



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الشعبة: العلوم التجارية
التخصص: تجارة دولية

واقع تكامل الأسواق المالية وآفاقه لدول مجلس التعاون
الخليج العربية.
خلال الفترة (2008/2015)

تحت إشراف الأستاذ/ الدكتور:

السعيد بوشول

من إعداد الطالبان:

- حميدة لكحل

- نريمال بكاري

لجنة المناقشة

رئيسا	أستاذ محاضر (ب) بجامعة الوادي	نذير غانية
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر (ب) بجامعة الوادي	السعيد بوشول
ممتحنا	أستاذ مساعد (أ) بجامعة الوادي	زكية محلوس
ممتحنا	أستاذ مساعد (أ) بجامعة الوادي	عبد الكامل بالحبيب

السنة الجامعية: 2015/2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

«وَعَلَّمَكَ مَا لَمْ تَكُن تَعْلَمُ وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ عَظِيمًا»

سورة النساء الآية ﴿113﴾

« صدق الله العظيم »

قال علي بن أبي طالب:

«..محبة العلم دين يُدَان به، يُكسب الإنسان الطاعة في حياته وجميل الأحداث بعد وفاته، والعلم حاكم والمال محكوم عليه... مات حُزَان المال وهم أحياء، والعلماء باقون ما بقي الدهر، أعيانهم مفقودة وأمثالهم في القلوب موجودة..»

من وصية الإمام علي بن أبي طالب لكميل النخعي

من ديوان الإمام الشافعي :

ويأبى الله إلا ما أَرَادَا	يريد المرء أن يعطى مناه
وتقوى الله أفضل ما استفادا	قول المرء فائدتي ومالي

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى :

- إلى روح أبي الطاهرة وهو في عالم الآخرة إلى ما شاء الله
الذي كان يدعو لي بالنجاح في الصغر قبل الكبر.
- إلى التي حملتني وهنّا على وهن، ووفرت لي شروط الراحة
التامة، أُمّي العزيزة حفظها الله.
- إلى إخوتي و أخواتي وكل أفراد عائلتي.

إلى كل من هو أهل للتقدير والاحترام والإهداء .

نريمال

كلمة شكر

(....رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين...)

سورة النمل الآية ﴿19﴾

لو سكت الشاكر، لنطقت المآثر، ولو صمت المخاطب، لأثنت الحقائق. لقد شهدت شواهد حاله، على صدق مقاله، أما تفضله فقد نطقت به جوارحي، ولو سكت لأثنت حقائي، لئن جحدت وكندت ما أعطيت، نطقت آثارها علي، ولمعت أعلام عوارفها لدي، فاحتراماً وتقديراً وامتناناً شكري موصول إلى :

- الأستاذ الجدير : أ.د. السعيد بوشول الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث، فكان لنا نعم المعلم الناصح والصابر، فله علينا دين سنبقى عاجزين على أدائه.
- إلى أساتذتي الأعزاء الذين سأنال شرف مناقشتهم لبحثي هذا، فلهم الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستسير دربنا العلمي .
- إلى كل من وقف معنا ودعمنا من بعيد أو قريب على إنجاز هذا البحث بجهده، ووقته، ودعائه، ودام ودمنا معه أوفياء.

فشكراً لكم شكر الأسير لمن أطلقه، والمملوك لمن أعتقه...

الملخص :

إن دول مجلس التعاون الخليج العربية خطت خطوات متقدمة نحو التكامل الاقتصادي بينها ، حيث تم إطلاق الاتحاد الجمركي في عام 2003 ثم تلاه إطلاق السوق الخليجية المشتركة اعتبارا من جانفي 2008، الذي يعد منعطفًا مهما في مسيرة مجلس التعاون ، ونقلة نوعية نحو مرحلة متقدمة من التكامل والاندماج المنشود بين الدول الأعضاء وتركز فكرة السوق الخليجية المشتركة على تحقيق و تكريس المواطنة الخليجية ويمثل تكامل الأسواق المالية أهمية كبيرة لدى دول المجلس من حيث توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها لتفعيل وتعزيز السوق الخليجية المشتركة وتعظيم الاستفادة منها. من خلال تنمية الاستثمارات المحلية والخارجية بدول مجلس التعاون وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والاستقرار ولذلك فقد خطت أعضاء التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية خطوات نحو تفعيل الجانب الاستثماري وبالأخص جانب تكامل الأسواق المالية.

كلمات المفتاح : التكامل الاقتصادي، الأسواق المالية، التكامل المالي، دول مجلس التعاون الخليج العربية.

Abstract: .

Gulf cooperation Council are taken advanced and distinct steps towards economic integration among them. Where the customs union launched in 2003, followed by the Gulf Common Market launch as of January 2008. Which is an important milestone in the march of the GCC. And a quantum leap towards advanced stage of integration and the desired integration between Member States. The idea of the GCC focuses on common market to achieve the dedicate of economic citizenship. Also the integration of financial markets is of great importance to the GCC countries in terms of the unification of policies and the regulations related to activate and strengthen the GCC common market to maximize the benefit from it. Through the development of local and foreign investments in GCC countries and provide a transparent investment structure and stability. Therefore the members of the economic integration of the Gulf cooperation Council, have taken steps towards activating the investment side, particularly along with the integration of financial markets.

Key words: Economic integration, financial markets , financial integration, the Gul Cooperation Council Arab.

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
IV	*الإهداء.....
V	*الشكر.....
VI	*ملخص.....
VIII	*قائمة المحتويات.....
X	*قائمة الجداول.....
XII	*قائمة الأشكال البيانية.....
XIV	*قائمة الملاحق.....
أ- و	*المقدمة العامة
02	الفصل الأول: الإطار النظري للإتحاد النقدي والأسواق المالية.
03	المبحث الأول: الإتحاد النقدي مفاهيم ومرتكزات.....
16	المبحث الثاني: الأسواق المالية مفاهيم أساسية.....
29	الفصل الثاني: الأسواق المالية الخليجية في إطار التكامل الاقتصادي.
31	المبحث الأول: نظرة عامة عن الأسواق المالية الخليجية.....
41	المبحث الثاني: جهود ومساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في تكامل الأسواق المالية.....
62	*الخاتمة العامة
68	قائمة المراجع.....
70	*الملاحق.....
81	*الفهرس.....

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2008.....	42
02	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2009.....	43
03	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2010.....	44
04	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2011.....	45
05	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2012.....	46
06	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2013.....	47
07	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2014.....	48
08	تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2015.....	49
09	عدد شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها في دول مجلس التعاون الخليج العربية.....	54
10	عدد المساهمين في الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها بالدول الأعضاء الأخرى...	55

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	أنواع الأسواق المالية	22
02	أهم الأدوات المتداولة في السوق النقدي	24

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	الاتفاقية الاقتصادية الموحدة.....	76 - 70
02	نموذج طلب إدراج أسهم	77
03	نموذج طلب إدراج سندات	78
04	نموذج طلب إدراج وحدات صناديق الاستثمار.....	79

مقدمة

مقدمة

بدأت أغلبية دول العالم المتقدمة منها والنامية تولي اهتماما كبيرا لتطوير أسواقها المالية منذ العقود الماضية نتيجة للقناعة المتزايدة بأهمية الدور الذي يمكن لهذه الأسواق أن تلعبه في مسيرة التنمية الاقتصادية ودول مجلس التعاون الخليج العربية كغيرها من الدول النامية تولي اهتمام كبير لأسواقها المالية وتسعى قدما نحو تكاملها وخلال مسيرة التكامل الاقتصادي لدول المجلس مر هذا التكتل الاقتصادي بسلسلة من المراحل وحقق العديد من الإنجازات بداية من إقامة منطقة التجارة الحرة في دول المجلس اعتبارا من مارس 1983م الأمر الذي أدى إلى حرية انتقال السلع الوطنية بين دول المجلس دون رسوم جمركية ومعاملتها معاملة السلع الوطنية ضمن ضوابط معينة الأمر الذي أدى إلى زيادة تدفقات السلع والخدمات بين دول مجلس التعاون الخليج العربية ثم تليها مرحلة إقامة الاتحاد الجمركي في الفاتح من يناير عام 2003م والذي يقتضي بتوحيد التعريفات الجمركية وحرية انتقال السلع والخدمات بين دول مجلس التعاون الخليج العربية دون قيود جمركية أو غير جمركية وفي الفاتح من يناير 2008م تمت إقامة السوق الخليجية المشتركة والذي بمقتضاها يتم معاملة مواطني دول مجلس التعاون الخليج العربية نفس المعاملة دون تفريق أو تمييز في كافة المجالات بما في ذلك حرية الإقامة والتنقل وحرية تملك العقار وممارسة المهنة والحرف في أي دولة من الدول الأعضاء مع حرية تداول وشراء الأسهم وتأسيس الشركات؛

ثم تليها مرحلة إقامة الاتحاد النقدي فدول مجلس التعاون الخليج العربية تسعى جاهدة من أجل تحقيق الوحدة النقدية ففي مارس 2010م دول مجلس التعاون الخليج العربية أنشئت المجلس النقدي الخليجي وهي تسعى جاهدة من اجل إنجاح مشروع الوحدة النقدية ومن أجل بلوغ هذا المقصد دول مجلس التعاون الخليج العربية تسعى جاهدة في السنوات الأخيرة إلى التكيف مع متطلبات الاندماج المالي العالمي الأخذة في التبلور من خلال الاهتمام المتزايد بإنشاء وتطوير الأسواق المالية ، والعمل في سبيل إيجاد قنوات و منافذ لتحقيق الترابط والاندماج بينها وصولا إلى تكامل الأسواق المالية مما يساهم في تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين هذه الدول، بالإضافة إلى استعادة الأموال المستثمرة في الخارج، وجذب العديد من الاستثمارات الأجنبية ومواجهة المتغيرات الدولية المعاصرة التي تضع العديد من التحديات أمام الدول، خاصة أن هذه الدول تمتلك من مقومات التكامل والتوحيد مالا يمتلكه غيرها هذا بالإضافة إلى تدعيم التجارة البينية الخليجية ، وتوفير مصادر التمويل اللازمة للمشروعات الإنتاجية المشتركة ، مما يمكن من تحقيق أهداف التنمية المشتركة .

الإشكالية :

من خلال هذا الطرح وفي إطار الهدف العام لدراسة تمت صياغة الإشكالية العامة لدراسة على النحو الآتي:

- ما هو واقع تكامل الأسواق المالية و آفاقه لدول مجلس التعاون الخليج العربية ؟
- تندرج ضمن الإشكالية الأساسية مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:
- ما المقصود بتكامل الأسواق المالية ؟
- ما هو واقع أداء الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية ؟
- فيما تتمثل المكاسب الاقتصادية لسوق الخليجية المشتركة ؟
- ماهي إنجازات ومسااعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية ؟

الفرضيات :

- انطلاقا من التساؤلات السابقة من اجل الإجابة عنها نقترح الفرضيات التالية :
- نعي بتكامل الأسواق المالية توحيد القواعد والقوانين المتعلقة بالأسواق المالية.
- من بين متطلبات تكامل الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليج العربية توحيد السياسات المتعلقة بالأسواق المالية.
- دول مجلس التعاون الخليج العربية تسعى جاهدة من أجل توحيد قواعد الإدراج في مابين أسواقها المالية .

أسباب اختيار الموضوع:

علاقة موضوع البحث بالتخصص المدروس بالإضافة إلى كون هذا الموضوع يتميز دائما بالمستجدات والإضافات مما يجعله قابل لدراسة.

أهداف الدراسة:

- نهدف من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى :
- محاولة التعرف على إمكانيات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.
- محاولة توضيح إنجازات وجهود دول الخليج في مجال تكامل أسواقها المالية.

مقدمة

أهمية الدراسة : تكمن أهمية دراستنا في :

يكتسي موضوع الدراسة أهمية بالغة من خلال معرفة المكاسب الاقتصادية لسوق الخليجية المشتركة بالإضافة إلى تبيان الدور الذي تأخذه الاتحادات النقدية في الاقتصاد العالمي، وبالأخص تجربة دول مجلس التعاون الخليج العربية الساعية قدما نحو تحقيق الوحدة النقدية.

الدراسات السابقة:

لقي هذا الموضوع اهتمام كبير وواسع من قبل الدراسين الذين أظهروا أهمية هذا الموضوع في التنمية لدول مجلس التعاون الخليج العربية و اختلفت هذه الدراسات حسب منهجية التحليل المستخدمة وفي النتائج المتوصل إليها ومن أبرز هذه الدراسات نذكر مايلي:

1/ دراسة رمضان الشراح " دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل التغيرات العالمية " سلسلة بنك الكويت الصناعي ، العدد 18 ، الكويت 2000.

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على التحديات التي تلحق الأسواق المالية الخليجية في ظل التغيرات التي تطرأ على الساحة العالمية، وكيفية التعامل مع ذلك من خلال رسم رؤية تكاملية لسوق المالية الخليجية الموحدة التي تدعم وتدفع التنمية الخليجية وتعمل على تحقيق الارتقاء بمستوى المواطنة الخليجية ، وقد اعتمد الباحث في دراسته هذه على منهج الاستقراء لتعامل مع البيانات والمعلومات بغرض تشخيص أوضاع أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية وفي سبيل ذلك وقد انتهى في دراسته هذه إلى وضع مجموعة من الاقتراحات أهمها:

- ضرورة القيام بإصلاحات تشريعية و تنظيمية وتحسين المركز التنافسي لأسواق الأوراق المالية الخليجية بين الأسواق المالية الدولية.
- الحد من زيادة عدد الشركات المغلقة.
- حث المواطن الخليجي على الاستثمار والادخار.

2/ دراسة رشيد بوسكاني " معوقات تكامل الأسواق المالية وسبل تفعيلها " دكتوراه غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006.

مقدمة

تناول الباحث في هذه الدراسة المتطلبات الأساسية لإقامة الأسواق المالية ومدى تحقيقها ووجودها في أسواق الأوراق المالية العربية وقد تناول الباحث في دراسة الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية في الباب الأول وبرز من خلال الباب الثاني تحليل وقع الأوراق المالية العربية ومعوقات أدائها والسبل اللازمة لتفعيلها وإمكانية الربط فيما بينها وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج التي تظهر واقع هذه الأسواق منها عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية وعدم التناسق بينها وبين ما هو واقع وغياب العدالة في الحصول على المعلومات حول أسعار أسهم الشركات المدرجة ولتجاوز هذه العقبات توصل الباحث في نهاية دراسته لمجموعة من المقترحات منها:

- إعادة النظر في التشريعات والتنظيمات المعمول بها تماشياً مع المستجدات .
- التسريع في مكننة أنظمة التداول ما يوفر السرعة في إتمام الصفقات.

3/دراسة أحمد رجواح "أسواق الأوراق المالية الخليجية تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة" دكتوراه غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر 3 ،2012/2013.

من خلال هذه الدراسة سلط الباحث الضوء على أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية وقد استخدم المنهج الوصفي في سرد مفردات الدراسة كما اعتمد المنهج التحليلي في تشخيص أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية ومن خلال هذه الدراسة عرف بأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية وقدم جملة من الحلول والمقترحات لتغلب على الخلل في أداء هاته الأسواق من بينها:

- تحقيق العدالة في أسواق الأوراق المالية الخليجية.
- تشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية .
- ضرورة هيكلة الأسواق المالية الخليجية بما يستجيب ويتلائم مع معتقدات المجتمعات الخليجية وعاداتها وتقاليدها.

4/ دراسة بوشول السعيد "مقتضيات الاتحاد النقدي لدى دول مجلس التعاون الخليجي وآثاره على اقتصاديات الدول الخليجية" دكتوراه منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.

وقام الباحث بتقسيم الدراسة إلى أربعة فصول:

مقدمة

الفصل الأول تم من خلاله عرض الجوانب النظرية للتكامل الاقتصادي وموقع التكامل النقدي منه أما في الفصل الثاني تم عرض أهم إنجازات دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال التكامل الاقتصادي والتحديات الاقتصادية الراهنة أما في الفصل الثالث عرض من خلاله الباحث التجربة الأوربية للإتحاد النقدي ومغزاها بالنسبة لمشروع الإتحاد النقدي الخليجي وفي الفصل الرابع والأخير تم التطرق إلى الإتحاد النقدي الخليجي بين المقتضيات والإنجازات.

و من خلال هاته الدراسة قام الباحث بدراسة إمكانية القيام بإنشاء منطقة عملة مثلى بدول مجلس التعاون الخليج العربية وخلص في نهاية دراسته إلى نتيجة هامة وهي:

وهي أن دول مجلس التعاون الخليج العربية حققت تقدم في مجال التكامل الاقتصادي وهي الآن تسعى من أجل الوحدة النقدية الخليجية وهي في مرحلة التحضير الفعلي للعملة الخليجية الموحدة.

حدود الدراسة .

بهدف معالجة الإشكالية محل البحث وتحقيق الأهداف ، وكذلك حتى يكون تحليلنا دقيقا ومركزا وغير متشعب، قمنا بوضع حدودا وأبعادا لدراسة الموضوع، والمتمثلة فيما يلي:

– الحدود المكانية للدراسة: يتمثل في دراسة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربي الستة.

– الحدود الزمانية للدراسة: خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2015

منهجية الدراسة :

من أجل الإجابة على إشكالية البحث تم اعتماد المنهج التاريخي من أجل الوقوف عند المحطات التاريخية لنشأة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية كما تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي من أجل تحليل أداء الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية .

صعوبات الدراسة:

تمثلت صعوبات البحث في صعوبة الحصول على المراجع المتخصصة والمرتبطة بصفة مباشرة بهذا الموضوع بالإضافة إلى انعدام المراجع ذات العلاقة بالإتحاد النقدي في المكاتب الجزائرية وقلة المراجع المتعلقة بتكامل الأسواق المالية مما زاد من تعقيد عملية البحث.

هيكل البحث:

تم تقسيم الدراسة إلى فصلين :

الفصل الأول الإتحاد النقدي والأسواق المالية إطار نظري وفيه سيتم التطرق إلى الإتحاد النقدي مفاهيم ومرتكزات أما في المبحث الثاني سنتناول الأسواق المالية مفاهيم أساسية أما الفصل الثاني بعنوان الأسواق المالية الخليجية في إطار التكامل الاقتصادي وفيه سيتم التطرق إلى الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية نظرة عامة أما المبحث الثاني عبارة عن إنجازات ومساعي دول أعضاء التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية لتجسيد التكامل في الأسواق المالية.

الفصل الأول

الإطار النظري للإتحاد النقدي والأسواق المالية

تمهيد:

برزت ظاهرة التكامل النقدي بشكل واضح في التحليل الاقتصادي، حيث تعددت نظرتهم لموضوع التكامل النقدي، وذلك يعود إلى اختلاف المرجعيات الفكرية للاقتصاديين، وذلك من خلال التجارب الرائدة في مجال الاندماج مما أثر على زيادة الإثراء في نظريات التكامل النقدي، وباعتبار أن تكامل الأسواق المالية يندرج ضمن الإتحاد النقدي الجزئي حيث تلتزم الدول الأعضاء في التكامل باتخاذ الإجراءات التي تحقق زيادة رؤوس الأموال كإلغاء قيود الصرف المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال بين هذه الدول، وغيرها من الشروط والمعايير من أجل تحقيق تكامل الأسواق المالية .

وفي هذا الفصل توضيح للإطار النظري للإتحاد النقدي والأسواق المالية من خلال المبحثين التاليين:

- الإتحاد النقدي مفاهيم ومرتكزات.
- الأسواق المالية : مفاهيم أساسية.

المبحث الأول : الاتحاد النقدي مفاهيم ومرتكزات

من أجل الوصول لدرجة التكامل التام ،لابد على دول التكامل المرور بعدة مراحل ، انطلاقا من الانتقال من منطقة التجارة الحرة إلى إقامة الاتحاد الجمركي ، إلى تأسيس السوق المشتركة وصولا إلى إقامة الاتحاد النقدي ، وإصدار العملة الموحدة وتعد الوحدة النقدية أحد المراحل الأكثر تطورا باعتبارها كمرحلة متقدمة في التكامل الاقتصادي ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى النقاط التالية:

- المقصود بالاتحاد النقدي.

- أنواع الاتحاد النقدي .

المطلب الأول: التكامل النقدي تعريفه وأنواعه

1- تعريف التكامل النقدي أو الوحدة النقدية:

هناك عدة تعاريف تناولت مفهوم التكامل النقدي في الفكر الاقتصادي من بينها مايلي:

♦ تعريف روبرت ماندل: Robert Mundell :

أول من صاغ نظرية المنطقة النقدية المثلى عام 1961 لدلالة على منطقة اقتصادية تضم عددا من الدول أعضاء وتستخدم عملة واحدة ترتبط أسعار صرفها ببعضها البعض ارتباطا قويا يجعلها من الناحية العملية شكل عملة واحدة.¹

♦ تعريف ماكلوب: F.Mallup:

توصل هذا الاقتصادي في تحديد معنى التكامل النقدي حيث رأي أن فكرة التكامل تنطوي على الإفادة الفعلية من كل فرص الممكنة التي يتيحها التقسيم الكفئ للعمل.²

¹ Robert Mundell, Athory of optimum currency Areas, American economic Review rol51 pp510/511.

² سعد وني محمد، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة دكتوراه، في علوم اقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي الجزائر، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص19.

ومن خلال هذه تعاريف يمكن صياغة تعريف للتكامل النقدي بشكل عام : جاءت العديد من تعاريف مختلفة للوحدة النقدية واتفقت أغلب هذه التعاريف على أن الوحدة النقدية هي مجموعة الترتيبات التي تسعى إلى تسهيل وضمان المدفوعات الدولية وذلك بإحلال عملة واحدة محل عملات الدول الأعضاء بعملة واحدة .

ويشترط تحقيق الإتحاد النقدي أو الوحدة النقدية لا بد مرور بعدة مراحل حتى نصل إلى خلق عملة موحدة بين الدول الأعضاء وهذه المراحل هي كما يلي:

أ-التعاون بين الدول الأعضاء على إزالة القيود على معاملات النقدية بجميع أنواعها وتحقيق حرية حركة رؤوس أموال بينها.

ب-القيام بتنسيق السياسات النقدية والمالية بين الدول الأعضاء وذلك لتحقيق درجة العالية من التقارب الاقتصادي بين هذه الدول

ج-القيام بنك المركزي كسلطة فوق قومية الإصدار العملة الموحدة والإشراف على التعامل بها داخل هذا التكتل ووضع وتنسيق السياسة النقدية الموحدة لها يحافظ على قوة واستقرار هذه العملة الموحدة.¹

2- أنواع التكامل النقدي:

هناك قسمين من الإتحاد النقدي: التكامل النقدي الجزئي والتكامل النقدي التام والذي يؤدي إلى تأسيس الوحدة النقدية

أ- التكامل النقدي الجزئي : هو نوع من أنواع التعاون النقدي بين دول الأعضاء، يأخذ عدة صور ولا يهدف إلى تأسيس عملة موحدة ، بل يحتفظ كل دولة بعملتها الوطنية ويتمثل هذا التعاون النقدي في ما يلي:²

¹ سعدوني محمد، مرجع سبق ذكره، ص20.

² جون وليامسون، مفهوم وصور وأهداف التكامل النقدي، في التكامل النقدي العربي: المبررات - المشاكل - الوسائل، مركز الدراسات الوحدة العربية، الطبعة الثالثة ، بيروت 1986، ص41.

♦ **اتحاد المدفوعات** : هو أحد صور التعاون النقدي والذي بموجبه تقوم الدول الأعضاء ذات العملات المختلفة والغير قابلة لتحويل إقامة نظام المقاصة ويتم وفق هذا الأخير تسوية المدفوعات الناجمة عن المبادلات التجارية.

♦ **تجميع الاحتياطي**: هو عبارة عن ترتيب تقوم به دول أعضاء بإيداع نسبة من احتياطها النقدية لدى مؤسسة تابعة للإتحاد والتي تكون مهمتها تقديم القروض لدول أعضاء بغرض مواجهة العجز والمسموح بالسحب وفق لشروط متفق عليها.

♦ **استقرار أسعار الصرف** : تتفق دول الأعضاء على تحديد سعر صرف مركزي بين مختلف أسعار عملاتها ، محددة بذلك مجالات الانحراف المسموح به ، من خلال تحديد الإجراءات التي تضمن استقرار أسعار الصرف في حالة الانحرافات، وقد مر النظام النقدي الأوروبي بهذه المرحلة وذلك فيما يعرف بنظام الثعبان داخل نفق.

♦ **التنسيق النقدي**: هو إجراء تقوم وفقه الدول الأعضاء بالاتفاق على تنسيق سياسياتها النقدية والمالية من أجل تحقيق درجة عالية من التقارب الاقتصادي بينها.

♦ **العملة الموازية**: وهو ترتيب وفقه تقوم دول أعضاء في الإتحاد تبني عملة مكملة لعملاتها المحلية ولا يتم إحلالها بها ، وذلك من أجل أداء دور نقدي محدد كوحدة حسابية أو لتسوية مدفوعات بين أعضاء.

♦ **تكامل الأسواق المالية**: يعتبر تكامل أسواق المالية :إجراء يقصد به اتفاق بين دول أعضاء في الإتحاد على زيادة انتقال رأس المال ، كإلغاء حواجز الصرف المفروضة على تدفقات رأس المال داخل منطقة الإتحاد ، وذلك من خلال الملائمة بين الشروط الإدارية المطلوب توفرها في مسائل المالية .¹

ب- التكامل النقدي الكامل (الوحدة النقدية): هو إنشاء عملة واحدة مشتركة بين دول أعضاء في الإتحاد وإحلالها محل عملاتها الوطنية في أداء جميع وظائف النقود ، ويشترط تأسيس بنك مركزي كسلطة فوق قومية يصدر ويشرف على عملة واحدة ، بتنسيق السياسة النقدية الموحدة على مستوى إتحاد.²

¹ جون وليامسون، مرجع سبق ذكره، ص 41-61.

² عبد المنعم السيد، الوحدة النقدية العربية، مركز الدراسات الوحدة العربية، لبنان، 1986، ص 63.

المطلب الثاني : أهداف التكامل النقدي

مهما تعددت أنواع التكامل النقدي وأشكاله فإنه في حد ذاته يعتبر هدف يصبوا إليه كل عضو في الإتحاد.

1- أهداف التكامل النقدي:

هناك العديد من الأهداف التي يحققها التكامل النقدي الجزئي والتام ومن أهمها ما يلي:

أ- أهداف التكامل النقدي الجزئي: إن أهداف التكامل النقدي الجزئي تختلف باختلاف صوره كما يلي:

♦ **في مجال سعر الصرف:** يهدف إلى الحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء والتي قد تؤثر على حركات رؤوس الأموال والسلع.

♦ **في مجال تأسيس اتحاد المدفوعات:** يهدف إلى تشجيع التجارة الخارجية بين دول الأعضاء، من خلال تقديم العون للدول التي تواجه العجز في احتياطاتها وفي ميزان مدفوعات.

♦ **في مجال تكامل الأسواق المالية:** يهدف إلى مساعدة المستثمرين على تنويع محافظهم المالية بما يجنبهم الكثير من المخاطر، وذلك من خلال توزيع هذه المخاطر وكذلك يحقق زيادة في المدخرات والاستثمارات.

♦ **في مجال التنسيق النقدي:** يهدف التكامل النقدي في هذا المجال إلى استقرار نقدي من خلال اعتماد الدول الأعضاء سياسات مشتركة لأسعار الصرف بغية تجنب انتقال الصدمات الاقتصادية بين دول الإتحاد.

ب- أهداف التكامل النقدي التام: تتمثل أهداف التكامل النقدي التام في ما يلي:

- إزالة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

- إزالة تكاليف الصرف.

- إزالة رقابة على الصرف.¹

¹ جون وليامسون، مرجع سبق ذكره، ص 47-48.

- خفض التكلفة الاجتماعية في مجال توفير النقود من خلال تخفيض حجم السيولة النقدية المحتفظ به في الدول الأعضاء .
- تخفيض العملة الدولية التي تؤثر على الاقتصاد العالمي، من خلال تكثيف التبادلات التجارية مع الدول الأخرى.

2- دور الاتحاد النقدي في تحقيق الاتحاد الاقتصادي:

كما رأينا سابقاً، 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 الاقتصادي، ويختلف الإجراء فيما يتعلق بتسلسل مراحل الاتحاد فيما يتعلق بالوحدة الاقتصادية كسابقة للوحدة النقدية، للوصول إلى مرحلة إنشاء عملة موحدة أم تكون الوحدة النقدية مرحلة انتقالية لتحقيق مزيد من الوحدة الاقتصادية .¹

المطلب الثالث: العناصر المكونة للاتحاد النقدي وأثر الوحدة النقدية.

1- العناصر المكونة للاتحاد النقدي:

يتكون الاتحاد النقدي من ثلاث عناصر وهي قابلية تحويل العملات للدول الأعضاء، الحرية التامة لتحركات رؤؤس الأموال الاستقرار القاطع لأسعار الصرف، ومما لا شك فيه أن لنظام العملة الواحدة آثار على الاتحاد الاقتصادي والنقدي.

¹ مغاوري شلبي، اليورو، الآثار المتوقعة على اقتصاد البلدان العربية والعالم، مكتبة الزهراء الشرق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2000، ص 139-140.

♦ **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.... إلخ) 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.

♦ 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.

و تنقسم حركة رؤوس الأموال إلى نوعين:

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

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

♦ التثبيت القاطع لأسعار الصرف:

يقصد به أن أسعار العملات المعنية تكون ثابتة بدقة، ويمكن نسب هذه الحالة إلى قاعدة الصرف الثابت ، حيث تكون هوامش التقلبات منعدمة وأسعار محورية كاملة وكما أسلفنا سابقا ، يعتبر التثبيت القاطع لأسعار الصرف أكثر إلزاما من ذلك المتعلق بقاعدة الصرف الثابت.¹

2- اثر العملة الموحدة على المدفوعات الدولية:

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

¹ سعدوني محمد، مرجع سبق ذكره، ص25-26.

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

3- أثر الوحدة النقدية على عمل البنوك المركزية:

تؤثر الوحدة النقدية على القدرات الفعلية للبنوك المركزية كما يلي:

- 1- في خضم الاتحاد النقدي يصعب قياس الكتلة النقدية ، وذلك مهما كان التحديد الدقيق للمجموع النقدي المستخدم ، لان باستطاعة الأفراد و المتعاملين الاقتصاديين الاحتفاظ بأرصدتهم 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 : المجمع النقدي ، القرض....الخ¹

- احتكار الإصدار النقدي.

- وضع سياسة نقدية مستقلة.

¹ بوشول سعيد، واقع تكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية وأفاقه، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ،علوم التسيير، تخصص تجارة دولية ،الجزائر، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2009، 81.

إلا أن البنوك المركزية الوطنية بإمكانها المشاركة في رسم السياسة النقدية للاتحاد.

المطلب الرابع: نظرية ومعايير المنطقة النقدية المثلى

جاءت عدة نظريات في الفكر الاقتصادي، التي اهتمت بموضوع التكامل النقدي. و من أهم التحليل التي تعرضت إليه هذه النظريات يتعلق بنظرية منطقة العملة المثلى، ولذا سيتم تناول في هذا المطلب مفهوم منطقة العملة المثلى والأساس الذي تقوم عليه أمثلية هذه المنطقة، ثم المعايير التي وضعتها نظرية منطقة العملة المثلى وذلك للحكم على مدى قابلية الاقتصاد ما للانضمام إلى اتحاد نقدي ما.

1: مفهوم منطقة العملة المثلى وأساس التي تقوم عليه أمثلية هذه المنطقة

يمكن القول عموماً أن أوائل الخمسينات من هذا القرن قد شهدت صياغة متقدمة لنظرية التكامل على يد كل من VINR،MEAD،SCITOVSKY،LIPSY في حين شهدت أوائل الستينات تطور نظرية منطقة العملة المثلى على يد كل مندل (MUNDELL)، ماكينون (MCKINNON)، كنين (KENNEN) ويمكن اعتبار النقاش الذي دار حول تحديد منطقة العملة المثلى الأساس الذي قامت عليه نظرية التكامل النقدي فيما بعد، وذلك في إطار النظرية العامة للتكامل الاقتصادي، وقد جرى تطوير النظرية منطقة العملة المثلى من خلال النقاش الذي دار منذ الثلاثينات وحتى الآن حول المفاضلة بين نظام أسعار الصرف الثابتة مقابل نظام أسعار الصرف المرنة.¹

ويعتبر kennan (منطقة العملة المثلى) وسطاء بين طرفين لأسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة، فهي تعني القيام بتثبيت أسعار الصرف مجموعة من الأقطار وثيقة الصلة ببعضها والتي تشابه فيما بينها أقاليم القطر نفسه، والسماح في نفس الوقت لتقلبات حرة في أسعار الصرف بين مثل هذه المجموعات من الأقطار، من مثل ذلك التعويم المشترك لعملات السوق الأوروبية المشتركة تجاه العملات الأخرى من خارج السوق. ورغم عدم وجود قواعد محددة يمكن من خلالها أن نحدد بدقة مجموعة الأقطار المؤهلة تماماً لكي تكون ضمن مثل هذه المنطقة، إلا أن بعض الاقتصاديين قد حاول أن يفعل ذلك من خلال بعض المؤشرات العامة، وقد كانت أو ل مساهمة قيمة

¹ بوشول السعيد، مرجع سبق ذكره 83.

ورائدة لنظرية (منطقة العملة المثلى) قد جاءت من **Mundell** عام 1961 و**Mackinnon** عام 1963 و**kennen** عام 1969، الذين أشرنا إليهم أنفاً.

وسيتّم التعرّض إلى مساهمات هؤلاء بالتفصيل في معايير التقليدية لنظرية منطقة العملة المثلى ويبدو أن عمله مثلى التي وردت في مساهمات هؤلاء تشير لديهم إلى ما تشير إليه نظرية الرفاهية وهو استهداف تحقيق تعظيم في استقرار الأسعار والاستخدام الشامل وتوازن المدفوعات.

فتذهب نظرية منطقة العملة المثلى إلى أن رفاهية السكان هذه المنطقة هي دالة متزايدة لثلاثة عوامل وهي:

أ: الدخل الحقيقي .

ب: استقرار الدخل الحقيقي ، أي استقرار مستوى الأسعار.

ج: استقلالية المنطقة في الاختيار بين هدي البطالة ومعدلات النمو الاقتصادي.¹

2- المعايير التقليدية لمنطقة العملة المثلى:

أ: معيار حرية انتقال عوامل الإنتاج: عرف **ماندل** الأمثلة في إطار القدرة على استقرار مستويات الاستخدام القومي و الأسعار ثم عرف الإقليم الاقتصادي يظهر خصائص تقود إزالة تلقائية للبطالة واختلال المدفوعات ، وتعني الإزالة التلقائية هذه عدم استعمال السياسات النقدية والمالية لاستعادة التوازن ، وقد أشار إلى أن تعديل سعر الصرف لن يكون ضروريا لإعادة التوازن الداخلي والخارجي إذا كانت عوامل الإنتاج قابلة للانتقال من قطر لآخر ، لذا فإنه يرى أن منطقة العملة مثلى هي إقليم تظهر فيه قابلية كبيرة لعوامل الإنتاج على انتقال داخليا وقابلية محدودة على الانتقال خارجي يعني ذلك تدفق هذه العوامل من المناطق ذات الكلفة المنخفضة أو المردود المتدني على المناطق ذات الكلفة العالية أو المردود المرتفع.

¹ بوشول السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 84.

وهكذا يصل منдал استنتاج وهو: أن معيار منطقة العملة المثلى يؤكد على عوامل طويلة المدى كقابلية العوامل على الانتقال والحركة فأى قطر يعمل على مبادلة حرة مع القطر العني في كل من العمل ورأس المال وهو جزء من منطقة عملة مثلى مع ذلك القطر.

ب: معيار الانفتاح الاقتصادي: في هذا المعيار يذهب ماكينون في نظرية حول منطقة العملة المثلى إلى أن الأخيرة يجب أن تشمل الاقتصاديات المفتوحة بدرجة كبيرة وطور مفهوم الأمثلية على أساس انفتاح الاقتصاد أي نسبة السلع المتاجرها إلى السلع غير قابلة للمتاجرة ، حيث يصنف السلع إلى تلك التي يمكن أن تدخل في التجارة الخارجية ، أو تلك التي لا تدخل فيها ، وتعني السلع القابلة للمتاجرة بها ما يلي:

أ _ السلع القابلة للتصدير، وهي السلع المنتجة محليا ويجرى تصديرها جزئيا.

ب _ السلع القابلة للاستيراد، وهي التي يجرى في نفس الوقت إنتاجها محليا وكذلك استيرادها من الخارج.

وكلما زادت نسبة السلع القابلة للمتاجرة إلى تلك غير القابلة للمتاجرة ، زادت المنفعة من تكوين

منطقة عملة، أي كلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحا، زادت منفعة منطقة العملة وقلت درجة الحاجة إلى استعمال السياسات المالية والنقدية للحفاظ على التوازن الخارجي. وكلما زادت السلع القابلة للاستيراد والتصدير إلى الاستهلاك المحلي الكلي ، زاد أثر تعديل سعر الصرف على مستوى الأسعار المحلي، وكلما زادت نسبة السلع القابلة للمتاجرة إلى السلع غير قابلة للمتاجرة، زاد من اختلال مستوى الأسعار وقويت الحجة ضد أسعار الصرف المرنة إن الخاصية التي تحدد منطقة العملة المثلى لدى كنين فترتبط بمدى تنوع مزيج إنتاج القطر وعدد الأقاليم ذات الإنتاج الواحد التي يحتويها قطر واحد ويقدم كنين ثلاث حجج في هذا الصدد :¹

♦ إن الاقتصاد المنوع بشكل جيد لن يعترض لتغيرات في شروط تجارته بقدر ما يتعرض له الاقتصاد وحيد الإنتاج ، فكلما زاد تنوع إنتاج قطر ما، خاصة في صادراته زاد استقلاله عن تقلبات الأجنبية، أي قلت آثار ذلك على مركز مدفوعاته واستقرار أسعاره وثبات دخله ، وذلك لتعادل الآثار السلبية مع الآثار الإيجابية لهذه التقلبات

¹ مرغيث عبد الحميد، الإتحاد النقدي الأوربي -أصوله -أدائه-ومشكلاته ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل الجزائر، ص 2.

بالنسبة للسلع المختلفة والمتنوعة التي ينتجها القطر، أما القطر ذو الإنتاج غير المتنوع فقد يحتاج إلى مرونة في أسعار الصرف بعكس القطر المتنوع الإنتاج، والحجتان التاليتان تؤيدان ذلك.

♦ إن تعرض القطر المتنوع إلى انخفاض في الطلب على صادراته الرئيسية لن يؤدي إلى نشوء بطالة حادة كما يحصل للقطر ذي إنتاج الواحد أو غير متنوع الإنتاج.

♦ إن العلاقة بين الطلب الخارجي والطلب المحلي خاصة بين-الصادرات والاستثمارات تكون أضعف في الاقتصاد المتنوع، لذا فإن التغيرات في الاستخدام المحلي نتيجة لتغير الطلب الأجنبي لن تكون أكثر شدة نتيجة لتغيرات مقابلة في تكوين رأس المال المحلي.

ومما سبق أشار بعض الاقتصاديين ، إلى أن صيغتي الأمثلة لدى كل من كنين و ماكينون قد يؤديان إلى نتائج متناقضة مع بعضها، فأولا يدعي ماكينون أنه كلما زاد انفتاح الاقتصاديات وجب عليها الحفاظ على أسعار صرف داخلية ثابتة وأسعار صرف خارجية مرنة ، ومع ذلك فإن تجمع الاقتصاديات المفتوحة معا سيزيد من تنوعها ، ويقتضي من تنوعها ذلك على أساس معيار كنين تقوم مثل هذه الأقطار بالحفاظ على أسعار صرف ثابتة وليست متغيرة ، ثانيا أن القطر الذي ينتج مدى صغيرا من السلع قد ينغمس في تجارة خارجية واسعة ، وقد يتطلب ذلك أسعار صرف ثابتة في قطر وأسعر صرف مرنة في قطر آخر ولكن من ناحية أخرى ، قد يعتمد القطر على التجارة بدرجة أقل مما هو الحال بالنسبة للقطر الأقل تنوعا، وفي هذه الحالة تقود النظريتان إلى نتائج متناقضة وتوصيات متعارضة.¹

3- المعايير الحديثة لمنطقة العملة المثلى:

هناك عدة معايير ومن أهمها ما يلي:

- معيار المزايا وتكاليف: لذا تم تطوير أسلوب جديد يضع إطارا عام لتحديد منطقة العملة المثلى، ويأخذ في اعتباره جميع العوامل المحددة له ، محاولا تقييم جميع التكاليف والمنافع الناتجة عن المشاركة في منطقة العملة، وذلك

¹ مرغيث عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص2.

من وجهة نظر مصالح ذلك القطر أو الإقليم المشارك فيها ، وتبعا لهذا الأسلوب يجري تعريف منطقة العملة بالموازنة بين المنافع المختلفة للعوامل المساهمة في المنطقة، وهذا ما فعله الاقتصادي الانجليزي G.E. Wood الذي تعامل مع مناطق العملة ، لا على أساس مسألة الأمثلية ، وإنما على أساس تحليل الكلفة و المنفعة ، فيجب تبني منطقة العملة عندما تفوق منافعها تكاليفها وتشير النظرية إلى أن أهم معايير إنشاء منطقة عملة مثلى تتمثل في:

أ: مردودات تنشأ عن الاقتصاد في الموارد بصورة رئيسية في معاملات الخاصة و الصرف الأجنبي.

ب: مردودات ناشئة عن إعادة توزيع الموارد الناتجة بصورة رئيسية من تجميع الاحتياطات في منطقة العملة المثلى.

ج: مردودات ناشئة عن إعادة تنامي التجارة وتقليل عدم التأكد الناتجة من تحدي سعر الصرف.

د: مردودات الناشئة عن كفأه أكبر في عمل آلية نقدية.

- **درجة تكامل السياسات:** هذا المعيار هو تعميم لبعض المسائل المرتبطة بالتضخم و البطالة ، بحيث يتطلب الأمر وجود تنسيق في السياسات المتعلقة بهما، و لقد تم صياغة هذا المعيار على يد كل من (Haberler(1970، (Fleming (1971) et Magnifico (1974) تحليلهم لشروط الموضوع سابقة من طرف الاقتصاديين لتشكيل منطقة نقدية مثلى¹. بحيث يشترطون وجود تجانس و تقارب في التفضيلات و الاختيارات بين الدول الأعضاء. فيما يخص معدلات التضخم و البطالة التي يجب القبول بها في الاقتصاد و في معدلات النمو الاقتصادي المطلوبة أيضا، و كذا وجود تجانس في الهياكل الإنتاجية و المؤسساتية للدول الأعضاء، و تقارب في السياسات الاقتصادية المطبقة من طرفها فالتكامل النقدي هو انعكاس للمطلب شعبي مشترك صادر من مختلف الدول الأعضاء، مما يعنى أنه بمثابة سلعة جماعية يجب أن يتقاسم الدول الأعضاء. فيه نفس التفضيلات و الاختيارات من أجل استيفاء شروط المنطقة النقدية المثلى.

¹ غربي ناصر صلاح الدين، دراسة إمكانية إقامة منطقة نقد مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي من خلال تمثيل الصدمات ، أطروحة الدكتوراه، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير وعلوم التجارية، تخصص نقود مالية وبنوك، ص182.

- **معيار تماثل الصدمات:** يعتبر تماثل الصدمات شرط ضروري من أجل تكوين منطقة نقدية مثلى، لأن الدخول في التكامل النقدي يعنى فقدان الدول الأعضاء فيه الاستقلالية في إدارة سياساتها الاقتصادية و بالأخص السياسة النقدية، فلن يصبح في استطاعتها استعمال أداة سعر الصرف من أجل التكيف مع الصدمات الاقتصادية و امتصاصها، و تماثل الصدمات يكون عندما تتعرض المنطقة النقدية لضغوط انكماشية فأن جميع الدول الأعضاء فيها تعاني من هذه الضغوط و بنفس الدرجة، وحينما تتعرض المنطقة النقدية لضغوط تضخمية فأن كافة الدول الأعضاء في المنطقة سوف تواجه نفس الضغوط و بنفس الحدة، و في هذه الحالة يمكن تطبيق نفس السياسات الاقتصادية من أجل التكيف مع الوضع ، و تكون تكاليف التخلي عن سعر الصرف كأداة لإحداث التوازن منخفضة، و على عكس من هذا في حالة عندما تتعرض دول المنطقة للصدمات غير متماثلة ، بحيث يكون هناك اختلاف و تباين في الوضعية الاقتصادية التي تسود في اقتصاديات الدول الأعضاء ، كأن توجد دول أعضاء تواجه كساد و بقيت الدول الأخرى تواجه انتعاشا اقتصاديا، الأمر الذي لا يمكن معه الاعتماد على نفس السياسات الاقتصادية في كل الدول الأعضاء للمعالجة الخلل الذي ينشأ في أسواق السلع و العمل، و بالتالي ارتفاع تكاليف فقد أداة سعر الصرف التي تسمح بسهولة التكيف مع هذا النوع من الصدمات ، و يكون من الأفضل لهذه الدول مواجهة الصدمات الغير متماثلة بشكل منفرد باستخدام أداة سعر الصرف و أدوات السياسة النقدي¹.

إن دول مجلس التعاون الخليج العربية تسعى جاهدة من أجل تحقيق معايير المنطقة النقدية المثلى وحققت الكثير من الإنجازات في مجال التحضير للإتحاد النقدي ، وكمطلب من مطالب التكامل النقدي الجزئي ضرورة تكامل الأسواق المالية وفي المبحث الثاني من هذا الفصل سيتم التطرق للمحة عامة عن الأسواق المالية.

¹ غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سبق ذكره ، 183.

المبحث الثاني: الأسواق المالية مفاهيم أساسية

تعتبر الأسواق المالية محل اهتمام الكثير من الاقتصاديين وشغلهم الشاغل لما لها من أهمية بالغة حيث من خلال هاته الأسواق يتم تداول رسا ميل كبرى الشركات وتعتبر كأداة فعالة لقياس اقتصاد البلد وتعطي تصور حقيقي عن وضعيته الاقتصادية كما أنه أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ من قبل الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده .

ومن خلال هذا المبحث سنحاول أن نقدم مفهوم للأسواق المالية ثم التعرف على أهم وظائفها وأهميتها بالإضافة إلى التعريف بأهم أنواعها وأدواتها.

المطلب الأول: الأسواق المالية المفهوم والأهمية

1- تعريف الأسواق المالية:

- يعرف السوق المالي على أنه "السوق الذي تباع وتشترى به الأدوات المالية" كما يمكن تعريف السوق المالي على أنه "ذاك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق".¹

ويعرف السوق المالي على أنه مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل، والطلاب لها. وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.²

¹ صافي وليد ، البكري أنس ، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2012، ط 1، ص 16.

² B.Jacquillat, B.Solnik, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques. France: Dunod. 2^{eme} éd, 1990, p 08.

ويعرف كذلك على أنه "شبكة للتمويل طويل الأجل، مبنية على الإصدار، بمعنى بيع القيم المتداولة - أسهم وسندات - والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي"¹.

ومن خلال ماسبق ذكره يمكن إعطاء مفهوم شامل لسوق المالي "هو عبارة عن نظام يتم بمقتضاه الجمع بين عارضي الأوراق المالية مع طالبها أو هو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الأطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة)، أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية، ضمانا لحرية التعامل والعقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية.

2- أهمية الأسواق المالية:

تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار وتكمن أهمية عملية الاستثمار (تكوين رأس المال) في تحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية لشعوب العالم، لان الاستثمار عامل مهم في اقتصاد حديث مكون من وحدات إنتاجية كبيرة متخصصة يحتاج إلى توفير مبالغ كبيرة تفوق ما يستطيع الفرد الواحد أو أفراد عائلة واحدة توفيره من إداراتهم الشخصية. وهنا يبرز دور الأسواق المالية في تجميع إدارات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات فعلية تؤدي إلى زيادة الإنتاج والدخل واستخدام القوى العاملة ولو أن الوحدات الاستهلاكية قامت بادخار جزء من دخلها بدون أن تجد من يحول هذا الادخار إلى إنفاق استثماري، فان النشاط الاقتصادي قد ينتكس ويتجه نحو حالة الركود وانخفاض الإنتاج وتدهور الدخل وتزايد نسبة البطالة.²

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية

لقد تعددت الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية نذكر من أهمها مايلي:

¹ P. Conso, La Question financière de l'entreprise. France: Dunod, 7^{ème} éd, tome 2, 1989, p 387.

² السيد علي عبد المنعم ، العبيسي نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ،الأردن، 2003 ،ص67.

♦ تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريقة سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

♦ المحافظة على الثروة وتنميتها:

إن الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وسيلة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل لاسيما أن الأوراق المالية لاستهلاك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يقيتها .

♦ تسهيل الحصول على السيولة:

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية إلى نقد عند الحاجة.

♦ تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به افتراض النقود مقابل وعد الوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

♦ تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات) وماشابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

♦ المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

أ – التأمين: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات ... الخ ، وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي .

ب – التنوع : أي تنوع مجالات و أوجه الاستثمار وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر كل أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة .

ج - التحوط : أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن .

♦ المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations والمقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب (يشفط) جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية.

وإذا أراد مكافحة الركود (يضخ) في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.¹

المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية

تتنوع الأسواق المالية حسب عدة تصنيفات ومن أهمها نذكر التصنيفات التالية :

1- أجل الأدوات التي يتم التعامل بها: تنقسم الأسواق المالية بموجب هذا المعيار إلى سوقين رئيسيين هما:

¹ رمضان زياد ، شحوط مروان ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جمهورية مصر العربية ، 2010 ، ص 10-11.

♦ الأسواق النقدية Money Markets:

وهي أسواق يتم التعامل بالأدوات قصيرة الأجل.

♦ أسواق رأس المال Capital Markets:

وهي أسواق يتم التعامل فيها بالأدوات المالية طويلة الأجل.

2- كيفية التعامل: ويتم التعامل في الأسواق المالية بطريقتين هما: المزايدة والتفاوض وتنقسم الأسواق المالية بناء

على هذا المعيار إلى:

♦ السوق المفتوحة:

يتم بيع السندات أو الأسهم في الأسواق المفتوحة (أسواق المزايدة) لمن يدفع سعر أعلى وتسمى السوق التي يتم فيها هذا النوع من التعامل بالسوق المفتوحة، وقد يتم بيع وشراء نفس السهم عدة مرات خلال عدة صفقات في اليوم الواحد في مثل هذه السوق.

♦ سوق التفاوض أو المساومة Negotiation Market:

ويتم التعامل فيها على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع أو الإقتراض حيث يتم التفاوض على السعر وعلى الكمية وعلى شروط التسليم وموعده وكيفية الدفع.....إلخ.

3- صفة الإصدار: أي هل الإصدار جديد أو متداول؟ وتنقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى:

♦ الأسواق الأولية Primary Markets:

وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم التعامل بها لأول مرة.¹

¹ محمد فرح عبد الحليم ، الأسواق المالية والبورصات ، جامعة السودان المفتوحة، 2013، ص 13.

♦ الأسواق الثانوية Secondary Markets:

وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فعندما يشتري أحدنا أسهم شركة من شخص آخر تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية.

4- تنظيم التعامل:

ويمكن تصنيف الأسواق بموجب هذا المعيار إلى:

♦ الأسواق المنظمة Organized Markets:

وهي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد وبأسهم شركات مدرجة في السوق ووفق شروط معينة تحكم الحد الأدنى للصفقة الواحدة بحيث يتكون هذا الحد الأدنى من عدد الأسهم يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغا محددًا.

♦ الأسواق الموازية Parallel Markets:

وهي تلك السوق التي يتم تنظيم التعامل من خلالها بأسهم وشركات تحكمها شروط إدراج ميسرة وغير مشددة وتنعقد السوق الموازية في قاعة التداول عادة بأوقات ومواعيد محددة ومعروفة.

♦ الأسواق غير منظمة Non-Organized Markets:

وتسمى أيضا الأسواق الثالثة وتوصف بكونها غير منظمة ويتم التعامل فيها عن طريق التلفون والتلكس والفاكس وماشابه ذلك من وسائل الاتصال فهي لا تقتصر على التعامل الذي يجري في قاعة التداول.¹

5- زمن تنفيذ الصفقة: تنقسم الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة إلى قسمين رئيسيين هما:

¹ محمد فرح عبد الحليم ، مرجع سبق ذكره، ص 13.

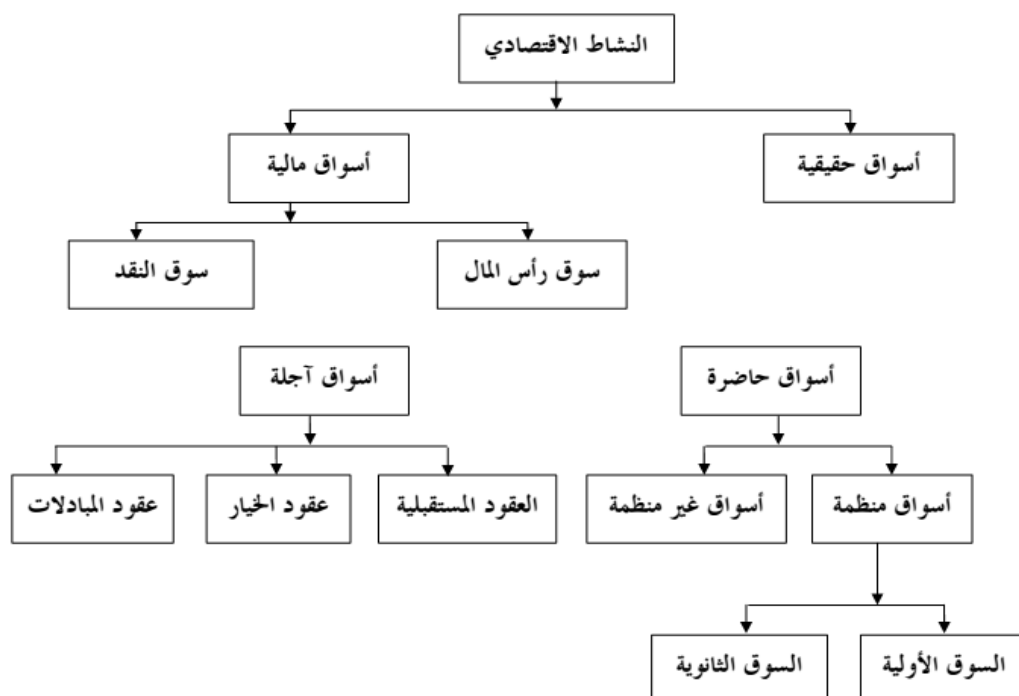
♦ الأسواق الفورية Spot Markets:

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بحيث تنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المشتراة فوراً وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية، أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة.

♦ الأسواق المستقبلية Future Markets:

وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل كان تشتري أوراقاً مالية وتتعقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور والهدف من مثل هذه الصفقة هو الحد من المخاطر التي يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل.¹

الشكل رقم (01): أنواع الأسواق المالية



المصدر: إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000، ص15.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المنشقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر 2005، ص31.

المطلب الرابع: الأدوات المتداولة في السوق المالي

تشمل الأسواق المالية الأجهزة والجهات والأدوات العاملة في هذه السوق، حيث تتمثل في سوقين رئيسيين هما سوق رأس المال وسوق النقد ويمكن التمييز بين هاذين السوقين بناء على مدة استحقاق الأدوات الاستثمارية (المالية) المتداولة في هذه الأسواق. فسوق رأس المال تتداول فيه أدوات طويلة الأجل (مدة استحقاقها أكثر من سنة)، أما السوق النقدي فهو سوق تتداول فيه أدوات مالية قصيرة الأجل (مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة).¹

1- الأدوات المتداولة في سوق النقد:

يقصد بسوق النقد السوق الذي يتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية مدون عليها ما يؤيد بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن اقترضه لطرف آخر (المبلغ الأصلي بالإضافة إلى العائد).

وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة ومن أهم الأدوات المتداولة في سوق النقد مايلي:

أ- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** وهي شهادات يصدرها البنك تثبت إيداع مبلغ معين وبفائدة محددة ولمدة معينة وهي تصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة ولمدة متفاوتة، ولكنها عادة تكون أقل من سنة وتتمتع بدرجة مرتفعة من الأمان وبقدر كبير من السيولة.

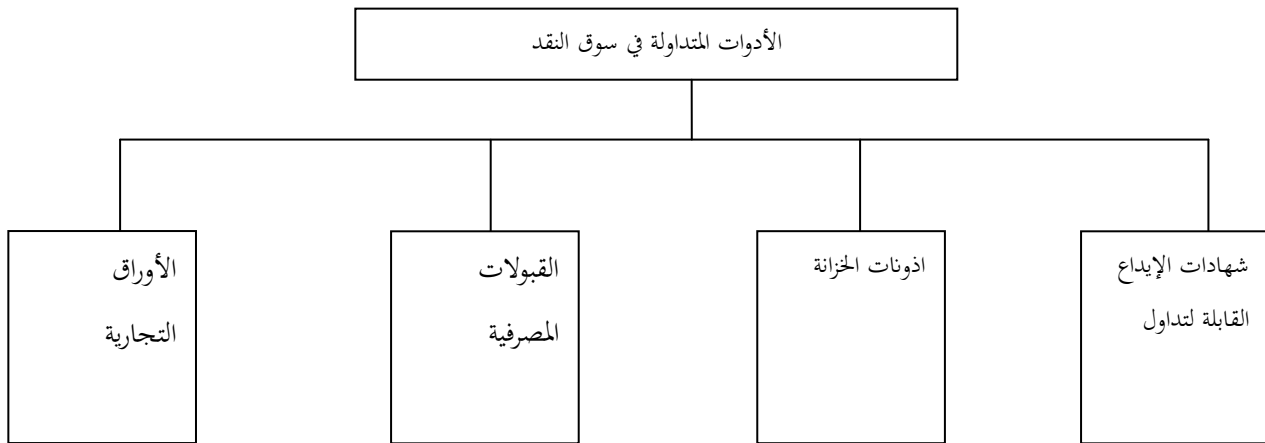
ب- **اذونات الخزنة:** وهي أوراق مالية تصدرها الحكومات لفترات قصيرة الأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى سنة على الأكثر، تلجأ إليها الحكومات في الحالات التي يظهر فيها العجز النقدي في الميزانية نتيجة مثلاً لتأخر الإيرادات أو لتغطية نفقة معينة.

¹ محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، مرجع سبق ذكره، ص 14-15.

ج- القبولات المصرفية: وهي ورقة مسحوبة على مصرف من قبل عميل (زبون) يطالب فيه من المصرف أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محدد من المال في المستقبل في موعد يحدد سلفا وقبول المصرف للسند يعتبر ضمانا على استعداده للدفع في الموعد المحدد ويمكن تداول القبول المصرفية وبيعها في السوق المالية أو الاحتفاظ بها لغاية ميعاد استحقاقها وكثيرا ما تستخدم القبول المصرفية في التجارة الخارجية لغرض تسوية المدفوعات وقيم البضائع المستوردة.

د- الأوراق التجارية: الورقة التجارية هي عبارة عن صكوك ثابتة قابلة للتداول عن طريق التظهير، تمثل حقا نقديا وتستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها أو بعد أجل قصير ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلا من النقود.¹

الشكل رقم (02) : أهم الأدوات المتداولة في السوق النقدي



المصدر: محمد فرح عبد الحليم ، الأسواق المالية والبورصات ، جامعة السودان ، 1430، ص28.

¹ قصير عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، ط1، 2006، ص214-215.

2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

إن أسواق الأوراق المالية مهمة في إطار الأسواق المالية وتتعامل هذه الأسواق بأدوات دين كالسندات وأدوات ملكة كالأسهم بالإضافة إلى المشتقات المالية وهي ذات مدد استحقاق تزيد عن سنة وتتصف هذه الأدوات بتقلبات في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي، لذا تعتبر أكثر مخاطرة.

إن أدوات الدين تتمثل في السندات التي تصدرها شركات المساهمة والحكومات، أما أدوات الملكية فهي الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة، المشتقات المالية وتندرج ضمن هذه الأنواع مجموعة من الأوراق فيما يلي سيتم التفصيل فيها.

أ- الأسهم:

وهي عبارة عن سندات ملكية وتنقسم صفة عامة إلى نوعين هما:

♦ الأسهم العادية: هي عبارة عن سند ملكية تمنح لصاحبها مجموعة من الحقوق مثل حق تحويل الملكية لشخص آخر وحق الحصول على الأرباح توزعها الشركة وحق الإطلاع على دفاتر الشركة وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأسمال الشركة وحق التصويت وحق الترشح لعضوية مجلس الإدارة.

♦ الأسهم الممتازة: يحصل أصحابها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة كما أنهم يتمتعون بأولوية في الحصول على ناتج تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات.

ب- السندات:

وهي عبارة عن ورقة مالية تمثل سند دين على إحدى الشركات مع تقرير ربح ثابت وفائدة ثابتة لها وتنقسم السندات إلى عدة أنواع نوجز منها مايلي:

♦ سندات قصيرة الأجل أقل من خمس سنوات.

♦ سندات متوسطة الأجل من 05 إلى 10 سنوات .

◆ سندات طويلة الأجل أكثر من 10 سنوات.

◆ سندات قابلة للاسترداد قبل موعد الاستحقاق أي التي بنص عقد إصدارها على حق الشركة المصدرة لها دفع القيمة الاسمية للسند قبل موعد تاريخ الاستحقاق وسندات غير قابلة للاسترداد لا تنص شروط إصدارها على الشركة المصدرة في استرداد القيمة الاسمية قبل موعد الاستحقاق .

◆ سندات قابلة للتحويل والتي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا نص على ذلك عقد الإصدار وموافقة حاملها على ذلك.

◆ سندات ذات عائد ثابت والتي يحدد فيها معدل العائد الذي يحتسب على أساسه الكوبون سندات ذات عائد متغير والتي يكون معدل العائد عنها يتغير كل فترة زمنية.

ج- المشتقات المالية:

تمثل إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه وقد سميت بأسواق المشتقات المالية وهي عبارة عن تعهد بتسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها وبالتالي فهي أدوات مالية تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن عدة أنواع يمكن تفصيلها في الأتي: ¹

◆ الخيارات: الخيار هو الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك. وهي نوعان :

خيار الشراء: الذي يعطي لمالكه الحق بشراء أي من الموجودات المالية.

خيار البيع: الذي يعطي الحق لمالكه في بيع الموجودات المالية لحرر الخيارات بسعر محدد في المستقبل.

¹ هشام إبراهيم، الأوراق المالية أنواعها، مزاياها، مخاطرها 2016/01/26 14:30 www.iinvest.org-eg

♦ المبادلات: هو اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها.

♦ العقود الآجلة: يعرفها Kolp بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل.

♦ العقود المستقبلية: وهي العقود التي تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ محدد في المستقبل وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله أما بشكل نقدي أو على شكل أوراق مالية تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزامه.¹

أما بالنسبة لأسواق الإقراض والاقتراض طويلة الأجل فهي تتعامل بالقرض العقاري والقروض الاستهلاكية، وقروض البنوك التجارية، والقروض الزراعية، والقروض التنموية الأخرى وهي قروض طويلة الأجل. وإن المؤسسات التي تعمل في هذه الأسواق هي المؤسسات المالية الوسيطة وعلى رأسها البنوك التجارية.²

¹ الريبي حاكم محسن، وآخرون، المشتقات المالية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ط1، 2011، ص15-17.

² الزرري عبد النافع عبد الله، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2000، ص44.

خلاصة:

من خلال التطرق لهذا الفصل تم إستخلاص مايلي :

يعرف الإتحاد النقدي على أنه عملية تكاملية بمقتضاها يتم توحيد السياسات والإجراءات والعمليات، من أجل تيسير وتسهيل المعاملات النقدية لأطراف التكامل وتلجأ الدول التي تسعى للوحدة النقدية إلى الاتفاق على عمل مشترك في المجال النقدي ، كما تم التعرف على أهم صيغ التكامل النقدي بالإضافة لأنواعه وضمن الإتحاد النقدي الجزئي وجدنا ضرورة تحقيق التكامل في مجال الأسواق المالية ومن خلال هذه الجزئية وجب التطرق للإطار المفاهيمي للأسواق المالية ومن خلال المبحث الثاني تم إعطاء فكرة عن الأسواق المالية فيعرف السوق المالي على انه الفضاء الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية وينقسم السوق المالي إلى عدة أسواق ومن أهمها سوق رأس المال وسوق النقد ويندرج ضمن هذا التصنيف مجموعة من الأسواق.

الفصل الثاني

الأسواق المالية الخليجية في إطار التكامل الاقتصادي

تمهيد:

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بالأسواق المالية لدول الخليج العربية وذلك من خلال إعطاء نبذة تاريخية عن كل سوق وعن عدد الشركات المدرجة في كل سوق والقيمة السوقية وحجم التداول وغيرها من المؤشرات المهمة كما يتضمن هذا الفصل شرحاً تحليلياً لأداء الأسواق المالية الخليجية (سوق الأسهم السعودي، سوق دبي المالي، سوق أبو ظبي المالي، سوق قطر المالي، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية) خلال الفترة (2008-2015)، كما نهدف من خلال هذا الفصل إلى التعرف على أهم إنجازات ومساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية مجال تكامل الأسواق المالية وتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

- الأسواق المالية الخليجية نظرة عامة.
- جهود ومساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية.

المبحث الأول: نظرة عامة عن الأسواق المالية الخليجية

تعتبر أسواق الأوراق المالية ذات أهمية متزايدة في النشاط الاقتصادي لكل من الدول النامية والمتقدمة على حد سواء ، وشهدت الأسواق المالية الخليجية تطورات خاصة وإن هذه الأسواق قد حققت نموا خلال ربع الأخير من القرن العشرين نعي بذلك الأسواق المنظمة التي يتم تعامل فيها وفقا لقواعد وأحكام وضوابط تشريعية وتنظيمه ورقابية حيث يتم تداول الأوراق المالية في مقصورة خاصة لها شخصيتها المعنوية وإدارتها مستقلة ووسطاء مرخص لهم بوساطة وفي هذا المبحث سيتم التطرق إلى:

- نشأة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.
- معوقات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.
- كيفية التغلب على الخلل في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية

1- سوق الأسهم السعودية:

يعود تاريخ سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية منذ أوساط الثلاثينيات من القرن الماضي عندما تم تأسيس الشركة العربية السعودية وبحلول عام 1957 كان هناك نحو 14 شركة مساهمة وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في فترة السبعينات مما أدى إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة¹

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينيات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم لتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي يهدف لتنظيم وتطوير السوق²

بدأ السوق في عام 1990 بتطبيق نظام تداول إلكتروني متكامل حيث تم تحديثه في عام 2001 بجيل جديد من أنظمة التداول سمي ب "تداول"

¹ سوق الأوراق المالية السعودية 2016/0315-14:00 <http://www.tadawul.com.sa>

² رعية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعتر لنشر والتوزيع ، 2010، عمان، ص 73.

كما كانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية، بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 1424/6/2هـ الموافق 31 جويلية 2003 بموجب "النظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال لإصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وبانعقاد مجلس الوزراء السعودي في 19 مارس 2007 تم الموافقة على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية" تداول.

ومن أهم أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ويبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال مقسما إلى 120 مليون سهم متساوية القيمة، وهي أسهم نقدية اكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة.

وفي أكتوبر 2007 تم تطبيق نظام التداول الجديد والذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة أثناء فترة التداول اليومية مقابل 400 ألف صفقة في النظام القديم.¹

2- سوق دبي المالي:

تم تأسيس سوق دبي للأوراق المالية لمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 عام 2000.

ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتعامل 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 معتمدة لدى سوق دبي المالي.

وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000 وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحول سوق دبي المالي لشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره ثمانية

¹ مرجع سبق ذكره 2016/0315-14:00 <http://www.tadawul.com.sa>

مليارات درهم وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق إي مايعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام .

لقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى مايقارب 201 مليار درهم وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 07 مارس 2007 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 المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم وهو مايعبر عن رؤية سمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الحكومة دبي.

يعمل سوق دبي المالي اعتمادا على نظام تداول إلكتروني ويبلغ عدد الشركات المدرجة 66 شركة عام 2013.¹

3- سوق أبو ظبي للأوراق المالية :

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (03) لعام 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه ، وينشئ 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 المعلومات ودقتها ويضمن تفاعل قوي العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين و ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى قطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات ،وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (08) لعام 2000.

¹ سوق الأوراق المالية دبي <http://www.dfm.ae/default.aspx> 2016/03/16

ويعتمد السوق نظام تداول إلكتروني بواقع 67 شركة تبعا لإحصائيات 2012/12/31.¹

4- سوق البحرين للأوراق المالية :

تعود بدايات تكون قطاع رأس مال في مملكة البحرين إلى عام 1921 عند افتتاح فرع البنك الشرقي المعروف حاليا ب ستاندرد تشارترد بنك في البحرين وفي عام 1957 تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية ، حيث تواصل بعدها تأسيس هذه الشركات لتصل دورتها في بداية الثمانينيات وهي الفترة التي شهدت نشاط كبيرا لتداول أسهم شركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك " سوق الجوهرة" الذي شهد انهيارا حادا متزامنا مع الانهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينيات في القرن الماضي .

وكنتيجة توصلت إليها دراسة مشتركة قامت بها حكومة مملكة البحرين ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) لتأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين ، ونتيجة للتوصية التي توصلت إليها الدراسة التي قامت بها حكومة مملكة البحرين²

تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية عام 1987 بموجب مرسوم رقم (04) ومن ثم باشر السوق عمله في شكل رسمي في 17 جوان 1989، حيث كان عدد شركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية، وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك.³

وكان نظام التداول المطبق هو نظام التداول اليدوي و الذي كان يطلق عليه "نظام المزايدة المكتوبة" ويقوم الدالون وفقا لهذا النظام بكتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقونها المستثمرون في الأماكن المخصصة لها في قاعة التداول، ويتم إتمام الصفقات عندما تتماثل أسعار العرض والطلب .

ومع تطور البورصة ،بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية ،مستفيدة من البنية التشريعية و الفنية التي أرستها البورصة، حيث شهدت البورصة إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة و السندات

¹ سوق الأوراق المالية أبو ظبي <http://www.adx.ae/Arabic/pages/default.aspx> 2016/03/01

² سوق الأوراق المالية للبحرين <http://www.bahrain.bourse.net> 2016/03/22

³ رعية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 72.

والصكوك الإسلامية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية ولتكون "بورصة البحرين" الأولى في المنطقة التي تدرج هذه الأدوات .

وفي عام 2010 بدأت "بورصة البحرين" بتطبيق نظام التداول الآلي، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل إلكتروني كخطوة متطورة .

كما شهد عام 2002 انتقال المؤسسات التشريعية والرقابية على قطاع رأس المال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي، لتصبح "بورصة البحرين" بذلك خاضعة لرقابة وإشراف المصرف المركزي.

بموجب المرسوم الأميري رقم (60) لعام 2010 الذي أصدره حمد بن حبيب آل خليفة ملك المملكة البحرين انتقلت بورصة البحرين إلى مقرها الجديد في مرفأ البحرين المالي، وذلك بعد تجهيز المقر بأحدث التجهيزات الفنية والتقنية وأكثرها تطوراً بشكل يدعم جهود البورصة لتقديم مجموعة متنوعة ومتطورة من الخدمات التي تلي احتياجات مصدري الأوراق والأدوات والمالية بالإضافة إلى الوسطاء والمستثمرين.¹

5- سوق مسقط للأوراق المالية:

يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1971 ، هي أول شركة عمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام ² سوق مسقط للأوراق المالية في 1989/05/20 حيث عملت إدارة السوق على ترسيخ القواعد الأساسية للتعامل في السوق وفق أسس تعتمد على سلامة الإجراءات وعدالة التعامل، وتوفير المعلومات الصحيحة بشكل دائم ومستمر وعملت على تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية بشكل يعزز مصادر التمويل عن طريق نقل المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار خدمة للاقتصاد الوطني.³

وبموجب المرسوم السلطاني رقم 88/53 بتاريخ 21 يونيو 1988 تم إنشاء سوق مسقط ككيان واحد لممارسة أدوار الرقابة والتداول والإيداع المركزي وهدف المرسوم إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية ليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة.

¹ سوق الأوراق المالية للبحرين 2016/03/22 <http://www.bahrain.bourse.net>

² حسين عبد المطلب الأسراج، باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية والصناعة المصرية، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، منزل 1386، ميتا راضي - بنها القلوبية- مصر، ص 88.

³ رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 74.

وقد كانت السوق عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصوليا فيما بين أطراف التعامل من بائعين و مشتريين وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها لجمهور المستثمرين .

استمرت السوق على هذا النحو إلى أن صدر المرسوم السلطاني رقم 98/80 والذي نصت عليه المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق المال مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية .

ظلت الحكومة تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية العماني وذلك بتبني إصلاحات واسعة جعلتها مواكبة للأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا وذلك بغية استقطاب المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما فيها أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى الوساطة المالية ونتيجة لهذا أصبحت سوق السلطنة مؤهلة لأن تلعب دورا هاما في تنفيذ السياسة الدولية الرامية إلى تخصيص مؤسسات القطاع العام على صعيد العلاقات الإقليمية و الدولية .

وقد تم اختيار النظام الفرنسي وهو نظام متطور تستخدمه العديد من البورصات العالمية كما سيمكن من إضافة العديد من أدوات الاستثمار الجديد مستقبلا وكذلك سهولة الربط مع الأسواق المالية الخليجية والعربية.¹

6- سوق الدوحة للأوراق المالية:

يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والنقل في منتصف عام 1957 بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في قطر، أعقب ذلك استمرار عمليات التأسيس لشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الاقتصادية حتى وصل عدد الشركات التي تم إدراج أسهمها على اللوائح السوق 17 شركة وفي غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير متخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل ، انطلاقا من الرغبة الكبيرة من السلطات المعنية في إيجاد السوق منظمة تؤدي دورها في توجيه مدخرات الوطنية نحو الاستثمار في مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور

¹ سوق الأوراق المالية بمسقط <http://www.msm.com> 16/03/2016

القانون رقم 14 لعام 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفة الإطار القانوني الذي يحكم عمل السوق لمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم في استكمال نسبة القطاع المالي في دولة قطر، وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1996/04/17 وبأشرت اللجنة مهمتها من ذلك التاريخ¹

وبعد ذلك استكمال كافة الإجراءات و الترتيبات اللازمة بارت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل عام 1997 ولقد بدأ العمل يدويا في قاعة التداول، وإدارة التسويات والتقاضي، ثم بعد ذلك تم التحول نظام التسجيل المركزي في شهر 09 أوت من عام 1998، وفي 2002/04/04 تم تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.²

7- سوق الكويت للأوراق المالية:

عرف الكويتيون التعامل في الأسهم منذ أول شركة كويتية طرحت أسهمها للاكتتاب في عام 1952 وهي بنك الكويت الوطني وفي العقود التالية أصدرت حكومة الكويت عدد من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية³

ومن بينها صدور القانون التجاري رقم (15) لعام 1961 بشأن تنظيم الإصدار والاكتتاب في الأوراق المالية وفي عام 1970 صدور قانون تنظيم الأوراق المالية حيث تم تأسيس لجنة استشارية لشؤون تداول الأوراق المالية وفي عام 1972 تم إنشاء مكتب شعبة الأوراق المالية وفي نوفمبر 1976 صدر القرار الوزاري رقم (61) عام 1976 الخاص بتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وتشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية و في افريل عام 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية.⁴

¹ حسين عبد المطلب الإسراج، مرجع سبق ذكره، ص89.

² سوق الأوراق المالية بقطر 2016/04/21 <http://www.qe.com.qa>

³ سوق الأوراق المالية بالكويت 2016/04/24 <http://www.kowaitse.com>

⁴ صفوف عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة الأسواق رأس مال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، كلية حقوق، جامعة الكويت، بدون سنة نشر، ص24.

ونظرا لآثار التي أحدثتها أزمة المناخ في النصف الثاني من عام 1982، فقد اتجه التفكير إلى إعادة تنظيم السوق.¹

حيث صدر المرسوم الأميري بتاريخ 14 أوت 1983 بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية كشخص اعتباري مستقل له أهلية التصرف في أمواله وحق التقاضي وإرساء القواعد والأحكام المنظمة لنشاط كسوق منظم.²

المطلب الثاني: معوقات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية

ومن أهم أسباب هذا القصور في تحقيق أهداف السوق ما يلي:

1: أن أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي لازالت صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع، وقد يكون ذلك بسبب حداثتها من جهة ونتيجة لعوامل ثقافية واجتماعية تؤثر على نمط ملكية الشركات وتنظيمها وعدم إدراجها أسهامها لتداول في السوق من جهة ثانية .

2: الخلل في هيكلية الأسواق المؤسسية، فما تتميز به هذه السوق هي :

- قلة عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول، وضعف صناعة السوق وتغطية الإصدارات .
- الافتقار إلى الأدوات المالية (الاستثمارية) الحديثة و اقتصرها على الأسهم والسندات فقط.
- نقص المعلومات وعدم تدفقها إلى المستثمرين بالكمية والكيفية الملائمتين .
- عدم تحديد متطلبات الإفصاح عن الإدراج أو التقارير المالية الدورية .
- كما لم يجرى بعد تطوير مستوى مهنة المحاسبة والتدقيق من حيث تشريعاتها ومعايير ومؤسساتها.

ج: خلل في هيكل الأسواق القانونية والتنظيمية حيث لا تزال الأخيرة تعمل بقانون فيه الكثير من الثغرات رغم وجود هيئات رقابية مستقلة تصمن حسن سيرها، وبدون تشريعات حديثة تسمح لأعضاء السوق بتطوير أدوات مالية جديدة .

¹ رمضان الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة المال والصناعة، العدد 18، 2000، ص 33-34.

² حسين عبد المطلب الأسراج، مرجع سبق ذكره، ص 100.

د: لازالت هناك تشريعات وقوانين الإدارة الإفصاح الخليجي، لم يجرى بعد تحديثها ومنها قانون الشركات وقانون البنوك وقانون الضرائب وغيرها حيث لازال الاقتصاد الخليجي يعاني من اختلافات هيكلية سببها الأزمات المالية والانفتاح على الأسواق العالمية بشكل غير مدروس، لتعارض القوانين والتشريعات حسب كل دولة ووفقا لقانون دول مجلس التعاون الخليجي .

وبالتالي هذه الصعوبات الوقوف عليها ماليا من قبل الأطراف ذات العلاقة بالسوق بهدف تصويب الممكن من هذه القصور.¹

المطلب الثالث: كيفية التغلب على معوقات أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليج العربية

وللتغلب على أوجه الخلل في أسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي تمهيدا لإصدار العملة الخليجي الموحدة يستلزم لها متطلبات أساسية ومن هذه المتطلبات والتي تلقى قبول عالمي واسع يمكن إجمالها بمايلي :

أ: بيئة اقتصادية مستقرة:

تتوفر هذه البيئة من خلال تبني سياسات مالية و نقدية محفزة للاستثمار الخاص.

ب: بيئة سياسية مستقرة:

يتصف المستثمرين عموما بالحساسية الشديدة تجاه حالات عدم التأكد والغموض بما يخص مستقبل الوضع السياسي في البلد .

ج: إطار قانوني وتنظيمي ملائم:

تتفرد السوق المالية بخاصتين عن سوق السلع أو الخدمات يعززان من أهمية وجود التشريعات القانونية و التنظيمية في نجاح السوق في تحقيق أهدافه المرجوة أولى تنص سهولة و سرعة انتقال عدوى الفشل أو الانهيار بين المؤسسات المكونة لسوق وهذا ما يعرض بالخطر النظامي، أما الخاصية الثانية في عدم التماثل في معلومات المتاحة للمشاركين في نشاط السوق.

¹ محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، 2011، ص162.

هـ: الجاهزية المؤسسية والتحتية للسوق:

يتكون البنيان المؤسسي والتحتي لسوق من جميع النظم والإجراءات والمؤسسات التي تكون وظيفتها تسهيل وتسيير تنفيذ صفقات التداول وحفظ وإيداع الأوراق المالية ونقل ملكيتها وتسوية المدفوعات بين أطراف العلاقة.¹

¹ محمد كمال أبو عمنه، مرجع سبق ذكره، ص3.

المبحث الثاني: جهود ومسااعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية

من خلال هذا المبحث سيتم تبيان أداء الأسواق المالية لدول الخليج العربي الستة خلال الفترة (2015/2008) بالإضافة إلى تبيان مسااعي دول مجلس التعاون الخليج العربية لتجسيد تكامل أسواقها المالية.

المطلب الأول: إنجازات التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية

1- أداء الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية:

سنتعرض إلى أهم مؤشرات الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليج العربية وهي متمثلة في :

- القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل سوق
- عدد الشركات المساهمة المدرجة في كل سوق
- حجم التداول السنوي (القيمة / عدد الأسهم) في كل سوق

الجدول رقم (01): تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2008.

المؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون) دولار	حجم التداول (مليون) دولار	عدد الأسهم المتداولة (مليون) دولار	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	65	68,810	5,252	5800.7	2390.0
دبي	65	63,099	10,241	15,979.0	1,636.3
البحرين	51	19,947	512.8	472.9	1,804.1
السعودية	126	246,337	86,953	16,193.9	4,803.0
سلطنة عمان	122	15,139.0	862.2	606.3	5,441
قطر	43	76,627	9,910.6	1,159.1	6,886.1
الكويت	04	70,181	22,524	16,914	7,782.0
المجموع	476	560,140	136,255	57,126	92,717

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات متفرقة لصندوق النقد العربي، أداء الأسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، لسنة 2008، العدد

56.

يوضح الجدول رقم (01) أعلاه أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2008، من خلال المقارنة بين الأسواق الأوراق المالية الخليجية يتبين لنا وجود تفاوت بين هذه الأسواق فمن ناحية عدد الشركات المدرجة احتل سوق السعودية المالي المرتبة الأولى حيث بلغ عدد الشركات المدرجة 126 شركة مثلت نسبة 26,47% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق الأسهم الخليجية، وفي المرتبة الثانية كان سوق مسقط المالي إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 122 شركة وبنسبة 25,63% ثم أتى كل من سوق دبي وأبو ظبي الرتبة الثالثة إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيهما 65 شركة وبنسبة 13,66% وتأني قطر والبحرين بنسبة 9,03% 0,84% على التوالي آخر ترتيب الدول الخليجية من مجموع النسبي عدد الشركات المدرجة للأسواق الخليجية لربع الرابع لسنة 2008 ومن ناحية القيمة السوقية نلاحظ ساهمت سوق أوراق المالية السعودية بنسبة 43,98% من مجموع الفعلي للقيمة السوقية على مستوى أسواق الأوراق المالية لدول الخليجية خلا الربع الرابع لسنة 2008 ومن ناحية حجم لتداول نلاحظ احتل سوق الأوراق الأسهم السعودي الرتبة الأولى بنسبة 63,82% من مجموع التداول على مستوى الأسواق الأوراق المالية لدول الخليجية، ومن ناحية عدد الأسهم المتداولة نلاحظ أن سوق الكويت بلغ عدد تداول أسهم فيه 16914 مليون سهم بنسبة 29,61% من مجموع عدد الأسهم المتداولة على مستوى الأسواق الأوراق المالية لدول الخليجية.

الجدول رقم (02): تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2009.

مؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	67	80,201	4,506	7705.4	2743.6
دبي	67	58,095	13,103	23,662.5	1,803.6
البحرين	49	16,263	132.3	177.5	1,458.2
السعودية	135	318,751	65,124	9,983.1	6,121.8
سلطنة عمان	120	23,616.0	1,365.9	1,164.0	6,368.8
قطر	44	87,930	5,409.0	689.1	6,959.2
الكويت	205	93,824	11,188	19,297	7,005.3
المجموع	687	678,680	100,828	62678.6	32461

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 56.

يظهر الجدول رقم (02) أعلاه أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2009 ومن خلال المقارنة بين الأسواق المالية الخليجية يتضح لنا وجود زيادة في أداء الأسواق مقارنة بالسنة الماضية (2008) إذ نلاحظ من ناحية عدد الشركات المدرجة نجد أن سوق الكويت احتلت المرتبة الأولى حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 205 شركة بنسبة قدرها 29,84% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق الأسهم الخليجية وفي المرتبة الثانية كان سوق السعودية المالي إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 135 شركة وبنسبة قدرها 19,65% ثم تليها سلطنة عمان في المرتبة الثالثة إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 119 شركة مثلت نسبة 17,47% أما من ناحية القيمة السوقية نلاحظ أن مساهمة سوق الأوراق المالية السعودية بنسبة 46,97% من مجموع الفعلي للقيمة السوقية على مستوى أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2009 إذ نلاحظ ارتفاع بنسبة 3% مقارنة بسنة 2008، ومن جهة حجم التداول نلاحظ أن احتل سوق الأوراق السعودي الرتبة الأولى بنسبة 64.59% من مجموع التداول على مستوى الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية، ثم تليها سوق دبي بنسبة قدرها 13%، أما عدد الأسهم المتداولة نلاحظ أن سوق دبي بلغ عدد تداول أسهم فيه 23662.5 سهم بنسبة 37.75% من مجموع عدد الأسهم المتداولة على مستوى الأسواق المالية لدول الخليجية.

الجدول رقم (03): تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2010.

مؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة مليون (دولار)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	64	77,081	2,517	5205.6	2711.1
دبي	65	54,692	3,249	7,658.5	1,630.5
البحرين	49	20,163	18.2	36.2	1,437.9
السعودية	146	353,400	45,461	7,127.6	6,620.8
سلطنة عمان	119	28,308.6	947.0	678.7	6,754.7
قطر	43	123,641	6,003.7	634.6	8,681.7
الكويت	214	113,883	9,537	14,765	6,955.0
المجموع	700	771,169	67,733	36106.2	34792

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63.

يبين الجدول رقم (03) أعلاه أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2010، من خلال مقارنة بين الأسواق المالية الخليجية يتبين لنا تباين بين هذه الأسواق إذ نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة بالنسبة لسوق الكويت تحتل المرتبة الأولى حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 214 شركة بنسبة 30,70% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق الأسهم الخليجية، تليها في المرتبة الثانية سوق السعودية المالي إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 146 شركة بنسبة 20,86%، أما من ناحية القيمة السوقية لسوق أوراق المالية السعودية فقد بلغت نسبة مساهمتها في القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم دول مجلس التعاون الخليجي ب 45,83% أما حجم التداول نلاحظ أن بلغ حجم تداول سوق أسهم السعودي بنسبة قدرها 67,12% من مجموع التداول على مستوى أسواق الأوراق المالية لدول الخليجية وتليها سوق الكويت بنسبة 14,08%، ومن ناحية عدد الأسهم المتداولة نلاحظ أن سوق الكويت بلغ عدد تداول أسهم بنسبة 40,89% ومن ناحية مؤشر السوق لأوراق المالية غد بلغ مؤشر سوق قطر لأوراق المالية بنسبة 24,25% من مجموع عدد مؤشرات أسواق على مستوى الأسواق المالية لدول الخليجية.

الجدول رقم (04): تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2011

مؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	67	71,329	1,141	28883.7	2402.3
دبي	62	49,033	1,221	3,779.3	1,353.4
البحرين	49	16,590	106.8	152.0	1,143.7
السعودية	150	338,873	85,989	13,448.2	6,417.7
سلطنة عمان	130	26,209.7	479.4	506.9	5,588.0
قطر	42	125,598	5,862.4	668.6	8,778.0
الكويت	216	86,295	6,990	11,975	5,814.2
المجموع	716	713928	101790	54913.7	31497.3

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، لسنة 2011، العدد 27.

يوضح الجدول رقم (04) أعلاه تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2011 من خلال مقارنة بين الأسواق المالية الخليجية نلاحظ أن عدد الشركات في سوق الكويت تأتي في المرتبة الأولى حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 216 شركة بنسبة 30,17% ثم تليها سوق السعودية المالي حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 150 شركة بنسبة قدرها 20,95% ثم تأتي سوق سلطنة عمان إذا بلغ عدد الشركات فيه 130 شركة بنسبة قدرها 18,16% وتليها سوقي أبو ظبي ودبي 67,62 شركة بنسبة 9,36%، 8,60% على التوالي، أما من ناحية القيمة السوقية نجد أن سوق الأوراق المالية السعودية هو الرائد فقد حقق ارتفاع منذ السنوات الماضية حيث قدرت نسبة مساهمته بـ 47,47% ثم تليها قطر بنسبة 17,59% في المرتبة الثانية من مجموع القيمة السوقية الإجمالية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي ومن ناحية عدد الأسهم نلاحظ احتل سوق الأسهم السعودي المرتبة الأولى بنسبة 84,48% من مجموع التداول على مستوى أسواق الأوراق المالية الخليجية، ومن ناحية عدد الأسهم المتداولة نلاحظ سوق أبو ظبي حيث بلغ عدد أسهمها 2823.7 مليون بنسبة 48,61% ثم تليها السعودية بنسبة 22,63% من مجموع عدد أسهم المتداولة على مستوى أسواق الأوراق المالية الخليجية أما مؤشر سوق الأوراق المالية تحتل سوق قطر مرتبة الأولى بنسبة 27,87% من مجموع عدد مؤشرات أسواق على مستوى الأسواق الخليجية لدول الخليجية.

الجدول رقم (05): تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2012.

مؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	66	77,647	1,455	3970.6	2630.9
دبي	57	49,523	2,216	7,309.6	1,622.5
البحرين	47	15,532	38.5	121.7	1,056.6
السعودية	158	373,365	83,367	11,048.8	6,801.2
سلطنة عمان	115	30,299.2	699.2	1,044.9	5,760.8
قطر	42	126,297	2,641.9	219.9	8,358.9
الكويت	219	79,262	3,417	12,065	5,934.3
المجموع	704	721,626	93,835	35,780.5	32,165.2

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2012، العدد 71.

يبين الجدول رقم (05) أعلاه تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2012 من خلال المقارنة بين الأسواق المالية الخليجية إذ نلاحظ أن عدد الشركات في سوق الكويت تأتي في المرتبة الأولى حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 219 شركة بنسبة قدرها 31,11% ثم تليها سوق السعودية في المرتبة الثانية إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 158 شركة بنسبة 22,44% ثم تأتي في المرتبة الثالثة سوق سلطنة عمان حيث عدد الشركات المدرجة فيها 115 شركة بنسبة 16,34% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق أسهم الخليجية، أما القيمة السوقية سوق السعودية المالي المرتبة الأولى بنسبة 49,65% من المجموع الفعلي للقيمة السوقية على مستوى أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2012، ثم تليها سوق قطر والكويت بنسبة 16,80%، 10,54% على التوالي ثم تأتي أبو ظبي ودبي كأخر ترتيب 10,33%، 6,59% أما من ناحية حجم التداول نلاحظ أن سوق السعودية تحتل المرتبة الأولى بنسبة 88,84% من مجموع التداول على مستوى أسواق الأوراق المالية الخليجية ومن ناحية عدد الأسهم المتداولة نلاحظ أن سوق الكويت الأوراق المالية إذ بلغ عدد أسهمها 12,065 مليون بنسبة 33,72% من مجموع عدد أسهم المتداولة على مستوى أسواق الأوراق المالية الخليجية، أما مؤشر سوق أوراق المالية تأتي قطر هي أولى بنسبة 25,99% من مجموع مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية.

مؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	66	109,645	7,726	17,044.7	4920.3
دبي	55	70,686	14,162	40,746.1	3,369.8
البحرين	47	18,469	125.8	440.2	1,248.9
السعودية	163	467,341	78,532	10,993.0	8,535.6
سلطنة عمان	131	36,766.6	1,556.1	1,735.1	6,834.6
قطر	42	152,589	5,692.3	599.9	10,379.6
الكويت	210	108,352	5,984.3	17,507.7	7549.5
المجموع	714	963849	113779	455781.70	42838.3

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2013، العدد 75.

يوضح جدول رقم (06) أعلاه تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2013 من خلال مقارنة بين الأسواق المالية الخليجية إذ نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت في المرتبة الأولى إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 210 شركة بنسبة 29,41% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق أسهم الخليجية ثم تليها سوق السعودية حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 163 شركة بنسبة قدرها 18,35% ثم تأتي في المرتبة الثالثة سوق مسقط إذ بلغ عدد شركات مدرجة فيه 131 شركة بنسبة 18,35% من مجموع نسب عدد الشركات المدرجة لأسواق الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2013. أما بالنسبة للقيمة السوقية نلاحظ من الجدول أن سوق السعودية المالي إذ بلغت نسبة مساهمته 84,49% من المجموع الفعلي للقيمة السوقية الإجمالية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 15,83%، أما من ناحية حجم التداول لقد مثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي نسبة 69,02% من مجموع أحجام التداول في أسواق الخليجية، ومثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي 12,05%، في الترتيب الثالث أتت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة بنسبة 5% ثم أتت قيمة التداول في الكويت 2,26%، من ناحية عدد الأسهم نلاحظ من الجدول أن عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي بلغ 40,746.4 مليون سهم بنسبة 89,40% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق الخليجية ونلاحظ أن سوقي الكويت وأبو ظبي يمثلان نسبة 3,84%، 3,74% على التوالي، أما مؤشر سوق الأوراق المالية يمثل سوق قطر بنسبة 24,23% من مجموع مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية.

الجدول رقم (07) : تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2014.

المؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	65	113,740	5,713	10646.8	4528.9
دبي	58	87,832	17,970	28,376.25	3774.0
البحرين	47	22,088	91.7	117.5	1,426.6
السعودية	166	482,896	130,679	15,631.5	8,333.3
سلطنة عمان	131	37,830.5	1,445.1	1,620.4	6,343.2
قطر	42	185,814	12,658.0	880.6	12,285.8
الكويت	216	100,334.2	5,00.6	12,798.7	6535.7
المجموع	725	1030535	168557	70071.8	43227.5

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، لسنة 2014، العدد 79.

يوضح الجدول رقم (07) تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2014 من خلال المقارنة بين الأسواق المالية الخليجية إذ نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت في المرتبة الأولى بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 216 شركة بنسبة 29,79 من إجمالي عدد الشركات المدرجة لأسواق المالية الخليجية، ثم تليها السعودية إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 166 شركة بنسبة 22,90% ثم تأتي في المرتبة الثالثة سوق مسقط حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 131 شركة بنسبة 18,07% وكأخر ترتيب تأتي سوق دبي وأبو ظبي حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 65 شركة، 58 حيث بلغت نسبتهما 8,97%، 8% من مجموع النسب عدد الشركات المدرجة لأسواق الخليجية لربع الرابع لسنة 2014، أما بالنسبة للقيمة السوقية نلاحظ أن سوق السعودية بلغت نسبة مساهمتها بنسبة 46,86% من مجموع نسب القيمة السوقية على مستوى أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، ثم تليها سوق قطر إذ بلغت نسبة مساهمتها 18,03% وأتى سوقي أبو ظبي والكويت نسبة مساهمتها 11,04%، 9,94% على التوالي أما من ناحية حجم التداول لقد مثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق السعودية المالي بنسبة 77,30% من مجموع أحجام التداول في أسواق الخليجية، ومثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي بنسبة قدرها 10,63%، أما في المرتبة الثالثة تأتي سوق قطر بنسبة 7,49% وتليها سوق أبو ظبي 3,38% وفي آخر ترتيب تأتي مساهمة سوق مسقط بنسبة 0,85%، ومن ناحية عدد الأسهم نلاحظ من الجدول أن عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي بلغ 28376.26 سهم بنسبة 40,50% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق الخليجية وتليها السعودية بنسبة 22,31%، في المرتبة الثالثة سوق الكويت بنسبة 18,27% من مجموع نسب قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق الخليجية.

الجدول رقم (08) : تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الثالث لسنة 2015

المؤشرات الأسواق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليون (دولار)	حجم التداول مليون (دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	مؤشر السوق للأوراق المالية
أبو ظبي	68	115,588	3,803	7913,3	4502,8
دبي	59	94,983	7,865	18,006,02	3593,3
البحرين	46	19,920	83,5	132,1	1,275,9
السعودية	171	444,498	74,685	11,139	7,404,1
سلطنة عمان	131	38,403,0	814,5	1,515,8	6,555,3
قطر	42	166,187	4,318,5	358,0	11,465,2
الكويت	216	89,536,2	2,56,5	8,358,5	5726,0
المجموع	733	969115	91570	47422.72	40522.6

المصدر: من إعداد الطالبان بناء على البيانات المتفرقة لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، لسنة 2015، العدد 82.

يبين جدول رقم (08) أعلاه تحليل أداء الأسواق المالية الخليجية خلال الربع الرابع لسنة 2015 من خلال المقارنة بين الأسواق المالية الخليجية يتضح وجود تباين بين هذه فمن ناحية عدد الشركات نلاحظ أن سوق الكويت يأتي في المرتبة الأولى حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 216 شركة مثلت نسبة قدرها 29.47% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق الخليجية ثم تليها سوق السعودية في المرتبة الثانية إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 171 شركة بنسبة قدرها 23.33% ثم تأتي سوق سلطنة عمان إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 131 شركة بنسبة قدرها 17.78% من نسب عدد الشركات المدرجة لأسواق الخليجية خلال الربع الثالث لسنة 2015 ومن ناحية القيمة السوقية نجد أن سوق السعودية لأوراق المالية تحتل المرتبة الأولى حيث بلغت نسبة مساهمتها 45.87% من مجموع الفعلي لنسب القيمة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي، ثم تليها سوقي قطر وأبو ظبي حيث بلغت نسبت مساهمتها 17.15%، 11.93% على التوالي.

أما بالنسبة لحجم التداول نلاحظ من الجدول أعلاه أن سوق السعودية بلغت نسبة تداول الأسهم فيه ب 81.33% من مجموع أحجام التداول في أسواق الخليجية، ثم تليها سوق دبي بنسبة 8.5% وتأتي سوق الدوحة في المرتبة الثالثة بنسبة 4.70% وتليها سوق أبو ظبي بنسبة 4.14% أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة نلاحظ أن سوق دبي بلغ عدد الأسهم 18006.02 مليون سهم بنسبة 37.97% من مجموع عدد

الأسهم المتداولة على مستوى أسواق الخليجية ثم تليها السعودية بنسبة 23,49% وتأتي في المرتبة الثالثة الكويت بنسبة 17,63 % وتحتل المرتبة الرابعة سوق أبو ظبي بنسبة 16,69% من مجموع نسب عدد الأسهم المتداولة على مستوى أسواق الخليجية لربع الثالث لسنة 2015.

من خلال تحليل الجداول الثمانية أعلاه الموضحة لأداء أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية خلال الفترة من 2008 إلى غاية 2015 نستنتج أن:

1: تطور إجمالي رأسمال الأسواق المالية الخليجية منذ عام 1994، وانصب تحليلنا على تحليل تطور مؤشرات

التداول في هذه الأسواق للفترة (2008-2015) لقد اتسمت القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية في أسواق دول مجلس التعاون الخليج العربية بالاتجاه المتصاعد بسرعة خلال هذه الفترة، وتعتبر هذه الفترة مرحلة نمو متسارع لنشاط الأسواق متأثرة بزيادة الطلب على تداول الأسهم، توضح الجداول أعلاه تطور القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في أسواق دول مجلس التعاون الخليج العربية للفترة (2008-2015) ومن خلال التحليل السابق نلاحظ أن القيمة السوقية لأسواق الأسهم الخليجية شهدت تذبذباً خلال الفترة (2009-2012) وذلك يعود إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية إلا أنه بحلول سنة 2013 بدأت الأسواق تتعافى، حيث شهدت معظم الأسواق ارتفاعاً في قيمتها السوقية .

2: من خلال تحليل الجداول أعلاه يتبين مدى تركيز التداول أو اتساع سوق الأوراق المالية من حيث عدد أسهم الشركات التي يمكن تداولها و تبين الجداول أعلاه (01-08) عدد الشركات المدرجة في أسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليج العربية خلال الفترة (2008-2015)، حيث ارتفع عدد الإجمالي لشركات المدرجة من 476 شركة عام 2008 إلى غاية 733 شركة قبل نهاية عام 2015 .

3: تبين الجداول (01-08) أعلاه مدى التطور الذي طرأ على أحجام التداول في أسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليجية، حيث ارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة من 57,126 مليار دولار عام 2008 إلى 71570 مليار دولار عام 2015.

4: تظهر الجداول رقم (01-08) مدى تطور في حجم التداول في أسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليجية معبرا عنه بعدد الأسهم المتداولة وذلك من خلال الفترة (2008-2015)، توضح ثلاث الجداول الأخيرة

(2013 - 2015) أن مجموع عدد الأسهم المتداولة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي ارتفع من 113779 مليون سهم عام 2013 إلى 47422.72 عام 2015 أي أن عدد الأسهم المتداولة في هذه الفترة تتزايد أكثر.

2- أهمية تطوير الأسواق تحضيراً لإصدار العملة الموحدة :

فالحاجة لتطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون يجب أن تأتي إذا في إطار الجهود المطلوبة لإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني الخليجي ككل، عن طريق إحداث الاستقرار الاقتصادي والتنمية المستدامة. وكلما زادت مستويات الاستقرار ومعدلات التنمية في الاقتصاد الخليجي، كلما تحققت ظروفًا أفضل لإصدار النقد ولأن تتخذ القيادات السياسية القرار السياسي بهذا الشأن. وفي هذا السياق العام تبدو العلاقة بين مستوى تطور الأسواق المالية والتحضير لإصدار العملة الخليجية الموحدة علاقة هامة جدا وان كانت غير مباشرة ويمكن تحديد عدد من أوجه العلاقة المباشرة والخاصة بين الحاجة لتطوير الأسواق والاستعداد لإصدار العملة وذلك على النحو التالي: وجود سوق مالية متطورة سيعزز من قدرة البنوك المركزية الخليجية على إدارة السياسة النقدية من خلال الاستخدام لعمليات السوق المفتوحة كأحد أهم الأدوات غير المباشرة للتحكم بعرض النقد، وبالتالي المحافظة على استقرار سعر صرف العملة الخليجية الموحدة.

*وجود أسواق مالية متطورة سيعزز من فرص اقتصاديات الدول الخليجية على جذب الاستثمارات الأجنبية، وهذا بدوره سيراكم الاحتياطي النقدي بالعملات الأجنبية في خزائن البنوك المركزية الخليجية مما يعزز من قدرة هذا البنوك على المحافظة على استقرار سعر صرف هذه العملة.¹

*وجود سوق مالية متطورة سيرفع من قدرة الاقتصاديات الخليجية على امتصاص التأثيرات المحتملة لأية أزمات أو تصدعات محلية أو خارجية. فنتائج الأزمات الدولية على الاقتصاديات المحلية كانت تتباين درجة حدتها مع مستوى التطور والكفاءة في أسواقها المالية والمصرفية. فالاستخلاص النهائية من الأزمة المالية الأخيرة في دول العالم تشير إلى ضعف هياكل أنظمة هذه الدول المالية كأحد أهم مسببات الأزمة المالية والنتائج السلبية المترتبة عليها. وعلى ضوء توجهات الانفتاح والتكامل التي تشهدها الأسواق المالية العالمية حاليا في إطار ما أصبح يعرف بالعملة الاقتصادية، فإن هذه المهمة بحاجة لأسواق مالية متطورة تزداد إلحاحا.

قبل الوصول إلى الإصدار الفعلي للعملة الخليجية الموحدة يجب إنجاز جملة من الترتيبات الاقتصادية والقانونية ومما لا شك فيه بأن من بين هذه الترتيبات ما يتعلق بتطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

¹ كمال أبو عمشة، مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

المطلب الثاني: اتفاقيات الربط بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.

توجد عدة اتفاقيات ربط أبرمت بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون العربية ومن أهمها مايلي:

1- اتفاقية الربط المشترك بين سوق مسقط للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية

قبل قيام السوق الخليجية المشتركة دول مجلس التعاون الخليج العربية قامت بإبرام اتفاقيات في مجال الربط بين الأسواق المالية حيث أبرمت سوق مسقط للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية في 26 فيفري 2005 م اتفاقية للربط الإلكتروني بين السوقين.¹

وقد تم تدشين خط الربط المشترك بين السوقين في 27 ديسمبر 2005 م. هذا ويعتبر رئيس مجلس إدارة سوق مسقط للأوراق المالية أن هذا الربط يعد انجازا لعدة اعتبارات منها:²

- يمثل هذا الربط نواة للتعاون العملي بين أسواق مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الذي يمكن أن يتبع كأسلوب وحل عملي للوصول إلى الهدف الأسمى بإنشاء نظام لربط الأسواق الخليجية بنظام ألي؛
- يضيف هذا الاتفاق لبنة إلى الإنجازات الاقتصادية التي نراها تتحقق في إطار السعي المتواصل لدول المجلس لدمج اقتصادياتها، ابتداء بالاتفاقية الاقتصادية الموحدة ومرورا بالاتحاد الجمركي والسوق الخليجية وصولا إلى العملة الخليجية الواحدة عام 2010 م؛

- سيزيد الربط بين السوقين من عمقهما، ويعزز السيولة فيهما، ويخلق آلية لتحقيق التوازن في مستويات الأسعار ويحد من تذبذبا بشكل منطقي؛

- يتيح للوسيط المرخص في أي من السوقين الدخول إلى نظام التداول للسوق الأخرى، وإنجاز المعاملة وكأنه يتعامل في سوقه، غير أن تحقيق هذا الغرض يحتاج إلى تنسيق التشريعات المنظمة لأسواق المال في كل من الدولتين، وتوحيد الإجراءات، وتكييف أنظمة التداول والاتصال بما يمكن من الاتصال المباشر بين أنظمة السوقين، إلى جانب توفير نظام مناسب للتقاص والتسوية بين السوقين.

وكما سبق الإشارة فإنه، قد تم ربط السوقين عن طريق خط إلكتروني، وبذلك يستطيع الوسيط في سوق أبو ظبي، وبعد عقد اتفاقية مع وسيط مقابل له في سوق مسقط، إدخال أوامر البيع والشراء مباشرة في نظام التداول في سوق مسقط والعكس صحيح، حيث يستطيع الوسيط في سوق مسقط للأوراق المالية إدخال أوامر البيع والشراء مباشرة في نظام التداول الإلكتروني في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وبهذا تنظم العلاقة بينهما وتحدد حقوق والتزامات كل طرف، وعليه فإن الوسيط في سوق أبو ظبي يتحمل مسؤولية تسوية الصفقات المنفذة في سوق أبو ظبي من قبل الوسيط المتفق معه في سوق مسقط والعكس صحيح، وبالتالي فإن علاقة كل سوق تكون

¹ الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 29، أبريل 2005 م، ص 01.

² الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 32، جانفي 2006 م، ص 19.

مع الوسيط المرخص لديه ويتحمل هذا الوسيط كافة المسؤوليات، ويخضع لآليات والتزامات التسوية والتقص المعمول بها في السوق من حيث تقديم الضمانات اللازمة ودفع المستحقات ضمن فترات التسوية المعمول بها.¹ وما تجدر الإشارة إليه أن الباب مفتوح لانضمام أي سوق خليجية إلى عملية الربط المشترك .

2-اتفاقية الربط بين البحرين وعمان والكويت:

وقعت البحرين والكويت اتفاقاً ثنائياً بإنشاء نظام تسويات مشترك لتيسير المعاملات وخفض تكاليف الاستثمار، يماثل الاتفاق الذي وقعته الكويت مع لبنان ومصر، وتتنهج الأسواق المالية العربية التي توجد بها قيود على مشاركة المستثمرين الأجانب صوب زيادة الانفتاح وعلى سبيل المثال، فإن بعض البلدان الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي (البحرين وعمان والكويت) في سبيلها إلى إزالة القيود على أسهم رأس المال التي يمتلكها مواطنو دول المجلس وبالتالي 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 بها . واجتمع رؤساء هذه الأسواق في مارس 2000 م لمناقشة طرق توحيد التشريعات وأطر الشركات وترتيبات التسوية والإيداع والتحويلات فيما بين بلدان المجلس هذا وقد تم تشكيل لجنة رؤساء الهيئات والأسواق المالية بمجلس التعاون الخليجي عام 2004 م بهدف إيجاد آلية للتنسيق بين دول المجلس للعمل على توحيد السياسات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية فيما يخص التسجيل والإدراج المشترك والإصدارات والاكتتابات الأولية، وضوابط التداول في الأسواق، وعمليات التسوية والمقاصة؛²

- تنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية؛

- تنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوقين؛

- تشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين؛

في أفريل من عام 2001 م، بدأت الأسواق المالية في كل من سلطنة عمان، والكويت ومملكة البحرين بتنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها؛³

كما تم خلال الربع الثاني من هذا العام الاتفاق بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة ومكاتب 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، وتجدر الإشارة إلى أن هناك اتفاقيات تعاون مشترك بين الأسواق في الكويت والبحرين وعمان.⁴

¹ الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 29، ص 31 .

² اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الاستعراض السنوي للتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدول العربية لعام 2007 م، أسواق الأوراق ، نيويورك، 2004 م، ص60.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002 م، ص120.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2003 م، ص16.

المطلب الثالث: المكاسب الاقتصادية لسوق الخليجية المشتركة في مجال تكامل الأسواق المالية

إن تاريخ إطلاق السوق الخليجية المشتركة في الفاتح جانفي 2008 يمثل منطلق هام نحو تحقيق المواطنة الاقتصادية بين دول مجلس التعاون الخليج العربية والغاية منها توحيد المعاملة بين أعضاء المجلس الطبيعيين والاعتباريين في جميع المجالات ونركز في هاته الدراسة على توحيد المعاملة في مجال الأسواق المالية حيث يمكن لمواطني المجلس الطبيعيين والاعتباريين الاستثمار والتداول في جميع الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية بكل يسر وسهولة ودون تفريق أو تمييز في المعاملة وفي هذا المقطع من الدراسة سيتم توضيح مايلي :

* عدد شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها في دول مجلس التعاون الخليج العربية.

* عدد المساهمين في الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها بالدول الأعضاء الأخرى.

الجدول رقم (09): عدد شركات المساهمة المسموح تداول أسهمها في دول مجلس التعاون الخليج العربية.

المصدر: الأمانة العامة لمجلس التعاون، حقائق وأرقام، العدد السابع، قطاع شؤون المعلومات، إدارة الإحصاء، ديسمبر 2014، ص 83.

	الإمارات	البحرين	السعودية	سلطنة عمان	قطر	الكويت	المجموع
2008	83	45	127	134	42	219	650
2009	85	44	134	120	44	223	650
2010	85	48	146	126	43	210	658
2011	79	45	150	107	41	219	651
2012	80	43	158	108	42	214	645
2013	79	44	163	116	42	215	659

يلاحظ من خلال الإحصائيات الواردة في الجدول رقم (09) أعلاه أن عدد الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس في ارتفاع خلال السنوات المدرجة في الجدول فسجلت دول مجلس التعاون الخليج العربية تزايدا في هذه الشركات لتصل إلى 659 شركة مساهمة لعام 2013 فحلت دولة الكويت المرتبة الأولى حيث بلغ عدد شركات المساهمة المسموح تداول أسهما 215 ثم تليها في المرتبة الثانية المملكة العربية السعودية ب 163 شركة مساهمة وفي المرتبة الثالثة عمان ثم تليها على التوالي الإمارات 79 البحرين 44 قطر 42 وهذا ما يؤكد أهمية الدور الذي لعبته السوق الخليجية المشتركة في الرفع من قيم التداولات بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.

الجدول رقم (10): عدد المساهمين في الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها بالدول الأعضاء الأخرى

المصدر: الأمانة العامة لمجلس التعاون، حقائق وأرقام، العدد السابع، قطاع شؤون المعلومات، إدارة الإحصاء، ديسمبر 2014، ص 87.

تظهر الإحصائيات الواردة في الجدول أعلاه أن عدد المساهمين في الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها بالدول الأعضاء الأخرى وتبين من خلال الجدول لسنة 2013 أن الإمارات العربية المتحدة حصلت على المرتبة

	الإمارات	البحرين	السعودية	سلطنة عمان	قطر	الكويت	المجموع
2008	275583	26664	4244	13804	230502	214	551011
2009	276805	26876	4492	13607	221719	957	544456
2010	208316	27162	4633	13088	211034	872	465105
2011	212020	27264	4774	13632	197226	1098	456014
2012	126684	27330	4988	15474	190886	1398	366760
2013	51118	27440	5149	13758	190886	1603	289954

الأولى من حيث استقطاب المساهمين من دول مجلس التعاون الخليج العربية وبلغ عدد المساهمين 1953292 مساهما بنسبة مئوية باغت 46% من إجمالي عدد المساهمين ثم حصلت دولة قطر على المرتبة الثانية حيث بلغ عدد المساهمين فيها 1919887 مساهما بنسبة مئوية قدرها 45 % ثم تليها دولة قطر وبلغ عدد المساهمين فيها 216712 مساهما وجاءت كل من سلطنة عمان والمملكة العربية السعودية ودولة الكويت على التوالي 100974 و 36003 و 7076 مساهما.

من خلال الإحصائيات المدرجة في الجدولين (09) و(10) أعلاه نستخلص أن أداء الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية في تزايد مستمر من تاريخ قيام السوق الخليجية المشتركة سنة 2008 فيلاحظ من خلال الإحصائيات الواردة في الجدول رقم (09) أعلاه أن عدد الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس في ارتفاع خلال السنوات المدرجة كما أن الجدول رقم (10) عدد المساهمين في الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها بالدول الأعضاء الأخرى في ارتفاع وهذا ما يؤكد الدور الإيجابي الذي لعبته السوق الخليجية المشتركة على أداء الأسواق المالية الخليجية.

المطلب الرابع: مساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية

في ظل هذه المعطيات والانجازات التي حققتها دول المجلس في كافة المجالات منذ انطلاقه في عام 1981 م ، ولا سيما في المجال الاقتصادي بداية من قيام منطقة التجارة الحرة وانطلاق الاتحاد الجمركي وإعلان السوق

الخليجية المشتركة والسير قدماً في الاتحاد النقدي وقيام المجلس النقدي والبدء في تنفيذ مهامه تمهيداً لقيام البنك المركزي وإطلاق العملة الموحدة، فقد برزت أهمية تكامل الأسواق المالية بدول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها وذلك نظراً للأهمية القصوى لهذه المواضيع والتي نصت عليها الاتفاقية الاقتصادية بدول مجلس التعاون لتفعيل السوق الخليجية المشتركة وتعظيم الاستفادة منها، وأكد عليها المجلس الأعلى في دورته الثلاثين (الكويت - ديسمبر 2009م) بتكليف اللجان الوزارية المعنية بوضع الآليات اللازمة لتفعيل المادة 5 من الاتفاقية الاقتصادية التي تنص على تكامل الأسواق المالية في دول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها وذلك بهدف تنمية الاستثمارات المحلية والبيئية والخارجية في دول المجلس، وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والاستقرار.

والمالحق رقم 01 يوضح بنود الاتفاقية الاقتصادية الموحدة المتضمنة للمادة (05) وسعيًا لتحقيق هذا التكامل بما يتفق مع متطلبات السوق الخليجية المشتركة ويُمكن مواطني دول المجلس الطبيعيين والاعتباريين من الاستثمار والتداول في جميع الأسواق المالية بدول المجلس بيسر وسهولة، دون تفريق أو تمييز في المعاملة، ولإتاحة الفرصة لهذه الأسواق لتحقيق مزيد من التطور وتقديم منتجات جديدة وتطوير أسواق الصكوك والسندات التي لها دور هام في تعزيز مسيرة النمو الاقتصادي بدول المجلس فقد اعتمد المجلس الأعلى في دورته الثانية والثلاثين (ديسمبر 2011 م) القواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم، السندات والصكوك، وحدات صناديق الاستثمار) بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية¹.

وفي عام 2012 م توصلت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس إلى بعض القواعد الموحدة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بدول المجلس واعتماد المجلس الأعلى لها في دورته الثالثة والثلاثين (ديسمبر 2012 م) حيث قرر اعتماد قواعد الإفصاح الموحدة للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج².

وفي عام 2013 م توصلت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس إلى بعض القواعد الموحدة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بدول المجلس واعتماد المجلس الأعلى لها في دورته الرابعة والثلاثين (ديسمبر 2013 م) ، حيث قرر اعتماد القواعد الموحدة للإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية³.

وفيما يلي سيتم شرح كل قاعدة موحدة على حدا.

¹ الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014، ص03.

² الأمانة العامة، قواعد الإفصاح الموحدة (الاسترشادية) للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، 2014، الرياض، ص03.

³ الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014، ص03.

1- القواعد الموحدة الاسترشادية لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية:

وتشتمل القواعد الموحدة لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون على (22) مادة تغطي نطاق التطبيق هذه القواعد، شروط الطرح، مستندات الطرح، تعيين أطراف عملية الطرح، مهام وكيل حملة السندات / الصكوك، مهام ومسؤوليات أمين العهدة، تقديم مستند الطرح، الموافقة على مستند الطرح، التعهد بالتغطية، إجراءات وشروط الطرح، مهام ومسؤوليات المستشار المالي / مدير الطرح، دور الجهة الرقابية الأخرى، مستند الطرح التكميلي، مستند الطرح والإعلان، نشر المعلومات، تعديل موعد استحقاق السندات الصكوك، اجتماع حملة السندات / الصكوك، مستند الطرح، مسؤوليات والتزامات الشركة، النفاذ. هذا وستعمل الدول الأعضاء بهذه القواعد بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية. آملين أن تحقق القواعد الموحدة لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول المجلس الهدف المرجو من إقرارها.¹

والملاحق رقم (02) يوضح نموذج طلب أسهم والملاحق رقم (03) يوضح نموذج موحد لطلب إدراج سندات في الأسواق المالية الخليجية.

2 - القواعد الموحدة الاسترشادية لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية:

وتشتمل القواعد الموحدة لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون على (61) مادة تغطي، أنواع الصناديق، رأسمال الصندوق، متطلبات تأسيس الصندوق، العلاقة بين مدير الصندوق وحملة الوحدات. تعديل مستند الطرح والشروط والأحكام، إعلانات الصندوق، تشكيل مجلس إدارة الصندوق، مسؤوليات أعضاء مجلس، إدارة الصندوق، تضارب المصالح، عضوية صناديق الاستثمار في مجالس إدارة الشركات، التقييم والاشتراك والاسترداد، الأتعاب والمصاريف المسموح بها، مصاريف التوزيع، سجل حملة الوحدات، القيود على الصندوق، قيود الاستثمار، الصناديق المتخصصة، صندوق أسواق النقد، الصندوق القابض، الإجراءات المتبعة عند مخالفة قيود الاستثمار، القوائم المالية، التقارير الدورية لحملة الوحدات، المعلومات الدورية للجمهور، مقدمو الخدمات، مدير الصندوق، الحافظ الأمين. مراقب الحسابات الخارجي، صلاحية الجهة الرقابية في طلب المعلومات، إنهاء الصندوق، دور الجهة الرقابية الأخرى، إلغاء طرح الصندوق، سريان القواعد.

¹ الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014، ص03.

هذا وستعمل الدول الأعضاء بهذه القواعد بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية. آملين أن تحقق القواعد الموحدة لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول المجلس الهدف المرجو من إقرارها.¹

والملاحق رقم (04) يوضح نموذج موحد لطلب إدراج وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية الخليجية.

3- قواعد الإفصاح الموحدة الاسترشادية للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية:

وتتمثل في القواعد التالية:

الأحكام العامة : وتتضمن التعريفات / نطاق التطبيق / تعيين ممثل للشركة لتزويد الجهة الرقابية بالمستندات اللازمة وتحديد لغة الإعلانات و الإشهارات.

كيفية الإفصاح عن المعلومات المالية : إجراءات تقديم المعلومات المالية/ القوائم المالية السنوية/ الفترة الزمنية لحظر تعاملات أعضاء الإدارة وكبار التنفيذيين.

شرح عملية الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة: وهنا توضيح لكيفية تقديم تقرير مجلس الإدارة /ومحتويات تقرير مجلس الإدارة.

التزامات الإفصاح المستمرة: وهي عبارة عن القرارات والتوصيات الصادرة عن مجلس الإدارة و القرارات المتعلقة باجتماع الجمعية العامة للاستثناء من شروط الإفصاح.

وكذلك شرح لكيفية الإفصاح المتعلق بملكية الأوراق المالية وتحديد العقوبات والجزاءات /النفاذ.²

4- القواعد الموحدة الاسترشادية لإشراف والرقابة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية:

وتشتمل القواعد الموحدة للإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول المجلس على (6) أبواب هي:

1- الأحكام العامة.

2- منع الاحتيال والتلاعب في السوق.

¹ الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014، ص 04.

² الأمانة العامة، قواعد الإفصاح الموحدة (الاسترشادية) للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014، ص 11-32.

3- البيانات غير الصحيحة أو المضللة.

4- التزامات الشخص المرخص والشخص المسجل.

5- التعاون في مجال الإشراف والرقابة.

6- العقوبات و النفاذ.

هذا وستعمل الدول الأعضاء بهذه القواعد بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية. آملين أن تحقق القواعد الموحدة للإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول المجلس الهدف المرجو من إقرارها.¹

¹ الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014، ص4.

خلاصة:

من خلال دراسة هذا الفصل الذي بعنوان الأسواق المالية الخليجية في إطار التكامل الاقتصادي تم الوقوف على أهم المحطات التي مرت بها الأسواق المالية الخليجية منذ نشأتها كما تم عرض أهم الصعوبات التي تعترض الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية .

و هذه الصعوبات يجب الوقوف عليها ماليا من قبل الأطراف ذات العلاقة بالسوق بهدف تصويب الممكن من هذا القصور كما تم توضيح كيفية التغلب على هذا الخلل، وتم تحليل أداء الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية خلال الفترة (2008-2015) وتبين من خلال التحليل أن الأسواق المالية الخليجية حققت نقلة نوعية في مستويات أدائها خلال هذه الفترة ، كما أنه من خلال هذا الفصل تم تبيان أهم المكاسب الاقتصادية التي حققتها السوق الخليجية المشتركة في مجال تكامل الأسواق المالية حيث يعتبر تاريخ قيام السوق الخليجية المشتركة منطلقا هام نحو تحقيق المواطنة الخليجية، واتضح من خلال التحليل أن الأسواق المالية الخليجية حققت ارتفاع في عدد شركات المساهمة المسوح تداول أسهمها وعدد المساهمين في شركات المساهمة المسوح تداول أسهمها في الدول الأعضاء ، ويدل الانتعاش في مستوى أداء الأسواق المالية الخليجية على تحقيق الحرية في انتقال رؤوس الأموال بين دول المجلس دون قيود ودون تميز في المعاملة وفي الأخير تم توضيح مساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية وتمثلت هذه المساعي في توحيد قواعد الإدراج(الأسهم ،الصكوك ،وحدات صناديق الاستثمار) وتوحيد القواعد المتعلقة بالإفصاح والرقابة على التداول والإفصاح المالي .

الخاتمة العامة

دول مجلس التعاون الخليج العربية قطعت شوطا كبيرا ، في خضم التحولات الحاصلة في الاقتصاد العالمي، في إصلاح وتحرير قطاعها المصرفي، وشهدت جهودا حثيثة لتطوير أسواق أوراقها المالية وجعلها أكثر حداثة ومنافسة للأسواق الإقليمية من خلال تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية والمؤسسية بغرض تعزيز ثقة المستثمر طالب الاستثمار بها .وانعكس ذلك في تحسن مؤشرات الكمية والنوعية وزيادة الوعي الاستثماري والارتقاء بها والاندماج اقتصاديا وماليا من خلال السعي لإقامة التكامل النقدي وإصدار العملة الخليجية الموحدة، والتفكير جديا في إقامة سوق مالية موحدة. ودول مجلس التعاون الخليج العربية من خلال إقامة السوق الخليجية المشتركة سنة 2008 تسعى جاهدة من أجل تحقيق المواطنة الخليجية وحقق العديد من المكاسب بهذا الشأن غير أن هذه الجهود في كثير من الأحيان لم تصل إلى نهايتها بسبب وجود مجموعة من المعوقات والعقبات التي تحول دون ايلاء أسواق الأوراق المالية الخليجية مكانتها ودورها الارتكازي في عملية التنمية الاقتصادية.

ومن خلال التطرق لموضوع واقع تكامل الأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية استخلاصنا أن:

- سوق الأوراق المالية تحقق وظيفة أساسية والمتمثلة في تمويل الأنشطة الاقتصادية على المدى البعيد، وهي تتضمن مجموعة من الأسواق الفرعية المتكاملة كل منها ذات أهداف ومهام معينة وتعد السوق الأولية من أهم مكونات سوق الأوراق المالية فائدة للاقتصاد الحقيقي لإمدادها المباشر بالاحتياجات المالية ومساهمتها في رفع الوتيرة الإنتاجية، في حين تعد سوق التداول سوقا مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية .

- كما تعتبر أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية حديثة النشأة نسبيا غير أنها تعد من أهم أسواق الدول العربية والنامية نشاطا باحتلالها مراتب متقدمة في تصنيف الوكالات المتخصصة بتقييم نشاط أسواقها المالية وهذا يوحي باهتمام بالغ توليه السلطات الحكومية الخليجية لتطوير أسواقها المالية من الناحية التشريعية والتنظيمية والفنية .

ودول مجلس التعاون الخليج العربية قبل وصولها إلى الإصدار الفعلي للعملة الخليجية الموحدة يجب عليها القيام بجملة من الترتيبات الاقتصادية والقانونية ومن أهم هذه الترتيبات مايتعلق بتكامل أسواق أوراقها المالية وإن وجود سوق مالية خليجية متكاملة سيعزز من فرص دول مجلس التعاون الخليج العربية على جذب الاستثمارات الأجنبية

اختبار الفرضيات:

- الفرضية الأولى "من بين متطلبات تكامل الأسواق المالية الخليجية توحيد السياسات المتعلقة بالأسواق المالية" هذه الفرضية صحيحة، ومن خلال تفعيل بنود الاتفاقية الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليج العربية اتضح لنا

الخاتمة العامة

تأكيد دول مجلس التعاون الخليج العربية على ضرورة إلغاء كل أساليب التمييز في المعاملة في مجال الاستثمار في الأسواق المالية ، وتبسيط السياسات والقوانين التي من شأنها أن تعيق حركات التداول بين أسواق دول المجلس.

- الفرضية الثانية "دول مجلس التعاون الخليج العربية تسعى جاهدة من أجل توحيد قواعد الإدراج في مابين أسواقها المالية" هذه الفرضية صحيحة وأثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية ويعتبر توحيد قواعد الإدراج من أهم مساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية خلال سنة 2014 .

ومن خلال تحليل الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

من خلال تحليل الجداول الموضحة لأداء أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية خلال الفترة من 2008 إلى غاية 2015 نستنتج أن:

شهد نشاط الأسواق المالية الخليجية نقلة نوعية خلال هذه الفترة سواء من ناحية عدد الأسهم المتداولة أو عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الخليجي و في القيمة السوقية وهنا يتضح لنا الدور الفعال لسوق الخليجية المشتركة ومدى تأثيره على نشاط الأسواق المالية وتحسين مستوى أدائها وهذا ما يؤكد سير دول مجلس التعاون الخليج العربية قدما نحو تكامل الأسواق المالية .

وعلى ضوء النتائج المتحصل عليها أعلاه يمكن إدراج التوصيات الآتية:

التوصيات:

- لا بد من معالجة المعوقات التي تعيق نشاط الأسواق المالية لدول التكتل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية.
- كما لا بد من العمل على تنويع وتوسيع القاعدة الاستثمارية في دول مجلس التعاون الخليج العربية ، لغرض تشجيع المستثمرين على التعامل في هذه الأسواق.

آفاق البحث:

- انعكاسات الاتحاد النقدي الخليجي على أداء الأسواق المالية الخليجية (نظرة إستشرافية)

قائمة المراجع

***الكتب باللغة العربية:**

- 01- أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعتر لنشر والتوزيع ، 2010، عمان.
- 02- إيهاب ،اقتصاديات كفاءة البورصة،دار النهضة العربية،2000.
- 03- السيد علي عبد المنعم ، العيسي نزار سعد الدين ،النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ،الأردن،2003.
- 04- الربيعي حاكم محسن ، وآخرون،المشتقات المالية،دار البيازوري للنشر والتوزيع،عمان الأردن،ط1، 2011.
- 05- الزرري عبد النافع عبد الله ،غازي توفيق فرح،الأسواق المالية،دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن،2000.
- 06- جون وليامسون، مفهوم وصور وأهداف التكامل النقدي، في التكامل النقدي العربي :المبررات - المشاكل - الوسائل، مركز الدراسات الوحدة العربية،الطبعة الثالثة ،بيروت ،1986
- 07- حسين عبد المطلب الأسراج ،باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية والصناعة المصرية ،دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي ،منزل 1386،ميتا راضي -بناها القلوبية-مصر،بدون سنة نشر.
- 08- عبد المنعم السيد،الوحدة لنقدية العربية ،مركز الدراسات الوحدة العربية،لبنان،1986،
- 09- رمضان الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة المال والصناعة ،العدد18، 2000.
- 10- رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جمهورية مصر العربية ،2010.
- 11- سمير عبد الحميد رضوان، المنشقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 12- صافي وليد، البكري أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1،2012 .
- 13- قصير عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية(البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع ،سوريا، ط1، 2006.
- 14- مُجد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة السودان المفتوحة، 2013.
- 15- مغاوري شلبي،اليورو، الآثار المتوقعة على اقتصاد البلدان العربية والعالم، مكتبة الزهراء الشرق، القاهرة، الطبعة الأولى،2000.

***الكتب باللغة الفرنسية**

01-B.Jacquillat, B.Solnik, **Marchés financier: gestion de portefeuille et des risques.** France: Dunod. 2^{eme} éd, 1990.

02-P. Conso, **La Question financière de l'entreprise**. France: Dunod, 7^{ème} éd, tome 2, 1989.

03-Robert Mundell, **Athory of optimum currency Areas**, American economic Review vol51.

*الرسائل والأطروحات:

01- بوشول السعيد، واقع تكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية وأفاقه، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص تجارة دولية، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009.

02- سعد وني مُجّد، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة دكتوراه، في علوم اقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي الجزائر، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2015.

03- صفوف عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة الأسواق رأس مال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، كلية حقوق، جامعة الكويت.

04- غربي ناصر صلاح الدين، دراسة إمكانية إقامة منطقة نقد مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي من خلال تماثل الصدمات، أطروحة الدكتوراه، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير وعلوم التجارية، تخصص نقود مالية وبنوك.

05- مرغيث عبد الحميد، الإتحاد النقدي الأوربي —أصوله —أدائه—ومشكلاته، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُجّد الصديق بن يحي جيجل الجزائر.

*الدوريات والمجلات:

01- الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 29، أبريل 2005 م.

02- الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، مجلة سوق المال، العدد 32، جانفي 2006 م.

03- رمضان الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة المال والصناعة، عدد 18، 2000.

04- مُجّد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، 2011.

*التقارير:

- 01- الأمانة العامة لمجلس التعاون، حقائق وأرقام، العدد السابع، قطاع شؤون المعلومات، إدارة الإحصاء، ديسمبر 2014.
- 02- الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014.
- 03- الأمانة العامة، قواعد الإفصاح الموحدة (الاسترشادية) للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014.
- 04- الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014.
- 05- الأمانة العامة، القواعد الموحدة (الاسترشادية) لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، 2014.
- 06- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الاستعراض السنوي للتطورات في مجال العملة والتكامل الإقليمي في الدول العربية لعام 2007 م.
- 07- صندوق النقد العربي، أداء الأسواق الأوراق مالية العربية، النشرة الفصلية لربع الرابع، لسنة 2008، العدد 56.
- 08- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 56.
- 09- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63.
- 10- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2011، العدد 27.
- 11- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2012، العدد 71.
- 12- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2013، العدد 75.
- 13- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2014، العدد 79.
- 14- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، لربع الرابع لسنة 2015، العدد 82.
- 15- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002 م.
- 16- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2003 م.

***المواقع الإلكترونية:**

- 01- سوق الأوراق المالية السعودية** <http://www.tadawul.com.sa>
- 02- سوق الأوراق المالية دبي** <http://www.dfm.ae/default.aspx>
- 03- سوق الأوراق المالية أبو ظبي** <http://www.adx.ae/Arabic/pages/default>
- 04- سوق الأوراق المالية للبحرين** <http://www.bahrain.bourse.net>
- 05- سوق الأوراق المالية بمسقط** <http://www.msm.com>
- 06- سوق الأوراق المالية بقطر** <http://www.qe.com.qa>
- 07- سوق الأوراق المالية بالكويت** <http://www.kowaitse.com>
- 08- هشام إبراهيم الأوراق المالية أنواعها، مزاياها، مخاطرها** www.iinvest.org-eg

الملاحق

الملحق رقم (01): الاتفاقية الاقتصادية الموحدة

في ظل المعطيات والإنجازات التي حققتها دول المجلس في كافة المجالات ولا سيما في المجال الاقتصادي بداية من قيام منطقة التجارة الحرة في عام 1983م ، ثم انطلاق الاتحاد الجمركي في بداية 2003م ، وإعلان السوق الخليجية المشتركة اعتباراً من يناير 2008م ، والسير قدماً في الاتحاد النقدي ودخول اتفاقية الاتحاد النقدي حيز النفاذ في 27 فبراير 2010م ، وقيام المجلس النقدي ، وبدء تنفيذ مهامه ، تمهيداً لقيام البنك المركزي وإطلاق العملة الموحدة ، برزت أهمية تكامل الأسواق ، التي نصت عليها الاتفاقية الاقتصادية لدول مجلس التعاون . وهذا ما أكد عليه المجلس الأعلى في دورته الثلاثين (الكويت ، ديسمبر 2009) "بتكليف اللجان الوزارية المعنية ، كل فيما يخصه ، بوضع الآليات اللازمة لتفعيل المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بشأن تعزيز بيئة الاستثمار بين دول المجلس ، والمادة (12) الخاصة بتشجيع إقامة المشاريع المشتركة وزيادة الاستثمارات البينية التي تسهم في تحقيق التكامل بين دول المجلس في جميع المجالات ، واقتراح الحلول المناسبة لتذليل المعوقات التي تعترضها".

وسعيًا لتحقيق التكامل في الأسواق المالية بما يتفق مع متطلبات السوق الخليجية المشتركة ويُمكن مواطني دول المجلس الطبيعيين والاعتباريين من الاستثمار والتداول في جميع الأسواق المالية بدول المجلس بيسر وسهولة ، ودون تفريق أو تمييز في المعاملة ويتيح لهذه الأسواق تحقيق مزيد من التطور وتقديم منتجات جديدة وتطوير أسواق الصكوك والسندات التي لها دور هام في تعزيز مسيرة النمو الاقتصادي بدول المجلس ، وتنفيذاً لقرار المجلس الأعلى المشار إليه ، وبناء على اقتراح من معالي الأمين العام لمجلس التعاون ، وتوصية من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس المنعقدة في مارس 2010م بتشكيل لجنة وزارية دائمة من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس ترفع توصياتها للمجلس الوزاري ، قرر المجلس الوزاري في دورته (115 ، مايو 2010) تشكيل لجنة وزارية دائمة من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس ترفع توصياتها للمجلس الوزاري ، يكون من مهامها واختصاصاتها ما يلي:

- توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية سعيًا لتكاملها ، تنفيذاً للفقرة (3) من المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بين دول مجلس التعاون ، وما صدر ويصدر من قرارات من المجلس الأعلى بهذا الشأن.

- تحقيق متطلبات السوق الخليجية المشتركة وما نصت عليه المادة (3) من الاتفاقية والتي تنص على أن "يعامل مواطنو دول المجلس الطبيعيون والاعتباريون في أي دولة من الدول الأعضاء نفس معاملة

مواطنيها دون تفريق أو تمييز في كافة المجالات الاقتصادية" ، بما في ذلك تداول الأسهم وتأسيس الشركات.

وفي ضوء ما أوكل من لها من مهام واختصاصات شكلت اللجنة الوزارية لجنة عالية المستوى من رؤساء هيئات الأسواق المالية (أو من يعادلهم) لاقتراح الآليات اللازمة لتنفيذ تلك المهام ، واقتراح خطة عمل اللجنة الوزارية ضمن برنامج زمني لتحقيق التكامل بين الأسواق المالية بدول المجلس . وشرعت اللجنة في تنفيذ مهامها ، حيث قررت في اجتماعها الأول (يونيه 2010م) تشكيل ست فرق عمل ، هي :

(1) فريق عمل الإدراج والإفصاح والحوكمة .

(2) فريق عمل الإصدارات الأولية والاكتتابات في الأسواق المالية.

(3) فريق عمل الربط والتقاص .

(4) فريق عمل الأدوات المالية .

(5) فريق عمل الإشراف والرقابة على الأسواق المالية.

(6) فريق عمل مؤسسات السوق المالية.

على أن تعمل هذه الفرق على دراسة الموضوعات المتعلقة بمهام واختصاصات اللجنة الوزارية ورفع توصياتها إلى لجنة رؤساء هيئات الأسواق المالية (أو من يعادلهم) تمهيداً لإقرارها والتوصية بشأنها للجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية.

وقد توصلت اللجنة الوزارية للأسواق المالية في اجتماعها الثاني (دبي ، 16 يونيه 2011م) إلى قواعد

موحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم ، والسندات والصكوك ، ووحدات صناديق الاستثمار) في

الأسواق المالية بدول المجلس ، وأوصت للمجلس الوزاري برفعها للمجلس الأعلى لاعتمادها والعمل بها

بصفة استرشادية ، على أن تقوم الدول الأعضاء برفع تقارير دورية كل ستة أشهر ، عن تطبيقها

ومقترحاتها لتحسين وتطوير هذه القواعد ، تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية . وفي الدورة الثانية

والثلاثين للمجلس الأعلى (الرياض ، ديسمبر 2011م) اعتمد المجلس الأعلى هذه القواعد ، حيث

قرر :

(أ) اعتماد القواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس وهي:

• القواعد الموحدة لإدراج الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

• القواعد الموحدة لإدراج السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

• القواعد الموحدة لإدراج وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

(ب) العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية في عام 2012م ، توصلت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس إلى عدد من القواعد والمبادئ الموحدة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بدول المجلس والتي اعتمدها مقام المجلس الأعلى في دورته الثالثة والثلاثين (البحرين ، ديسمبر 2012م) ، حيث قرر ما يلي:

1. اعتماد القواعد الموحدة لطرح الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، والعمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.
 2. اعتماد قواعد الإفصاح الموحدة للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، والعمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.
 3. اعتماد المبادئ الموحدة لحوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، والعمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.
- وفي عام 2013 ، توصلت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس إلى عدد من القواعد والمبادئ الموحدة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بدول المجلس ، التي اعتمدها المجلس الأعلى في دورته الرابعة والثلاثين (الكويت ، ديسمبر 2013) بصفة استرشادية لمدة سنتين ، تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية . وهي :

1. مشروع القواعد الموحدة لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.
 2. مشروع القواعد الموحدة للإشراف والرقابة على التداول في الأسواق المالية بدول المجلس.
 3. مشروع القواعد الموحدة لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول المجلس.
- كما اعتمد المجلس الأعلى ما أوصت به اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس باستمرار العمل بالقواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية ، الأسهم والسندات والصكوك ، بدول المجلس بصفة استرشادية لمدة سنة واحدة إضافية تمهيداً لمراجعتها والعم لبها بصفة ملزمة ، وأيضاً الاستمرار في تطبيق القواعد الموحدة لإدراج وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بشكل استرشادي لمدة سنتين إضافيتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.

(ج) المشاركة في اللجنة المالية لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

أنشئت اللجنة المالية لمكافحة غسل الأموال (فاتف) بموجب قرار من قمة باريس لمجموعة الدول السبع الكبرى ، التي عقدت في شهر يوليو 1989م ، بهدف وضع الأسس والقواعد اللازمة لمكافحة غسل الأموال . وشارك في هذه القمة إلى جانب الدول السبع دول صناعية أخرى غير أعضاء في المجموعة . وأعدت اللجنة في أبريل 1990م تقريراً تضمن أربعين توصية بالأساليب والأنظمة والوسائل العملية

لمكافحة غسل الأموال تم اعتمادها من الدول الأعضاء وبدأ تنفيذها.

وفي قمة هيوستن لدول مجموعة السبع الكبرى ، التي عقدت في شهر يوليو 1990م ، قررت الدول الأعضاء في اللجنة المالية توسعة عضويتها لتشمل جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ، والدول التي تمثل مراكز مالية عالمية ، والمنظمات الإقليمية التي تضم في عضويتها دولاً تمثل مراكز مالية مؤثرة ومنها مجلس التعاون لدول الخليج العربية . وكان هدف توسعة عضوية اللجنة هو زيادة قبول توصيات اللجنة الأربعين على المستوى الدولي والالتزام بتنفيذ ما جاء فيها من قبل أكبر عدد من الدول.

وبناءً على ذلك ، شارك ممثل عن الأمانة العامة لمجلس التعاون في اجتماع اللجنة الذي عقد في باريس ، خلال الفترة من 17 - 19 ديسمبر 1990م . وفي الاجتماع الثلاثين للجنة التعاون المالي والاقتصادي ، نوفمبر 1991م ، قررت اللجنة الموافقة على أن تمثل الأمانة العامة مجلس التعاون في جميع اجتماعات اللجنة المالية لمكافحة غسل الأموال . ومنذ ذلك الحين حرصت الأمانة العامة على المشاركة في اجتماعات اللجنة المالية لمتابعة المصالح المشتركة لدول المجلس ، وإعداد تقارير عن القضايا التي تبحث في إطار اللجنة وفرق العمل التابعة لها.

واعتباراً من عام 2002م ، تعددت اجتماعات اللجنة وتوسعت مهامها . فنتيجة لأحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001م ، اتفقت الدول الأعضاء في اللجنة المالية لمكافحة غسل الأموال على توسيع مهامها لتشمل مكافحة تمويل الإرهاب ، وأصدرت اللجنة تسع توصيات خاصة بذلك أضيفت إلى التوصيات الأربعين السابقة . كما أن اللجنة المالية أضافت إلى مهامها في السنتين الأخيرتين موضوع مكافحة تمويل انتشار أسلحة الدمار الشامل ، وموضوع مكافحة الفساد.

وقد اعتمدت اللجنة في فبراير 2012 التوصيات المعدلة التي جرى مراجعتها في اجتماعات فرق العمل خلال عامين ونصف ، بحيث تم دمج التوصيات التسع الخاصة بمكافحة تمويل الإرهاب ضمن التوصيات الأربعين ، وتم إضافة توصيات جديدة حول مكافحة تمويل انتشار أسلحة الدمار الشامل ، واعتماد مبدأ تقييم المخاطر ، كما تم تعديل بعض التوصيات السابقة وإعادة صياغتها لتستجيب للمخاطر الجديدة وجرى دمج التوصيات ببعضها.

والمهمة الأساسية للجنة المالية هي إجراء عملية تقييم مشترك لجميع الدول الأعضاء وغير الأعضاء بهدف التحقق من التزامها بالمعايير الدولية والتوصيات الصادرة عن اللجنة المالية لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب . وقد خضعت دول مجلس التعاون للمرة الأولى لعمليات التقييم المشترك خلال الفترة من 2001 - 2004م في الجولة الثانية لعمليات التقييم المشترك التي أجرتها اللجنة المالية.

وفي عام 2004م أنشئت لجنة إقليمية لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا هي مجموعة العمل المالي

لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مينافاتف) ، وهي إحدى ثمان لجان إقليمية على مستوى العالم تقوم بدور مشابه ومساند للجنة المالية فيما يتعلق بالتزام دول المنطقة بتوصيات اللجنة المالية والمعايير الدولية لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب . وتستضيف مملكة البحرين مقر سكرتارية هذه المجموعة ، ودول المجلس الست أعضاء مؤسسين فيها ، بينما تتمتع الأمانة العامة بصفة عضو مراقب في المجموعة . وقد لعبت الأمانة العامة دوراً رئيساً في إنشاء المجموعة . وفي الجولة الثالثة لعمليات التقييم المشترك تم تقييم دول المجلس كعملية مشتركة بين اللجنة المالية ومجموعة العمل المالي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا .

من جانب آخر ، فإن أربعاً من دول مجلس التعاون ، هي الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين والمملكة العربية السعودية ودولة قطر ، أعضاء في مجموعة إيجمونت لوحدات المعلومات ، التحريات المالية ، وهي المنظمة الدولية المشكّلة من هذه الوحدات المعنية بتلقي وتحليل وتوزيع البلاغات الخاصة بقضايا غسل الأموال وتمويل الإرهاب . ومن المؤمل أن تنضم كل من سلطنة عُمان ودولة الكويت إلى مجموعة إيجمونت في المستقبل القريب . وتشارك الأمانة العامة في الاجتماع السنوي العام لمجموعة إيجمونت اعتباراً من الاجتماع العام السابع عشر الذي عقد في دولة قطر عام 2009م . وفي إطار التحضير لاجتماعات اللجنة المالية وبهدف تحقيق الأهداف المرجوة من مشاركة مجلس التعاون ، تقوم الأمانة العامة بتزويد الدول الأعضاء من خلال اللجان الوطنية لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب بكافة الوثائق المتعلقة بالاجتماع . والتنسيق معها قبل وأثناء الاجتماعات لطرح وجهة نظر مجلس التعاون في القضايا المطروحة وحماية مصالحها . وتصدر الإشارة إلى أن اللجنة المالية تعقد ثلاثة اجتماعات عامة رئيسية في العام ، ويسبق كل اجتماع عام اجتماعات لفرق العمل المختلفة ، إضافة إلى عقد بعض الاجتماعات الاستثنائية إذا دعت الحاجة لذلك .

يعد تكامل الأسواق المالية بدول المجلس من أهم الموضوعات التي تناولتها الاتفاقية الاقتصادية بدول مجلس التعاون وأكد عليها المجلس الأعلى في دورته الثلاثين (الكويت - ديسمبر 2009م) بتكليف اللجان الوزارية المعنية بوضع الآليات اللازمة لتفعيل المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية التي تنص على "تكامل الأسواق المالية في دول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها" وذلك "بهدف تنمية الاستثمارات المحلية والبيئية والخارجية في دول المجلس، وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والاستقرار .

وسعيًا لتحقيق هذا التكامل بما يتفق مع متطلبات السوق الخليجية المشتركة ويُمكن مواطني دول المجلس الطبيعيين

والاعتباريين من الاستثمار والتداول في جميع الأسواق المالية بدول المجلس بيسر وسهولة، دون تفریق أو تمييز في المعاملة ، ولإتاحة الفرصة لهذه الأسواق لتحقيق مزيد من التطور وتقديم منتجات جديدة وتطوير أسواق الصكوك والسندات التي لها دور هام في تعزيز مسيرة النمو الاقتصادي بدول المجلس، شكلت لجنة وزارية من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس (اللجنة الوزارية للأسواق المالية) في مايو 2010م يكون من مهامها واختصاصاتها ما يلي :

- توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية سعياً لتكاملها ، تنفيذاً للفقرة (3) من المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بين دول مجلس التعاون ، وما صدر ويصدر من قرارات من المجلس الأعلى بهذا الشأن.
- تحقيق متطلبات السوق الخليجية المشتركة وما نصت عليه المادة (3) من الاتفاقية والتي تنص على أن " يعامل مواطنو دول المجلس الطبيعيون والاعتباريون في أي دولة من الدول الأعضاء نفس معاملة مواطنيها دون تفریق أو تمييز في كافة المجالات الاقتصادية "، بما في ذلك تداول الأسهم وتأسيس الشركات.

وقد توصلت اللجنة الوزارية للأسواق المالية في اجتماعها الثاني (دبي، 16 يونيو 2011م) إلى قواعد موحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم ، والسندات والصكوك، ووحدات صناديق الاستثمار) في الأسواق المالية بدول المجلس وأوصت برفعها للمجلس الأعلى للعمل بها بصفة استرشادية ، على أن تقوم الدول الأعضاء برفع تقارير دورية (كل ستة أشهر) ، عن تطبيقها ومقترحاتها لتحسين وتطوير هذه القواعد، تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.

وفي الدورة الثانية والثلاثين للمجلس الأعلى (19-20 ديسمبر 2011م) اعتمد المجلس الأعلى هذه القواعد ، حيث قرر :

- أولاً : اعتماد القواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس وهي :
- القواعد الموحدة لإدراج الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية .
 - القواعد الموحدة لإدراج السندات والصكوك 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 تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.
- هذا وتجدر الإشارة بأن اللجنة الوزارية تعمل على استكمال توحيد الأنظمة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية ، وقد

توصلت اللجان التابعة لها لمشروع قواعد موحدة لطرح الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس ، ومشروع قواعد الإفصاح الموحدة للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس . وسترفع هذه المشاريع إلى اللجنة الوزارية للموافقة عليها والتوصية بشأنها للمجلس الأعلى .

التعاون المالي والاقتصادي

تنفيذاً لتوجيهات قادة دول المجلس ، سعت لجنة التعاون المالي والاقتصادي التي أنيط بها متابعة تنفيذ الاتفاقية الاقتصادية بكل جهد ومثابرة على تحقيق طموحات وتطلعات قادة دول المجلس وشعوبهم إلى واقع عملي ملموس ، وقد تمثل هذا في العديد من القرارات التي أقرها المجلس الأعلى في كافة المجالات : الاقتصادية ، الصناعية ، التجارية ، المواصلات ، والمواضيع المتعلقة بالتعاون الكهربائي وفي مجالات التنمية البشرية والتخطيط.

الملحق رقم (02): نموذج طلب إدراج أسهم

ملحق (1) : نموذج طلب إدراج أسهم

بيانات عامة عن الشركة			
نوع الطلب		☐ إدراج شركة محلية. ☐ إدراج شركة خليجية.	
اسم الشركة			
الشكل القانوني للشركة			
رقم التسجيل لدى الهيئة (خاص بالشركات المحلية فقط)			
جنسية الشركة			
القطاع			
تاريخ التأسيس ومكانه			
السنة المالية		تنتهي في/...../.....	
الغرض الرئيسي			
رقم الرخصة التجارية			
رقم السجل التجاري			
المقر الرئيسي		المدينة	
		ص.ب	
		الهاتف	
		الفاكس	
		البريد الإلكتروني	
		الموقع الإلكتروني	
		مسئول الاتصال	
أسماء الأسواق المدرجة فيها أسهم الشركة			
نسبة صافي موجودات الشركة إلى رأس المال لآخر سنتين ماليتين		السنة	النسبة
		السنة	النسبة
نسبة صافي الربح القابل للتوزيع على المساهمين إلى رأس المال لآخر سنتين ماليتين		السنة	النسبة
		السنة	النسبة
إقرار وتمهيد		يكون مجلس إدارة الشركة مسؤولاً مسؤولية كاملة عن اكتمال وصحة كافة المعلومات والمستندات المقدمة لكل من الجهة الرقابية والسوق، ولا يُعتبر إطلاع الجهة الرقابية أو السوق على هذه المعلومات والمستندات أو اعتمادها في نشراتها بمثابة إقرار منهما بصحة محتوياتها أو إقرار منهما بقانونية التصرفات التي يجريها أي شخص بناءً عليها.	
توقيع رئيس مجلس إدارة الشركة			

الملحق رقم (03): نموذج طلب إدراج السندات أو الصكوك

ملحق (١) : نموذج طلب إدراج السندات أو الصكوك

بيانات عامة عن المصدر			
☐ إدراج سندات / صكوك لجهة مصدرة محلية. ☐ إدراج سندات / صكوك لجهة مصدرة خليجية.		نوع الطلب	
ص.ب	العنوان:	المصدر	
الهاتف			
الفاكس			
البريد الإلكتروني			
الموقع الإلكتروني			
		رقم الرخصة التجارية إذا كانت شركة	
		العنوان:	الحافظ الأمين
		العنوان:	وكيل السداد
		العنوان:	وكيل حملة السندات / الصكوك
		العنوان:	جهة الضمان
		العنوان:	اسم الجهة الرقابية في بلد الإصدار
أسماء الأسواق المدرجة فيها سندات / صكوك المصدر			
القيمة الإسمية للإصدار وطبيعة وتفاصيل وأعداد السندات/ الصكوك المراد إدراجها :			
تفاصيل عملة الإصدار			
تفاصيل السندات / الصكوك المراد إدراجها:			
الفائدة	نوع السند أو الصك (مضمون أو غير مضمون)	تاريخ الاستحقاق	القيمة الإسمية للسند/ الصك
يكون مجلس إدارة الشركة أو الممثل القانوني للمصدر (إذا لم تكن شركة) مسؤولاً مسؤولية كاملة عن اكتمال وصحة كافة المعلومات والمستندات المقدمة لكل من الجهة الرقابية والسوق، ولا يُعتبر إطلاع الجهة الرقابية أو السوق على هذه المعلومات والمستندات أو اعتمادها في نشراتها بمثابة إقرار منهما بصحة محتوياتها أو إقرار منهما بقانونية التصرفات التي يجريها أي شخص بناءً عليها، ويتعهد بالتزامه بالقوانين واللوائح والأنظمة الصادرة عن الجهة الرقابية والأسواق .			إقرار وتعهد
			توقيع رئيس مجلس إدارة الشركة أو الممثل القانوني للمصدر (إذا لم يكن شركة).

الملحق رقم (04): نموذج طلب إدراج وحدات الصندوق
ملحق (١) : نموذج طلب إدراج وحدات الصندوق

بيانات عامة عن صندوق الاستثمار		
نوع الطلب		☐ إدراج وحدات صندوق محلية. ☐ إدراج وحدات صندوق خليجية.
طبيعة صندوق الاستثمار		☐ مغلق ☐ مفتوح
مدة الصندوق		☐ محدد ☐ غير محدد
العنوان:	مؤسس الصندوق	الرخصة التجارية
		ص.ب
		الهاتف
		الفاكس
		البريد الإلكتروني
		الموقع الإلكتروني
العنوان:	مدير الاستثمار	الرخصة التجارية
		ص.ب
		الهاتف
		الفاكس
		البريد الإلكتروني
		الموقع الإلكتروني
العنوان:	شركة خدمات الإدارة	الرخصة التجارية
		ص.ب
		الهاتف
		الفاكس
		البريد الإلكتروني
		الموقع الإلكتروني
العنوان:	الحافظ الأمين	الرخصة التجارية
		ص.ب
		الهاتف
		الفاكس
		البريد الإلكتروني
		الموقع الإلكتروني

الفهرس العام

الصفحة	الموضوع
IV	*الإهداء
V	*الشكر
VI	*ملخص
VIII	*قائمة المحتويات
X	*قائمة الجداول
XII	*قائمة الأشكال البيانية
XIV	*قائمة الملاحق
أ-و	*المقدمة العامة
01	*الفصل الأول: الإطار النظري للإتحاد النقدي والأسواق المالية
01	*تمهيد
02	المبحث الأول: الإتحاد النقدي مفاهيم ومرتكزات
03	المطلب الأول: التكامل النقدي أو الوحدة النقدية
03	1- مفهوم التكامل النقدي
04	2- أنواع التكامل النقدي
06	المطلب الثاني: أهداف التكامل النقدي
07	المطلب الثالث: العناصر المكونة للإتحاد النقدي وآثار الوحدة النقدية
07	1- العناصر المكونة للإتحاد النقدي
08	2- أثر الوحدة النقدية على المدفوعات الدولية
08	3- أثر الوحدة النقدية على عمل البنوك المركزية
10	المطلب الرابع: نظرية ومعايير المنطقة النقدية المثلى
10	1- مفهوم منطقة العملة المثلى
11	2- المعايير التقليدية لمنطقة العملة المثلى
14	3- المعايير الحديثة لمنطقة العملة المثلى

16	المبحث الثاني: الأسواق المالية مفاهيم أساسية.....
16	المطلب الأول: الأسواق المالية المفهوم والأهمية.....
16	1-تعريف الأسواق المالية.....
17	1-أهمية الأسواق المالية.....
17	المطلب الثاني: الأسواق المالية وظائف.....
19	المطلب الثالث: أنواع أسواق المالية
19	1- أجل الأدوات التي يتم التعامل بها.....
20	2- كيفية التعامل.....
20	3- صفة الإصدار.....
20	4- تنظيم التعامل.....
21	5-زمن تنفيذ الصفقة.....
22	المطلب الرابع: الأدوات المتداولة في السوق المالي
23	1- الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.....
24	2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.....
28	*خلاصة
29	*الفصل الثاني:الأسواق الخليجية في إطار التكامل الاقتصادي.....
30	*تمهيد.....
30	المبحث الأول: نظرة عامة عن الأسواق المالية الخليجية.....
31	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية
31	1- سوق الأسهم السعودية.....
32	2- سوق دبي المالي.....
33	3- سوق أبو ظبي للأوراق المالية.....
34	4- سوق البحرين للأوراق المالية.....
35	5- سوق مسقط للأوراق المالية.....
36	6- سوق الدوحة للأوراق المالية.....
37	7- سوق الكويت للأوراق المالية.....
38	المطلب الثاني: معوقات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.....

39	المطلب الثالث: كيفية التغلب على معوقات أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليج العربية.....
41	المبحث الثاني: جهود ومساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في تكامل الأسواق المالية.....
41	المطلب الأول: إنجازات التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية.....
41	1- أداء الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.....
51	2- أهمية تطوير الأسواق المالية تحضيراً لإصدار العملة الموحدة.....
52	المطلب الثاني: اتفاقية الربط بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليج العربية.....
54	المطلب الثالث: المكاسب الاقتصادية لسوق الخليجية المشتركة في مجال تكامل الأسواق المالية.....
56	المطلب الرابع: مساعي دول مجلس التعاون الخليج العربية في مجال تكامل الأسواق المالية.....
57	1- القواعد الموحدة الاسترشادية لإصدار السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليج العربية.....
57	2- القواعد الموحدة الاسترشادية لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليج العربية.....
58	3- قواعد الإفصاح الموحدة الاسترشادية للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.....
59	4- القواعد الموحدة الاسترشادية للإشراف والرقابة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليج العربية.....
60	* خلاصة.....
62	* الخاتمة العامة.....
65	* قائمة المراجع.....
70	* الملاحق.....
81	* الفهرس.....