permitted  
for GCC Citizens to Trade & Own  
2012



### الملحق (03)

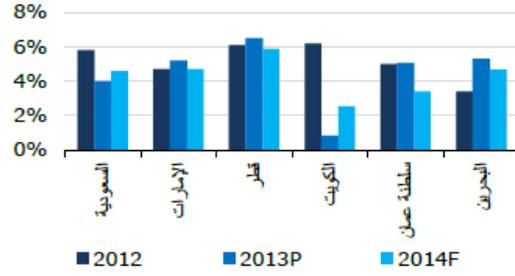
#### مؤشرات عامة

المساهمة في اقتصاد دول مجلس التعاون (٢٠١٣)\*



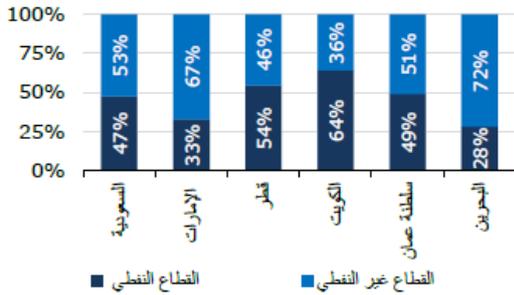
المصدر: صندوق النقد الدولي، الناتج المحلي الإجمالي الاسمي

نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي



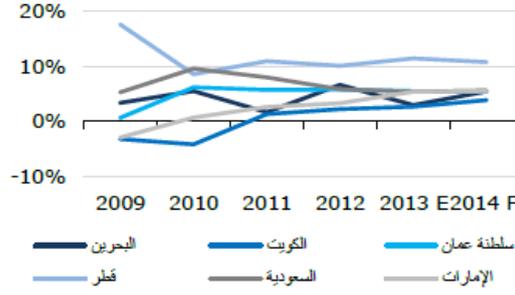
المصدر: صندوق النقد الدولي، البيانات الفعلية للمملكة العربية السعودية، قطر لتبادل المعلومات

عناصر الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بحسب القطاع\*



المصدر: صندوق النقد الدولي، بنك قطر المركزي مستجدات الربع الثاني ٢٠١٤، مؤسسة النقد العربي السعودي، المركز الوطني للإحصاء بالإمارات، الأرقام الميدانية للعام ٢٠١٣

نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي الخليجي (سنوياً)



المصدر: صندوق النقد الدولي، البيانات الفعلية للمملكة العربية السعودية، قطر لتبادل المعلومات، المركز الوطني للإحصاء بالإمارات

## الملحق (04)

### نتائج الدراسة

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.300314	157.1995	117.7082	0.0000
At most 1 *	0.284362	115.7731	88.80380	0.0002
At most 2 *	0.231767	76.96178	63.87610	0.0027
At most 3 *	0.203125	46.37702	42.91525	0.0217
At most 4	0.099403	20.03841	25.87211	0.2240
At most 5	0.065784	7.893461	12.51798	0.2605

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

Vector Error Correctio

n Estimates

Sample (adjusted): 2004M03 2013M12

Included observations: 118 after adjustments

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
BSE(-1)	1.000000
SSM(-1)	-2.382674 (1.25587) [-1.89723]
MSM(-1)	0.431844 (2.54104) [ 0.16995]
DFM(-1)	11.11653 (1.75337) [ 6.34010]
KSE(-1)	-6.469804 (1.80928) [-3.57589]
DMS(-1)	1.232082 (2.11246)

[ 0.58325]

C

27104.11

Error Correction:	D(BSE)	D(SSM)	D(MSM)	D(DFM)
CointEq1	0.000908 (0.00053) [ 1.70992]	0.033469 (0.00627) [ 5.33828]	0.001928 (0.00381) [ 0.50592]	-0.020201 (0.00658) [-3.06865]
D(BSE(-1))	0.186994 (0.12084) [ 1.54742]	0.414779 (1.42738) [ 0.29059]	0.544847 (0.86779) [ 0.62785]	0.554707 (1.49877) [ 0.37011]
D(BSE(-2))	0.230982 (0.11072) [ 2.08622]	2.030779 (1.30778) [ 1.55284]	2.575695 (0.79508) [ 3.23953]	-1.169669 (1.37320) [-0.85178]
D(SSM(-1))	-0.015976 (0.00807) [-1.98055]	0.002759 (0.09528) [ 0.02895]	0.009170 (0.05793) [ 0.15830]	-0.092570 (0.10005) [-0.92526]
D(SSM(-2))	0.003817 (0.00794) [ 0.48072]	-0.156926 (0.09379) [-1.67320]	0.012282 (0.05702) [ 0.21541]	0.260621 (0.09848) [ 2.64645]
D(MSM(-1))	0.043174 (0.01596) [ 2.70583]	0.223500 (0.18847) [ 1.18586]	-0.031672 (0.11458) [-0.27641]	0.397769 (0.19790) [ 2.00997]
D(MSM(-2))	-0.010212 (0.01667) [-0.61267]	0.135387 (0.19688) [ 0.68765]	0.207306 (0.11970) [ 1.73191]	0.222265 (0.20673) [ 1.07514]
D(DFM(-1))	-0.023736 (0.00856) [-2.77365]	-0.530143 (0.10108) [-5.24457]	-0.063928 (0.06146) [-1.04024]	0.066232 (0.10614) [ 0.62400]
D(DFM(-2))	0.004294 (0.00852) [ 0.50424]	-0.219308 (0.10060) [-2.18006]	0.020139 (0.06116) [ 0.32929]	0.330551 (0.10563) [ 3.12935]
D(KSE(-1))	0.015888 (0.01489) [ 1.06676]	-0.036711 (0.17592) [-0.20868]	0.048226 (0.10696) [ 0.45089]	-0.431648 (0.18472) [-2.33671]
D(KSE(-2))	-0.006295 (0.01514) [-0.41579]	-0.078563 (0.17882) [-0.43934]	-0.182714 (0.10872) [-1.68067]	-0.382258 (0.18776) [-2.03585]
D(DMS(-1))	0.021947 (0.00951) [ 2.30797]	-0.017033 (0.11232) [-0.15165]	0.030766 (0.06829) [ 0.45055]	0.450015 (0.11794) [ 3.81570]
D(DMS(-2))	0.003327 (0.00997) [ 0.33373]	0.343580 (0.11776) [ 2.91760]	-0.024167 (0.07159) [-0.33756]	0.115026 (0.12365) [ 0.93024]
C	-2.962937 (5.49221) [-0.53948]	26.03922 (64.8733) [ 0.40139]	34.35191 (39.4406) [ 0.87098]	-22.50638 (68.1183) [-0.33040]

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/11/14 Time: 00:04

Sample: 2003M12 2013M12

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
MSM does not Granger Cause SSM	119	1.85864	0.1606
SSM does not Granger Cause MSM		0.66478	0.5164
KSE does not Granger Cause SSM	119	2.00915	0.1388
SSM does not Granger Cause KSE		0.60828	0.5460
<b>DFM does not Granger Cause SSM</b>	<b>119</b>	<b>5.04162</b>	<b>0.0080</b>
<b>SSM does not Granger Cause DFM</b>		<b>1.70636</b>	<b>0.1861</b>
BSE does not Granger Cause SSM	119	1.62023	0.2024
SSM does not Granger Cause BSE		0.13109	0.8773
DMS does not Granger Cause SSM	119	1.80853	0.9837
SSM does not Granger Cause DMS		0.00042	0.9837
KSE does not Granger Cause MSM	119	0.56685	0.6380
MSM does not Granger Cause KSE		2.50208	0.0630
<b>DFM does not Granger Cause MSM</b>	<b>119</b>	<b>0.88748</b>	<b>0.4923</b>
<b>MSM does not Granger Cause DFM</b>		<b>2.38299</b>	<b>0.0432</b>
BSE does not Granger Cause MSM	119	3.30397	0.6403
MSM does not Granger Cause BSE		11.6349	0.6369
<b>DMS does not Granger Cause MSM</b>	<b>119</b>	<b>0.39627</b>	<b>0.7559</b>
<b>MSM does not Granger Cause DMS</b>		<b>2.92801</b>	<b>0.0369</b>
<b>DFM does not Granger Cause KSE</b>	<b>119</b>	<b>5.71009</b>	<b>0.0043</b>
<b>KSE does not Granger Cause DFM</b>		<b>0.26396</b>	<b>0.7685</b>
BSE does not Granger Cause KSE	119	2.05952	0.0763
KSE does not Granger Cause BSE		1.91669	0.0977
DMS does not Granger Cause KSE	119	2.14819	0.0798
KSE does not Granger Cause DMS		1.46899	0.2167
BSE does not Granger Cause DFM	119	2.44991	0.0745
DFM does not Granger Cause BSE		3.00322	0.0555
DMS does not Granger Cause DFM	119	0.26802	0.6056
DFM does not Granger Cause DMS		1.70174	0.1946
DMS does not Granger Cause BSE	119	0.43313	0.5117
BSE does not Granger Cause DMS		0.09993	0.7525

## المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى بحث إمكانية إنشاء وحدة نقدية و تكامل أسواق المال بين دول مجلس التعاون الخليجي .حيث أن هذه البلدان تتقاسم العديد من المعالم المشتركة والحيوية في بيئتها السياسية والاجتماعية والاقتصادية والنقدية والجغرافية.

استعرضت الدراسة التجارب الدولية في مجال التكامل الاقتصادي والنقدي. وتطرق أيضا إلى خلفية الظروف التي أسهمت في إنشاء مجلس التعاون الخليجي وأهم الملامح الإقتصادية والمالية والنقدية لدول مجلس التعاون الخليجي. تتشابه هذه الدول في نشأة وتطور نظمها النقدية .

وتم استعراض التحديات التي تواجه التكامل الإقتصادي والنقدي الخليجي سواء كانت سياسيه أم قانونيه, وغيرها من التحديات المختلفة.

**الكلمات المفتاحية:** التكامل الاقتصادي, التكامل النقدي, مجلس التعاون الخليجي, تكامل اسواق المال

## Abstract:

This study aims to find the possibility of establishing a currency union and stock markets integration between the countries of the Gulf Cooperation Council, since these countries share many common features and vitality in their political, social, economic, monetary , geographical.

The study reviewed the international experiences in economic and monetary integration, as well as background of the circumstances that contributed to the establishment of the Gulf Cooperation Council and the most important features of economic, financial for the GCC. These countries are Similar in existence and development of monetary system even after their national independence.

The study also reviews the challenges facing economic integration and monetary of Gulf such as political or legal, and other various challenges.

**Keywords :** economic integration, monetary integration, Gulf Cooperation Council, stock markets integration

## Résumé:

Cette étude vise à examiner la possibilité d'établir une union monétaire et l'intégration des marchés financiers du Conseil de coopération du Golfe (CCG). Sachant que ces pays partagent de nombreuses caractéristiques et la vitalité communes dans l'environnement politique, social, économique, monétaire et géographique.

L'étude expose les expériences internationales en domaine d'intégration économique et monétaire. Elle a également abordé le fond des circonstances qui ont contribué à la création du Conseil de coopération du Golfe et les caractéristiques économiques, financières et monétaires les plus importants de GCC. Ces pays sont similaires dans l'origines et l'évolution de leur système monétaire.

L'étude révèle les défis auxquels sont confrontés l'intégration économique et monétaire des pays du Golfe soit politique ou juridique, et autres divers défis

**Les mots clés :** L'intégration économique, L'intégration monétaire, Conseil de coopération du Golfe (CCG), L'intégration des marchés financiers