

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة باجي مختار - عنابة

UNIVERSITÉ BADJI MOKHTAR-ANNABA
BADJI MOKHTAR UNIVERSITY –ANNABA

كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية
مخبر البحث للإبداع والتحليل الاقتصادي والمالي
قسم: العلوم المالية

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (LMD)

نحو بورصة مغربية موحدة في ظل التكامل المالي المغربي

الشعبة

مالية، محاسبة والتسويق في المؤسسة

لـ

مقراني هاجر

المؤسسة الجامعية	الرتبة	مدير أطروحة التخرج
جامعة عنابة	أستاذ التعليم العالي	ريحان الشريف
أمام أعضاء اللجنة		
جامعة عنابة	رئيساً	- شماس كمال
جامعة عنابة	مقرراً	- ريحان الشريف
جامعة قالمة	عضوا	- خروف منير
جامعة عنابة	عضوا	- لرباع الهادي
جامعة قالمة	عضوا	- مريم عديلة
جامعة عنابة	أستاذ محاضر -أ-	
جامعة عنابة	أستاذ التعليم العالي	
جامعة عنابة	أستاذ محاضر -أ-	
جامعة عنابة	أستاذ محاضر -أ-	
جامعة قالمة	أستاذة محاضرة -أ-	

السنة الجامعية: 2015 / 2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

التصريح

أنا الباحثة مقراني هاجر، أصرح بشرفي أن أطروحة الدكتوراه المعنونة كالتالي:

« نحو بورصة مغربية موحدة في ظل التكامل المالي المغربي »

والمقدمة لنيل شهادة دكتوراه هي عمل أكاديمي خاص وغير مقدم

لا جزء منه ولا كله لأي مؤسسة علمية أخرى بهدف

نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك.

الباحثة: مقراني هاجر

الإمضاء

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على إمكانية إقامة بورصة مغربية موحدة من خلال تحقيق التكامل بين البورصات المغربية (بورصة الدار البيضاء - بورصة تونس - بورصة الجزائر) ، وذلك لما ستوفره من المزايا للشركات والمستثمرين في كل أنحاء المغرب العربي. آخذين بعين الاعتبار، التجارب الناجحة في دمج البورصات خاصة تجربة الاتحاد الأوروبي الذي يمكن أن يدعم تعزيز التعاون بين بلدان المغرب العربي، بالاعتماد على خبرته الواسعة في تكامل البورصات وبالنظر لكونه أفضل شريك للمنطقة.

وبهدف تحقيق ذلك، صممت إستبانة مكونة من أربعة أجزاء، وزعت على كافة الموظفين والمستثمرين والوسطاء في البورصات الثلاث وأصحاب الاختصاص. وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن تفعيل التكامل بين البورصات المغربية من شأنه أن يسهل انسياب الأموال داخل المغرب العربي، ما يشجع على قيام استثمارات مغربية مشتركة تدعم التعاون بين الدول المغربية في مختلف المجالات.

الكلمات الدالة: أسواق مالية ، بورصة، أداء، تكامل البورصات، بورصة مغربية.

Résumé

Cette étude a pour objectif d'identifier la possibilité de l'intégration des bourses des valeurs maghrébines (Bourse de Casablanca - Bourse de Tunis – Bourse d'Alger) par la mise en place d'une bourse maghrébine commune. Celle-ci inclura beaucoup d'avantages pour les entreprises et les investisseurs du Maghreb. On a pris en considération le succès des expériences des autres bourses intégrées et surtout l'expérience de l'union européenne qui pourrait soutenir cette idée d'intégration et de partenariat, essentielle pour la région.

Pour atteindre ces objectifs, un questionnaire a été conçu en quatre parties. Il a été distribué à tous les employés, les investisseurs et les intermédiaires des trois bourses ainsi qu'à des professeurs de l'enseignement supérieur. La conclusion finale de notre étude est que l'idée de la Maghreb Bourse pourrait se concrétiser. Il facilitait sans aucun doute, la circulation des fonds au sein du Maghreb. Ce qui favorisera la mise en place des investissements maghrébins communs qui soutiennent la coopération entre les pays du Maghreb dans divers domaines.

Mots-clés : marché financier, Bourse des valeurs, performance, intégration des bourses, Maghreb bourse.

Abstract

This study aims to identify the possibility of the integration Maghreb stock exchanges (Casablanca Stock Exchange - Tunis Stock Exchange - Algeria Stock Exchange) by the establishment of a unified Maghreb Stock Exchange, and which will include a lot of advantages for companies and investors all over the Maghreb. Taking in to account, the successful experiences of other integrated stock exchange such as European Union experience, this could support this cooperation and provide a vital partner for the region.

In order for this study to fulfil its objective a four- part questionnaire was designed and handed or sent to: employees; investors; middlemen and professors of higher education. The final conclusion of our study is that should the Maghreb Stock Exchange idea be concretised it will no doubt facilitate the flow of funds within the Maghreb, which will encourage the companies of common Maghreb investments that supports cooperation between Maghreb countries in many fields.

Keywords: financial market, stock exchange, performance, integration of Stock exchanges, Maghreb stock exchanges.

شكر وتقدير

بتوفيق من الله عز وجل، تم إنجاز هذا العمل المتواضع،
واعترافاً مني بالفضل لأهله، أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذنا الدكتور
"ريحان الشريف" على مجمل نصائحه وتوجيهاته القيمة، فجزاه الله عنا
خير الجزاء.

كما لا أنسى أن أشكر السادة أعضاء لجنة المناقشة
لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل.
كما لا يفوتني أن أشكر كل من وقف معي ودعمني من بعيد
أو قريب على إتمام هذه الأطروحـــــة، بجهده ووقته ودعائه.

إهداء

أتقدم بهذا العمل هدية متواضعة إلى:

- روح جدتي الطاهرة "السيدة"؛
- الوالدين الكريمين؛
- الإخوة والأخوات؛
- الأصدقاء والأحباب؛
- كل من ربانا وعلمنا، فله الفضل والإحسان...

مقراني هاجر.

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1.1)	الوظائف الرئيسية للأسواق المالية	22
(2.1)	وظائف السوق المالي	23
(3.1)	تطوير السوق المالي	25
(4.1)	عناصر السوق المالي	29
(5.1)	أنواع الأسواق المالية	32
(6.1)	أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية	38
(7.1)	أنواع المشتقات المالية	45
(8.1)	كيفية التداول في البورصة	54
(9.1)	العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث	59
(1.2)	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	83
(2.2)	الهيكل التنظيمي لبورصة تونس	84
(3.2)	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	85
(4.2)	تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	113
(5.2)	تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	115
(6.2)	تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	117
(7.2)	تطور سعر صرف عملات الدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	119
(8.2)	صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	124
(9.2)	حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة 2005-2014	126
(10.2)	عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	128
(11.2)	القيمة السوقية في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	130
(12.2)	حجم التداول في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	132
(13.2)	عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	135
(14.2)	معدل الدوران في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	137
(15.2)	تطور مؤشر مازي وتنانديكس خلال الفترة 2002-2014	139
(1.3)	معوقات ومقومات تكامل البورصات المغاربية	197

204	الهيكل التنظيمي المقترح لبورصة مغربية موحدة	(1.4)
224	توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس	(2.4)
225	توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير العمر	(3.4)
226	توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير الدرجة العلمية	(4.4)
227	توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص	(5.4)
228	توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير المهنة	(6.4)
229	توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير الخبرة	(7.4)

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1.2)	أسواق بورصة الدار البيضاء	90
(2.2)	أسواق بورصة تونس	91
(3.2)	أسواق بورصة الجزائر	91
(4.2)	الشروط الأساسية للإدراج في بورصة الدار البيضاء	92
(5.2)	الشروط الإضافية للإدراج في بورصة الدار البيضاء	92
(6.2)	شروط الإدراج في سوق السندات ببورصة الدار البيضاء	93
(7.2)	الشروط الخاصة للإدراج في بورصة تونس	94
(8.2)	تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	112
(9.2)	تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	114
(10.2)	تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	116
(11.2)	تطور سعر صرف عملات الدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	118
(12.2)	صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2014	122
(13.2)	حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة 2005-2014	125
(14.2)	عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	127
(15.2)	القيمة السوقية في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	129
(16.2)	حجم التداول في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	131
(17.2)	عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	133
(18.2)	معدل الدوران في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2014	136
(19.2)	تطور مؤشر مازي وتنانديكس خلال الفترة 2002-2014	138
(1.3)	الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي	159
(1.4)	أسواق بورصة مغاربية موحدة.	207
(2.4)	مجريات يوم التداول في بورصة مغاربية موحدة	210
(3.4)	مقياس ليكارت الخماسي	217
(4.4)	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الأول والدرجة الكلية للمحور	218
(5.4)	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثاني والدرجة الكلية للمحور	219
(6.4)	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثالث والدرجة الكلية للمحور	220
(7.4)	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الرابع والدرجة الكلية للمحور	221

222	قيم معاملات الثبات (ألفا كورنباخ) لمجالات الدراسة	(8.4)
223	توزيع العينة حسب الخصائص الديمغرافية	(9.4)
224	توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس	(10.4)
225	توزيع أفراد العينة حسب متغير العمر	(11.4)
226	توزيع أفراد العينة حسب متغير الدرجة العلمية	(12.4)
227	توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص	(13.4)
228	توزيع أفراد العينة حسب متغير المهنة	(14.4)
229	توزيع أفراد العينة حسب متغير الخبرة	(15.4)
230	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الأول	(16.4)
232	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الثاني	(17.4)
234	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الثالث	(18.4)
236	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الرابع	(19.4)
238	قيم اختبار كولموجروف سميرونوف لمجالات الدراسة	(20.4)
240	نتائج اختبار الفرضية الأولى	(21.4)
241	نتائج اختبار الفرضية الثانية	(22.4)
242	نتائج اختبار الفرضية الثالثة	(23.4)
243	نتائج اختبار الفرضية الرابعة	(24.4)
244	اتجاهات عينة الدراسة نحو النموذجين الحالي والمقترح	(25.4)
245	نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الجنس)	(26.4)
246	نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير العمر)	(27.4)
247	نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الدرجة العلمية)	(28.4)
248	نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير التخصص)	(29.4)
249	نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير المهنة)	(30.4)
250	نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الخبرة)	(31.4)

قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر
EPIS	Electronic Price Information Computer.
TOPIC	Teletext out-put Of Price Information by Computer.
NYSE	New York Stock Exchange.
NASDAQ	National Association of securities Dealers Automated Quotation System.
IFC	International Finance Corporation.
WB	World Bank.
CVRM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.
COSOB	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.
BCE	Banque Centrale Européenne
BAD	Banque Africaine de développement.
IFR	Intégration Régionale Financière.
MILA	Marché Intégré Latino- Américain.
BRVM	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières.
UEMOA	L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.
UMA	L'union du Maghreb arabe.

جدول المحتويات

الصفحة	المكونات
أ	التصريح
ب	ملخص باللغة العربية
ت	ملخص باللغة الفرنسية
ث	ملخص باللغة الانجليزية
ج	الإهداء
ح	شكر وتقدير
خ	قائمة الأشكال
د	قائمة الجداول
ر	قائمة المختصرات
ز	جدول المحتويات
02	مقدمة
الفصل الأول: الأسس النظرية للتعامل في بورصة الأوراق المالية	
13	تمهيد
14	1. مفهوم الأسواق المالية
14	1.1. التعريف بالأسواق المالية وتطورها التاريخي
14	1.1.1. تعريف الأسواق المالية
16	2.1.1. نشأة وتطور الأسواق المالية
20	3.1.1. أهمية وأهداف الأسواق المالية
21	2.1. وظائف الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي
21	1.2.1. وظائف الأسواق المالية
23	2.2.1. دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي
25	3.2.1. كيف يتم تطوير سوق المال؟
26	3.1. التركيب البنوي للأسواق المالية
26	1.3.1. مقومات إنشاء الأسواق المالية
27	2.3.1. الأركان الرئيسية للأسواق المالية
29	3.3.1. أنواع الأسواق المالية
33	2. بورصات الأوراق المالية وإجراءات التداول فيها

33	1.2. مفهوم البورصة وعوامل نجاحها
33	1.1.2. تعريف بورصة الأوراق المالية
35	2.1.2. أنواع بورصات الأوراق المالية
36	3.1.2. عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية
37	2.2. الأوراق المالية محل التداول في بورصة الأوراق المالية
39	1.2.2. الأوراق المالية التقليدية
42	2.2.2. الأوراق المالية المشتقة
46	3.2.2. الصكوك الإسلامية
48	3.2. إجراءات التداول في بورصة الأوراق المالية
48	1.3.2. الوساطة المالية
50	2.3.2. الأوامر وأنظمة التسعير في بورصة الأوراق المالية
52	3.3.2. أنظمة المقاصة والتسوية في البورصات
55	3. بورصة الأوراق المالية: كفاءة، مؤشرات وأهم البورصات العالمية
55	1.3. كفاءة بورصة الأوراق المالية
55	1.1.3. تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية
57	2.1.3. السمات الأساسية لكفاءة بورصة الأوراق المالية
57	3.1.3. مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية
60	2.3. مؤشرات بورصات الأوراق المالية
60	1.2.3. دور مؤشرات بورصة الأوراق المالية
61	2.2.3. تركيبة مؤشرات بورصة الأوراق المالية
61	3.2.3. أساليب بناء مؤشرات الأوراق المالية
66	3.3. أهم البورصات العالمية
66	1.3.3. البورصات الأمريكية
68	2.3.3. البورصات الأوروبية
69	3.3.3. البورصات العربية
74	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية المغربية: تشخيص الواقع وتحليل الأداء
76	تمهيد
77	1. واقع بورصات الأوراق المالية المغربية
77	1.1. نشأة وتأسيس البورصات المغربية

77	1.1.1. نشأة البورصات المغربية
82	2.1.1. الهيكل التنظيمي للبورصات المغربية
86	3.1.1. الهيئات المنظمة للبورصات المغربية
90	2.1 تقسيمات أسواق البورصات المغربية
90	1.2.1. أسواق البورصات المغربية
92	2.2.1. الإدراج في البورصات المغربية
96	3.2.1. الأوراق المالية المتداولة في البورصات المغربية
100	3.1 إجراءات التداول في البورصات المغربية
100	1.3.1. أنظمة التداول، الأوامر، التسعير والمقاصة في البورصات المغربية
102	2.3.1. الوساطة المالية في البورصات المغربية
105	3.3.1. مؤشرات البورصات المغربية
108	2. الواقع الاقتصادي للدول المغربية
108	1.2. التحليل الاقتصادي لأثر العوامل الاقتصادية على أداء البورصات
108	1.2.2. علاقة المؤشرات الاقتصادية بأداء البورصات
110	2.1.2. الخصخصة ودورها في تنشيط بورصات الأوراق المالية
111	3.1.2. دور الاستثمار الأجنبي في تنشيط البورصات
111	2.2. أهم المؤشرات الاقتصادية للدول المغربية
112	1.2.2. الناتج المحلي الإجمالي
114	2.2.2. معدل الادخار
116	3.2.2. معدل التضخم
118	4.2.2. سعر الصرف
120	3.2. أساليب الخصخصة وواقع الاستثمار الأجنبي في الدول المغربية
120	1.3.2. أساليب الخصخصة في الدول المغربية
122	2.3.2. صافي التدفقات الاستثمارية الواردة
124	3.3.2. نسبة المستثمرين الأجانب في البورصات المغربية
127	3. أداء بورصات الأوراق المالية المغربية
127	1.3. مؤشرات حجم السوق
127	1.1.3. مؤشر عدد الشركات المدرجة
129	2.1.3. مؤشر القيمة السوقية
131	2.3. مؤشرات السيولة

131	1.2.3. حجم التداول
133	2.2.3. عدد الأسهم المتداولة
135	3.2.3. معدل الدوران (TOR) Taux de Rotation
138	3.3. مؤشر العام لأسعار الأسهم
140	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: تكامل البورصات المغربية في ظل التكامل المالي المغربي	
142	تمهيد
143	1. الإطار النظري لعملية التكامل بين بورصات الأوراق المالية
143	1.1. مفهوم التكامل المالي
143	1.1.1. تعريف التكامل المالي
144	2.1.1. قياس التكامل المالي
146	3.1.1. مراحل التكامل المالي
149	2.1. تكامل بورصات الأوراق المالية
150	1.2.1. تعريف عملية تكامل البورصات
152	2.2.1. المنافع الاقتصادية لعملية تكامل البورصات
154	3.2.1. العوامل التي ساعدت على تكامل البورصات
155	3.1. نماذج الربط وأساليب التكامل بين البورصات
155	1.3.1. نماذج الربط بين البورصات
157	2.3.1. أساليب التكامل بين البورصات
160	3.3.1. مقومات التكامل بين البورصات
162	2. تجارب الربط والتكامل بين بورصات الأوراق المالية
162	1.2. المنظمات الساعية لربط وتكامل البورصات
162	1.1.2. المنظمات الدولية
164	2.1.2. المنظمات الأوروبية والآسيوية
165	3.1.2. المنظمات الأمريكية والإفريقية
166	2.2. تجارب التكامل بين البورصات في العالم
167	1.2.2. التجربة الأوروبية لتكامل البورصات
170	2.2.2. التجربة الآسيوية لتكامل البورصات
171	3.2.2. تجربة أمريكا اللاتينية وإفريقيا في تكامل البورصات
172	3.2. التجربة العربية في الربط بين البورصات

172	1.3.2. الهيئات والمنظمات العربية
175	2.3.2. اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية
180	3.3.2. مشروع البورصة العربية الموحدة
184	3. استراتيجية لربط وتكامل البورصات المغربية
184	1.3. لمحة عن منطقة المغرب العربي
184	1.1.3. نشأة اتحاد المغرب العربي
186	2.1.3. الخصائص المشتركة لدول المغرب العربي
186	3.1.3. النظام المالي المغربي
187	2.3. مقومات، دوافع وعوائق التكامل المالي المغربي
187	1.2.3. مقومات التكامل المالي المغربي
188	2.2.3. دوافع التكامل المالي المغربي
190	3.2.3. معوقات التكامل المالي المغربي
191	3.3. مظاهر التكامل المالي في منطقة المغرب العربي
193	1.3.3. في مجال القطاع البنكي
194	2.3.3. في مجال البورصات
195	3.3.3. نحو بورصة مغربية موحدة
198	خلاصة الفصل الثالث
الفصل الرابع: بورصة مغربية موحدة	
200	تمهيد
201	1. النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة
201	1.1. الإطار التنظيمي لبورصة مغربية موحدة
201	1.1.1. نبذة تعريفية لبورصة مغربية موحدة
204	2.1.1. الهيكل التنظيمي لبورصة مغربية موحدة
204	3.1.1. الهيئات المنظمة لبورصة مغربية موحدة
207	2.1. تصنيفات وتقسيمات بورصة مغربية موحدة
207	1.2.1. أسواق بورصة مغربية موحدة
207	2.2.1. شروط الإدراج في بورصة مغربية موحدة
208	3.2.1. الأوراق المالية المتداولة في بورصة مغربية موحدة
208	3.1. إجراءات التداول، الوساطة ومؤشر لبورصة مغربية موحدة
208	1.3.1. إجراءات التداول في بورصة مغربية موحدة

212	2.3.1. الوساطة في بورصة مغربية موحدة
214	3.3.1. مؤشر Maghreb index
215	2. الإجراءات المنهجية للدراسة
215	1.2. منهج الدراسة ومصادر جمع البيانات
215	1.1.2. منهج الدراسة
215	2.1.2. مصادر جمع البيانات
215	3.1.2. مجتمع وعينة الدراسة
216	2.2. أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة
216	1.2.2. أداة الدراسة
217	2.2.2. الأساليب الإحصائية المستخدمة
218	3.2. صدق أداة الدراسة (الاستبيان)
218	1.3.2. الاتساق الداخلي
222	2.3.2. ثبات أداة الدراسة (الاستبيان)
223	3. تحليل البيانات واختبار الفرضيات
223	1.3. عينة الدراسة
230	2.3. عرض و تحليل النتائج
237	3.3. اختبار التوزيع الطبيعي (Kolmogorov-Smirnov)
238	4.3. اختبار الفرضيات
251	خلاصة الفصل الرابع
253	الخاتمة
259	قائمة المراجع
274	قائمة الملاحق

المقدمة العامة

تمهيد

استحوذت قضية إرساء أسس الأسواق المالية وتطويرها على اهتمام واسع من صانعي السياسات الاقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، وقد جاء ذلك بصورة رئيسية انعكاسا لما خلفته الأزمات المالية التي تعرضت لها العديد من الاقتصاديات، مما أبرز أهمية تطوير قطاع هيكل التمويل المحلي، والدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق مالية نشطة وكفوءة في هذا الصدد، ولذلك سعت الكثير من السلطات في العديد من الدول وخصوصا النامية إلى تبني استراتيجيات وبرامج عمل لتطوير بورصات الأوراق المالية على نحو خاص.

تمثل بورصات الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، وأصبحت الوجه الحقيقي لتلك الاقتصاديات من خلال دورها في حشد وتعبئة الموارد المالية، لذلك أضحت تلعب دورا مهما وحيويا في تمويل منشآت الأعمال ومختلف المشاريع الاقتصادية التي تتجزأها الدولة، مما جعلها أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق الرواج لقطاع المال والأعمال، ودعم الأمن والائتمان المالي داخل المجتمع، وبالتالي تحقيق النهوض الشامل والمتسارع في مختلف جوانب الحياة.

مغربيا، سعت الدول المغربية إلى اعتماد بورصات الأوراق المالية كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية من خلال توجيهها إلى تحرير اقتصادياتها، ولقد وظفت دول المغرب العربي على غرار دول العالم مجموعة من الإصلاحات القانونية والاقتصادية حول إعادة الهيكلة وتنظيم وعصرنة القطاع المالي. وتعتبر هذه الإصلاحات خطوة من أجل إقامة بورصات متطورة وللإجابة على متطلبات العصرنة والتكيف مع المقاييس الدولية. إلا أنها لم ترق بعد إلى المستوى المنشود الذي وصلت إليه البورصات العالمية ، ولم تحظ بنفس الاهتمام بسبب غياب التفكير الجاد في تطويرها، الشيء الذي أدى إلى ظهور فوارق في درجة تطورها.

نتيجة للتطورات الاقتصادية وحركات التكامل الاقتصادي المختلفة التي شهدتها العالم، وظهور الأهمية الاقتصادية للدور الذي تلعبه الأسواق المالية في اقتصاديات الدول، التي أدت إلى تكامل بورصات الأوراق

المالية على المستويين الإقليمي والدولي، شهدت السنوات الأخيرة عمليات دمج بورصات الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم، نظرا لأهميتها في تكوين تكتلات مالية قادرة على توفير السيولة وجذب الاستثمارات وتوفير الفرص للمستثمرين.

يعتبر التكامل المالي أحد الأركان الأساسية لهذه التكتلات، حيث أنه يمثل نمطا جديدا لتحقيق مستويات أعلى من الأداء المالي. فموضوع التكامل المالي بمختلف صوره ونماذجه أصبح يحتل مكانة كبيرة، وعلى وجه الخصوص تكامل البورصات الذي أصبح وسيلة فعالة للقضاء على الموارد المالية المعطلة والاكتناز غير المجدي، مما جعلها من أكثر الآليات مساهمة في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات، وبالتالي المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي والرفاه الاجتماعي.

وللارتقاء بأداء البورصات المغربية إلى مستوى يواكب النمو الاقتصادي، ولتشجيع التفاعل المغربي مع الاقتصاد العالمي بصورة أكثر أمانا وإيجابية يتعين الإسراع باتخاذ خطوات عملية للتكامل المغربي. وقد آن الآوان لتكريس مفهوم التكامل المالي في منطقة المغرب العربي وإقامة بورصة مغربية موحدة قادرة على منافسة البورصات الأخرى واجتذاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية ، التي ستكون الركيزة الأساسية لإطلاق الإمكانيات المغربية التي لا يمكن إظهارها على حقيقتها إلا بالتكامل وصولا لتحقيق أعلى درجات التكامل وهو الوحدة الاقتصادية، ما ينعكس إيجابيا على اقتصاديات الدول الصغرى والتنمية فيها.

إشكالية الدراسة:

تبدو فكرة التكامل بين البورصات والوصول إلى مشروع البورصة المغربية الموحدة حلما يراود الجميع، إلى حين أن تتوفر الإرادة السياسية والاقتصادية لتحقيقه. وبالنظر إلى التجارب العالمية في مجال تكامل البورصات، وفي ظل محدودية أداء البورصات المغربية، وعدم قدرتها على منافسة البورصات العالمية . وكذا غياب ضعف التشابك الاقتصادي المغربي الأفقي في مختلف أشكاله ما يشكل عائق أمام المؤسسات

الاستثمارية من جهة وأمام حركة رؤوس الأموال من جهة أخرى، وعليه وبناءً على ما سبق تكمن مشكلة الدراسة في طرح السؤال الرئيس التالي:

هل يمكن إنشاء بورصة مغربية موحدة، تكون نواة لتحقيق التكامل المالي المغربي؟

وفي ضوء ذلك تبرز التساؤلات الفرعية التالية:

- هل المناخ الاستثماري المغربي ملائم لتحسين وضع البورصات المغربية؟

- ما هو واقع وأداء البورصات المغربية؟

- ما هي دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية؟

- ماذا عن إنشاء بورصة مغربية موحدة؟

أسباب اختيار موضوع الدراسة:

- الشعور بقيمة وأهمية الموضوع في ظل هذه التحولات العالمية المتسارعة.

- الرغبة في المساهمة في لفت الانتباه وتحسيس الرأي العام المغربي للاهتمام بالدراسات والبحث في

مجال لا يقل أهمية عن المجالات الأخرى، وهو توظيف الأموال من خلال بورصة الأوراق المالية،

ومناقشة ما لها وما عليها للاستفادة منها في المستقبل، و لتحسين إيجابيتها وتجنب أخطائها.

أهمية الدراسة:

تأتي هذه الدراسة لتلقي الضوء على التأكيد على أهمية إنشاء بورصة مغربية موحدة كخطوة للوصول

إلى تكامل مالي بين الدول المغربية، وزيادة جاذبية البورصات المغربية وقدرتها على منافسة البورصات

الأجنبية، وإعادة استقطاب رؤوس الأموال المغربية من الخارج، والتي ستسهم في تحقيق التكامل، ما ينعكس

إيجابيا على اقتصادات الدول المغربية والتنمية فيها.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على بورصات الأوراق المالية من حيث مفهومها ، وأنواعها ، ووظائفها.
- التعرف على واقع البورصات المغربية من حيث نشأتها ، وتطورها، وأدائها، والسمات المشتركة فيما بينها.
- تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه عملية تكامل البورصات على اقتصاديات الدول. ومحاولة جلب انتباه السلطات المالية وسلطات البورصة ودعوتهم لتفعيل التكامل بين البورصات المغربية.
- استقصاء آراء المستثمرين والعاملين في البورصات المغربية على إمكانية إنشاء بورصة مغربية موحدة.

فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات السابقة وعن ما قد يحققه التكامل بين البورصات، الذي سيساهم في تعزيز قدرة البورصات المغربية على مواجهة التحديات التي تفرضها المتغيرات الإقليمية والدولية، لا يتسنى لنا ذلك إلا بصياغة مجموعة من الفرضيات نعتبرها توضيحات أولية غير يقينية لتلك التساؤلات والتي تكمن فيما يلي:

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو المناخ الاستثماري المغربي وأداء البورصات المغربية.

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو عملية تكامل البورصات وأداء البورصات المغربية.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو نموذج البورصات المغربية الحالي وأداء البورصات المغربية.

الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اتجاهات أفراد عينة الدراسة نحو النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة وأداء البورصات المغربية.

الفرضية الخامسة: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى (الجنس، العمر، الدرجة العلمية، التخصص، المهنة، الخبرة).

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة وإثبات صحة الفرضيات أو نفيها تم الاعتماد على المناهج التالية:

- المنهج التاريخي، وذلك من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية مثل تتبع وقائع ظهور

سوق الأوراق المالية وغيرها مما يوجب علينا التوقف عند محطاته التاريخية.

- المنهج الوصفي التحليلي: وذلك من أجل سرد المفاهيم العامة والأسس النظرية المتعلقة بموضوع

الدراسة.

- المنهج المقارن: عند مقارنة واقع وأداء البورصات المغاربية الثلاث، لمعرفة أوجه التشابه والاختلاف.

- المنهج الإحصائي: من خلال جمع آراء أفراد عينة الدراسة باستخدام الاستبيان، وتحليل النتائج باستخدام

البرنامج الإحصائي (spss).

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع تكامل البورصات وسنحاول في هذا الصدد التركيز

على أهم الجوانب التي تناولتها هذه الدراسات، وفي هذا السياق وفي حدود إطلاعنا على ما أجريا من بحوث

(رسائل ماجستير وأطروحات دكتوراه) نجد أنها قليلة، ومن بين هذه الدراسات نذكر:

الدراسات العربية:

دراسة (بوكساني رشيد، 2006/2005)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها،

رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر. هدفت هذه الدراسة إلى محاولة البحث في

التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية، وتطوراتها وأدائها. والرغبة في تقديم إسهامات

لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي

من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية. بينت نتائج الدراسة على أن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وعند تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، نجد أنها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون.

دراسة (جابر محمد محمد عبد الجواد، 2007)، بعنوان **تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي**، ورقة بحث مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على واقع بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية، وعوامل مواجهة معوقات تكامل البورصات العربية. بينت نتائج الدراسة أن بورصة الأوراق المالية العربية الموحدة أصبحت واقع ولها مقر مقترح بالقريبة الذكية في مصر ابتداء من نهاية عام 2004، ويقتضي الأمر تفعيلها للقيام بنشاطها في تقارب بورصات الأوراق المالية العربية. لذا يجب ربط البورصة العربية الموحدة بجميع بورصات الأوراق المالية العربية (على الأقل بالأربعة عشر دولة مشتركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي) وتبادل المعلومات الفورية عن تداول الأوراق المالية المتداولة في البورصات الأخرى.

دراسة (أشرف محمد دوابه، 2009)، بعنوان **تكامل الأسواق المالية العربية- آفاق وتحديات** ورقة بحث مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على واقع أسواق رأس المال في الدول العربية والسماة المشتركة فيما بينها. والوقوف على آفاق وتحديات إنشاء سوق مالية عربية موحدة ، ووضع أدوات تكاملية لتصبح هذه السوق واقعا ملموسا على أرض الواقع. بينت نتائج الدراسة على أن رغم تأخر الدول العربية في تحقيق التكامل في أسواق العمل العربية فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لإنشاء سوق مالية عربية موحدة، ومواجهة ما يقف في

سبيل ذلك من تحديات، وبخاصة وأن هناك خطوات إيجابية في هذا الشأن، وإن كانت لا تعد كافية لتحقيق المطلوب، وهو ما يتطلب اتخاذ عدد من الأدوات التكاملية لإيجاد بورصة عربية موحدة على أرض الواقع.

الدراسات الأجنبية:

دراسة (Heaney, Hooper and Jaugietis, 2002) بعنوان

Regional Integration of Stock Markets in Latin America

مقال منشور في مجلة التكامل الاقتصادي " Journal of Economic Integration ". هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير ظاهرة التكامل على عائدات بورصات الأوراق المالية في أمريكا اللاتينية. بينت نتائج الدراسة أن البورصات في أمريكا اللاتينية أصبحت أكثر تكاملاً على الصعيد الإقليمي في السنوات الـ عشرين الماضية، ويرجع ذلك إلى التعاون المتنامي بين بلدان أمريكا اللاتينية منذ تحريرهم سنة 1990، وأظهرت عوائد الهورصات في أمريكا اللاتينية مزيد من التعاون مع الأسواق المتقدمة خصوصاً الولايات المتحدة مع أقرب جيرانها ، وتوصلت إلى أدلة على أن أسواق البلدان المتقدمة والنامية تتكامل بشكل متزايد مع مرور الوقت كما يجب إزالة العوائق الواقفة أمام تطور البورصات لتشجيع تدفقات رؤوس الأموال الدولية. بالإضافة إلى ذلك، أكدت أن الأسواق الإقليمية والروابط الاقتصادية القوية تقاربت عن طريق الاتفاقات التجارية والسياسات الاقتصادية الكلية المنسقة.

دراسة (Amor Tahari et al, 2007) بعنوان

Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries

ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد العربي، هدفت هذه الورقة البحثية إلى تقديم عرض عام للنظم المالية، جهود الإصلاح المعتمدة، التحديات القائمة وتختبر التوجهات نحو الدمج المالي في بلدان المغرب الخمسة. بينت نتائج الدراسة أن القطاع المالي الجيد والفعال ضروري لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام في منطقة المغرب – الجزائر، وليبيا، وموريتانيا، والمغرب، وتونس. وسيساعد الدمج المالي في منطقة المغرب على تعميق

الأسواق المالية، وزيادة فعاليتها، وتعزيز مرونة النظم الاقتصادية ضد الصدمات. كما يمكن أيضا أن يلعب دور الحافز للدمج المالي في منطقة المغرب.

دراسة (ZENASNI Soumia, 2013/2014)، بعنوان

"Les effets de l'intégration sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et crises."

رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان. هدفت الدراسة إلى دراسة آثار التكامل المالي على النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي وذلك في زمن العولمة والأزمات المالية. بينت نتائج الدراسة إلى أنه في ظل بعض الظروف الاقتصادية والمالية الخاصة، تلعب عملية التكامل المالي دورا ايجابيا في تعزيز النمو الاقتصادي للبلدان المغاربية، تظهر النتائج أيضا أن تحقيق هذا التكامل من شأنه أن يتيح لهذه الدول إمكانية الحد من تعرضهم وتأثرهم بالصدمات المالية الخارجية.

ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة ، هو أن تلك الدراسات تناولت موضوع التكامل بين بورصات الأوراق المالية العربية والأمريكية ، لكن أيا منها لم تتطرق إلى تكامل البورصات في منطقة المغرب العربي بل تنطرت إلى التكامل المالي والاقتصادي بصفة عامة، وهذا ما سيتلوه في هذه الدراسة، والتي اقترحنا من خلالها نموذجا لتكامل البورصات المغاربية الذي نأمل تطبيقه بعد اختباره من خلال التعرف على اتجاهات أفراد الدراسة.

محاور الدراسة:

تتكون الدراسة من مقدمة وأربعة فصول تتبعها خاتمة، يتناول الفصل الأول "الأسس النظرية للتعامل في بورصة الأوراق المالية"، الذي تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث. خصص الأول منه لدراسة مفهوم السوق المالي، بداية بالنشأة، الماهية، وظائفه المهمة والتعرف على الأسس والمقومات الأساسية التي يعتمد عليها قيام ونجاح الأسواق المالية، ثم الانتقال إلى معرفة أنواع الأسواق المالية. تطرق المبحث الثاني إلى بورصة الأوراق المالية

بشكل خاص، وأنواع الأدوات المالية التي يتم تداولها المستثمرون، وكذلك نظم التعامل في بورصة الأوراق المالية وارتكز على التعريف بأعضاء السوق (الوسطاء) وآلية العمل من أوامر وآليات التسعير والتسوية والمقاصة، أما المبحث الثالث تم تخصيصه لكفاءة البورصات والمؤشرات المستخدمة في بورصات الأوراق المالية مع تقديم لمحة موجزة عن أهم البورصات العالمية.

خصص الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان "واقع وأداء البورصات المغربية"، إلى التعريف بالبورصات المغربية وذلك بإعطاء نبذة تاريخية عن كل بورصة مغربية من حيث نشأتها، الهيئات المنظمات وكيفية التداول فيها، وسرد الواقع الاقتصادي للدول المغربية (معدل الناتج الداخلي الخام، معدل التضخم، الاستثمار الأجنبي المباشر)، كما يتضمن الفصل شرحا تحليليا لأداء البورصات المغربية للفترة الممتدة من 2000-2014، من خلال عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران، وقد اقتضت الضرورة أن نكتفي بدراسة البورصات المغربية الثلاث (الدار البيضاء - تونس - الجزائر) فقط، مستبعدين كل من بورصة ليبيا و موريتانيا، نظرا للظروف التي تمر بها كل من بورصة ليبيا وموريتانيا، آملين بتحسين ظروفهم و ضمهم في دراسات مستقبلية لاحقة.

أما الفصل الثالث والذي جاء تحت عنوان "تكامل البورصات المغربية في ظل التكامل المالي"، تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول مفهوم التكامل المالي بما فيه تكامل البورصات وأهم نماذج الربط والتكامل، أما المبحث الثاني فقد خصص لسرد أهم التجارب الرائدة في الربط والتكامل بين البورصات والتطرق للتجربة العربية، أما المبحث الثالث والأخير حاولنا من خلاله معرفة واقع التكامل المالي في منطقة المغرب العربي. ومن ثم نناقش في هذا الفصل فيرص وتحديات إنشاء بورصة مغربية موحدة

أما الفصل الرابع والذي جاء بعنوان "نموذج مقترح لبورصة مغربية موحدة"، والذي ضم ثلاث مباحث، المبحث الأول كان محاولة لاقتراح نموذج لبورصة مغربية موحدة، وتتوالى المبحث الثاني منه منهجية الدراسة

الإحصائية، أما المبحث الثالث خصص لتحليل الخصائص الديمغرافية لأفراد عينة الدراسة واختبار فرضيات الدراسة.

أخيرا، كانت خاتمة الدراسة التي تضمنت أهم النتائج، وتقديم بعض الاقتراحات التي تخدم الموضوع، مع اقتراح آفاق مستقبلية.

الفصل الأول

الأسس النظرية للتعامل

في بورصة الأوراق المالية

تمهيد

تطورت الأسواق المالية بصورة متسقة مع تطور الفكر الاقتصادي والنظم الاقتصادية، فبعد أن كانت مجرد وسيلة يتم من خلالها تسوية معاملات التجار في العصور القديمة صارت تلك السوق هي السمة الأساسية للأنظمة الاقتصادية الرأسمالية المعاصرة. وباتت تلك السوق ركيزة تنموية تقع تحت منظارى البحث والتحليل الاقتصادي.

وفي هذا الإطار شهدت بورصة الأوراق المالية خلال العقود الأخيرة، تطورا شاملا إلى المفاهيم وكذا آليات العمل، وأصبحت بورصات الأوراق المالية في الوقت الحاضر تعكس الوضعية الاقتصادية في أي بلد. وقد حمل هذا التطور تنوعا متزايدا من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات، واعتبرت البورصة الكفوة حالة نموذجية خاصة، وتحددت شروط نجاحها أكثر فأكثر. وتحظى بورصات الأوراق المالية في جميع دول العالم باهتمام السلطات السياسية والاقتصادية لتلك الدول، سواء كانت تملك سوقا ماليا ناضجا مثل حالة الدول المتقدمة أو تلك التي تعمل جاهدة إلى بناء أسواق مالية، وعليه يهدف الفصل الأول والذي جاء بعنوان "الأسس النظرية للتعامل في بورصة الأوراق المالية"، إلى التعريف بالسوق المالي بشكل عام وببورصة الأوراق المالية بشكل خاص. وذلك من خلال عرض:

1. مفهوم الأسواق المالية.
2. بورصة الأوراق المالية وإجراءات التداول فيها.
3. بورصة الأوراق المالية: كفاءة، مؤشرات وأهم البورصات العالمية.

1. مفهوم الأسواق المالية

للأسواق المالية دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية، ونظرا لما تقوم به من دور مهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة للأوراق المالية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاهية لأفراده.

1.1. التعريف بالأسواق المالية وتطورها التاريخي

إن تتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا إن نشوء هذه السوق وتطورها جاء انعكاسا للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات إلى استثمار تلك الفوائض من خلال تلك الأسواق.

1.1.1. تعريف الأسواق المالية

عرف هشام طلعت عبد الحكيم ⁽¹⁾ السوق المالية على أنها: "نظام متكامل نسبيا لخلق الموجودات والمطلوبات المالية، وتنشأ هذه السوق نتيجة للتعامل المالي وعقد الصفقات المالية التي تؤدي إلى خلق الموجودات والمطلوبات المالية في آن واحد وانتقال ملكيتها، وكلما زاد هذا النظام تكاملا تطور السوق، وأصبح أكثر تأثيرا في البيئة".

⁽¹⁾ هشام طلعت عبد الحكيم، (2011): عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته مع بعض الأسواق المالية العربية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 88، ص 102.

يرى عباس كاظم الدعيمي⁽¹⁾ نقلا عن فريدريك مشكن بأن السوق المالية: " عبارة عن المجال التنظيمي والفني والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجزا في هذه الأموال".

وتتاول كل من وليد صافي وأنس البكري⁽²⁾ أن السوق المالي عبارة عن: "وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين، سواء كان اللقاء تم بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق. وليس شرطا أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم من بين فئة المالكين للأوراق المالية بل ممكن أن تكون أيضا من قبل فئة تقوم بعمليات التنظيم وإدارة عمليات التبادل بين البائعين والمشتريين، ودعم وتوفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل، ويمكن أن نطلق عليهم اسم (الوسطاء-السماسرة-الوكلاء)".

وأضاف محمد الصيرفي⁽³⁾ أن مصطلح "سوق المال" يطلق على جميع المنظمات التي تقوم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة بمرحلة أو أكثر من مراحل الوسط بين المقرضين والمقترضين، وبناء على ذلك يمكن اعتبار البنوك بأنواعها المختلفة وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية وبورصات الأوراق المالية جزءا من سوق المال.

واعتبر هوشيار معروف⁽⁴⁾ أن السوق المالي: "وسيلة يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء من ذوي الاهتمامات بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو ب (الصرف الأجنبي) بغرض تداولها لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات".

⁽¹⁾ عباس كاظم الدعيمي، (2014): السياسة النقدية المالية وأداء الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية: عمان، الأردن، ص 119.

⁽²⁾ وليد صافي، أنس البكري، (2012): الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 17.

⁽³⁾ محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، ص 11.

⁽⁴⁾ هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 58.

وعليه يعرف السوق المالي على أنه: "السوق الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، في إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية بأشكالها المختلفة طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين عن طريق جهات تقوم بدور الوساطة المالية".

2.1.1. نشأة وتطور الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية وهذا ما يطلق عليه "Allocation Ressources". وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على التطور في الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية⁽¹⁾.

إن تاريخ الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة⁽²⁾، منذ حوالي 4000 سنة قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصرافة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصرافة، حيث تطورت التجارة وأشكال التعامل المالي والنقدي ومن أهمها بيوت وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصرافة⁽³⁾. وفي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق⁽⁴⁾، ويدعي البعض أن البورصة قد بنيت في روما في العام 259 بعد تأسيس هذه المدينة، وهذا يعني قبل 493 سنة من الميلاد⁽⁵⁾.

(1) جمال جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 16.

(2) دريد كامل آل شبيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 34.

(3) عباس كاظم الدغمي، المصدر سبق ذكره، ص ص 114-115.

(4) دريد كامل آل شبيب، المصدر نفسه، ص 34.

(5) Michel Fleuriat Yves SIMON, (2003) : Bourse et marchés financiers, Economica, 2^e édition : Paris, France, p24.

من وجهة نظر تاريخية، ترتبط بورصة الأوراق المالية بدول بلجيكا وهولندا، وإن كتابة تاريخ البورصات في العالم يحتاج أكثر تحديدا إلى دراسة التاريخ الاقتصادي والمالي لهولندا. وهكذا، فإن كلمة "بورصة" تأتي نفسها من اسم الفندق "فان دير بورص" Van der Burse في بلجيكا محل سوق الصرف منذ القرن 21⁽¹⁾، الذي كان يزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس وكان يجتمع فيه التجار والوسطاء لتصريف الأعمال⁽²⁾. كذلك ارتبط ذلك باسم السيد "فاندر بورز" (Burs)، وتحول اسم السيد "بورز" إلى "بورص" بالفرنسية أي سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو البورصة. ويعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى عائلة السيد السابق الذكر، الذي كان يستقبل رجال المصارف الإيطالية⁽³⁾.

لقد أدى انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل

بالصكوك المالية مما أسهم في ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر

يتم على قارعة الطريق في البلدان الكبرى في فرنسا وأمريكا ثم استقر التعامل على بعد ذلك في أبينية خاصة والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية⁽⁴⁾.

ووفقا لـ Braudel، بورصة الأوراق المالية ظهرت منذ القرن 14 في إيطاليا (البندقية، فلورنسا...)،

سنة 1393 في برشلونة، بروج (1409)، أنفوس (1460)، ليون (1462)، تولوز (1469)، أمستردام

(1530)، لندن (تأسست في عام 1554 من قبل توماس جريشام وافتتح من قبل الملكة إليزابيث التي أعلنت

عن البورصة الملكية)⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ Philippe Spiesser, (2007) : La bourse, Vuibert, 3^e édition : Paris, France, p 01.

⁽²⁾ مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: دمشق، سوريا، ص 11.

⁽³⁾ زكريا سلامة عيسى شطناوي، (2007): الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 33-34.

⁽⁴⁾ إلهام وحيد دحام، (2013): فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية: القاهرة، مصر،

ص ص 21-22.

⁽⁵⁾ Michel Fleuriat Yves SIMON, op.cit, p24.

في عام 1595، ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة باريس لم تحظى بالأهمية القصوى إلا بدءاً من سنة 1639 عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد مائة سنة تقريباً 1724 عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس⁽¹⁾.

وفي أمريكا تم إنشاء أكبر سوق في العالم سنة 1792 وهو سوق نيويورك والذي أنشأ بجانب الجدار الذي كان يجتمع خلفه التجار لتبادل الصفقات فيما بينهم، وهذا المكان هو مقر البناية الحالية (Wall Street)⁽²⁾. انتظمت الأسواق بحدود سنة 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية، حيث الاستثمار الكبير في شراء الأسهم بالشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية⁽³⁾.

ومنذ القرن التاسع عشر ظهرت الأوراق المالية وازداد إصدارها وتداولها حتى ظهرت ضرورة قيام سوق لتأمين التعامل بها (بورصة الأوراق المالية) وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات، وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب⁽⁴⁾.

أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية ومن أهم بورصات الدول العربية: بورصة الأوراق المالية بالقاهرة وسوق عمان المالي وسوق الإمارات للأوراق المالية وسوق مسقط للأوراق المالية وبورصة المغرب وتونس والكويت والسعودية⁽⁵⁾.

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، المصدر سبق ذكره، ص 33-34.

(2) إلهام وحيد دحام، المصدر نفسه، ص 21-22.

(3) دريد كامل آل شبيب، المصدر سبق ذكره، ص 34-35.

(4) صلاح الدين حسن السبسي، (2014): البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص 122.

(5) حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، (2013): الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات، زهران للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 14.

مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل، يمكن تلخيصها بالآتي⁽¹⁾:

أ. **المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... إلخ. مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

ب. **المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

ج. **المرحلة الثالثة:** ظهرت البنوك المركزية المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... إلخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

د. **المرحلة الرابعة:** ظهرت الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

هـ. **المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وعمليات البيع الآجل والآني... إلخ.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 10-11.

منذ سنة 2000، تطور مجال البورصات على نطاق واسع، حيث أصبحت البورصات تواجه منافسة شديدة لجلب الشركات والمستثمرين، الأمر الذي دفع البورصات للتقرب من بعضها البعض عن طريق الدمج، وهذا يعني أن البورصات لم تعد كيانات وطنية بل أصبحت عبارة عن شركات متعددة الجنسيات⁽¹⁾.

3.1.1. أهمية وأهداف الأسواق المالية

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها بالآتي⁽²⁾:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
 - كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات لشركات من جنسيات مختلفة.
 - إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، بما يعود عليهم بأرباح مقبولة وبمخاطر قليلة.
- تسعى الأسواق المالية لتحقيق الأهداف التالية⁽³⁾:
- توفير جميع أشكال التمويل القصير والمتوسط وطويل الأجل للمستثمرين والشركات.
 - تشجيع المدخرين على توظيف أموالهم ومدخراتهم بأقل درجة ممكنة من المخاطر.
 - إتاحة الفرص للشركات لكي يتم تداول أوراقها في الأسواق المالية من خلال البيع والشراء ونقل الملكية.

⁽¹⁾ Jonatham Berk, Peter DE Marzo, (2008): Finance d'entreprise, Pearson education : Paris, France, p 27.

⁽²⁾ رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص ص 12-13.

⁽³⁾ محمد الصيرفي، المصدر سبق ذكره، ص 63.

- تسهيل إتمام العمليات المالية شراء وبيع الأصول المالية بما يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار.
- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية من أسهم وسندات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات.
- تساعد السوق المالي على التنبؤ بالحالة الاقتصادية والمتغيرات المالية للدولة.
- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية للسوق المالي المحلي.
- تفادي التعليمات الفنية في أسعار الأسهم والسندات ذلك عن طريق تنظيم عمليات البيع والشراء.
- توفير السيولة المالية اللازمة.

2.1. وظائف الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، باعتبارها محرك فعال للنمو الاقتصادي وذلك من خلال الربط بين الوحدات الاقتصادية التي يتاح لها فائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز. وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة على مدى تطور السوق المالي.

1.2.1. وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية أساسية تتمثل في توجيه الأموال من أولئك الذي لديهم فوائض مالية مدخرة إلى أولئك الذين لديهم نقص في الأموال⁽¹⁾. إن وجود سوق المال يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين⁽²⁾:

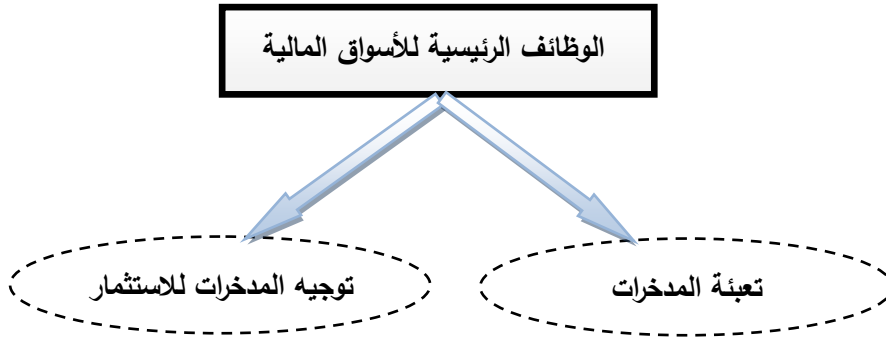
الأول: تعبئة المدخرات.

الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.

(1) محمود يونس، (2013): اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 95.

(2) عبد الغفار حنفي، (2002): رسمية زكي قرياص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 265.

الشكل رقم (1.1): الوظائف الرئيسية للأسواق المالية



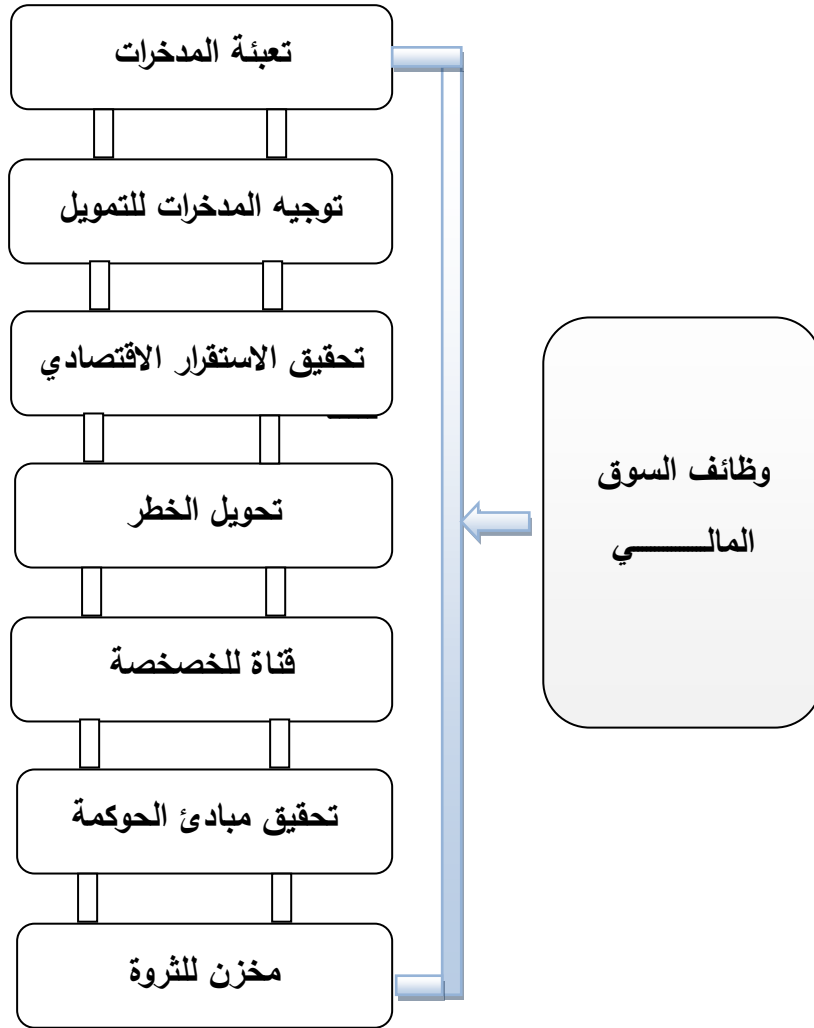
المصدر: عبد الغفار حنفي، رميح زكي قرياص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، 2002، ص 265.

إضافة إلى الوظائف الرئيسية للأسواق المالية فهي تعمل على⁽¹⁾:

- تحويل الخطر؛
- مخزن للثروة؛
- تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛
- قناة للخصخصة؛
- تحقيق مبادئ الحوكمة.

⁽¹⁾ محمد علي سويلم، (2013): أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 52-53.

الشكل رقم (2.1): وظائف السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحثة.

2.2.1. دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي

يحتل السوق المالي مركزا حيويا في الاقتصاديات المعاصرة فهو انعكاس للنظم المالية والاقتصادية للدولة ومحرك فعال للنمو الاقتصادي من خلال قدرته على حشد المدخرات المالية والفوائض المالية، ومن ثم التأثير الإيجابي في الحجم الكلي للمدخرات وتفعيل التخصيص الكفاء لرأس المال وما ينتج من آثار إيجابية في مختلف الأنشطة والقطاعات الاقتصادية.

يؤكد عدد من الاقتصاديين أن عدم وجود سوق مالي متطور بشكل كاف سيؤدي إلى حدوث ضرر كبير في الاقتصاد، إذ أن هذا السوق ضروري لوجود المؤسسات المالية ذات التقنية المتطورة، وهذان أساسان للتغير الهيكلي المستقبلي فضلا عن تأكيد بعض الآراء والنظريات على أن الأسواق المالية تسهم في النمو الاقتصادي من خلال تحسين المعلومات ونشرها وتخفيض تكاليف الصفقات.

تشغل الأسواق المالية في الاقتصادات الحديثة حيزا كبيرا من النظام المالي، وتقوم بتزويد الشركات بمصادر التمويل. وتؤثر السوق المالية في النشاط الاقتصادي عن طريق خلق السيولة النقدية التي يحتاجها المستثمرين ومن ثم تؤدي إلى تحسين تخصيص رأس المال مما يعزز آفاق النمو الاقتصادي. وتعد الأسواق المالية وسيطا حيويا يسهل عملية تعبئة المدخرات وإدارة المخاطر ومن دون هذا الوسيط لن يكون هناك تدفق للأموال نحو الاستثمارات ومن ثم سينعكس على انخفاض النمو الاقتصادي، إذ أن تقدم هذا السوق وتحسين كفاءته يؤدي إلى ارتفاع وتأثر النمو الاقتصادي⁽¹⁾.

وعليه، يمكن تلخيص دور السوق المالي في النمو الاقتصادي في خمسة محاور. السوق المالي⁽²⁾:

- نظام لتمويل الاقتصاد الوطني؛
- وسيلة لتنظيم سيولة المدخرات طويلة الأجل؛
- مقياس لقياس قيم الأدوات المالية؛
- أداة تساهم في التحول من الهياكل الصناعية والتجارية؛
- مكان لإدارة المخاطر.

(1) علاء فرحان طالب، (2015): حيدر يونس الموسري، محمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية-مدخل فكري معاصر، دار الأيام للنشر والتوزيع:

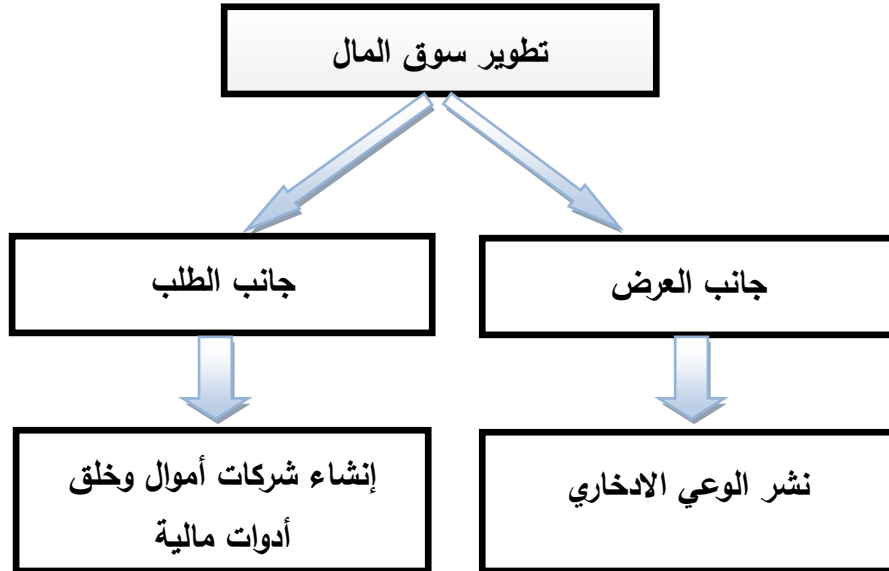
عمان، الأردن، ص ص200.

(2) Alain choinel, Gérard Rouyer : (2002), Le marché financier – Structures et acteurs -, Revue Banque édition, 8° édition : Paris, France, p 33.

3.2.1. كيف يتم تطوير سوق المال

يتم التطوير إما في جانب العرض، وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وفي البلاد المتقدمة يكفي التطوير من أحد الجانبين حيث أن النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الاستجابة التلقائية. أما في البلاد المتخلفة والنامية فإن التطوير لابد أن يشمل الشقين معا، فليس هناك جدوى من زيادة العرض دون أن يكون هناك طلبا كافيا. ولهذا نجد أن هذه البلاد تسعى لزيادة المدخرات حيث أنها تمثل أهم الموارد الحقيقية للأموال اللازمة لأغراض التنمية ومن المعروف أن هذه المدخرات عادة ما تكون متدنية في هذه البلدان، ومن هنا يظهر دور المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال والتي ينبغي أن تقوم بدور فعال في تجميع المدخرات وما يتبع ذلك من تنشيط السوق بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة⁽¹⁾.

الشكل رقم (3.1): تطوير السوق المالي



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسميّ زكي قرياص، (2002): البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 266.

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، المصدر سبق ذكره، ص 266.

3.1. التركيب البنوي للأسواق المالية

أثبتت الأسواق المالية دورها الفاعل في الاقتصاديات التي وفرت الشروط والمقومات الأساسية لنجاحها، وحتى يقوم السوق المالي بوظائفه يتطلب الأمر وجود مجموعة من المتعاملين تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها. وأدى التطور الكبير في نوعيات وأحجام الأدوات إلى وجود العديد من الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية.

1.3.1. مقومات إنشاء الأسواق المالية

يشترط لقيام أي سوق مالي توفير مقومات وشروط منها⁽¹⁾:

أ. **المقومات الأساسية:** سميت هذه المقومات بالأساسية لأنها تمثل بيئة الأسواق المالية وأعمدة إنشائها، وهي:

-مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية القائمة.

-فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود وحواجز تمنع رأس المال والمدخرات والثروات.

-أدوات استثمارية متنوعة تساهم في توزيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالي.

-مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على أداء مهامها إلى جانب قدرتها على ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية.

-حجم مناسب من الادخارات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة.

(1) رائد عبد الخالق عبد الله العبيدين خالد أحمد فرحان المشهداني، عباس خضير الجنابي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 213.

ب. المقومات السائدة: سميت بالسائدة لأن توفرها يساعد على تطور ونضوج السوق المالي وزيادة فاعليته وكفاءته ومن أهمها:

- هيكل مؤسسي منظم تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق، يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والاستثمار.

- تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق بشكل يضمن صفة المنافسة وعدم الاحتكار، وضمان أرضية خصبة للعرض والطلب.

- تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب بشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام ويعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاته.

- أنظمة كفوة للإفصاح المالي والمعلوماتي وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة والدقة والموثوقية العالية بضمان الشفافية عن واقع السوق وظروف الشركات المدرجة فيه من جانب، وبشكل يساعد على تدقيق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان سمة اتساع السوق من جاني آخر.

- نظم اتصال فعالة ومتطورة بين عموم المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق وسرعة استجابته في معالجة الخلل في العرض والطلب بسرعة وبتغير طفيف بالأسعار.

2.3.1. الأركان الرئيسية للأسواق المالية

يضم السوق المالي من المتعاملين متمثلين في العارضين والطالبيين للأموال وكذا الوسطاء، وذلك على النحو التالي:

أ. الطالبيون للمال أو المقترضون: الطالبيون للمال هم الذين يقومون بالاقتراض من سوق المال وهم يتكونون من وحدات العجز الذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقدي الجاري.

ب. العارضون للمال أو المقرضون: العارضون في السوق المالي هم المستثمرون الذين يزيد دخلهم عن إنفاقهم الاستهلاكي⁽¹⁾.

ج. المؤسسات المالية: المؤسسات المالية، عبارة عن وسيط يوجه مدخرات الأفراد وقطاع الأعمال والقطاع الحكومي إلى قروض واستثمارات، ويمكن تمييز المؤسسات المالية الرئيسية فيما يلي⁽²⁾:

أولاً- البنوك التجارية: وهي مؤسسات مالية تقبل الودائع وخاصة الودائع تحت الطلب والودائع لأجل، وتمنح القروض قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

ثانياً- مؤسسات الادخار والإقراض: وهي مؤسسات تركز على قبول المدخرات طويلة الأجل وتمنح القروض طويلة الأجل للقطاع العائلي وقطاع الأعمال على شكل قروض عقارية.

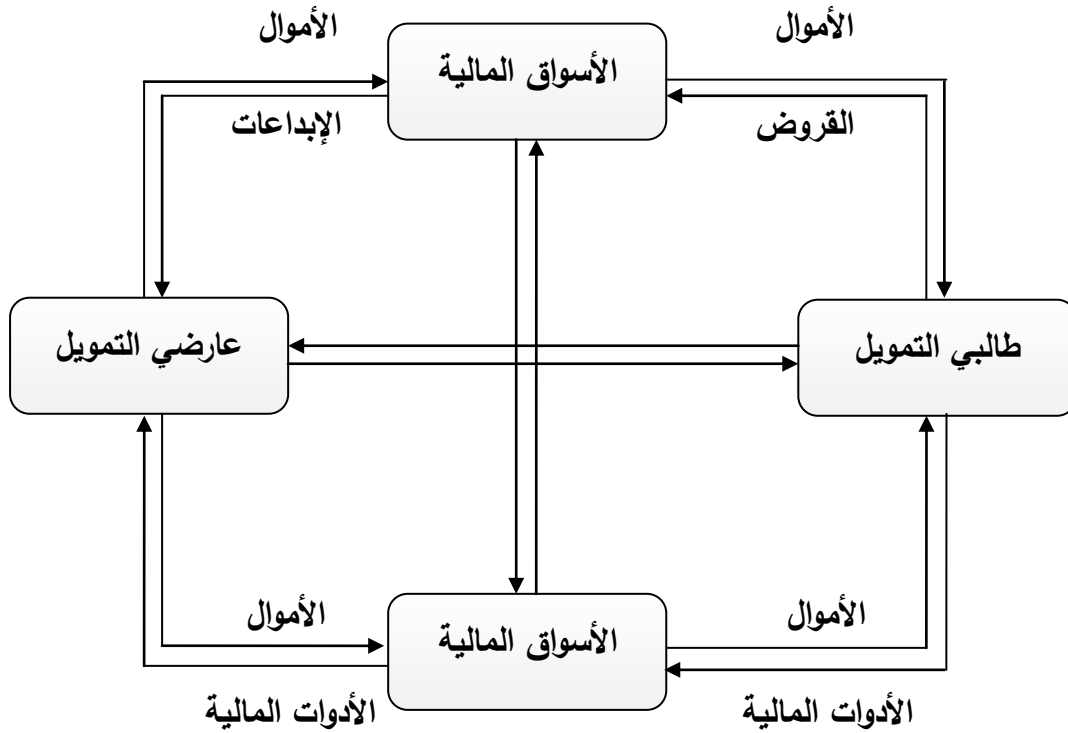
ثالثاً- بنوك الادخار: وهي مشابهة لمؤسسات الادخار والإقراض في أنها تقبل ودائع التوفير المرتبطة فوائدها بفوائد السوق النقدي وهي تقوم عادة بإقراض أو استثمار الأموال من خلال الأسواق المالية، كما تقوم في بعض الأحيان بتقديم القروض العقارية.

رابعاً- شركات التأمين: وهي أكبر الشركات الوسيطة التي تتعامل مع الإدخارات الفردية، فهي تسلم أقساط التأمين وتستثمرها بهدف تغطية الدفعات النقدية المحتملة تحققها مستقبلاً، كما تقوم بإقراض الأفراد وقطاع الأعمال والحكومات من خلال السوق المالي. والشكل التالي يوضح كيفية انتقال الأموال بين المؤسسات المالية والأسواق المالية. وتتعامل المؤسسات المالية بفاعلية كبيرة في السوق المالي كمدخرين ومستثمرين للأموال.

⁽¹⁾ متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص ص 69-70.

⁽²⁾ مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، مكتبة الجامعة الشارقة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 36.

الشكل رقم (4.1): عناصر السوق المالي



المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، مكتبة الجامعة الشارقة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 37.

3.3.1. أنواع الأسواق المالية

تتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الأدوات المعروضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات، ويمكن تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق مالية تهدف إلى تداول أدوات رأس المال وأسواق مالية تضم أسواق النقد، وأسواق رأس المال تصنف إلى أسواق حاضرة أو فورية والتي تضم السوق الأولي والثانوي، وأسواق المشتقات المالية التي تتعامل بالعقود المستقبلية والآجلة وعقود الخيارات. وتصنف الأسواق المالية تبعا لعدة معايير مثل:

أ. وقت استحقاق الأوراق المالية⁽¹⁾:

أولاً- السوق النقدي: وهي أسواق مالية تتعامل بإصدار رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال أنواع القروض والأوراق المالية.

(1) دحام إلهام وحيد، المصدر سبق ذكره، ص ص 23-24.

ثانياً - سوق رأس المال: وتتضمن الأدوات المالية التي تصدر لمدة أطول من سنة وتكون غير محددة بتاريخ استحقاق على الأغلب.

ب. وقت التنفيذ:

أولاً - الأسواق الحاضرة أو الفورية: وتعرف بالأسواق الحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من البائع إلى المشتري لها بعد دفع قيمتها واستلامها⁽¹⁾، وتنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى⁽²⁾:

- الأسواق الأولية: وهي السوق التي يتم فيها الأوراق المالية (الأسهم والسندات) الجديدة المصدرة لأول مرة.
- الأسواق الثانوية: ويتم فيها تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي سبق إصدارها، وتنقسم الأسواق الثانوية على نوعين هما:

- الأسواق المنظمة: هي الأسواق التي يتداول فيها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق، ويطلق عليها السوق المنظمة وسوق المزاد والسوق الرسمية وتتداول فيها الأوراق المسجلة في السوق مع ملاحظة أن هناك شروطاً لتسجيل الأسهم في البورصة⁽³⁾.
- الأسواق الغير منظمة (الموازية): يطلق على التعامل بالأوراق المالية التي يجري تنفيذها خارج السوق المنظمة، وليس هناك مكان معين للتداول لإجراء التعامل، إذ أن تنفيذ العمليات يتم من خلال الوسطاء والسماسرة المزودين بشبكة من الاتصالات السريعة وبالشكل الذي يجعل المستثمر يختار أفضل

(1) عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص 146-147.

(2) Ferederic Mishkin, Christian Borses, Pierre-Cyrille Hautcoeur, Dominique Lacoue-Labarthe, (2007) : Monnaie, banque et marchés financiers, Nouveaux Horizons, 8^e édition : Paris, France, p 34.

(3) الضيف محمد عدنان، (2012): مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، ص 117.

الأسعار⁽¹⁾. وتتضمن السوق غير المنظمة (أحد مكونات السوق الثانوي) سوقين آخرين فرعيين هما

السوقان الثالثة والرابعة، وفيما يلي توضيح مبسط لهذين السوقين⁽²⁾:

*** السوق الثالث:** هو سوق غير منظم، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، يجرى

التعامل فيه بأوراق مالية خارج البورصة الرسمية، والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي

غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية.

وأهم المؤسسات التي تنشط في هذا السوق، المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم كصناديق المعاشات، حسابات

الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

*** السوق الرابع:** هو سوق غير منظم، يجرى التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في التسعيرة الرسمية

ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق حيث يجرى التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة

اتصالات الكترونية.

ثانيا- الأسواق الآجلة: بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التعليمات الحادة التي شهدتها الكثير

من الأسواق المالية العالمية وخصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك فقد

استخدمت هذه الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار، ويتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات ما بين

مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام بيع أصل مالي أو شرائه في وقت لاحق مقابل

سعر معين⁽³⁾. تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل (سلع، سندات دين، عملات

صعبة، أسهم، مؤشرات البورصات... إلخ) أين يكون الهدف إما للحد من المخاطر، وإما للمضاربة على تغيرات

الأسعار⁽⁴⁾.

(1) عبد الكريم جابر العيسوي، (2012): التمويل الدولي-مدخل حديث، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، ص ص 164-165.

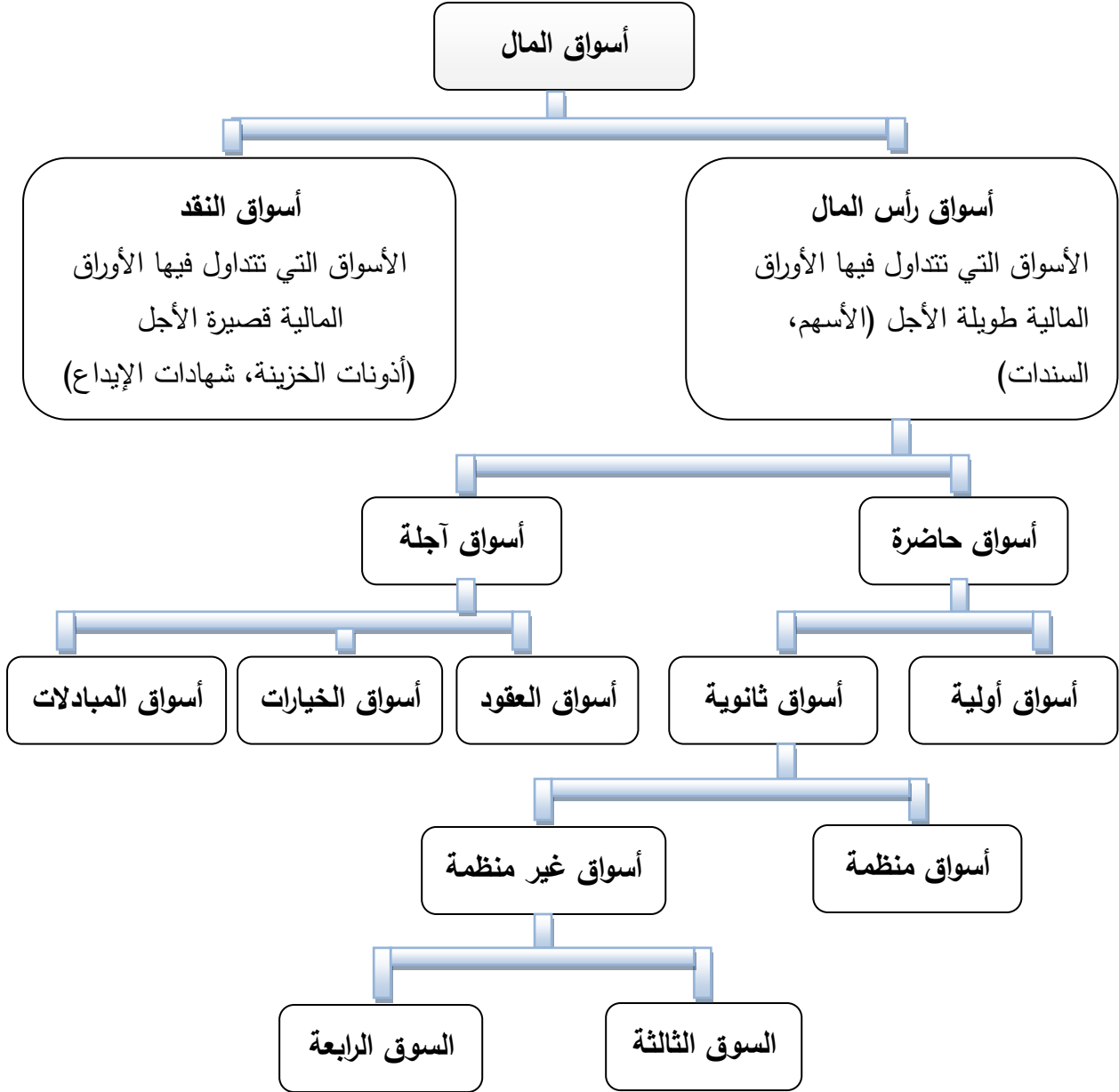
(2) هوشيار معروف، المصدر سبق ذكره، ص 59.

(3) عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص ص 150-151.

(4) لطرش سميرة، (2009-2010): كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة: قسنطينة، الجزائر، ص 48.

الشكل رقم (5.1): أنواع الأسواق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، (2014): السياسة النقدية المالية وأداء الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية: عمان، الأردن، ص ص 150-151.

2. بورصات الأوراق المالية وإجراءات التداول فيها

تتميز أهمية البورصات من اقتصاد لآخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة تعمل بنظام خاص وتحكم عملها قوانين ولوائح، التي يتم الالتزام بها من قبل المتعاملين في الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها وآجالها. كما أدى تطور التعامل في البورصات إلى ضرورة توافر قدر مناسب من الآليات والإجراءات التي تجعل من عمل البورصة أداة حقيقية وفعالة لإتمام المعاملات.

1.2. مفهوم البورصة وعوامل نجاحها

تعتبر البورصات دليل واضح على حيوية وفاعلية المجتمع، ومقياس لمدى نضج هذا المجتمع وتكامل صروحه، واتخاذ أوضاعا تنموية حقيقية، فضلا عن توافر أسباب استمراره ونجاحه. وتعتبر البورصة أحد أنواع الأسواق المنظمة في معظم الدول، وبالذات في الدول المتقدمة ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها.

1.1.2. تعريف بورصة الأوراق المالية

تعددت تعريفات البورصات من كاتب لآخر ولكنها كلها تجتمع على مفهوم واحد، ويمكن الاعتماد على بعض التعاريف منها:

يرى خالد أحمد فرحان ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي⁽¹⁾ أن البورصة هي: "مصطلح معرب لكلمة "bourse"، التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي وتعني الصورة أو الكيس المخصص لحمل النقود".

يرجع استخدام كلمة "بورصة" منذ سنة 1954 عندما أصدر الملك هنري الثامن الأمر الملكي الذي تم به إنشاء بورصة "تولوز"، وترجع تسمية كلمة "بورصة" ترجع إلى اللقب الذي كان يلقب به تاجر كان يمتلك فندقا في مدينة بروكس البلجيكية، وكان اسمه "Vande Burse"، وقد كان هذا الفندق ملتقى التجار في هذه المدينة في القرن الخامس عشر.

(1) خالد أحمد فرحان، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، المصدر سبق ذكره، ص 162.

L'encyclopédie de Diderot عرفت البورصة على أنها: "مكان عام يوجد في أغلبية المدن الكبرى، أين يقوم التجار والوكلاء والوسطاء وغيرهم من المهتمين بالتجارة بالاجتماع في أيام معينة وساعات محددة لمعالجة مجموعة من الأعمال التجارية، العملات، الخصومات، المدفوعات، التأمينات وغيرها من الأمور"⁽¹⁾.

عرف المشرع الفرنسي في المادة الأولى من القانون رقم (98/08) المتعلق باللجنة المشرفة عن تنظيم عملية البورصة بأن: "هذا السوق يمثل إجمالي الصفقات المتعلقة بالقيم المنقولة من طرف لجنة البورصة"⁽²⁾.

وتناول مصطفى يوسف كافي⁽³⁾ نقلا عن تعريف محمد يوسف ياسين البورصة بأنها: "سوق منظمة تعقد في مكان معين، أو في أوقات دورية، بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية، ويعمل في هذه السوق أشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية، ولا يجوز أن تتم العمليات في هذه السوق إلا بواسطة وسطاء رسميين وفي الشكل المحدد قانونا، وتتصف هذه العمليات بالصبغة التجارية، علما أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة لمجرد دخوله في إحدى عمليات البورصة".

كما عرف Philippe Spiesser⁽⁴⁾ البورصة بأنها: "مؤسسة مستمرة ومنظمة تنظيما دقيقا يضمن تلاقى العرض والطلب بالنسبة للبضاعة أو القيم التي تتناولها حركتها في جو من المنافسة الحرة المتاحة".

حسب التعريف الحديث لحمدى عبد العظيم⁽⁵⁾ لبورصة الأوراق المالية هو: "السوق الذي تلتقي فيه إرادة البائعين والمشتريين للأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الوسائل التقليدية أو الحديثة مثل عمليات شراء وبيع الأوراق المالية عبر الانترنت وإدارة المحافظ المالية أو الاستثمارية وتتبع استثماراتها عبر الانترنت".

⁽¹⁾ Michel FLEURIET YVES SIMON, op. cit, p 23.

⁽²⁾ خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 161.

⁽³⁾ مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 17.

⁽⁴⁾ Philippe Spiesser, op.cit, p1.

⁽⁵⁾ حمدى عبد العظيم، (2012): اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث: القاهرة، مصر، ص 11.

انطلاقاً مما سبق، تعد البورصة جزءاً من السوق المالي، وتعرف على أنها مكان عام منظم لحفظ حقوق المتعاملين بموجب قوانين ولوائح تجري فيه تداول الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل، يتم العمل من خلالها في أوقات عمل رسمية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا العمل.

2.1.2. أنواع البورصات

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة، وتتمثل أهم أنواعها في:

أ. من حيث المدى الزمني

أولاً- بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فوراً.

ثانياً- بورصات عقود آجلة: يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام لا للمنتجات أو الأثمان، بل تتم مضاربة على السعر فقط.

ب. من حيث التعامل الجغرافي:

أولاً- بورصات محلية: بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي ولا تمتد معاملاتها دولياً وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات المتخلفة، وهي عادة بورصات محدودة النشاط للغاية.

ثانياً- بورصات دولية: بورصات تعمل على المستوى الدولي وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم⁽¹⁾.

ج. من حيث التسجيل والاعتراف والتمثيل الحكومي فيها⁽²⁾:

أولاً- البورصة الحكومية: وهي مأخوذة من النظام الفرنسي المطبق في عهد نابليون، حيث يكون العملاء معينين من قبل الدولة، مثل بورصات فرنسا وبلجيكا وإسبانيا وإيطاليا...إلخ.

(1) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 44.

(2) ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، (2012): المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع: بيروت لبنان، ص 127.

ثانيا- البورصات الخاصة: تعمل تحت نظام حر، ولا تخضع لأي احتكار بالنسبة لإجراء عقود بيع وشراء المواد الأولية، أو بالنسبة لإصدار الأسهم والسندات، وأهم الدول التي تتبع هذا النظام الولايات المتحدة الأمريكية وإنكلترا واليابان وكندا وجنوب إفريقيا.

د. من حيث المنتجات المتداولة في البورصة⁽¹⁾:

أولا- بورصة البضاعة الحاضرة: وهي التي يتم التعامل فيها بناء على عينة، ثم يدفع الثمن عند التعاقد، والباقي عند التسليم.

ثانيا- بورصة العقود: وهي التي يتم البيع فيها لسلع غائبة غير حاضرة بسعر معلق على سعر البورصة في تصفية محددة، ويكون البيع فيها على المكشوف، أي لا بيع مقدور التسليم في المستقبل لا في الحال.

ثالثا- بورصة الأوراق المالية: وهي التي تباع فيها أسهم الشركات المختلفة أو السندات بسعر البورصة في تصفية محددة وبتاريخ معين، وهذه الأوراق قد تكون حاضرة، وقد تكون على المكشوف أي لا يملكها بائعها. وكما أسلفنا سابقا فإن للبورصات أنواع كثيرة، والنوع الذي نهتم به في دراستنا هو بورصة الأوراق المالية.

3.1.2. عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية

تتميز أهمية بورصات الأوراق المالية من اقتصاد إلى آخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة نذكر منها⁽²⁾:

-اقتصاديات متقدمة ومندمجة هيكليا وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة.

-تعاضد دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاديين المحلي والدولي.

-تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات. وكلما تيسر أكثر نشر المعلومات

سادت الشفافية في البورصات وبالتالي ازداد دور هذه البورصات في تحقيق الكفاءة.

(1) محمد علي سويلم، المصدر سبق ذكره، ص 61.

(2) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 34-35.

-وجود أجهزة ائتمانية من مؤسسات مصرفية وكاتب وساطة عالية الكفاءة، خاصة عندما تعمل هذه

الأجهزة من خلال شبكات الاتصال المحلية والدولية.

-الاهتمام بإدارات البورصات وكفاءات كوادرها وطاقتها التكنولوجية.

-توافر السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة.

-بناء السعر اعتمادا على عدد كبير من البائعين الراغبين للتبادل عند مستويات أعلى أو أدنى من

الأسعار الجارية.

2.2. الأوراق المالية محل التداول في بورصة الأوراق المالية

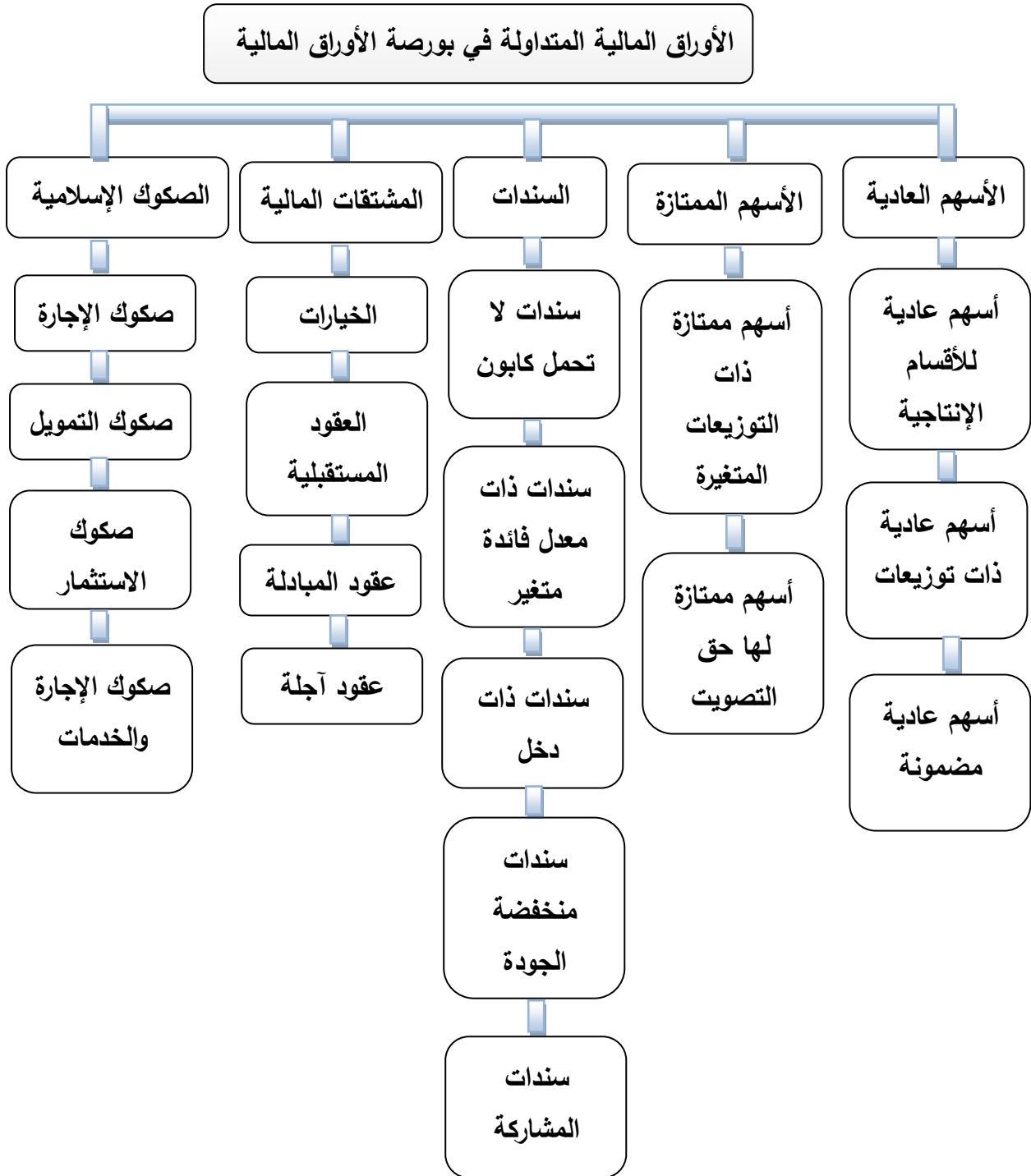
تأخذ الأوراق المالية أشكالا مختلفة، أسهم، سندات، خيارات، عقود...الخ، وتصدر الأوراق المالية من قبل

الشركات لرفع رأسمالها (أسهم، سندات) أو عن طريق المؤسسات المالية كأداة لتسهيل إدارة المخاطر (خيارات،

تعهدات)⁽¹⁾، أو على أساس عقود شرعية بضوابط تنظم إصدارها (الصكوك الإسلامية).

⁽¹⁾ Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, (2009): marché financiers-gestion de portefeuille et des risques, DUNOD, 5^e édition: Paris, France, p 14.

الشكل رقم (6.1): أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، (2014): السياسة النقدية المالية وأداء الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية: عمان، الأردن، ص 145.

1.2.2. الأوراق المالية التقليدية

وهي عبارة عن الأوراق المالية بأشكالها العديدة كالأسهم العادية والممتازة والسندات.

أ. الأسهم

السهم هو حصة من رأس المال الخاص للشركة التي يتم تداولها في السوق المالي حيث يمكن تداوله في أي وقت⁽¹⁾. ويمثل الملكية في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية⁽²⁾، ويعد حملة الأسهم شركاء في رأس مال المؤسسات المصدرة للأسهم وكذلك في صافي الدخل الذي تحققه هذه المؤسسات⁽³⁾. ويمكن التمييز بين أنواع الأسهم من حيث:

أولاً- معيار شكل الإصدار⁽⁴⁾:

- **السهم لحامله:** يصدر بشهادة ولا يحمل اسم صاحبه، يتوفر به مرونة كبيرة لتداول السهم، وتمتلك الملكية فقط بمجرد استلامه. وأهم عيوبه المخاطر التي يتعرض لها صاحب السهم من حيث حقوقه في حالة الضياع أو السرقة. وغالباً يكون إصداره محدود أو محرم الإصدار من الحكومة.
- **السهم الاسمي:** اسم صاحب السهم يكون مثبت على الشهادة. ويسجل بسجلات الشركة، وانتقال الملكية يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة.

⁽¹⁾ Franck Moraux, (2010): finance de marché, PEARSON édition: Paris, France, p 2.

⁽²⁾ محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون: القاهرة، مصر، ص 58.

⁽³⁾ محمود يونس، المصدر سبق ذكره، ص 119.

⁽⁴⁾ وليد صافي، أنس البكري، المصدر سبق ذكره، ص 123.

ثانياً - معيار الحقوق المترتبة عليها:

- **الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه: وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تتضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام⁽¹⁾. وهي الأكثر شيوعاً وتمثل جزءاً وحصة من رأس المال⁽²⁾. وتعطي ملكية الأسهم العادية الحق لحامليها في الحصول على حصص أرباح الشركة والمشاركة في عملية التصويت التي تتم في اجتماعات الشركة على أساس عدد الأسهم التي قاموا بشرائها. كما أن مالكي الأسهم العادية لهم الحق أيضاً في نصيب مناسب من أصول الشركة إذا تم تصفيتها⁽³⁾، وكما يدل اسمها - هي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم⁽⁴⁾.

- **الأسهم الممتازة:** يصنف السهم على أنه ممتاز حينما يميز صاحبه عن حاملي الأسهم العادية في تلقي حصص الأرباح وأيضاً في دفع حصة أصول الشركة في حالة تصفيتها. ولا تمنح الأسهم الممتازة أي حقوق للتصويت. وتقوم كل الشركات بطرح أسهم عادية ولكن القليل نسبياً هو الذي يعرض أسهم ممتازة⁽⁵⁾. وتقع هذه في مكان وسط بين الأسهم العادية والديون، حيث يتحدد لها نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدماً لحامل هذه الأسهم، ولكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها⁽⁶⁾. وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تشكل شكل الملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصصهم حصصهم من العوائد بدلاً من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات⁽⁷⁾. توفر هذه الأسهم لصاحبها مزايا خاصة لا لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء كان في الأرباح الموزعة سنوياً أو تصفية أصول الشركة عند الإفلاس أو عند تسجيل أصولها.

(1) هوشيار معروف كاكامولا، (2003): الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 92.

(2) حسني علي خربوش، المصدر سبق ذكره، ص 57.

(3) إدوارد جيلباتريك، (2008): الاستثمار في البورصة، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية: القاهرة، مصر، ص 22.

(4) محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد، (2013): أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 10.

(5) إدوارد جيلباتريك، المصدر سبق ذكره، ص 22.

(6) محمد أحمد عبد النبي، المصدر سبق ذكره، ص 68.

(7) هوشيار معروف، المصدر سبق ذكره، ص 101.

ب. السندات

تفضل بعض الشركات أن تقلل من تدخل حملة الأسهم في الإدارة أو أن تقوم بتمويل المشروع بدون تدخل الممول في حق الملكية لذلك فهي تلجأ إلى إصدار السندات ⁽¹⁾. السند عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض ، وتتعهد الشركة بموجب هذا سداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار ⁽²⁾. وبالتالي يعتبر السند أداة دين طويلة الأجل تصدرها الشركات للاقتراض من مصدر السند إلى المكتتب ⁽³⁾، وذلك بدفع فوائد ثابتة مهما كانت نتيجة المنشأة ربح أو خسارة، كما يلتزم كذلك المصدر بتسديد قيمة القرض عندما يحين أجل استحقاقه ⁽⁴⁾.

وللسندات **خصائص** يمكن إجمالها فيما يلي ⁽⁵⁾:

- تمثل السندات صك مديونية وليس ملكية؛
- يمثل العائد على السندات في معدل الفائدة المقرر على السند؛
- يحصل حامل السند على الفوائد المقررة بغض النظر عن تحقيق الشركة لأرباح أو خسائر؛
- ليس لحامل السند الحق في التصويت في مجلس الإدارة؛
- للسند تاريخ استحقاق على عكس الأسهم العادية والممتازة.

(1) أسامة عبد الخالق الأنصاري، (2008): الدليل العملي للاستثمار بالبورصة، السحاب للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص 28.

(2) وليد صافي، أنس البكري، المصدر سبق ذكره، ص 107.

(3) Laurent LAFONT, Aton Molina, Eric GIRAND, (2012) : Bourse investir et gagner, Prat éditions : Paris, France, p 6.

(4) لطرش سميرة، المصدر سبق ذكره، ص ص 34-35.

(5) محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد ، المصدر سبق ذكره، ص 24.

ويوجد العديد من المعايير لتقسيم أنواع السندات فنجد مثلاً:

أولاً- معيار جهة الإصدار⁽¹⁾:

- سندات حكومية: تصدر من الدولة ومؤسساتها مثل (سندات الخزينة - سندات البلدية).
- سندات أهلية: تصدر عن مؤسسات مالية أو شركات مساهمة عامة في القطاع الخاص. وتمتاز هذه السندات أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية.

ثانياً- معيار الأجل⁽²⁾:

- سندات قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.
- سندات متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.
- سندات طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

ثالثاً- معيار الضمان⁽³⁾:

- سندات غير مضمونة: يحصل صاحب السند على فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل عند ميعاد الاستحقاق.

-سندات مضمونة: تشبه السندات السابقة إلا أنها تكون مضمونة بأصل ثابت ولهذا تستوفي قيمتها إذا حدثت تصفية للشركة من الأصل الضامن لها.

2.2.2. الأوراق المالية المشتقة

بدأ التعامل بالمشتقات المالية أو الأوراق المالية المنتفعة بشكل عام والخيارات بشكل خاص رسمياً

في بداية السبعينات، ومن ثم تطورت وازداد التعامل بها⁽⁴⁾. وتعرف المشتقات على أنها: الأوراق المالية التي

(1) وليد صافي، أنس البكري، المصدر سبق ذكره، ص 109.

(2) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 150.

(3) محمد الصيرفي، المصدر سبق ذكره، ص 134.

(4) مختار حميدة، (2013): الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية: بيروت، لبنان، ص 122.

تشتق قيمتها من قيمة ورقة مالية أو أكثر بمثابة أدوات لإدارة المخاطر⁽¹⁾، أي هي عقود أكثر من كونها إصدار جديد لأوراق مالية أساسية. ويبرز هذا التعريف جانب الالتزام والتعاقد بين طرفي العقد⁽²⁾.

هناك أنواع متعددة للمشتقات المالية أهمها:

أ. **عقود الخيارات:** الخيار هو عقد يخول حامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد وقت الاتفاق ويتم التسليم في المستقبل، وهذا العقد يتم بين الذي يريد شراء أو بيع الورقة المالية والطرف البائع لهذا الخيار⁽³⁾. يقصد بعقود الخيارات العقود التي تعطي حاملها الحق في أن يبيع أو يشتري قدرا من الأوراق المالية بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة محددة على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء. ويتضمن عقد الخيار طرفين هما: مشتري حق الاختيار والبائع (محرر حق الاختيار)⁽⁴⁾. الخيارات هي واحدة من أكثر الأدوات المربحة المتوفرة للمتاجرين، فهي تقدم قدرة كبيرة على الرفع المالي وإدارة المخاطر وتحسين عائدات المحافظ الاستثمارية⁽⁵⁾.

ب. **عقود المستقبلية:** العقد المستقبلي عبارة عن ترتيب لشراء أو بيع كمية معينة من السلع أو الأصول المالية بأسعار محددة عند موعد محدد من المستقبل⁽⁶⁾. يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق. ويعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود⁽⁷⁾. إن الكثير من عقود المستقبلية هي عقود

⁽¹⁾ Zvi Bodie, Robert Merton, Finance

⁽²⁾ حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، (2011): المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 334.

⁽³⁾ موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، (2008): المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 111.

⁽⁴⁾ محمد علي سويلم، المصدر سبق ذكره، ص 65.

⁽⁵⁾ حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المصدر سبق ذكره، ص 348.

⁽⁶⁾ أسامة عبد الخالق الأنصاري، المصدر سبق ذكره، ص 33.

⁽⁷⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، المصدر سبق ذكره، ص 349.

نمطية ومنظمة بشكل رسمي وكذلك عمليات التعامل بها نمطية ومنظمة ⁽¹⁾. ويتضح أن الفاصل بين العقود المستقبلية وعقود الخيار يأتي من أن تنفيذ العقد في الأولى إلزامي من قبل طرفي العقد بينما تنفيذه في الثانية هو اختياريًا، فحامل الخيار له الحق في المفاضلة ما بين تنفيذ العقد وعدمه ⁽²⁾.

ج. عقود الآجل: العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل ويلتزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ ⁽³⁾. وهي عقود غير قابلة قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق أو الالتزام الكامل معًا لترتيب مبادلة على أصل معين وفي وقت مستقبلي يحدد مسبقًا وبسعر يحدد مسبقًا أيضًا. ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر بالسعر الآجل. يتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابتًا والسعر الثاني يكون قابلاً للتغيير. وبصورة عامة إن عقود الآجل ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي بل إنها بالأحرى نوع من الاتفاقيات التجارية التي تعقد بين طرفين لتبادل معين يتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل ⁽⁴⁾.

الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة ممكن أن يظهر بوضوح من خلال ميزات الخاصة بالعقود المستقبلية التي تجعل هذه العقود نمطية إذ لا مفاوضات ولا نقاشات كثيرة حول السعر وتاريخ التنفيذ والكمية. إن نمطية هذه العقود تعني أن جميع المتاجرين في هذه العقود يعلمون بالضبط جميع مواصفات العقد الجيد الذي يصلح للتجارة، والفرق الآخر هو أن العقود الآجلة لا يمكن إعادة بيعها أي أن ليس لها سوق ثانوية ولنفس السبب فإن العقود الآجلة لا يمكن تسويتها حسب السوق وإن الزبون يجب أن ينتظر حتى تاريخ التسليم ليحقق الربح أو الخسارة حسب موقعه من العقد ⁽⁵⁾.

(1) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 170.

(2) محمد محمود شلبي، (2013): علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص 31.

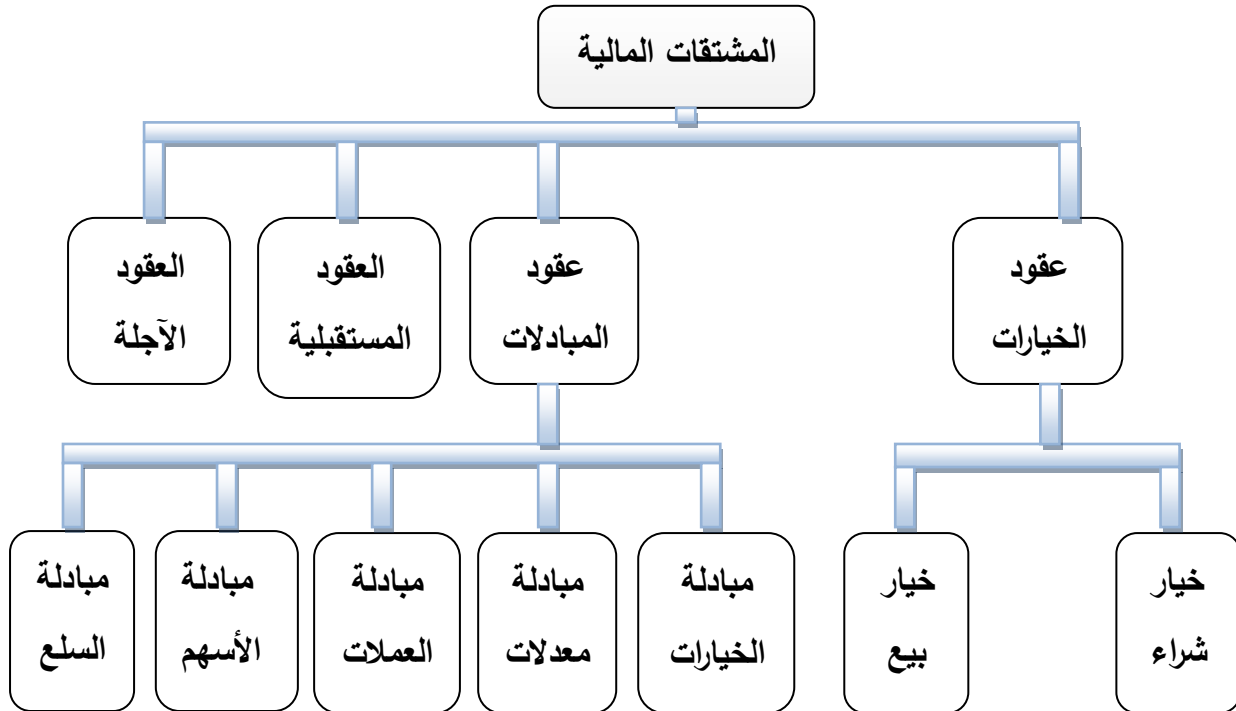
(3) شقيري نوري، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز، الدويكات، (2014): دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى: عمان، الأردن، ص 232.

(4) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص ص 173-174.

(5) حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المصدر سبق ذكره، ص ص 343-344.

- د. عقود المبادلات: يمكن تعريف عقد المبادلات (المقايضة) بأنه التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي الأصلي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد⁽¹⁾.
- تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس عقد الخيار، كما أن المتحصلات والمدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ⁽²⁾.

الشكل رقم (7.1): أنواع المشتقات المالية



المصدر: دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليلي الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 402.

⁽¹⁾ حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المصدر نفسه، ص 348.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، (2012): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 315.

3.2.2. الصكوك الإسلامية

تعتمد الأسواق المالية التقليدية على أدوات مستمدة من كيانها الوضعي القائم على نظام مرفوض من ناحية الشريعة الإسلامية يقوم على عنصر الربا، وهو نظام الإقراض والاقتراض بالفائدة، أما من منظور الشريعة الإسلامية، ومن خلال الأسواق المالية الإسلامية، فلا بد من وجود أدوات مالية بديلة عن الأدوات المالية التقليدية⁽¹⁾.

اهتم الباحثون الاقتصاديون المعاصرون بديلا عن السندات المحرمة وهو اهتمام قديم، فقد عقد المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1396 هـ الموافق لـ 1976 م، ومنذ ذلك الوقت تسعى الدول الإسلامية المهتمة إلى أسلمة الأدوات المالية وتجسيد فكرة الصكوك الشرعية، وذلك من أجل مواجهة العجز في ميزانيتها وتعزيز الإنفاق العام وبناء المنشآت الحيوية ومن هذه الدول على سبيل الذكر ماليزيا، السودان، البحرين والبحرين⁽²⁾.

تعرف الصكوك على أنها:

- الصكوك صيغة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية وهي آلية تمويلية تتجه نحو ما افتقدته السندات. تتبع فكرة الصكوك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة وغيرها كتطوير مواكب لتطورات العصر التمويلية وكبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد⁽³⁾.
- الصك هو عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة نقدية معينة تصدرها الشركة الإسلامية، كالتزام عليها اتجاه كل من يسدد لها قيمتها نقداً وتتعهد بتسديدها والوفاء بكافة حقوقها، وذلك وفق ما هو منصوص عليه في هذه الورقة. مع أن هذه القيمة تدخل في مشاريع الشركة وتستخدم كلمة صكوك بدل السندات، لأن السندات تمثل ديناً

(1) أحمد شعبان محمد علي، (2014): الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 3.

(2) بن الضيف محمد عدنان، المصدر سبق ذكره، ص 232.

(3) يوسف حسن يوسف، (2014): الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 5.

على المصدر وهو قائم على علاقة دائن ومدين وإذا تم بيعها فإنه بيع دين، أما الصكوك فهي تمثل جزءا من ملكية أصول محددة وبيعها يمثل بيع جزء من أصول المشروع⁽¹⁾.

- تعتبر الصكوك الإسلامية أيضا وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا في ملكية أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وغلق باب الاكتتاب، واستخداماتها فيما أصدرت من أجله⁽²⁾.

تختلف طبيعة الصكوك الإسلامية وتتنوع باختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، وذلك على النحو التالي⁽³⁾:

أ. **صكوك الإجارة**: وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء عين مؤجرة أو قابلة للتأجير أو موعود باستئجارها أو شراء منفعة عين حاضرة أو موصوفة في الذمة.

ب. **صكوك التمويل**: وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها لشراء البضاعة الموعود بشرائها مرابحة أو دفع ثمن سلعة السلم. أو تكلفة العين المباعة استصناعا.

ج. **صكوك الاستثمار**: وهي الصكوك التي تستخدم حصيلتها في تمويل مشروع معين أو نشاط خاص بعقد من عقود المشاركات، كالمضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار والمزارعة والمغارسة والمساقاة.

د. **صكوك الإجارة والخدمات**: هي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء خدمة من مقدم الخدمة لإعادة بيعها لطالبيها.

(1) بن الضيف محمد عدنان، المصدر نفسه، ص 233.

(2) رمزي محمود، (2013): الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات في الرأسمالية والإسلام وأسرار الصكوك في مصر والعالم، منشأة المعارف للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 248.

(3) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، (2014): الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 05 و 06 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس: سطيف، الجزائر، ص ص 6-7.

3.2. إجراءات التداول في بورصة الأوراق المالية

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية من قبل جمهور المتعاملين على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسرة والوسطاء. وتخضع عمليات التداول في البورصات إلى وجود قواعد وإجراءات يتم عن طريقها تنظيم مختلف جوانب هذه التعاملات.

1.3.2. الوساطة المالية

تتم غالبية التعاقدات والتعاملات في الأوراق المالية بواسطة شركات تعمل في مجال الوساطة فهي تعتبر وكيل Agent عن المستثمرين، فإذا كان الوسيط وكيلا فإنه يحصل على عمولة Commission مقابل ذلك⁽¹⁾.

أ. تعريف الوسيط المالي

هو الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالي وأنظمتة وتعليماته، يقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعال بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين ولقاء تغطيته وتسويق الإصدارات⁽²⁾.

ب. الأنظمة والقوانين التي تحكم عمليات شركات الوساطة المالية

الجهة التي تضع الأنظمة والقوانين التي تتحكم في عمليات شركات الوساطة هي البورصة والمتمثلة في لجنة إدارتها. أما عن أهم الأنظمة والقوانين فهي⁽³⁾:

أولاً- بالنسبة للشخص الطبيعي:

ـ أن يكون مواطناً متمتعاً بالحقوق المدنية؛

ـ أن يجتاز امتحان السوق المقرر؛

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، (2006): الاستثمار في البورصة-أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 62.

(2) محمد الصيرفي، المصدر سبق ذكره، ص 41.

(3) محمد الصيرفي، المصدر نفسه، ص ص 43-44.

- أن يكون لديه مكتب وأن يكون متفرغا؛

- أن يكون ذا سيرة وسمعة حسنة؛

- أن لا يقل رأسماله المدفوع عن المبلغ الذي تحدده لجنة إدارة السوق مع تقديم الضمانات اللازمة؛

- أن توافق عليه لجنة السوق.

ثانيا - بالنسبة للشخص المعنوي: سواء كانت شركات عادية أو شركات مساهمة فالشروط هي:

- أن تكون شركة وطنية؛

- أن تكون إدارتها ذات أغلبية وذات سيرة وسلوك حسن؛

- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن المبلغ المحدد مع تقديم الضمانات اللازمة؛

- أن توافق اللجنة على الطلب المقدم مع أي شروط خاصة أخرى.

يعد السماسرة أو الوسطاء من أهم الفاعلين الرئيسيين في البورصات لما لهم من دور شديد الأهمية

في تقديم مجموعة الخدمات المتكاملة التي يحتاج لها المتعاملون في البورصات فهم من أهم صناعات السوق

وموجهيه ومحفزي التعامل على الأوراق المالية في البورصة، بل إن كثيرا من يكون السماسر هو المحرك

الرئيسي للنشاط لأوراق مالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة ليس فقط

لكونه الوسيط الذي تتم به المعاملات ولكن أيضا لما يقوم به من خدمات أخرى ذات طابع خاص يمكن أن

إجمالها بما يلي: يقدم السماسر النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل والتعامل

على أوراق معينة بذاتها وموقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل ثم يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية

نيابة وباسم العملاء وإبلاغهم بتطور الأسعار وتقلباتها أولا بأول تلفونيا أو بأي من وسائل الاتصال المتفق

عليها⁽¹⁾.

(1) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 122.

2.3.2. الأوامر وأنظمة التسعير في بورصة الأوراق المالية

يشترط عدد من الترتيبات لكي يتم التداول في بورصة الأوراق المالية بين المستثمرين والوسطاء والتي منها، نوع الأمر الذي يجب تنفيذه، نظام التسعير وأنظمة التسوية والمقاصة.

أ. الأوامر في بورصة الأوراق المالية

تسمح البورصات بتداول الأوراق المالية وتضمن تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية من خلال أوامر البورصة، أمر البورصة هو أمر بالتنفيذ، موجه إلى وسيط، لقرار شراء أو بيع الأدوات المالية⁽¹⁾. فلأمر هو عقد بين مصدر الأمر (مستثمر مثلاً) ووسيط (البنك مثلاً) مسؤول عن تنفيذه لفترة محددة⁽²⁾، أي توكيل يعطي لأحد الوسطاء لبيع وشراء أداة مالية معينة، وتبقى صالحة طيلة الجلسة ما لم يكن هناك اتفاق أو تعليمات تخالف ذلك⁽³⁾، وتقوم شركات الوساطة والسمسة بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بالأمر من حيث مضمونه، اسم مصدره، صفته، ساعة وكيفية وروده للشركة والتمن الذي يرغب العميل البيع به. مفهوم الأمر (شراء وبيع) وحده غير كافٍ، هناك العديد من أنواع الأوامر التي تحدد رغبات المستثمر، سلامة عمليات السوق واتخاذ استراتيجيات لإدارة مخاطر⁽⁴⁾. وأهم أشكال هذه الأوامر ما يلي⁽⁵⁾:

أولاً- الأمر السوقي: يتضمن الأمر السوقي قيام العميل بمنح السمسار صلاحية الشراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسباً وبما يتلائم مع السوق (العرض والطلب).

ثانياً- الأمر المحدد: يتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها إعطاء العميل وقيامه ببيع أو شراء الأوراق المالية ويتطلب من السمسار في هذه الحالة تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى هذا الحد.

(1) Jérémy Morvan, (2014): Marché financiers et instruments financiers, Dunod: Paris, France, p 14.

(2) Henri BOURACHOT, Gilles RENOUARD, Jean-Luc RETTEL, (2010) : 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Bréal éditions, 4^e édition, France, p 78.

(3) صلاح الدين حسن السيسي، (2003): بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص 17.

(4) Laurent LAFONT, Aton Molina, Eric GIRAND, op.cit, p37.

(5) جمال جويدان الجمل، المصدر سبق ذكره، ص ص 27-28.

ثالثا- أمر التوقف: يعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين، وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من خسارة.

رابعا- الأمر الفوري: ويقتضي هذا الأمر تنفيذ ما يطلبه العميل من السمسار فوراً، وإلى اعتبار هذا الأمر لاغياً.

خامسا- الأمر الحر أو المطلق: يعطي هذا الأمر للسمسار الحرية المطلقة في عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية حسب ما يعتقد السمسار.

سادسا- الأمر المحدد الزمن: ويقتضي هذا الأمر بأن يكون محددا بسقف زمني كأسبوع أو شهر...إلخ.

ب. أنظمة التسعير في بورصة الأوراق المالية

للوصول إلى سعر معين في بورصة الأوراق المالية لابد من توافر بائعين ومشتريين لأسهم معينة، وتجنباً من فروقات كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة بورصات الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاماً خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا تتجاوز فيه نسبة معينة تنص عليها لوائح تلك البورصات⁽¹⁾. أنظمة التسعير تتم حسب درجة سيولة القيم المنقولة. بالنسبة للقيم الأكثر سيولة وفق طريقة التسعير المستمر في حين يتم تداول القيم الأقل سيولة وفق طريقة التسعير الثابت⁽²⁾، وتتمثل أهم نظم التسعير فيما يلي⁽³⁾:

أولاً- طريقة التسعير المستمر: هو وسيلة لتحديد أسعار الأدوات المالية استناداً إلى مقارنة مستمرة لأوامر البيع والشراء المعروضة في السوق. يتم التسعير والتداول في إطار هذه الطريقة وفقاً لما يلي:

-مرحلة ما قبل الافتتاح: يتم تجميع الأوامر بدون تنفيذ، حيث يتم تنفيذ أقصى حد من أوامر وتحدد هذه العملية سعر الافتتاح.

(1) صلاح الدين حسن السيسي، المصدر سبق ذكره، ص 18.

(2) Catherine Karyotis, (2009) : l'essentiel de la bourse, Gualino éditeur, lestonso éditions : Paris, France, p p 14-15.

(3) Jérémy Morvan, op.cit, p p 13-14.

-التداول المستمر: يسمح بتنفيذ الأوامر فور وصولها ووفق خصائصها.

-مرحلة ما قبل الإغلاق: يتم تجميع الأوامر مرة أخرى دون تنفيذها. تحدد هذه العملية سعر الإقفال،

والتي يتم تنفيذ الحد الأقصى للأوامر.

ثانيا- طريقة التسعير الثابت Fixing : هو وسيلة لتحديد أسعار الأدوات المالية القائمة مرة واحدة أو أكثر في جلسة شراء وبيع الأوامر التي يتم عرضها في السوق. نظام التسعير الثابت fixing يمكن أن يكون بسيط (تحديد واحد في كل دورة) أو مزدوج (تحديد مزدوج في كل دورة) أو أكثر (نظام التسعير الثابت المتعدد)، ويتم تجميع الأوامر دون تنفيذ. يتم استخدام سعر محدد لتنفيذ الحد الأقصى للأوامر. يمكن أن تتكرر هذه العملية اختياريًا عدة مرات في الجلسة الواحدة.

3.3.2. أنظمة المقاصة والتسوية في البورصات

أنظمة المقاصة والتسوية هي جزء لا يتجزأ ويتكامل مع قواعد القيد والتسجيل والتداول في البورصات، كما أن بها مخاطر يجب أن يتم تخفيضها لزيادة سرعة المبادلات وتخفيض التكاليف وزيادة الثقة في البورصة ومن ثم زيادة درجة كفاءتها وعدالتها ومرونتها ونشاطها.

أ. تسوية الصفقات

تجري تسوية الصفقات بأن يطلب العميل من السمسار الذي يرغب في التعامل معه أن يشتري أو يبيع له أسهم معينة مسجلة للتداول في البورصة، فيقوم السمسار بتسجيل المعلومات عن الأمر ثم إبلاغه للإدارة التجارية لبیت السمسرة، والتي تقوم بدورها بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة حيث يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار وإبلاغه بوصول الأمر، وعلى الفور يقوم السمسار باستلام الأمر من الكاتب المختص، ثم يقوم بتنفيذ

الأمر. وبمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار تقرير عنه مباشرة إلى الإدارة التجارية لبيت السمسرة بنفس الطريقة التي استلمه بها (1).

ب. المقاصة

المقصود بالمقاصة المالية هي خصم قيمة الأوامر المنفذة من الحساب الجاري للشركة، وكذلك إضافة قيمة الأوامر المنفذة على البيع إلى الحساب الجاري للشركة (2). وفي هذه الحالة بيت المقاصة يتلقى يوميا سجل بعمليات الأعضاء. وفي نهاية اليوم يتم مقارنة بيانات طرفي كل عملية للتأكد من اتساق البيانات المقدمة، ثم يتم إجراء المقاصة وتحديد صافي النتائج لكل عضو. ويتلقى كل عضو قائمة بصافي الأوراق المالية الواجب تسليمها أو استلامها بالإضافة إلى صافي النقدية التي تدفع أو تحصل (3).

ج. العلاقة بين المقاصة والتسوية

تقوم جهة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي بإجراء عمليات المقاصة في الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم. كما يقوم بيت المقاصة بإجراء عمليات المقاصة والتسوية في الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل سداد الثمن، ويجب أن لا تتجاوز الفترة بين إجراء عملية التداول وإتمام التسوية الخاصة بها خلال المدة المحددة لذلك (T+3)، على أن تكون الجهة القائمة بنشاط المقاصة والتسوية والحفظ المركزي مستقلة وذاتية التشريع وتقوم بالنظم اللازمة لضمان تنفيذ أعضاء الإيداع المركزي لالتزاماتهم المتعلقة بالتسوية في الأوراق المالية (4).

(1) أشرف محمد دوايه، (2009): تكامل الأسواق المالية العربية- آفاق وتحديات، مؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة

خلال الفترة من 14-15 أفريل، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية: عمان، الأردن، ص 10.

(2) محمد عبد الحميد عطية، (2011): الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 93.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم، (2002): بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر،

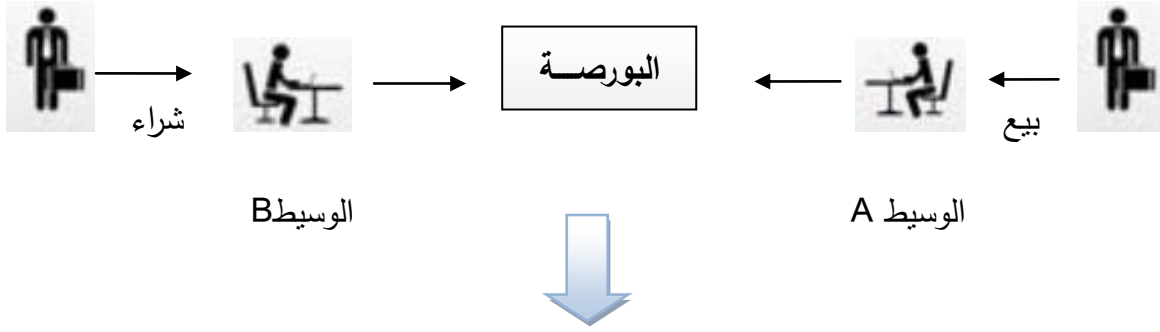
ص 72.

(4) محمد الصيرفي، المصدر سبق ذكره، ص 103.

الشكل رقم (8.1): كيفية التداول في البورصة.

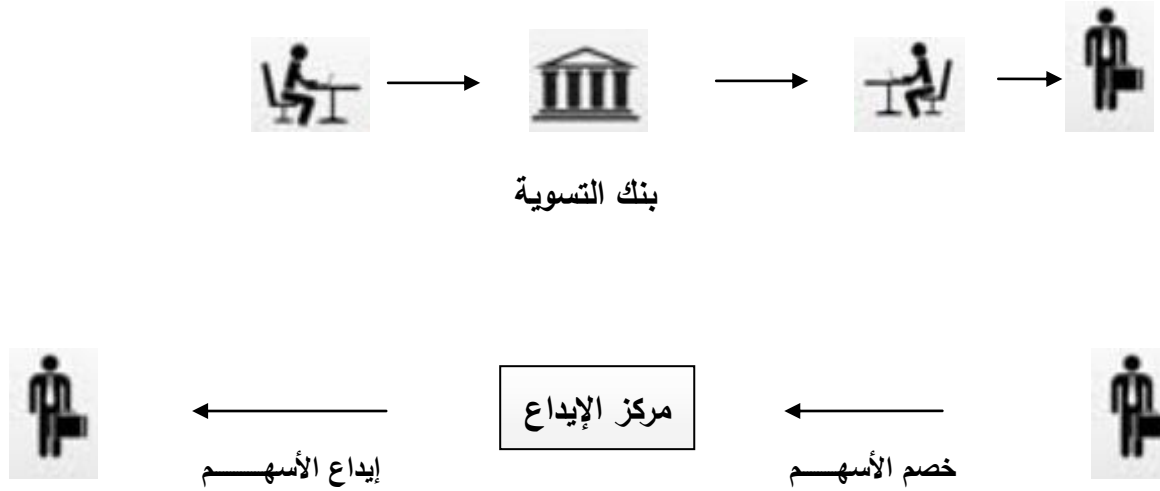
T+0

التداولات



T+3

التسوية والمقاصة



المصدر: كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي (2013): سوق دبي المالي، ص 21.

3. بورصة الأوراق المالية: كفاءة، مؤشرات وأهم البورصات العالمية

إن موضوع الكفاءة مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف. وتحقيق كفاءة البورصات شأنها شأن مؤشرات البورصات، التي يستخدمها المستثمر لكي يعرف مستوى أداء استثماره في البورصة، وبأي اتجاه يسير فإنه لا بد من وجود أساس أو معيار، يمكن المقارنة به أو القياس عليه، وهذا لا يتسنى إلا من خلال معدل الأسعار أو ما يطلق عليه بمؤشر البورصة. هناك العديد من المؤشرات التي تقوم بإصدارها البورصات سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية.

1.3. كفاءة بورصة الأوراق المالية

1.1.3. تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية

يقصد بكفاءة بورصة الأوراق المالية مدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، للتعرف إلى أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذه البورصة موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما أن كفاءة البورصة تعني أن الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها⁽¹⁾. ترتبط كفاءة بورصة الأوراق المالية بكفاءة تدفق المعلومات بشكل يضمن الشفافية والدقة والسرعة لتقليل حالات عدم التأكد بظروف الاستثمارات، وبالتالي تفترض فرضية كفاءة الأسواق أن كل شخص يمتلك معرفة كاملة عن كل المعلومات المتوفرة في السوق. فالسلوك العقلاني للمستثمرين يفترض أن المعلومات الماضية والحاضرة قد انعكست في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي فإنه لن يستطيع تحقيق أية أرباح غير عادية دون الآخرين⁽²⁾. السوق الكفو هو ذلك السوق الذي يحقق تخصصا كفنا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا. يعتبر السوق كفو عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية إلى قيمته الحقيقية،

(1) محمد أحمد عبد النبي، المصدر سبق ذكره، ص 41.

(2) فاروق رفيق التهموني، (2014): اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين مؤشرات بورصة عملن للأوراق المالية، أسواق المال: دراسات تطبيقية، المنظمة العربية للتنمية الادارية: القاهرة، مصر، ص 6.

أي⁽¹⁾:

$$\frac{ق-مج}{س-1} = \frac{ت س}{س(1+م)}$$

حيث:

(ق): تمثل القيمة السوقية للسهم وهي تعادل قيمته الحقيقية.

(ت): تمثل التوزيعات السنوية.

(م): تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يكفي لتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها

الاستثمار في السهم.

بعبارة أخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه

والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي تماما القيمة السوقية

للسهم يوم شرائه.

إن أهم المعلومات التي تحتاجها أطراف ووحدة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية⁽²⁾:

-أسعار وعوائد أوراق الدين؛

-أسعار الأسهم وعوائدها المتحققة من خلال التوزيعات؛

-معلومات عن مصدري الأوراق المالية؛

-بيانات اقتصادية كلية والوضع المالي بشكل عام؛

-بيانات عن الحسابات القومية (الناتج المحلي، عرض النقود، الاستخدام والتضخم، ...الخ).

(1) محمد الصيرفي، المصدر سبق ذكره، ص ص 30-31.

(2) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 50.

2.1.3. السمات الأساسية لكفاءة بورصة الأوراق المالية

ليتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي توافر سمتان أساسيتان هما⁽¹⁾:

أ. **كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية** : تعرف بسرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في

السوق -دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

ب. **كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية**: فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

إن السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سوق الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها. سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر⁽²⁾.

3.1.3. مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية⁽³⁾:

أ. **مستوى الكفاءة الضعيفة (Weak-Frw Efficient)**: وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات

التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات التي تعود إليها تلك الأوراق، ولا يستطيع فيها أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم

(1) محمد أحمد عبد النبي، المصدر سبق ذكره، ص 42.

(2) صلاح الدين حسن السبيسي، المصدر سبق ذكره، ص 24.

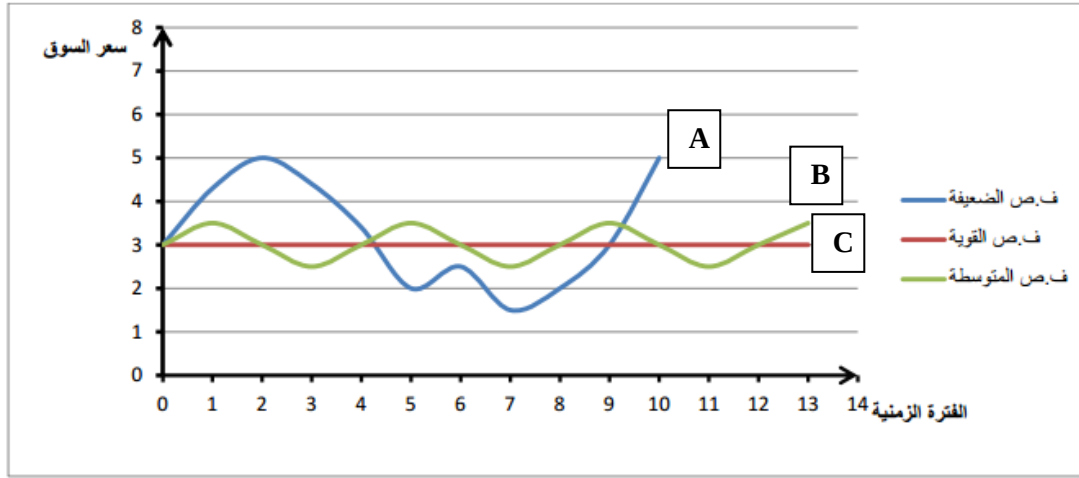
(3) فيصل محمود الشواره، (2007): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 50-51.

ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته وتمائل وجودها معه، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار.

ب. **مستوى الكفاءة شبه القوي (Semi-Strong Form Efficient):** هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لعدم معرفتهم وتمائل وجودها معهم، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية، أو مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة.

ج. **مستوى الكفاءة القوي (Strong Form Efficient):** هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجوده، وحينما يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي، إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي، ويمكن تحديد الأسواق غير الكفوءة من هذا النوع من خلال مدى قرب الأسعار السوقية، من الأسعار الحقيقية أو مراقبة تصرفات العارفين بأمور السوق المالي وكبار الموظفين. والشكل التالي يوضح طبيعة العلاقة بين المستويات الثلاثة للكفاءة.

الشكل رقم (9.1): العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث.



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، (2014): السياسات النقدية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية: عمان، الأردن، ص 208.

يتضح من الشكل أن بورصة الأوراق المالية لكي تكون كفؤة بالمستوى القوي لابد من أن يكون كفؤاً بالمستوى الضعيف أولاً، ولكي يكون كفؤاً بالمستوى القوي لابد من أن يكون بالمستوى شبه القوي والضعيف، فالمنحنى (A) يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية ليؤشر بذلك المستوى الضعيف، في حين إن المنحنى (B) يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية (تباين صغير/المستوى شبه المنحرف)، ففي حين يكاد التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساوياً صفراً، فإن بورصة الأوراق المالية تكون كفؤة بقوة أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر، طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم⁽¹⁾.

(1) عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص ص 208-209.

2.3. مؤشرات بورصات الأوراق المالية

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه⁽¹⁾.

1.2.3. دور مؤشرات بورصة الأوراق المالية

يتمثل دور المؤشر في⁽²⁾:

- تمثيل تطور مجموعة من القيم السوقية. كما يعتبر أداة لقياس أداء السوق، أو عند مقارنته مع مؤشر آخر لمقارنة أداء سوقين مختلفين أو أكثر؛
- يعتبر بمثابة معيار (المؤشر) لتقييم أداء المستثمرين أو مسيري الأصول؛
- توفير الدعم للمشتقات (العقود الآجلة والمقايضات والخيارات).

يعتبر المؤشر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، كما أنه يعطي فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار. كما أنها تستخدم لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية⁽³⁾. ويمكن أن نحكم عن المؤشرات بأنها جيدة بكل بساطة إذا ما كانت تعكس حالة الاقتصاد الوطني بصورة مقارنة للواقع، وهذا طبعا لا يتوافر إلا إذا كانت البورصة الموجودة بالبلد تتسم بالكفاءة والنشاط وتحتوي

⁽¹⁾ ناجي جمال، المصدر سبق ذكره، ص 40.

⁽²⁾ Roland Portait, Patrice Poncet,(2008): Finance de marché, Dalloz: Paris, France, p273.

⁽³⁾ رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 215.

على معظم المؤسسات التي تعكس حقيقة هذا الاقتصاد سواء كانت عمومية أو خاصة، ففي هذه الحالة تكون المؤشرات ذات أهمية بالغة في الاقتصاديات⁽¹⁾.

2.2.3. تركيبة مؤشرات بورصة الأوراق المالية

يتم تعريف المؤشر كمحفظة. وفي ما يلي سوف نحدد مكونات محفظة المؤشر الذي يمثلها. اختيار الأوراق المالية في هذه المحفظة تعتمد في المقام الأول على الهدف المخصص لهذا المؤشر وبصورة عامة، تمثل السوق، أو القطاع، أو فئة معينة، على سبيل المثال⁽²⁾:

-منطقة جغرافية مثل دولة (الولايات المتحدة وبريطانيا واليابان وفرنسا...)، مجموعة من البلدان والمنطقة

الاقتصادية أو النقدية (أوروبا، آسيا...)، أو حتى في العالم؛

-قطاع اقتصادي (الأعمال المالية والصناعية والتكنولوجية)،

-قيم سوقية كبيرة، متوسطة أو صغيرة.

3.2.3. أساليب بناء مؤشرات بورصة الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق لحساب مؤشرات أداء بورصة الأوراق المالية، سنتطرق إلى الأساليب الشائعة

الاستعمال في حساب المؤشرات كالاتي:

- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر) : هو عبارة عن متوسط مجموع أسعار

الأسهم في السوق مقسومة على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق وفقا لمؤشرات تتعلق بأداء

وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق⁽³⁾. يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية⁽⁴⁾:

-جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه.

-قسمة مجموعة أسعار الأسهم على عددها.

⁽¹⁾ مختار حميدة، المصدر سبق ذكره، ص 105.

⁽²⁾ Roland Portait, Patrice Poncet, op.cit, p273.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 218.

⁽⁴⁾ عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص 181.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ومن أهم المؤشرات العالمية المبينة على هذا الأساس نجد:

- **مؤشر داو جونز (Dow Jones Index):** ظهر مؤشر بورصة نيويورك في عام 1884، مع إنشاء مؤشر قطاع الصناعة متوسط داو جونز الشهير (DIJA) لـ 30 شركة. صمم في الأصل لإعطاء فكرة عن التطور العام لسوق معينة⁽¹⁾. احتسب هذا المؤشر للمرة الأولى سنة 1848، من قبل ناشرين لـ Wall Street Journal هما Charles H. Dow و Edward D. Jones، ويؤخذ على طريقة انتقاء العينة في احتساب هذا المؤشر⁽²⁾.

- **مؤشر نيكاي Nikkei 225:** أهم مؤشرات سوق الأسهم في اليابان، وكان البدء في حسابه في 1950/09/07 حيث حل محل المؤشر الذي كان معمولاً به منذ سنة 1949، يبلغ عدد الشركات الداخلة في حسابه 225 شركة كما يدل عليه اسمه. وكما هو متبع في داو جونز، فإن هوية هذه الشركات يتم تعديلها من حين لآخر حسب أوضاع تلك الشركات من حيث سيولة أسهمها في السوق ومدى تمثيلها لقطاع الصناعة التي تنتمي إليه⁽³⁾.
- **المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية):** يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات الداخلة في المؤشر، ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية⁽⁴⁾:

$$\text{إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم المتبادلة} \times \text{سعر السهم).}$$

⁽¹⁾ Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, op.cit, p22

⁽²⁾ وسام ملاك، (2003): البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، الطبعة الأولى: بيروت، لبنان، ص 26.

⁽³⁾ زياد رمضان، مروان شموط، (2007): الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع والتوريدات: القاهرة، مصر، ص 178.

⁽⁴⁾ عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص 183.

$$\text{إيجاد الوزن لكل سهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية الكلية}}$$

$$\text{احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة} = \frac{\text{أسعار الأسهم X (في أول اليوم المعلن)}}{\text{أسعار الأسهم X (في أول يومها الأساس)}}$$

من أهم المؤشرات التي تستخدم أساسا القيمة مؤشر ستاندراندبور، مؤشر كولس، المؤشر المركب لبورصة نيويورك، مؤشر الجمعية الدولية للنظام الآلي للأوراق المالية ناسدا و مؤشر الفانيشيال تايمز.

- **مؤشر ستاندراندبور Stantard & poor's 500**: بدأ العمل بهذا المؤشر سنة 1923، عندما بدأت شركة ستاندراند اندبور بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك يعتمد على 233 سهما. ويستخدم لقياس الأداء المالي والاستثماري للأفراد والجماعات ويحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة ما بين صناعة وخدمات ونقل وبنوك وتأمين وهذه الشركات تمثل حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك. ويقوم هذا المؤشر في طريقة حسابه على الوزن المرجح⁽¹⁾.

- **مؤشر فيناشيال تايمز FT-SE Shares index 100**: يعد هذا المؤشر، أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في المملكة المتحدة ويعرف باسم (Footsie) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة في بورصة لندن، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 1983/12/30 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ. وقد كان الهدف من حساب هذا المؤشر، تقديم وسيلة يمكن الاعتماد عليها في عقد صفقات حق الخيار والعقود المالية المستقبلية، ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني *EPIS ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه

(1) رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 217-218.

*EPIS : Electronic Price Information Computer.

بحاسبات آلية *TOPIC ويتم عرض قيمة المؤشر في الوقت نفسه بالمقصورة Floor ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر⁽¹⁾.

إن الاختلاف بين المؤشرين هو أن في حالة تجزئة الأسهم فإنه يتم تصحيح المؤشر المرجح بالأسعار حتى لا يتأثر مستوى الأسعار ويظهر أنه يميل للانخفاض خطأً. بينما لا يتأثر المؤشر المرجح بقيمة السوق في حالة تجزئة الأسهم⁽²⁾.

– المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: وهو المؤشر الذي يعطي أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل ورقة مالية مختارة وعند احتساب المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، بحيث يكون الاستثمار في كل شركة يساوي مبلغ الاستثمار في الشركات الأخرى، وإن أشهر مؤشر له هو (blue-line Avere) ويضم هذا المؤشر أسهم بورصة نيويورك وأسهم بورصات أخرى، بالإضافة إلى أسهم السوق الموازي الذي يضم 1700 شركة أمريكية⁽³⁾.

$$\text{المؤشر} = \frac{\left(\text{عدد الأسهم المشتراة} \times \text{سعر السهم} \right)}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}} \times 100$$

ويقوم بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر أي معامل الترجيح⁽⁴⁾، ومنه فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم X معامل الترجيح.

* TOPIC: Teletext out-put Of Price Information by Computer.

(1) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 264-265.

(2) سامية زيطاري، (2004): ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص 32-33.

(3) دريد كامل آل شبيب، المصدر سبق ذكره، ص 224.

(4) محمد عبد الحميد عطية، المرجع سبق ذكره، ص 378.

من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة مع تغير الوزن النسبي في البورصة⁽¹⁾.

خطوات حساب المؤشر⁽²⁾:

- تحديد الوزن النسبي للسهم صاحب أقل سعر.

- تحديد الوزن النسبي لكل سهم يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{الوزن النسبي} = \frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{سعر السهم}}$$

- حساب قيمة المؤشر وذلك بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في السعر السوقي.

- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية: تقوم فكرة هذا المؤشر على أساس تحديد السعر النسبي لكل

سهم من الأسهم التي يتضمنها هذا المؤشر، ويمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم في اليوم الحالي على سعر السهم في اليوم السابق، وبعد ذلك يتم حساب الوسط الهندسي * للأسعار ومن ثم تحديد قيمة المؤشر وذلك بضرب الوسط الهندسي للأسعار بأساس المؤشر الذي يمثل قيمة المؤشر في بداية تكوينه ويتم تحديده من لدن الخبراء القائمين على بناء المؤشر، وفي أغلب الأحيان تعادل هذه القيمة (100) أو مضاعفاتها⁽³⁾.

ويستخدم "مؤشر خط القيمة" (Value Line Index) في الولايات المتحدة الأمريكية هذه الطريقة في نشر

قيمة المؤشر. وقد تم تحديد قيمة الأساس في 30 جوان 1961 ويتم تعديلها منذ ذلك الحين⁽⁴⁾.

(1) بوكساني رشيد، (2005-2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 116.

(2) محمد صالح الحناوي، (2005): بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر و التوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 263.

* يتم تحديد الوسط الهندسي لعدد ن من الأسهم عن طريق حساب حاصل ضرب الأسعار التناسبية المتواجدة بالمؤشر ثم الجذر لحاصل الضرب.

(3) علاء فرحان طالب، المصدر سبق ذكره، ص 207.

(4) محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، المصدر سبق ذكره، ص ص 138-139.

خطوات حساب المؤشر⁽¹⁾:

- حساب السعر النسبي لكل سهم

$$\text{السعر النسبي} = \frac{\text{سعر الأُسْله في اليوم المقارن}}{\text{سعر السهم في اليوم}}$$

- حساب الوسط الهندسي للأسعار

$$\text{الوسط الهندسي} = (س_1 \times س_2 \times س_3 \times \dots \times س_n)^{1/n}$$

حيث:

س: الأسعار النسبية للأسهم (1، 2،، ن).

ن: عدد الأسعار النسبية.

- حساب قيمة المؤشر

قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار $\times$ سعر الأساس.

3.3. أهم البورصات العالمية

سنتطرق فيما يلي إلى أهم البورصات العالمية ، والتي يمكن تقسيمها طبقاً للمعيار الجغرافي إلى:

البورصات الأمريكية، البورصات الأوروبية والبورصات العربية.

1.3.3. البورصات الأمريكية

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في مجال البورصات، حيث يوجد لديها

أكبر عدد من الشركات المسعرة في البورصة، ويشهد على ذلك ما هو موجود في وول ستريت التي تقوم بدور

بارز في تطوير رأس مال الشركات الأمريكية، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات

الحاسوب وفي تمويل الاقتصاد الأمريكي . وتتميز البورصات الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث

(1) محمد صالح الخناوي، المصدر سبق ذكره، ص 263.

يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات⁽¹⁾. تنتم البورصات الأمريكية بالكفاءة العالية، ونظام معلومات مالي متقدم، إضافة إلى القدرة على الاتصال العالمي، وتطور وتجدد البورصات بشكل مستمر⁽²⁾. وتجدر الإشارة إلى أهم ثلاث بورصات أمريكية: بورصة نيويورك NYSE، بورصة NASDAQ والبورصة الأمريكية AMEX.

أ. بورصة نيويورك * NYSE: في 17 ماي 1792، تم توقيع اتفاقية بين 24 سمسار، تتعهد بتبادل الأوراق المالية. منذ سنة 1793، كانت المبادلات تتم في مقهى يسمى "Totine". وفي سنة 1817، أصبح يطلق على هذه الهيئة اسم "بورصة نيويورك" والتي تقع في وول ستريت أحد شوارع مدينة نيويورك⁽³⁾. بورصة نيويورك هي أكبر بورصة في العالم من حيث حجم التداول اليومي من المعاملات. في نهاية عام 2002، بلغت قيمتها السوقية أكثر من مرة ونصف الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية⁽⁴⁾.

ب. بورصة ناسداك ** NASDAQ: تأسست بورصة ناسداك سنة 1937 من قبل جمعية تجار الأوراق المالية وكانت البورصة تعمل بشكل غير منظم، إلى غاية 1 أوت 2006 أصبح بورصة منظمة، على الرغم من أنه لا يوجد لديها موقع فعلي والمعاملات التي تتم فيها عن طريق وسائل الاتصال، تعتبر البورصة الثانية للولايات المتحدة. كما أن لديها حصة 30% في بورصة لندن⁽⁵⁾. ناسداك هي بورصة إلكترونية متخصصة في القيم التكنولوجية مثل قيم شركة مايكروسوفت Microsoft وأبل Apple التي تختار معايير بورصة ناسداك. كان مسؤولون ناسداك هدفهم هو خلق سوق عالمية يمكن أن تعمل 24 ساعة 24 على ساعة، سبعة أيام في الأسبوع⁽⁶⁾. وهو نظام التداول خارج البورصة الذي يسمح بالتعامل على مدى 24 ساعة مع البورصات العالمية⁽⁷⁾.

(1) مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره ص 21.

(2) رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 58.

*NYSE : New York Stock Exchange.

**NASDAQ : National Association of securities Dealers Automated Quotation System.

(3) Paul-Jacques Lahman, (2014) : Economie des marchés financiers, De Boeck, 2^e édition, Belgique, p 129.

(4) Michel Fleuriat Yves Simon, op.cit, p232.

(5) Jean David Avenel, (2011) : l'essentiel des marchés financiers aux Etats-Unis, gualino : Paris, France, p71.

(6) Michel Fleuriat Yves SIMON, op.cit, p 233.

(7) رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 59.

ج. بورصة أمريكا (AMEX): بورصة أمريكا (AMEX) هي بورصة صغيرة نسبياً أين يتم تداول الأوراق المالية للشركات الصغيرة. أخذت بورصة AMEX الشهرة من مدى أهمية أخذ المعاملات "trackers" صناديق الاستثمار المتداولة في البورصات، منتجات مالية جديدة قابلة للتداول التي تقدم أداء مجموعة من الأسهم. أدخلت سنة 1993، هذه الأدوات توفر 80% من نشاط بورصة AMEX. خصوصية أخرى لهذه البورصة تضم سوقاً مهمة للخيارات على الأوراق المالية⁽¹⁾.

2.3.3. البورصات الأوروبية

يتكون السوق المالي الأوروبي من مجموعة من البورصات المحلية، يتم تسجيل الإصدارات في بورصة أو أكثر من البورصات الأوروبية ويتم التعامل في إصداراتها في أكثر من دولة مما يغلب الطابع الدولي على الطابع المحلي.

أ. البورصات الانكليزية: تعتبر بورصة لندن أهم البورصات الانكليزية ويرجع تاريخ إنشائها إلى سنة 1973، ويضم السوق المالي الانكليزي أيضاً بورصات برمنجهام، مانشستر، ليفربول ودبلن⁽²⁾. تعتبر بورصة لندن ثالث أكبر بورصة من حيث القيمة السوقية بعد بورصة نيويورك للأوراق المالية وبورصة طوكيو للأوراق المالية (أو الثانية بعد نيويورك وقبل طوكيو تبعاً للظروف الاقتصادية وقيمة الجنيه والين مقابل الدولار). وتعود أهمية بورصة لندن إلى تاريخ اقتصادي حافل، هو تاريخ انكلترا التي كانت القوة التجارية والصناعية العظمى حتى نهاية القرن التاسع عشر، تاريخ تبعه سوق مالي قادراً على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوى العظمى⁽³⁾.

ب. البورصات الفرنسية: تضم البورصات الفرنسية سبع بورصات هي: (باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي ونانت)، وهذه البورصات تمثل نظاماً متكاملًا تخضع لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر، ويتم فيها نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم CAC، الذي يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة بالأوراق المالية

⁽¹⁾ Michel Fleuriet Yves SIMON, op.cit, p233.

⁽²⁾ رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 51.

⁽³⁾ مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 21.

في فرنسا⁽¹⁾. تعتبر بورصة باريس هي الشركة المنظمة لهذه البورصات وأهمها⁽²⁾، تم تأسيسها رسمياً بمرسوم ملكي في 24 سبتمبر 1724 في فندق "NEVERS". كما تقوم بورصة باريس بتشغيل بورصة "MATIF" للعقود الآجلة وكذلك بورصة "MONEP" للخيارات⁽³⁾.

ج. البورصات الألمانية: يتكون السوق المالي الألماني من مجموعة من البورصات المحلية كبورصة فرانكفورت، هامبورغ وميونخ، وتتميز البورصات الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة وباحتياجات مشروعاتها⁽⁴⁾. أهم خصائص البورصات الألمانية⁽⁵⁾:

-تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم وثلثي السندات المتداولة.

-يتركز التداول في 4 بورصات من أصل 8 بورصات.

-ارتفاع الرسوم على الأسهم الألمانية.

3.3.3 البورصات العربية

لا تزال بورصات الأوراق المالية العربية حديثة التأسيس إذا ما قورنت بالبورصات العالمية، حيث لم تركز في الغالب في الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية السبعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين شهد انتشاراً واسعاً للبورصات في كافة الدول العربية.

أ. سوق الأوراق المالية في مصر: البورصة المصرية "CASE" هي مؤسسة تضم بورصة القاهرة والإسكندرية في مصر، وتدار كلتاها من نفس المدراء ويشارك في المعاملات التجارية، أي أنهما مؤسسة واحدة لكن

⁽¹⁾ رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 52.

⁽²⁾ Michel Fleuriet Yves SIMON, op.cit, p 236.

⁽³⁾ Paul-Jacques Lahman, op.cit, p p 130-131.

⁽⁴⁾ مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 22.

⁽⁵⁾ رسمية أحمد أبو موسى، المصدر نفسه، ص 53.

في موقعين منفصلين⁽¹⁾. وتدار البورصتان من مجلس واحد للإدارة وتخضع لنفس الأنظمة⁽²⁾. تعتبر سوق المال في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، أنشئت أول بورصة في الشرق الأوسط والعالم العربي بالإسكندرية سنة 1883 وبعدها أنشئت بورصة القاهرة في سنة 1898 وكان التداول بين المستثمرين غير رسميا وبعد إنشاء بنك مصر عام 1920 تم تكوين أول شركات قابضة ساعدت على تنشيط البورصة⁽³⁾. ومنذ سنة 1971 وإعلان الدولة عن انتهاء سياسة الانفتاح الاقتصادي، أعتبر بمثابة اعتراف صريح بأهمية القطاع الخاص، وضرورة الاستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع ومدخراته⁽⁴⁾. ويبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية 306 شركة برأس مال سوقي مقداره مليار جنيه مصري تبعا لإحصائيات 2013⁽⁵⁾.

ب. سوق عمان المالي: قام البنك المركزي خلال السنتين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية* (IFC) التابعة للبنك الدولي ** (WB) بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية⁽⁶⁾، والذي بموجبه تم إنشاء سوق عمان المالي سنة 1976 وتم افتتاحه رسميا بتاريخ 1978/04/01⁽⁷⁾. أنشئت بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا، وتدار من قبل القطاع الخاص، تقوم بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية. ظلت بورصة عمان مواكبة للتطورات العالمية، في سنة 2009 تم إدخال نظام التداول الالكتروني المعروف بـ NSC V900. وقطع السوق منذ إنشائه شوطا طويلا ومراحل كثيرة، فقد ارتفعت القيمة السوقية إلى 19 مليار دينار سنة 2012

(1) ديما وليد حنا الرضي، (2015): الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ص 97.

(2) هوشيار معروف، المصدر سبق ذكره، 300.

(3) فريد راغب النجار، (2009): أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 205.

(4) رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 70.

(5) ديما وليد حنا الرضي، المصدر نفسه، ص 97.

*IFC : International Finance Corporation.

**WB : Word Bank.

(6) هوشيار معروف، المصدر سبق ذكره، ص 302.

(7) جمال جويدان الجمل، المصدر سبق ذكره، 157.

مقارنة مع 286 مليون دينار سنة 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة سنة 1978 إلى 243 شركة سنة 2012⁽¹⁾.

ج. بورصة الكويت: تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية سنة 1977، وفي سنة 1983 صدر المرسوم الأميري الخامس بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام لإعادة تنظيم السوق⁽²⁾. كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية ففي نوفمبر 1995، طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني، إدخال السوق الآجل في أكتوبر 1998، إدخال سوق البيوع المستقبلية في أوت 2003 وفي مارس 2005، تم تطبيق سوق الخيارات. كانت القيمة الرأسمالية للسوق ولا تزال تعد أحد أكبر القيم في الأسواق العربية، حيث يضم السوق 210 شركة مدرجة تبعا لإحصائيات 2012⁽³⁾.

د. السوق المالية السعودية: شهد سوق الأسهم السعودي تطورا كبيرا، ويعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محليا على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية⁽⁴⁾. بدأ السوق في عام 1990 بتطبيق نظام تداول إلكتروني متكامل. وكانت مؤسسة النقد العربي الجهة الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية سنة 2003 التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية. تتصف السوق المالية السعودية بكونها ضيقة ومحدودة مقارنة بالأسواق الناشئة

(1) ديماء وليد حنا الرضي، المصدر سبق ذكره، ص 101.

(2) جمال جويدان الجمل، المصدر سبق ذكره، ص 125.

(3) ديماء وليد حنا الرضي، المصدر سبق ذكره، ص 102.

(4) بوكساني رشيد، المصدر سبق ذكره، ص 213.

المماثلة الأخرى وبقلة عدد الشركات المدرجة في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير (157 شركة مدرجة موزعة على خمسة عشر قطاعاً) تبعا لإحصائيات سنة 2013⁽¹⁾.

هـ. سوق أبو ظبي للأوراق المالية: تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم 2000/03 الصادر عن المجلس التنفيذي، كمؤسسات حكومية عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالإصلاحات الرقابية التنفيذية لممارسة مهامها وفقاً لأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة التداول⁽²⁾. ويعتمد السوق نظام تداول إلكتروني بواقع 67 شركة تبعا لإحصائيات 2012⁽³⁾.

و. سوق دبي المالي: تم تأسيس سوق دبي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية سنة 2000. وفي 27 ديسمبر 2007 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة، وتم طرح نسبة 20% من رأس المال السوق للاكتتاب العام. وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم⁽⁴⁾.

ز. بورصة قطر: تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية سنة 1995 وبدأت عملها رسمياً سنة 1997، بدأ العمل يدوياً في قاعات التداول سنة 1998 وتنفيذ مشروع التداول الإلكتروني سنة 2003، كما قام سوق الدوحة سنة 2005 بفتح الاستثمار في الأسهم المدرجة أمام المستثمرين غير المقيمين بقطر⁽⁵⁾. في جوان 2009، قامت شركة قطر القابضة بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة

(1) ديما وليد حنا الرضي، المصدر سبق ذكره، ص 103-104.

(2) بن عمر بن حاسين، (2012-2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقاوي، تلمسان، الجزائر، ص 152

(3) ديما وليد حنا الرضي، المصدر سبق ذكره، ص 109.

(4) الموقع الرسمي لسوق دبي: www.dfm.ae تاريخ الإطلاع 2013/07/25.

(5) بن عمر بن حاسين، المصدر سبق ذكره، ص 153.

قيمة لبورصة NYSE Euronext من إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة. وتعتمد البورصة نظام تداول إلكتروني وتضم 42 شركة تبعا لإحصائيات سنة 2012⁽¹⁾.

ح. بورصة فلسطين: تأسست بورصة فلسطين سنة 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أول جلسات التداول سنة 1997. وفي مطلع سنة 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوبا مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي سبتمبر 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح بورصة فلسطين علامتها التجارية متخذة من " فلسطين الفرص " شعارا لها. تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. تعتمد بورصة فلسطين منذ انطلاقتها على أنظمة التداول والإيداع والتسوية الإلكترونية، حيث تعتبر البورصة الأولى في المنطقة التي اعتمدت أتمتة جميع عملياتها المتعلقة بالتداول والإيداع والتسوية وتعتمد البورصة حاليا نظام Horizon المزود من قبل شركة OMX كنظام تداول لها. كما تعتمد نظام SMARTS كنظام رقابة على التداول. بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 49 شركة سنة 2013⁽²⁾.

(1) ديما وليد حنا الرضي، المصدر سبق ذكره، ص ص 111-112.

(2) موقع بورصة فلسطين: www.pex.ps تاريخ الإطلاع 2013/07/25.

خلاصة الفصل الأول

استهدف الفصل الأول من الدراسة الإلمام بكافة المفاهيم الأساسية والآليات التي من خلالها يمكن فهم طبيعة عمل الأسواق المالية، فقد بدأ بالتعريف بهذه السوق والدور الذي تقوم به داخل المنظومة الاقتصادية. وفي هذا السياق عرض الفصل الأول أهم الوظائف التي تقوم بها سوق الأوراق المالية. ثم تناول أهم التقسيمات الرئيسية للسوق المالي.

وفي ذات الإطار استعرض الفصل مفهوم بورصة الأوراق المالية والخصائص الأساسية للأدوات المالية محل التعامل بهذه الأسواق، وكذا آليات التعامل والتداول فيها. فيما انتهى الفصل لإحدى أهم القضايا ذات الصلة بأسواق المال عموماً وبورصة الأوراق المالية على وجه التحديد ألا وهي الكفاءة، ثم تناول أهم المؤشرات التي من شأنها تحديد اتجاه وأداء البورصات، والأهمية البالغة لتلك المؤشرات بالنسبة لكافة الأطراف ذات الصلة سواء فئات المستثمرين أو صناع السياسات، لينتهي بإلقاء نظرة على أهم البورصات الأمريكية، الأوروبية والعربية.

الفصل الثاني

يورصات الأوراق المالية المغاربية: تشخيص الواقع وتحليل الأداء

تمهيد

أصبح موضوع البورصة وتطورها مقياس التقدم الحضاري في عالمنا المعاصر، بدونها يصعب أن تنهض الأمم وترتقي، بل تعتبر أداة من أهم أدواته ووسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية في كافة المجالات. وهكذا تبدو العلاقة المتبادلة ما بين كل من البورصة ومستوى النشاط الاقتصادي، طالما أن تطور النشاط الاقتصادي يرتبط وبشكل وثيق بوجود سوق مالي مزدهر ومتطور، مما يعني أنه كلما كان النظام المالي للبلد متطورا أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، فتطور بورصات الأوراق المالية من شأنه أن يزيد من معدلات النمو الاقتصادي، ومع تزايد معدلات النمو هذا يزداد الادخار والاستثمار، وبالتالي تزداد الحاجة إلى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال، وفي الوقت نفسه فإن تنويع النشاط يسهل وجود سوق مالي كفؤ ونشط.

اهتمت الدول المغربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير بورصات الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه. وشهدت هذه البورصات مؤخرا نموا ملحوظا وارتفاعات في قيمتها السوقية ومعدلات أحجام التداول الأمر الذي أدى إلى ارتفاع عدد المتعاملين بالأوراق المالية في هذه الأسواق ، لكن على الرغم من التطورات التقنية والتشريعية والفنية التي شهدتها هذه الأسواق إلا أنها تواجه العديد من المعوقات والتحديات التي تحد من تطورها. وبناء على ما تقدم تظهر الحاجة إلى إلقاء نظرة على واقع وأداء البورصات المغربية، وهذا يتطلب بالتأكيد إعطاء حيز من الاهتمام للواقع الاقتصادي التي تنشط فيه هذه البورصات، لذا فقد تم تخصيص هذا

الفصل لعرض:

1. واقع بورصات الأوراق المالية المغربية.

2. الواقع الاقتصادي للدول المغربية

3. أداء بورصات الأوراق المالية المغربية.

1. واقع بورصات الأوراق المالية المغربية

تعتبر بورصات الأوراق المالية حديثة التأسيس إذا ما قورنت بالبورصات في الدول المتقدمة، وذات درجة انفتاح متوسطة ومنخفضة في ظل الانفتاح الاقتصادي، ولا تزال البورصات المغربية بعيدة عن تحقيق التطور الذي حققته نظيراتها.

1.1. نشأة وتأسيس البورصات المغربية

يتم التعرف على بورصات الأوراق المالية من خلال:

1.1.1. نشأة البورصات المغربية

أ. بورصة الدار البيضاء

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، بمبادرة من القطاع البنكي الذي كان يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة. وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة"⁽¹⁾، ويرجع تاريخ أول جلسة إلى 7 نوفمبر 1929 حيث كانت المبادلات تتم أسبوعيا، عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات غير المسجلة خصوصا الأجانب⁽²⁾. قامت السلطات سنة 1993 بسلسلة من الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتقنية في مجال النظام المالي وأسواق الرأسمال عامة والسوق المالية والبورصة على وجه الخصوص، الشيء الذي ساهم بشكل فعال في تطوير القطاع المالي وتحريك عجلة الاقتصاد ، وذلك بالموازاة مع الانفتاح على الخارج من أجل مواكبة التطورات الدولية والعالمية في إطار العولمة الاقتصادية والمالية⁽³⁾.

(1) الأسرج حسين عبد المطلب، (2005): آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 209، ص 90.
(2) منصر كريمة، (2002): السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغربية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 85.
(3) العسري عمر، (2009): البورصات المغربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغربي)، جامعة محمد الخامس السويسي: الرباط، المغرب، ص ص 168-169.

عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات وهي⁽¹⁾:

-مارس 1997، انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني.

-نوفمبر 1998، تعويض السوق الرسمي وسوق التقويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل.

-جانفي 2001، اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات

البورصة.

-ماي 2001، تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام.

-جانفي 2002، إطلاق المؤشرات الجديدة مازي ومادكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية،

ومؤشرات العملات.

-ديسمبر 2004، تم الأخذ بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة العائمة) في طريقة حساب هذه

المؤشرات.

-أفريل 2004، بدأ تنفيذ القانون رقم 01.52 المعدل للظهير رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21

سبتمبر 1993 والمتعلق ببورصة القيم، ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة وإحداث خمسة

أسواق تداول: ثلاث أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرساميل.

-ماي 2007، تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المعتمدة بمثابة قانون رقم 1-93-211 المتعلق

ببورصة القيم، وقانون رقم 1-93-122 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها

من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم وكذا القانون

رقم 26.03 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.

-مارس 2008، اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني.

-أفريل 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يركز على مجلس إدارة وإدارة عامة

⁽¹⁾ الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

ب- بورصة تونس

بدأ أول إصلاح حقيقي في السوق المالي في عام 1994 مع إعادة تنظيم البورصة (التي أنشئت منذ سنة 1969)⁽¹⁾، تم تأسيسها في سنة 1969 في شكل مؤسسة عمومية. وخلال أربعة عقود من الزمن شهدت إصلاحات متوالية وعميقة ساهمت في تحديث وسائل عملها لتجعل منها وسيلة للمساهمة في تمويل الاقتصاد⁽²⁾. تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988 بصور القانون رقم 13/1988، بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989 وتتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق، والتحقق من سلامة التعامل فيها⁽³⁾.

أهم المحطات في تاريخ بورصة تونس⁽⁴⁾:

- فيفري 1969: إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية.
- نوفمبر 1994: إعادة تنظيم السوق المالية بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق.
- نوفمبر 1955: إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم.
- أكتوبر 1996: انطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC.
- أبريل 1998: انطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997.

ج- بورصة الجزائر

تعتبر حديثة النشأة مقارنة بالبورصات المغربية، حيث تم تأسيسها سنة 1988. ومع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية)، استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات، عملت السلطات

(1) La bourse des valeurs mobilières de Tunis, (2014) : Repères de gouvernance et pistes de résilience pour un meilleur financement de l'économie, Institut arabe des chefs d'entreprises – centre tunisien de veille et d'intelligence économie, p 1.

(2) العسري عمر، المصدر سبق ذكره، ص 170.

(3) بن حاسين أكرم، المصدر سبق ذكره، ص 158.

(4) الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

العمومية سنة 1990 بتحضير شروط قيام سوق مالية، حيث قررت الحكومة ومن خلال هيئة مؤهلة "الجمعية العامة لصناديق المساهمة"، إنشاء هيئة يعطى لها اسم شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة، والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة⁽¹⁾، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطارا منظم ا ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول به⁽²⁾. وبدأت بورصة الجزائر نشاطها سنة 1999 تحت رعاية شركة تسيير القيم المنقولة الخاضعة بدورها لسيطرة وسطاء البورصة⁽³⁾.

مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

المرحلة التقريرية (1990-1993): ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية

تتمثل في:

- مارس 1990، لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101

على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. كما أوضح المرسوم رقم 90-102

أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية وكذا شروط مفاوضاتها،

- أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت

الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة ".

(1) شمعون شمعون، (1993): البورصة "بورصة الجزائر"، الأطلس للنشر: الجزائر العاصمة، الجزائر، ص79.

(2) الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

(3) Abdelkader Beltas, (2007) : Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, editor Legende : Alger, Algérie, p90.

*ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) والمتمثلة في: صندوق المواد الغذائية الفلاحية، صندوق مناجم الفحم و الري، صندوق التجهيز، صندوق البناء، صندوق الكيمياء، البتروكيميا، الصيدلة، صندوق الاتصال، الإلكترونيك، الإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات. هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ والتسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير إلى الاستقلالية المالية.

-نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية * قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق، يديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء.

- فيفري 1992، رفع رأسمالها إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية.

المرحلة الابتدائية (1993-1996): في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة⁽¹⁾.

مرحلة الانطلاق الفعلية من 1996 إلى الوقت الحالي

-سنة 1996، تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة وتم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

-سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997.

-سنة 1998، تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناظراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة

(1) المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.

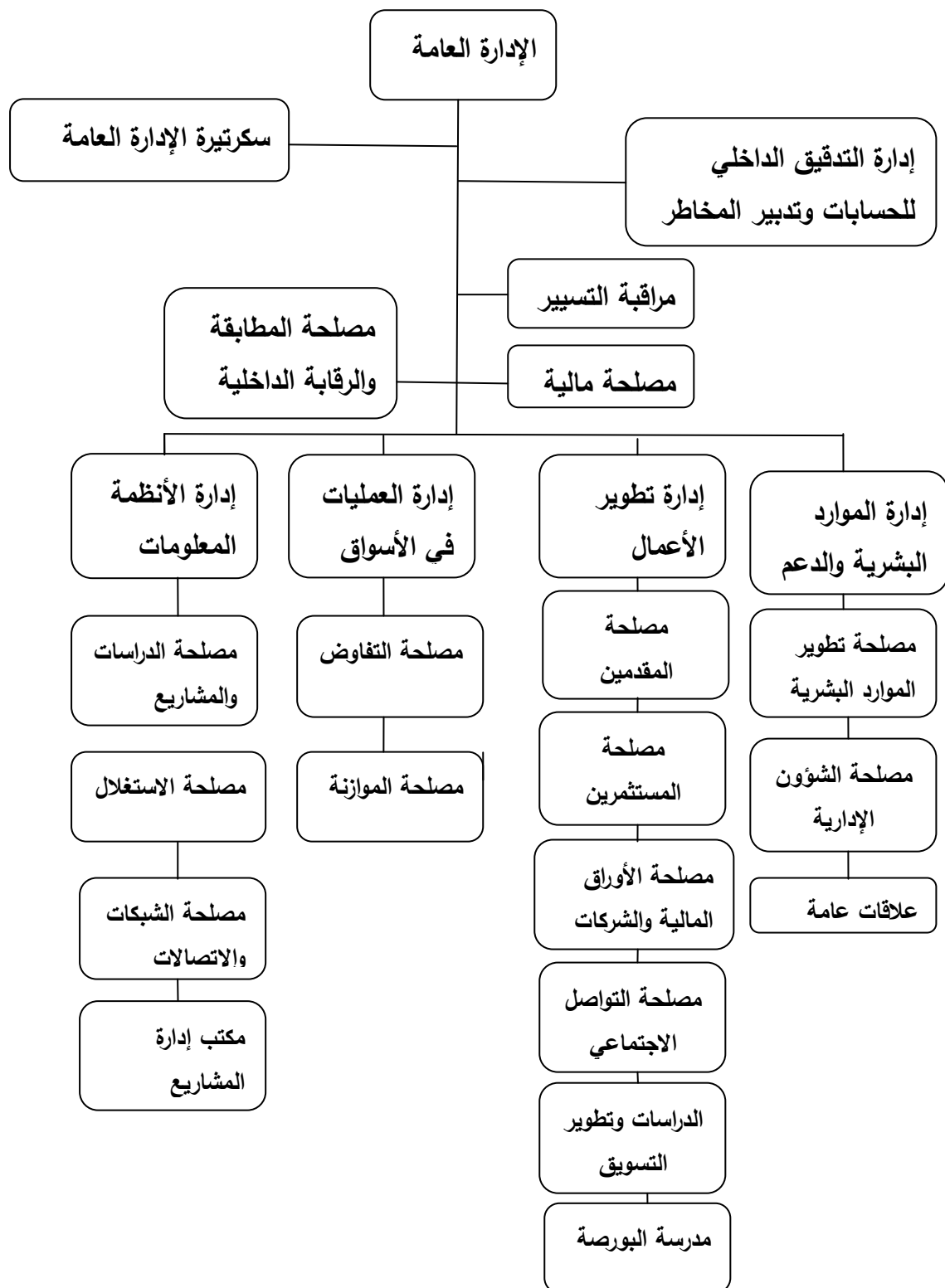
سوناطراك أول متعامل اقتصادي دشن للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية⁽¹⁾.

2.1.1. الهياكل التنظيمية للبورصات المغربية

أ. بورصة الدار البيضاء

⁽¹⁾ زيدان محمد، نورين بومدين، (2006): مداخلة بعنوان "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر" الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية يومي 22/21 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر، ص 11.

الشكل رقم (1.2): الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء.



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

ب. بورصة تونس

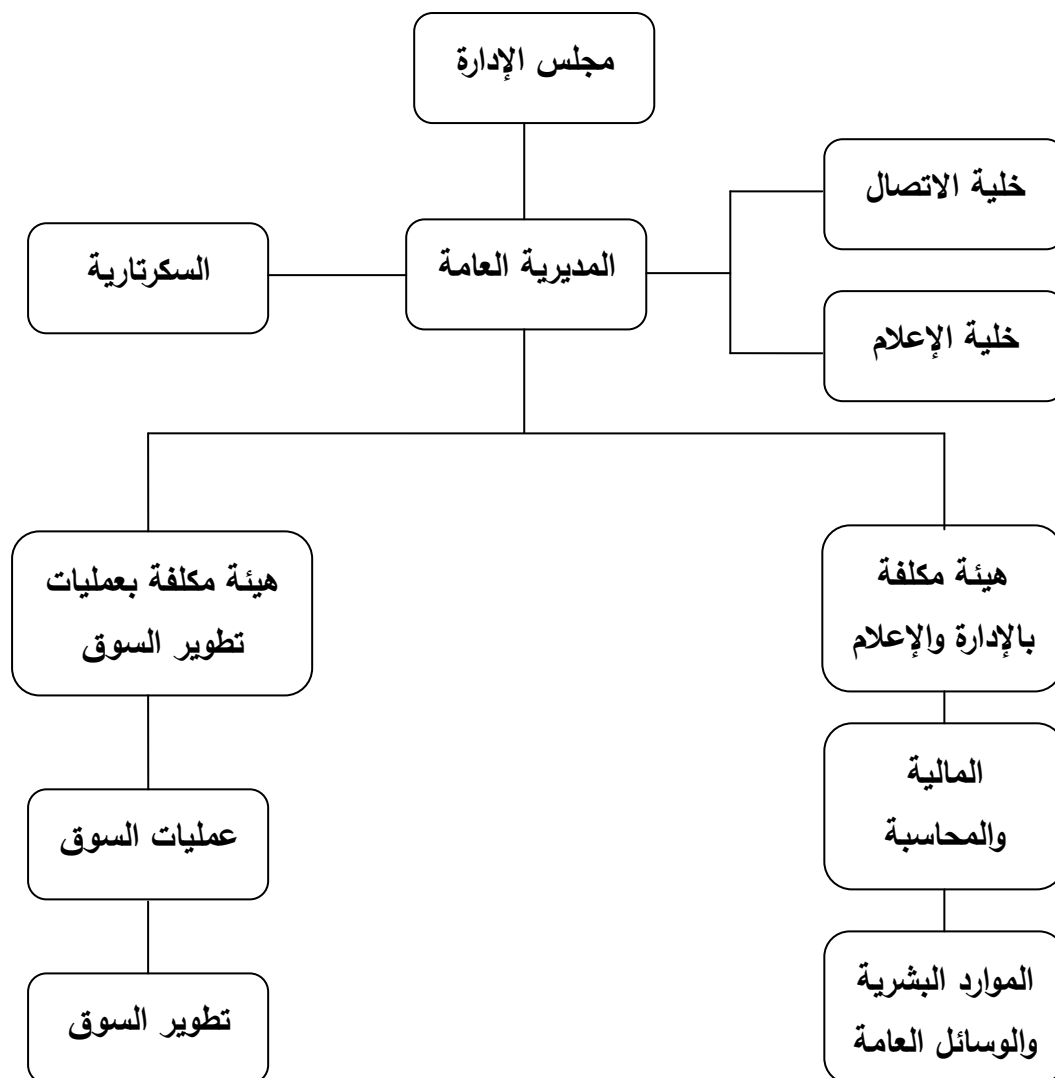
الشكل رقم (2.2): الهيكل التنظيمي لبورصة تونس.



المصدر: إيمان بومود، (2014-2015): مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد -دراسة مقارنة بين الجزائر وتونس والمغرب خلال الفترة (2000-2012)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار: عنابة، الجزائر، ص 179.

ج. بورصة الجزائر

الشكل رقم (3.2): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 2014/02/16

3.1.1. الهيئات المنظمة للبورصات المغربية

على مستوى التنظيم والمراقبة تم إحداث هيئات خاصة لتنظيم ومراقبة أنشطة البورصات المغربية.

أ. بورصة الدار البيضاء

أولاً- مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة * (CDVM): أنشئ هذا المجلس في جويلية 1994 بعد أن تمت المصادقة على القانون رقم 1-93-212 الصادر في 21 سبتمبر 1993. وهو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية يمثل سلطة السوق ومهامه هي⁽¹⁾:

- حماية ادخار المستثمر في البورصة مهما كان شكله أو مصدره؛
- مراقبة مدى احترام الإجراءات القانونية التشريعية في السوق المالية؛
- ضمان احترام الشفافية والنزاهة دون ظهور كل ما من شأنه أن يعرقل السير الأمثل للسوق؛
- ضمان إعلام المستثمرين من خلال التأكيد بأن الأشخاص المعنوية التي تقوم بعرض عمومي للدخار تنشر كل المعلومات القانونية التنظيمية، وللمجلس وصايته على كل من بورصة الدار البيضاء، مؤسسات التوظيف الجماعي والقيام بتحريات عن المصدرين، وشركات البورصة ومسيري المحافظ ومعاينة الأطراف المعنية في حالة المخالفة.

ثانياً- هيئة الإيداع المركزي -ماروكليز: هو هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب. وقد تم إنشاؤها بمقتضى القانون رقم 96.35 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997 والذي أسس نظام تحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني. بصفتها شركة مجهولة الاسم، تسهر ماروكليز على حفظ وتداول وإدارة الأوراق المالية لحساب أعضائها.

⁽¹⁾ الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

*CDVM : Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

وتتجلى أهم مهامها في⁽¹⁾:

- مركزية حفظ الأوراق المالية في الحسابات الجارية المفتوحة حصريا بأسماء المهنيين (بنوك، شركات بورصة، جهات مصدرة). وهي لا تتواصل بأي شكل مع الأشكال مع العموم؛
- إدارة أنظمة الدفع مقابل تسليم الأوراق المالية؛
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

ب- بورصة تونس

أولاً- هيئة السوق المالية: تم إنشاء هيئة السوق المالية بموجب القانون رقم 94-117 في 14 نوفمبر 1994 بشأن إعادة تنظيم السوق المالية. وهي هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري⁽²⁾، ويتكون المجلس من 9 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من الوسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين⁽³⁾، وتسهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة وفي كل توظيف للأموال يتم عن طريق المساهمة العامة، كما تكلف الهيئة بتنظيم أسواق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة والسهر على حسن سيرها⁽⁴⁾.

ثانياً- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: تأسست التونسية للمقاصة في 28 ديسمبر 1993 تحت تسمية "الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية" وقد جاء القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ليؤكد وجودها القانوني ويحدد مهامها . يساهم في رأسمال

(1) الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

(2) موقع الهيئة العامة www.cmf.org.tn تاريخ الإطلاع 2014/02/20.

(3) عمر العسري، المصدر سبق ذكره، ص 182.

(4) قانون إعادة تنظيم السوق المالية التونسية رقم 117، (1994): المادة 23، تونس.

الشركة بصفة متكافئة وسطاء البورصة 23 و 07 بنوك. تتمثل الرؤية الرائدة للتونسية للمقاصة ، تسعى دائما لتأدية مهامها على أفضل وجه تستمر في الابتكار لتقديم خدمات ذات قيمة مضافة وللمساهمة في تطوير السوق المالية⁽¹⁾. وتهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي⁽²⁾.

ثالثا- صندوق ضمان عمليات السوق: هدف إحداث هذا الصندوق إلى تسوية العمليات المنجزة بالبورصة في أحسن الظروف. ويتم تمويله عن طريق مخصصات مختلفة يدفعها الوسطاء بالبورصة بهدف تغطية مخاطر الطرف المقابل في عملية التداول⁽³⁾.

ج- بورصة الجزائر

أولا- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها*(COSOB): تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 10-93 سنة 1993 وتنتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية⁽⁴⁾، تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكتتاب العام في 18-11-1997 ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في الأسهم في 31-03-1998 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV⁽⁵⁾.

ثانيا- شركة تسير القيم المنقولة*(SGBV): وتقوم أساسا بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات، فهي عبارة عن شركة ذات أسهم.

⁽¹⁾ موقع التونسية للمقاصة www.tunisieclearing.com تاريخ الإطلاع 20/02/2014.

⁽²⁾ بوكساني رشيد، المصدر سبق ذكره، ص 226.

⁽³⁾ الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الإطلاع 16/02/2014.

*COSOB : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

⁽⁴⁾ COSOB: guide de la bourse, édition MTP, Alger, p6.

⁽⁵⁾ Guide de valeurs mobilières, (1998) : Bourse d'Alger, P 07.

*SGBV : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.

ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقي عمولات من العمليات التي تجري في البورصة⁽¹⁾.

ثالثا- المؤتمر المركزي : تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، ويعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية⁽²⁾:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) ؛
- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية: ISIN (الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق).

تتلخص مهام هذه الهيئات وتشترك في عملها على حماية المستثمرين في القيم المالية، وضمان السير الحسن والشفافية على مستوى مختلف التعاملات. هيئات تفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي: بحيث تقوم هيئات الرقابة بالدور التشريعي والرقابي والتفتيش فيما ينافي الدور التنفيذي ببورصة الأوراق المالية مثل بورصة الدار البيضاء وتونس. أما بورصة الجزائر تقوم بالدور الرقابي والدور التنفيذي مع.

¹ MANSOUR Mansouri, (2002) : La Bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution houma : Alger, Algérie, p 24.

⁽²⁾ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر : www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

2.1. تقسيمات أسواق البورصات المغربية

1.2.1. أسواق البورصات المغربية

أ. بورصة الدار البيضاء: تتكون من سوقين:

الجدول رقم (1.2): أسواق بورصة الدار البيضاء

السوق المركزي	سوق الكتل
حيث تتم مقابلة مجموع أوامر البيع والشراء المتعلقة بقيمة منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء ، يتكون هذا السوق من ثلاثة أجزاء:	حيث يمكن، بالتراضي المباشر، إجراء عمليات تداول متعلقة بقيمة منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء، والتي يساوي أو يتجاوز حجمها الحجم الأدنى للكتل حسب الشروط الخاصة بالأسعار، المنبثقة من السوق المركزي. نظرا لغياب مقابل كافي في ورقة السوق حين تقديمها للمفاوضة فإن بعض الأوامر المهمة للمستثمرين المؤسسيين لا يتم تنفيذها كليا في السوق المركزي بل تتم في سوق آخر هو سوق الكتل الذي أنشئ في 1998/11/02.
الجزء (1): يدعى بالسوق الأول وهو مخصص للشركات الكبرى إذ أن شروط القبول فيه هي أن يكون رأسمال الشركة لا بد وأن يساوي على الأقل 15 مليون درهم.	ولتتم العمليات في سوق الكتل يجب أن:
الجزء (2): تطلق عليه تسمية السوق الثاني وهو مخصص لشركات أقل حجما من الشركات المقبولة في الجزء الأول من السوق والتي يجب أن تحقق شروط القبول التالية رأسمال الشركة المحدد لا بد أن لا يقل عن 10 ملايين درهم.	- تكون الشركة قد حققت ربحا خلال آخر دورة، ووزعت على الأقل مرة واحدة ربحيات خلال السنتين الماضيتين.
الجزء (3): يتكون أساسا من المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تستطيع أن تلبي شروط السوقين الأول والثاني.	- نشر 10% من رأس المال على الأقل بين الجمهور.
	- يكون موضوعها عددا من القيم يساوي على الأقل الحجم الأدنى للكتل المحدد من طرف بورصة الدار البيضاء لكل قيمة حسب الحجم التاريخي للصفقات.

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

ب. بورصة تونس

الجدول رقم (2.2): أسواق بورصة تونس

السوق الأولي	السوق الثاني
مفتوح للشركات ذات الصحة المالية الممتازة إذ لكي يتم تسعير شركة على مستوى هذا السوق لابد وأن تحقق الشروط التالية: - يكون رأسمالها مساويا لـ 1 مليون دينار تونسي على الأقل؛ - يكون لديها على الأقل 500 مساهم؛ - نشر 20% من رأس المال على الأقل بين الجمهور؛ - تكون قد حققت ربحا خلال السنوات الثلاثة الأخيرة؛ - تكون قد وزعت على الأقل مرة واحدة ربحيات خلال الثلاث دورات المحاسبية الأخيرة.	مفتوح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها أن تلبي شروط السوق الأول، وأهم ما تتطلبه هذه السوق: - يكون رأس المال الاجتماعي للشركة مساويا لـ 500000 دينار تونسي على الأقل؛ - يكون لدى الشركة 100 مساهم على الأقل؛ - نشر 10% من رأس المال على الأقل بين الجمهور؛ - تكون الشركة قد حققت ربحا خلال آخر دورة ووزعت على الأقل مرة واحدة ربحيات خلال السنتين الماضيتين. وتبقى مساهمة هذا السوق في تمويل الاقتصاد التونسي بالنظر إلى السوق الأول جد محدودة.

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

ج- بورصة في الجزائر: تتكون من

الجدول رقم (3.2): أسواق بورصة الجزائر.

السوق الأولية	السوق الثانوية
تضم مجموعة من البنوك العمومية والتي تعمل على مساعدة المؤسسات على الدخول إلى البورصة وذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق والتوقيت المناسب... إلخ	السوق المنظمة: وتتمثل في بورصة القيم التي فتحت أبوابها في شهر جويلية من عام 1999. السوق غير المنظمة: ويتم بها إلى حد الآن تبادل سندات الخزينة.

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

2.2.1. الإدراج في البورصات المغربية

أ. بورصة الدار البيضاء

بالإمكان أن تقوم بإدراج شركتك في البورصة الدار البيضاء من خلال:

أولاً- في سوق الأسهم: تصبح شركتك مقبولة للإدراج في أحد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي وسوق التطوير

وسوق النمو) إذا كانت تستوفي الشروط الأساسية التالية:

- الشروط الأساسية:

الجدول رقم (4.2): الشروط الأساسية للإدراج في بورصة الدار البيضاء

حجم الشركات	الشركات الكبرى	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات ذات نمو سريع
رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)	50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى
رقم المعاملات الأدنى (مليون درهم)	لم يتم وضع أي حد أدنى	أكثر من 50 مليون درهم	1
عدد السنوات المالية المصادق عليها	3	2	1
الحسابات الموطدة	نعم (إذا كان للشركة شركات تابعة)	غير إلزامية	غير إلزامية

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

- الشروط الإضافية:

الجدول رقم (5.2): الشروط الإضافية للإدراج في بورصة الدار البيضاء

حجم الشركات	السوق الرئيسي	سوق التطوير	سوق النمو
عدد الأسهم الأدنى اللازم إصدارها	250,000 سهم	100,000 سهم	30,000 سهم
المبلغ الأدنى للإصدار *	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 ملايين درهم
اتفاقية التنشيط	غير إلزامية	1 سنة واحدة	3 سنوات

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

(*) : المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة. وهو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على

العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد.

ثانيا- في سوق السندات: بالنسبة لهذه السوق، تتمثل الشروط في:

الجدول رقم (6.2): شروط الإدراج في سوق السندات ببورصة الدار البيضاء

إصدار السندات		الجهة المصدرة	
عدد السنوات المالية المصادق عليها	2	المبلغ الأدنى اللازم إصداره	20 مليون درهم
الحسابات المؤطدة	نعم (إذا كان للشركة فروع)	بملايين الدرهم	
		مدة الاستحقاق الدنيا(*)	سنتان

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

(*) : مدة الاستحقاق الدنيا هي المدة الدنيا للاقتراض السندي.

ب- بورصة تونس

يتعين على الشركة المرشحة للإدراج بالبورصة اختيار السوق الذي تريد دخوله. وتتضمن البورصة

سوقين لسندات رأس المال: سوق رئيسية وسوق بديلة. ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في الشركة

الشروط التالية:

أولاً- شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة

للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين؛

- توزيع نسبة لا تقل عن 10% من رأس مال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع

بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار؛

- تقديم تقرير يقيم أصول الشركة؛

- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف؛

- تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات؛

- تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

ثانيا - الشروط الخاصة

الجدول رقم (7.2): الشروط الخاصة للإدراج في بورصة تونس

البروق الرئيسية	البروق البديلة
تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين. ولا يطلب توفير هذا الشرط إذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر عملية ترفيع في رأس المال.	لا يشترط تسجيل أرباح.
توزيع الأسهم بين العموم * على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.	توزيع الأسهم بين العموم * على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسستيين وذلك في تاريخ القيد.
توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.	لا يشترط رأس مال أدنى.
	- يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسستيين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20 % وذلك منذ أكثر من سنة. - يمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.
	- تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعمليات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج. - تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

(*) : يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0,5 % من رأس المال بالنسبة لغير المؤسستيين ونسبة

أقصاها 5% بالنسبة للمستثمرين المؤسستيين.

ج. بورصة الجزائر

للإدراج في بورصة الجزائر يجب⁽¹⁾:

- أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (SPA) ؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو في ال هيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج .

(1) الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

3.2.1. الأوراق المالية المتداولة في البورصات المغربية

سنقوم بعرض أنواع الأدوات المالية المتوفرة بالبورصات المغربية ومختلف خصائصها.

أ. بورصة الدار البيضاء

تتمثل القيم المنقولة في بورصة الدار البيضاء في⁽¹⁾:

أولاً- الأسهم: قد تكون الأسهم مسجلة لحاملها أو اسمية وفي هذه الحالة تكون هوية المساهم معروفة لدى المصدر.

ثانياً- سندات الاقتراض: يمكن أن تتخذ سندات الاقتراض أشكالاً عديدة يحددها المصدر بناء على الأهداف التي ارتسمها بالنسبة للتمويل وللمستهدفين (سعر الفائدة ثابت وسعر قابل للتغيير أو سندات قابلة للتحويل).

تدخل في حكم القيم المنقولة حصص الصناديق بما فيها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهيئات توظيف الأموال بالمجازفة.

ثالثاً- هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: تعتبر هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة مؤسسة مالية يتم توظيف الأموال المستثمرة فيها في القيم المنقولة وفي السيولات. هناك نوعان من حيث الشكل القانوني لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف المشترك.

- شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير هي شركة مساهمة ينحصر غرضها في تدبير محفظة القيم المنقولة والسيولات.

- صناديق التوظيف المشترك هي ملكية مشتركة للقيم المنقولة والسيولات.

¹ موقع الهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.cdvm.gov.ma تاريخ الإطلاع 2014/02/20.

رابعا- **هيئات توظيف الأموال بالمجازفة:** تشمل هيئات توظيف الأموال بالمجازفة شركات رأس مال المجازفة والصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة يتم تعريف نشاط رأس مال المجازفة الذي تقوم به هيئات توظيف الأموال بالمجازفة على أنه تمويل لرأس مال المقاولات الصغرى والمتوسطة على شكل سندات رأس المال أو على شكل سندات الديون قابلة أو لا للتحويل إلى سندات رأس المال وكذا على شكل تسبيقات من الحساب الجاري للشركاء. يتم تدبير الهيئة المكلفة بتوظيف الأموال بالمجازفة من قبل شركة مسيرة وتكون الهيئة مملوكة بصفة مشتركة من قبل المستثمرين على شكل حصص أو سندات.

ب. بورصة تونس

توفر البورصة التونسية للمستثمرين مجموعة متنوعة من الأدوات المالية ، تستجيب كل واحدة منها إلى أهداف مغايرة حسب مستوى المخاطرة أو المردودية أو السيولة المنشودة. هذا التنوع، يساهم في تعميم الاستثمار في البورصة. حيث يوفر فرصا حقيقية لكل أنواع المستثمرين صغارا وكبارا خواصا أو مؤسساتي، وهي⁽¹⁾:

أولا- سندات رأس المال

- **الأسهم العادية:** تمثل الأسهم شهادة ملكية في شركة. كل سهم يمثل جزءا من رأس مال هذه الشركة.

- **الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الاقتراع:** للشركات إمكانية، عند توفر بعض الشروط، إصدار أو إحداث أسهم ذات أولوية في الربح. و يملئ لها ذلك عند الرفع في رأس المال أو في إطار عملية تحويل أسهم عادية تم إصدارها من قبل.

- **شهادة الاستثمار:** هي سهم بدون حق الاقتراع الشركة ا لدرجة من تعبئة الأموال دون تغيير تركيبة المساهمين على أن إصدار شهادات الاستثمار لا يمكنه أن يتجاوز ثلث رأس مال الشركة.

(1) دليل الأدوات المالية، (2012): بورصة تونس، ص ص 11-2، ببصرف.

ثانيا- سندات الدين

- الرقاع ورقاع الخزينة القابلة للتنظير: تطرح الشركة سندات دين تسمى الرقاع. أما الرقاع التي تصدرها الدولة التي يمكنها هي أيضا اللجوء إلى البورصة لتغطية حاجياتها فإنها تسمى رقاع الخزينة القابلة للتنظير .
- كل رقعة تمثل جزءا من قرض تطرحه شركة في البورصة. حامل الرقاع يصبح إذا دائنا للشركة.

ثالثا- الأوراق المالية الهجينة

- يمكن للشركات أيضا إصدار ما يسمى بأوراق مالية هجينة باعتبارها تأخذ بعض خصائصها من الرقاع والبعض الآخر من الأسهم. وهكذا، فإن الأوراق المالية الهجينة في نفس الوقت على مزايا الرقاع وكذلك على إمكانية تحقيق أرباح مثل الأسهم.

- **سندات المساهمة:** هي سندات تصدرها المؤسسات، ويتم تسديدها بعد سبع سنوات.

- **الرقاع القابلة للتحويل إلى أسهم:** هي عبارة عن سندات يمكن تحويلها حسب رغبة حاملها إلى أسهم يتم إحداثها من قبل الشركة المصدرة وذلك عند عملية التحويل.

ج. بورصة الجزائر

تمكن بورصة الجزائر من تداول أدوات مالية مختلفة وهي⁽¹⁾:

أولا- الأسهم: يحدد القانون الجزائري أنواع الأسهم التالية:

- الأسهم العادية؛
- أسهم التمتع؛
- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح؛
- الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في الأسهم؛

⁽¹⁾ موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: www.cosob.org تاريخ الإطلاع 2014/02/20.

- السهم الخاص الذي تم إدخاله بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133 المحدد لشروط وكيفية ممارسة السهم الخاص.

ثانيا- السندات: يحدد القانون التجاري الجزائري أنواع السندات التالية:

- سندات عادية؛

- سندات المشاركة؛

- سندات ذات العائد الثابت؛

- سندات ذات العائد المتغير.

ثالثا- قيم منقولة أخرى: تتمثل في:

- شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت؛

- سندات المساهمة؛

- سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم؛

- سندات الدين ذات قسيما اكتتاب بالأسهم.

رابعا- صكوك هيئات التوظيف الجماعي: بناء على الأمر 96-08 المؤرخ في جانفي 1996 والمتعلق بهيئات

التوظيف الجماعي، تتكون هذه الهيئات من:

- الصناديق المشتركة للتوظيف FCP؛

- مؤسسة الاستثمار ذات رأس المال المتغير SIAM.

تقتصر الأدوات المالية على الأسهم والسندات لدى معظم البورصات المغربية و ضعف واضح في سوق

المشتقات والصكوك الإسلامية. مع وجود بعض الأدوات المالية الجديدة مثل صناديق الاستثمار والرقاع.

3.1. إجراءات التداول في البورصات المغربية

تختلف الإجراءات التنظيمية لأسواق تداول الأوراق المالية من بلد إلى آخر . وإن كانت تتفق جميعها في أن التعامل في السوق يجب أن يتم وفق قواعد وإجراءات تنظيمية تحقق ما تصبو إليه أسواق التداول من شراء وبيع الأوراق المالية وتسجيل عملياتها وتسوية صفقاتها.

1.3.1. أنظمة التداول، الأوامر، التسعير والمقاصة

أ- بورصة الدار البيضاء

يتم تسعير القيم المنقولة المسجلة في البورصة انطلاقا من منصة NSC V 900 (نظام التسعير الجديد صيغة 900) التي تعتمد التسعير الآلي لحصص التداول. وهي منصة طورتها أتوس أورونيكتست * ATOS Euronext. ويمكن نظام NSC V900 من النقل التلقائي لأوامر البورصة ومن إبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحديدها مسبقا. يتم تداول كل القيم المنقولة المدرجة في بورصة الدار البيضاء انطلاقا من نظام تسعير إلكتروني متواجد في محطات موضوعة رهن تصرف شركات البورصة. ويتم تصنيف وتنفيذ أوامر البورصة التي يسجلها مفاوضي شركات البورصة طبقا لقاعدتين لتحديد الأولوية⁽¹⁾:

- أولوية السعر؛

- أولوية وقت استلام أمر البورصة؛

أولا- سير حصة التداول وفق نظام التسعير الثابت : يتم التسعير الثابت من خلال مقابلة جميع الأوامر التي قامت شركات البورصة بإدخالها مسبقا في نظام التسعير الإلكتروني، وإن اقتضى الحال من خلال تحديد سعر

⁽¹⁾ الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

*نظام أتوس أورونيكتست: نظام تداول فرنسي، وهو نظام متطور تستخدمه العديد من البورصات المتقدمة ويضمن النظام توفير البيانات والمعلومات بشكل فوري للجهات الرقابية تمكنهم من تفعيل دورها الرقابي على التعاملات في السوق أولا بأول، كما يقوم النظام على بث بيانات التداول بشكل فوري لجميع المستخدمين.

أوجد لكل قيمة منقولة. وحسب سيولة القيم، يمكن إجراء عدة عمليات للتسعير الثابت في حصة التداول الواحدة (نظام التسعير الثابت المتعدد).

ثانيا- سير حصة التداول وفق نظام التسعير المستمر : يتم التسعير المستمر من خلال مقابلة جميع الأوامر حسب تدفقها على نظام التداول الإلكتروني، وإن اقتضى الحال من خلال تحديد سعر آني لكل قيمة.

ب. بورصة تونس

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة تونس وفق نظام تداول إلكتروني (نظام تداول متطور من قبل مجموعة Euronext) وفق نموذج السوق المركزي وموجه بالأوامر. ويستخدم هذا النظام في العديد من البورصات المتقدمة والناشئة. يتم تداول الأوراق المالية ببورصة تونس يوميا من الاثنين إلى الجمعة. أوامر البيع والشراء التي يسجلها العملاء تتم حسب درجة سيولة القيم المنقولة وفق طريقتين:

- القيم الأقل سيولة وفق طريقة التسعير الثابت.

- القيم الأكثر سيولة وفق طريقة التسعير المستمر.

تقسم الأوراق المالية المدرجة إلى مجموعتين حسب درجة السيولة والتي يعتمد لقياسها على أساس عدد المعاملات المنجزة سنويا والتي حدد عددها بـ 1250 صفقة:

- الأوراق المالية الأقل سيولة (أقل من 1250 صفقة سنويا) يتم تسعيرها وفقا لصيغة التحديد الآني للسعر.

- الأوراق المالية الأكثر سيولة (أكثر من 1250 صفقة سنويا) سيولة يتم تسعيرها وفقا لصيغة التسعير المستمر.

ج. بورصة الجزائر

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. تتم عمليات

التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم والسندات. و ينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق.

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقا فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه . وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها . بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية⁽¹⁾.

اتسمت كل من بورصة المغرب وتونس بوجود أنظمة تداول إلكترونية متطورة . تمكنت من تطبيق نظام التداول الفرنسي NSC-UNIX، والمطبق في عدد كبير من البورصات العالمية مثل باريس وأمستردام وبروكسل. وتطبق الجزائر نظام تداول خاصة بها.

2.3.1. الوساطة المالية:

أ. بورصة الدار البيضاء

لممارسة مهنة الوساطة المالية في بورصة الدار البيضاء⁽²⁾:

- لا يمكن لشركات البورصة أن تمارس مهامها إلا بمقتضى رخصة اعتماد من الوزير المكلف بالمالية

بعد إشعار من مجلس القيم المنقولة؛

⁽¹⁾ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

⁽²⁾ موقع الهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.cdvm.gov.ma تاريخ الإطلاع 2014/02/20.

- لا تسلم رخصة الاعتماد لشركة البورصة إلا إذا توفرت فيها بعض المتطلبات الأساسية. كما يجب عليها أيضا أن تقدم ضمانات كافية؛

- لا يمكن أن يكون الرأسمال أقل من:

- 1.500.000 درهم بالنسبة لشركات البورصة التي هدفها الرئيسي هو مداولة قيم لحساب أطراف ثالثة، واستشارة ومسعى مشاوراة الزبانة لشراء أو بيع القيم المنقولة؛

- 5.000.000 درهم بالنسبة لشركات البورصة التي، بالإضافة إلى العمليات المذكورة أعلاه، تهدف إلى القيام بعمليات البيع والشراء بالوكالة والحفظ وتدبير المحفظة أو توظيف السندات تم إصدارها من طرف شركات لجأت للادخار العام.

- يجب أن يتوفر في المسيرين والمتصرفون بشركة البورصة المذكورة شروط السمعة المشرفة كما هو مشار إليه بالمادة 56 من قانون سنة 1993 المتعلق ببورصة القيم. كل شخص ينتمي للفريق المسير أو لمستخدمي الشركة المذكورة لا يجب أن يكون عضوا بمجلس إدارة شركة تسوم سندات بالبورصة أو أن يمارس بها وظائف مقابل أجر.

ب. بورصة تونس

على الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة بالبورصة⁽¹⁾:

- أن يكونوا من ذوي الجنسية التونسية؛

- أن يكونوا مقيمين بالبلاد التونسية؛

- أن يكونوا متمتعين بحقوقهم المدنية والسياسية؛

- أن يكونوا قادرين بدنيا وعقليا على القيام بأنشطتهم؛

- أن يكونوا متحصلين على الأستاذية أو على شهادة معادلة لها؛

⁽¹⁾ الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

- أن تكون لهم خبرة لا تقل عن خمس سنوات في ميدان الوساطة بالبورصة؛
 - أن يكونوا قد اجتازوا بنجاح وتحت إشراف هيئة السوق المالية اختبارا في الكفاءة المهنية ينظمه هيكل تقوم باختياره؛
 - أن يلتزموا بان يتعاطوا بقطع النظر عن النشاطات المنصوص عليها بالفصل 56 من القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 نشاط تداول وتسجيل الأوراق والأدوات المالية بالبورصة؛
 - أن يقدموا ما يفيد توفر الموارد البشرية والمادية اللازمة لتعاطي نشاط الوساطة بالبورصة والتي تحدد بقرار عام لهيئة السوق المالية.
- ج. بورصة الجزائر**
- فيما يخص شروط اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر فقد حددتها COSOB كالاتي⁽¹⁾:
- أولاً- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:**
- أن لا يقل عمرهم عن 25 سنة؛
 - أن يكون لديهم محل واضح وملاتم لممارسة نشاطهم؛
 - التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين؛
 - التمتع بتكوين عالي في هذا المجال؛
 - تقديم ضمان كافي يقدر بـ 500000 دينار جزائري.
- ثانياً- بالنسبة للأشخاص المعنويين:**
- بالإضافة للشروط اللازمة في المكلف بإدارة شؤون الشركة (شروط الشخص الطبيعي) فإنه يجب امتلاك على الأقل 1000000 دينار جزائري.

⁽¹⁾ موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: www.cosob.org تاريخ الإطلاع 20/02/2014.

يتمثل الوسطاء في بورصة الدار البيضاء في مؤسسات الوساطة. أما في بورصة تونس فمفتوحة للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين بمجموعة من الشروط. وفي بورصة القيم المالية بالجزائر يتمثل الوسطاء في البنوك. نشاط الوساطة المالية في الدول المغربية لازال يقتصر بشكل كبير على البنوك، وتضائل دور شركات الوساطة العاملة في مجال الأوراق المالية.

3.3.1. مؤشرات البورصات المغربية

تستخدم معظم بورصات الأوراق المالية مؤشرات إحصائية لقياس التحركات في أسعار الأسهم، وتعد كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس مؤشرات لقياس تحركات أسعارها، أما بورصة الجزائر فليس لها مؤشر إلى حد الآن.

أ. بورصة الدار البيضاء

منذ إحداث أول مؤشر للبورصة المغربية سنة 1986 مؤشر (IGB) ، كان حساب المؤشرات يعتمد على الرسملة الكلية للشركات المصدرة للأسهم. في 2002، تم إحداث مؤشري مازي (العام) ومادكس (الملخص) وباقي المؤشرات القطاعية، وفي سنة 2004 تم اعتماد الرسملة العائمة في حساب المؤشرات⁽¹⁾. مبدأ الرسملة العائمة، أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجمه المتداول في السوق، وليس برأسمال الشركة المصدرة⁽²⁾.
أولاً- مؤشر مازي عائم (MASI): مؤشر كامل للأسهم المغربية كونه مؤشرا كاملا لرسملة السوق، ويضم مؤشر مازي جميع القيم من نوع الأسهم المسومة في بورصة الدار البيضاء. ويقدر عدد الشركات المدرجة به سنة 2014 بـ 74 شركة⁽³⁾.

⁽¹⁾الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

⁽²⁾ Jacques HAMON, (2008) : Bourse et gestion de portefeuille, Economica, 4^e édition : Paris, France, p 112.

⁽³⁾ عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص 198.

تم اعتماد مبدأ الرسملة العائمة في حساب المؤشر. كان التطور بهدف احترام المعايير الدولية، التي تنص على ترجمة واقع أداء ووزن الشركات المدرجة في حساب المؤشرات، بحيث يكون وزن كل قيمة في المؤشر متناسبا مع حجمها في السوق⁽¹⁾.

صيغة حساب المؤشر هي:

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^N f_{it}.F_{it}.Q_{it}.C_{it}}{B_0.K_t}$$

حيث⁽²⁾:

t: تاريخ الحساب

N: عدد القيم المعتبرة؛ مثلا، بالنسبة لمازي يتم اعتبار كل القيم المدرجة، واعتبار القيم الأكثر نشاطا والدائمة التداول بالنسبة لمادكس.

f_{it} : معامل الرأسمال العائم.

F_{it} : معامل الحد الأعلى.

Q_{it} : عدد الأوراق المالية للقيمة المنقولة في التاريخ t .

C_{it} : السعر في التاريخ t .

B_0 : الرسملة المرجعية في تاريخ 31 ديسمبر 1991.

K_t : معامل المطابقة في التاريخ t للرسملة المرجعية، ويتم حسابه بطريقة تكرارية، حسب المتغيرات الطارئة

في السوق (إدماج أو سحب قيم، تغيير القيم الاسمية، تغيير في الانتماء القطاعي لقيمة ما، توزيع أرباح.

ثانيا- مادكس عائم: مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر انطلاق العمل به سنة 2004،

مادكس مبني على غرار مؤشر مازي على نفس المبدأ (الرسملة العائمة) وعلى نفس الصيغ الحسابية، إلا أنه

⁽¹⁾ Nouveaux Indices MASI Flottant et MADEX Flottant, (2014) : bourse de Casablanca, p 2.

⁽²⁾ Nouveaux Indices MASI Flottant et MADEX Flottant, op.cit, p 4.

لا يأخذ بعين الاعتبار إلا قيم الأوراق المالية الأكثر نشاطا والغير منقطعة التداول في السوق. ق. ويقدر عدد الشركات المدرجة به في 2014 بـ 53 شركة⁽¹⁾.

ب. بورصة تونس

أولاً- مؤشر تونانداكس TUNINDEX: مؤشر تونانداكس هو مؤشر يبين الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية، أعطيت له قيمة أساس 1000 نقطة، في 31 ديسمبر 1997، ويتكون المؤشر من عينة من الأسهم المتداولة بالبورصة التي لا تقل فترة تداولها عن 6 أشهر⁽²⁾. وهو مؤشر إحصائي يقيس الاتجاه العام للأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهو متاح أيضا وحسب بالدولار الأمريكي واليورو⁽³⁾.

طريقة حساب المؤشر⁽⁴⁾:

$$I^t = 1000 \times \frac{\text{Capitalisation boursière flottante de l'échantillon en } t}{\text{Capitalisation de base de l'échantillon (ajustée) en } t}$$

$$I^t = 1000 \times \frac{\sum_{i=1}^N (Q_i^t \times F_i^t \times f_i^t \times C_i^t)}{k^t \times CB^0}$$

ثانياً- مؤشر تونانداكس TUNINDEX 20: يمثل مؤشر تونانداكس 20 أداء أكبر أسهم 20 شركة مدرجة في بورصة تونس. هو مؤشر يبين الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية، أعطيت له قيمة أساس 1000 نقطة، في 31 ديسمبر 2006. ويتم حسابه بنفس طريقة حساب مؤشر تونانداكس⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

⁽²⁾ La bourse des valeurs mobilières de Tunis: Repères de gouvernance et pistes de résilience pour un meilleur financement de l'économie, op cité, p 2.

⁽³⁾ GUIDE DES INDICES BOURSIERS, (2012) : bourse de Tunis, p 2.

⁽⁴⁾ GUIDE DES INDICES BOURSIERS, op.cit, p 7.

⁽⁵⁾ GUIDE DES INDICES BOURSIERS, op.cit, p 12.

2. الواقع الاقتصادي للدول المغربية

لغرض التنبؤ بأرباح الشركات المستقبلية يجب أن نأخذ بعين الاعتبار وضع الاقتصاد، فمعظم التحليلات الأساسية تشير إلى وجوب القيام بتحليل ظواهر الاقتصاد الكلي . وبهذا الفهم فإن هذه المرحلة تعد أساسا من المفاضلة بين عدة أسواق والاختيار فيما بينها، فلو أن مستثمرا يرغب في المفاضلة بين بورصات الأوراق المالية في المغرب، وتونس والجزائر فإن تحليل بيئة النشاط الاقتصادي الكلي للأسواق الثلاث هي التي تمكن من اختيار الفرصة الأفضل، من أجل التوصل إلى القرار الاستثماري الصائب.

1.2. التحليل الاقتصادي لأثر العوامل الاقتصادية على أداء البورصات

لاشك أن الأداء الكلي للنشاط الاقتصادي يعد بمثابة الوعاء الأعم والأشمل الذي تعمل في عباة بورصة الأوراق المالية، وهنا تؤكد الأدبيات على وجود اتجاه تبادلي بين أداء النشاط الاقتصادي الكلي وبورصة الأوراق المالية. وعليه فإن التأكد من سلامة البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها بورصة الأوراق المالية يعد عنصرا موضوعيا لاتخاذ قرار الاستثمار فيه من عدمه ⁽¹⁾، حيث يتم البدا بالاتجاهات الاقتصادية العامة مثل مؤشر الناتج القومي الإجمالي ومعدلات التضخم وأسعار الصرف، حيث يحاول المحللون عن طريق دراسة الأوضاع الاقتصادية في أي بلد التنبؤ باتجاه سوق البورصة فيه، فمن المعروف أن البورصات تتجه بشكل عام للصعود في فترات النمو الاقتصادي والهبوط في فترات الركود الاقتصادي فننتج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم والخروج منه ⁽²⁾.

1.2.2. علاقة المؤشرات الاقتصادية بأداء البورصات

تتأثر حركة أسعار الأسهم والسندات في البورصة بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهات والتوقعات في السوق ، مثل حالة الإعلان عن ميزانية مالية ضخمة أو نهج استثماري طموح ،

(1) محمد محمود شليبي، المصدر سبق ذكره، ص ص 71-72.

(2) بن أعر بن حاسيس، المصدر سبق ذكره، ص 91.

والذي يعني توقع ارتفاع الأسعار بشكل عام ، كما أن القيام بضخ أموال إضافية للسوق من شأنه أن ينعكس على حالة وأوضاع الأوراق المالية في البورصة في البلدان السائرة في طريق النمو وهكذا في اعتماد إحصاءات الإنتاج الصناعي أو الناتج القومي أو الدخل القابل للتصرف كمؤشرات في أسواق البورصة في الدول المتقدمة⁽¹⁾.

وتبرز أهمية محددات النشاط الاقتصادي بوصفها أحد العوامل المؤثرة في أداء البورصات، ولما كان نشاط البورصات جزءا مهما من النشاط الاقتصادي، فإن أي تقلب في أسعار المؤشرات سيجد صدها فوراً في هذه السوق. وسنأخذ بعين الاعتبار أربعة مؤشرات أساسية للاقتصاد الكلي لدراسة الحالة الاقتصادية للدول: الناتج المحلي الخام، معدل التضخم، معدل الصرف ومعدل الادخار.

أ. الناتج المحلي الإجمالي: يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الموجبة بين النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار بعض الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم، على أساس أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سيكون له أثر إيجابي في طلب الأسهم، إذ أن زيادة الدخل الحقيقية للأفراد يساعدهم على ادخار كميات أكبر من الأموال، مما يدفع بهم إلى استثمار هذا الفائض (الادخار) النقدي في شراء الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها⁽²⁾.

ب. معدل الادخار: تحويل الفائض إلى مدخرات تساعد بصورة غير مباشرة في تغذية عمليات البورصة، فيبدو في البورصة الانتعاش وتكثر المبادلات، ويمكن اعتبار الادخار السبب الأفضل في زيادة حجم المبادلات في البورصة⁽³⁾.

ج. معدل التضخم: إن الارتفاع المستمر في معدلات التضخم سوف يدفع الدول إلى اتخاذ العديد من الإجراءات الخاصة بها، منها فرض الضرائب على الشركات التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أرباح وعوائد الشركات

⁽¹⁾ عبد الرسول عبد جاسم، (2006): سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستثمار، موقع مركز المستقبل للدراسات والبحوث.

⁽²⁾ محمود صالح عطية، (2012): تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد 54، ص12.

⁽³⁾ ناجي جمال، المصدر سبق ذكره، ص 136.

المصدرة للأسهم ومن ثم القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والذي يؤدي إلى انخفاض أداء البورصات ⁽¹⁾. لذا كان التضخم مهما في تحديد تقلبات أسعار الأسهم والسندات أيضا، على اعتبار أن الاستثمارات ذات العائد الثابت (سندات، وودائع مصرفية) أكثر عرضة لهذا النوع من المخاطر، ذلك أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد ⁽²⁾.

د. سعر الصرف: تؤثر تغيرات سعر الصرف الأجنبي على سوق الأوراق المالية من خلال أن ارتفاع سعر الصرف الأجنبي (بما يفيد انخفاض قيمة العملة المحلية)، يعني أن أسعار الأسهم بالسوق المحلي سارت أقل بالنسبة للمتعاملين الأجانب، بما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الأجنبي عليها. على جانب آخر فإن ارتفاع سعر الصرف الأجنبي من شأنه انخفاض التكاليف الحقيقية للاستثمار المباشر، بما قد يدفع المستثمرين الأجانب لحقن مزيد من رؤوس الأموال داخل السوق المحلية، وذلك بغرض الاستثمار الحقيقي، وهو مما لاشك فيه أنه سيققق أثرا إيجابيا على سوق الأسهم ⁽³⁾.

2.1.2. الخصخصة ودورها في تنشيط بورصات الأوراق المالية

تعتبر العلاقة بين الخصخصة وبورصة الأوراق المالية من العلاقة ذات الاتجاهين، بمعنى أن كلاهما يؤثر على الآخر ويتأثر به، حيث يساعد نجاح عملية الخصخصة وجود بورصات عميقة ونشيطة يتم من خلالها طرح وتداول إصدارات الشركات التي يتم تحويلها إلى القطاع الخاص. وإذا ما نظرنا إلى الخصخصة على أنها توسيع قاعدة الملكية من خلال طرح المزيد من الأسهم المملوكة للدولة، و تقوم البورصة بدورها الخاص سد جانب الطلب حيث تتدفق المدخرات طلبا للاستثمار وهنا يتضح دورها في تدعيم عملية الخصخصة

⁽¹⁾ وسام حسين علي، (2013): أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2010) باستخدام نموذج متجه نحو تصحيح الأخطاء (VECM)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 10، ص 79.

⁽²⁾ محمود صالح عطية، المصدر نفسه، ص 19.

⁽³⁾ محمد محمود شلبي، المصدر سبق ذكره، ص 162.

ومن هنا يتطلب الأمر توفر بورصات ذات قوة من جانب الأطر القانونية والتشريعية والوسطاء الماليين وقواعد تعامل تهدف إلى حماية المستثمرين⁽¹⁾.

3.1.2. دور الاستثمار الأجنبي في تنشيط البورصات

تؤدي بورصات الأوراق المالية دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة، وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية. كما تؤدي بورصة الأوراق المالية، وظائف على قدر كبير من الأهمية في أسواق رأس المال، وفي الاقتصاد القومي عموما، ومن أهمها أن البورصة تؤمن سقفا مستمرا لتداول الأوراق المالية، كما ويشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي، كما تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتنشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها⁽²⁾. إن أسواق المال التي تتمتع بالسيولة والفعالية تسهل الوصول للأموال العالمية وترقي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في المحفظة. إن جلب المدخرات الأجنبية لتمويل الاستثمارات المحلية عن طريق الأسهم يتيح للسوق فرصة لاكتساب مهارات جديدة وتحويلات للتكنولوجيا الجديدة⁽³⁾.

2.2. أهم المؤشرات الاقتصادية للدول المغربية

لدراسة أهم المؤشرات الاقتصادية للدول المغربية (المغرب - تونس - الجزائر)، تم الاعتماد على تحليل البيانات المستخرجة من موقع البنك الدولي، وذلك خلال فترة الدراسة ال ممتدة ما بين (2000-2014).

(1) مختار حميدة، المصدر سبق ذكره، ص 165.

(2) حسن العمري، (2007): الاستثمار الأجنبي وأثره على تقييم الأداء في السوق المالي، مجلة دراسات شرق أوسطية.

(3) سامية زيطاري، المصدر سبق ذكره، 103.

1.2.2. الناتج المحلي الإجمالي:

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي مؤشر اقتصادي يقيس القيمة النقدية لإجمالي السلع والخدمات التي أنتجت داخل منطقة ما خلال مدة زمنية محددة ⁽¹⁾. والجدول رقم (8.2) يمثل تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014.

الجدول رقم (8.2): تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (%)

السنوات	المغرب	تونس	الجزائر
2000	1.6	4.7	2.2
2001	7.6	4.9	2.6
2002	3.3	1.8	4.7
2003	6.3	5.6	6.9
2004	4.8	6.1	5.2
2005	3.0	4.0	5.1
2006	7.8	5.3	2.0
2007	2.7	6.3	3.0
2008	5.6	4.6	2.4
2009	4.8	3.0	2.4
2010	3.6	3.0	3.6
2011	5.0	1.9-	2.4
2012	2.7	4.1	2.5
2013	4.7	2.9	2.8
2014	2.4	2.7	3.8

المصدر: www.banquemonetarie.org تاريخ الإطلاع 2015/07/03.

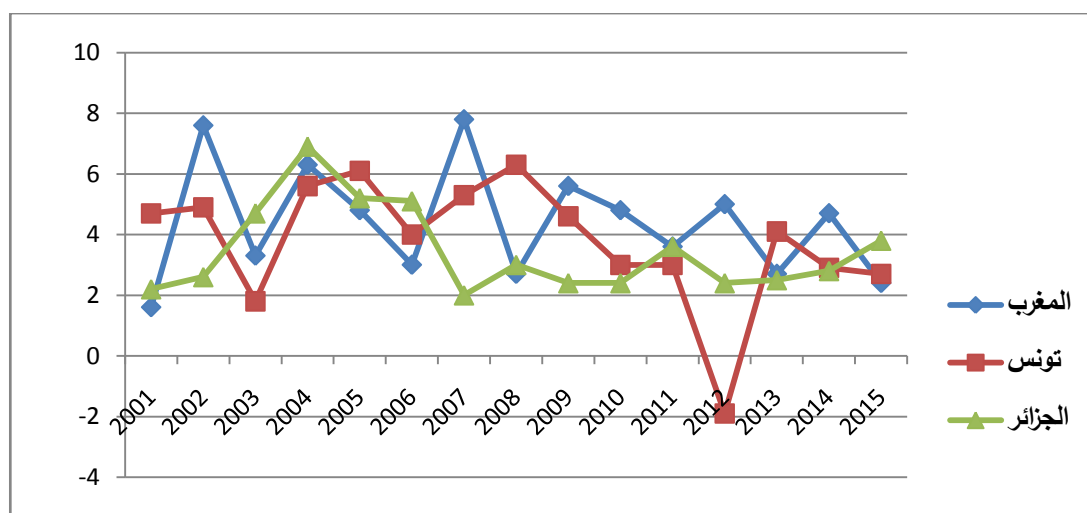
قدر معدل الناتج المحلي الإجمالي في المغرب سنة 2000 بـ 1.6%، وبفضل الأداء الممتاز للقطاع الزراعي في سنة 2003 سجل هذا المعدل ارتفاعاً بلغ 6.3%، وخلال سنة 2006 سجل أعلى قيمة له والتي قدرت بـ 7.8%، ليعاود الانخفاض سنة 2010 إلى 3.6%. أما في سنة 2014 سجل فيها معدل النمو انخفاضاً قدر بـ 2.4%.

⁽¹⁾ Catherine Karyotis, op.cit, p 57.

فيما يخص تونس، فقد استطاعت تحقيق أكبر معدل نمو مقارنة بالمغرب والجزائر سنة 2000 بنسبة 4.7% ويرجع ذلك إلى الأداء الجيد لقطاع السياحة، ثم واصل بالارتفاع ليصل ذروته سنة 2006 بنسبة 6.3%، إلا أنه سجل أكبر انخفاض له سنة 2011 قدر بنسبة -1.9% حيث تأثر بالاضطرابات السياسية التي شهدتها تونس خلال تلك الفترة، ليعاود الارتفاع من جديد سنة 2014 ليصل إلى 2.7%، نتيجة لبدأ التعافي من تبعات الظروف السياسية.

أما فيما يتعلق بالجزائر فقد بلغ معدل الناتج المحلي الإجمالي 2.2% سنة 2000، وحققت الجزائر أعلى معدل نمو سنة 2003 بنسبة 6.9% بفضل ارتفاع عوائد النفط. أما في سنة 2006، سجل هذا الأخير تراجعاً بنسبة 2%، وذلك نتيجة لانخفاض الكميات المنتجة والمصدرة من النفط، أما في سنة 2010 فقد دعمت أسعار النفط المسجلة النمو الاقتصادي في الجزائر حيث سجل ما نسبته 3.6%، ليحافظ تقريباً على نفس المعدل سنة 2014 بمعدل 3.8%.

الشكل رقم (4.2): تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (8.2).

2.2.2. معدل الادخار:

معدل الادخار هو ذلك الجزء من الناتج القومي الذي لم ينفق على الاستهلاك ويتم توجيهه للاستثمار أو للاستهلاك لاحقاً. والجدول رقم (9.2) يمثل تطور معدل الادخار للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014.

الجدول رقم (9.2): تطور معدل الادخار للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (%)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	24	22	-
2001	30	22	-
2002	30	20	-
2003	31	20	-
2004	31	21	-
2005	31	20	52
2006	32	21	54
2007	32	21	58
2008	33	22	58
2009	30	21	54
2010	31	20	50
2011	27	16	49
2012	24	15	48
2013	26	13	46
2014	27	12	43

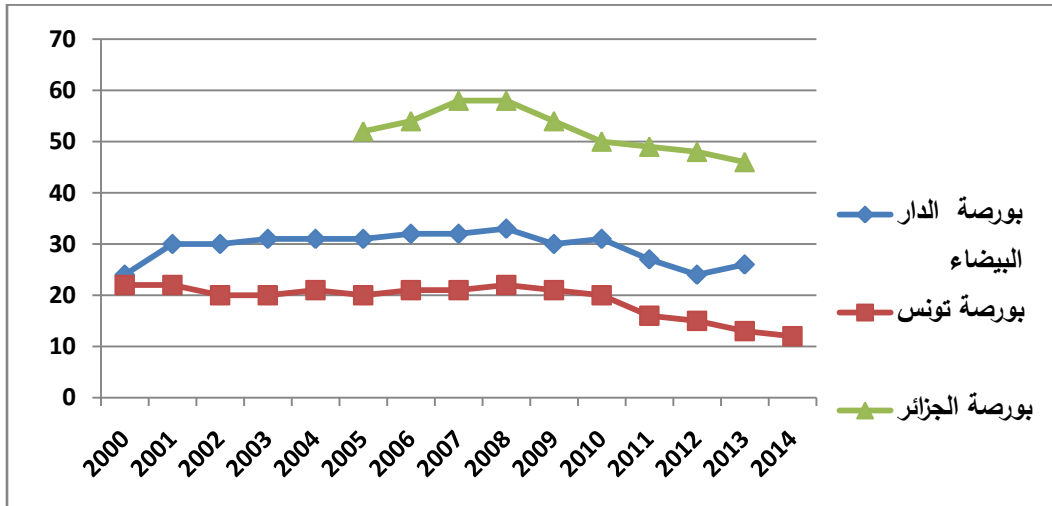
المصدر: www.banquemonddiale.org تاريخ الإطلاع 2015/07/03.

في المغرب، سجل معدل الادخار نمو بوتيرة جيدة، إذ بلغت نسبته 30% سنة 2001 مقابل 24% سنة 2000، ليسجل أعلى قيمة له سنة 2008 بنسبة 33%. ويمكن هذا المستوى من الادخار من تغطية جزء كبير من الاستثمار الإجمالي. سجل معدل التضخم تراجعاً سنة 2010 إلى 27%، وواصل في الانخفاض إلى 26% سنة 2013، ويعزى هذا المنحى التنازلي لمعدل الادخار إلى انخفاض المداخيل الصافية الواردة من باقي العالم نتيجة تراجع تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، وارتفاع مداخل رؤوس أموال الشركات الأجنبية العاملة في المغرب.

في تونس، بلغ معدل الادخار سنة 2000 نسبة 22%، لينخفض سنة 2005 إلى 20%، وقد بقيت هذه النسبة تقريبا مستقرة إلى غاية سنة 2010، ليواصل معدل الادخار الوطني سنة 2011 منحاه التنازلي إلى 16%، إلى أن يسجل أقل قيمة له قدرت بـ 12% وذلك سنة 2014. وتعد مساهمة معدلات توظيف الادخار الوطني في تمويل الاقتصاد في تونس ضعيفة جدا مقارنة بالجزائر والمغرب.

أما فيما يخص الجزائر فقد سلك معدل الادخار الاتجاه الموجب منذ سنة 2005 بنسبة 52%، وقد وصل ذروته سنة 2007 حيث بلغت نسبته 58%، ويعتبر مستوى الادخار في الجزائر من أكثر النسب ارتفاعا في العالم، فعلى الرغم من تحسن مستوى الادخار إلا أن مستوى الاستثمار يسير ببطء، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على صعوبة تحويل الموارد من الادخار إلى الاستثمار. ثم عرفت هذه النسبة تراجعا، إذ سجلت سنة 2010 نسبة 50%، لتصل سنة 2014 إلى 43%.

الشكل رقم (5.2): تطور معدل الادخار للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (9.2).

3.2.2. معدل التضخم

يعبر معدل التضخم عن المعدل الإجمالي لزيادة أسعار السلع والخدمات في اقتصاد ما وخلال مدة زمنية معينة، الذي يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود⁽¹⁾. ويوضح الجدول رقم (10.2) تطور معدل التضخم للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014.

الجدول رقم (10.2): تطور معدل التضخم للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (%)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	1.9	3.0	0.3
2001	0.6	2.0	4.2
2002	2.8	2.7	1.4
2003	1.2	2.7	4.3
2004	1.5	3.6	4.0
2005	1.0	2.0	1.4
2006	3.3	4.5	2.3
2007	2.0	3.4	3.7
2008	3.7	4.9	4.9
2009	1.0	3.5	5.7
2010	1.0	4.4	3.9
2011	0.9	3.6	4.5
2012	1.3	5.5	8.9
2013	1.9	5.8	3.3
2014	0.4	4.9	2.9

المصدر: www.banquemonddiale.org تاريخ الإطلاع 2015/07/03.

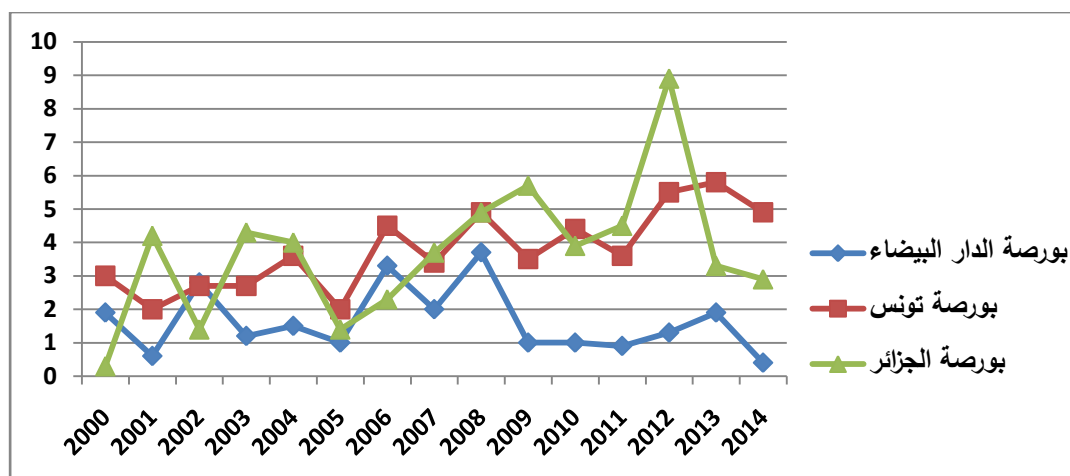
تم ضبط معدل التضخم في المغرب الذي انخفض من معدل 1.4% في سنة 2000 إلى 0.6% سنة 2001، إذ تتبع السلطات المغربية سياسة درهم قوي من أجل ضبط التضخم ، ليواصل هذا الأخير الانخفاض سنة 2003 إلى 1.2% بسبب اتباع المغرب سياسات اقتصادية ناجحة أدت إلى انخفاض معدلات التضخم. وسجل أعلى نسبة له خلال سنة 2006 قدرت بـ 3.3%، ليعاود الانخفاض سنة 2010 إلى 1%، وقد سجل أقل قيمة له سنة 2014 بمعدل 0.4%.

⁽¹⁾ Catherine Karyotis, op.cit, P 58.

في تونس، قدر معدل التضخم بـ 3 % سنة 2000، لينخفض إلى 2 % سنة 2005، فيما سجل معدل التضخم ارتفاعا خلال سنة 2008 إلى 4.9 %، وبعد الهدوء النسبي المسجل في سنتي 2011 نسبة قدرها 3.6 %، عاد معدل التضخم للارتفاع من جديد بوتيرة متسارعة حيث سجل في سنة 2014 ازديادا تقريبا بـ 5 % في المعدل، نظرا لبقاء الأسعار العالمية للنفط مرتفعة، وبتأثير الزيادة في مستويات الطلب الناتج عن ارتفاع مستويات الإنفاق الاستهلاكي.

أما في الجزائر، سجل معدل التضخم انخفاضا محسوسا سنة 2000 مقارنة بالسنوات اللاحقة حيث بلغت نسبته 0.3 %، وهو معدل تجاوز ذلك السائد في الدول المغربية الأخرى، حيث تميزت هذه الفترة بعودة الحياة الاقتصادية والراحة المالية للبلاد، كنتيجة موضوعية للزيادة في الطلب العالمي على المواد الطاقوية، وتسجيل الخزينة العمومية لموارد مالية ضخمة، ثم عاد معدل التضخم ليرتفع قليلا بعد ذلك إلى 4.3 % سنة 2003 بسبب زيادة الإنفاق العمومي. وفي عام 2005 انخفض معدل التضخم إلى 1.4 % بفضل العوامل الأساسية التي تؤثر على تطور المستوى العام للأسعار، كما عرف معدل التضخم ارتفاعا كبيرا خلال سنة 2012 ببلوغه نسبة 8.9 % وهو أعلى معدل يسجله، لينخفض سنة 2014 إلى 2.9 %.

الشكل رقم (6.2): تطور معدل التضخم للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (10.2).

4.2.2. سعر الصرف

سعر الصرف هو ثمن العملة الوطنية معبر عنه بالعملة الأجنبية. ويتغير سعر صرف العملات بناء على تغيرات ميزان المدفوعات⁽¹⁾. والجدول رقم (11.2) يوضح تطور سعر صرف عملات الدول المغربية مقابل الدولار خلال الفترة 2000-2014.

الجدول رقم (11.2): تطور سعر صرف عملات الدول المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (العملات مقابل الدولار)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	10.6267	1.385	75.343
2001	11.3030	1.468	77.729
2002	11.0210	1.334	79.723
2003	9.5740	1.208	72.613
2004	8.8680	1.199	72.614
2005	8.8650	1.363	73.380
2006	8.7960	1.297	71.158
2007	8.1920	1.221	66.830
2008	7.7500	1.310	71.180
2009	8.0570	1.317	72.731
2010	8.4172	1.431	73.944
2011	8.5905	1.498	76.056
2012	8.4643	1.578	78.103
2013	8.6284	1.6253	79.3684
2014	8.4055	1.7001	80.5790

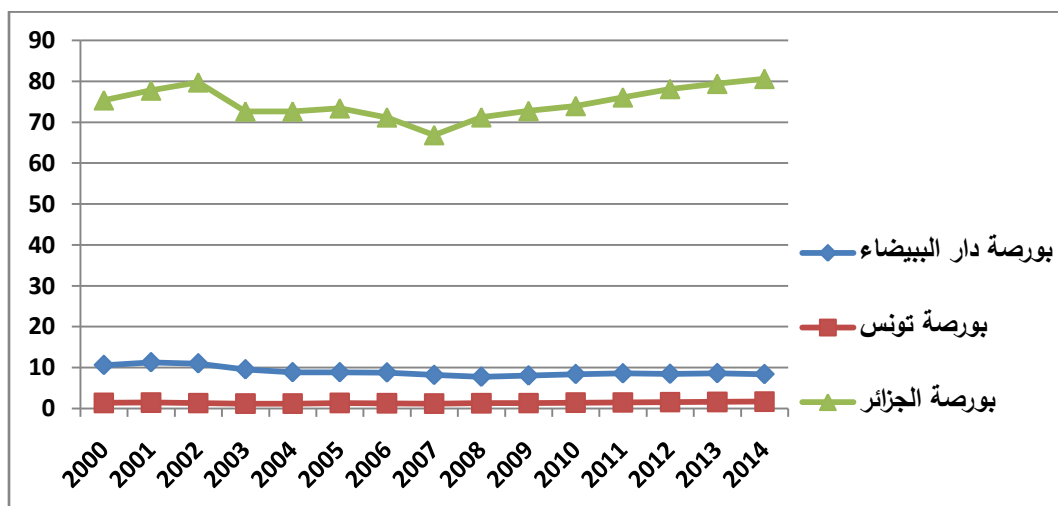
المصدر: www.banquemonddiale.org تاريخ الإطلاع 2015/07/03.

في المغرب، حدد سعر صرف الدرهم سنة 2000 بـ 10.6267 مقابل الدولار الأمريكي، في حين سجل سعر الصرف خلال سنة 2004 تحسنا كبيرا وملحوظا قدر بـ 8.86 وهذا ما يفسر تحسن سعر الصرف الحقيقي للدرهم المغربي مقارنة بالدولار، ليسجل أقل قيمة له سنة 2008 بقيمة 7.7500، واستقر سعر صرف الدرهم المغربي منذ سنة 2009 إلى غاية سنة 2014 بمتوسط قدره 8.4055.

⁽¹⁾ Catherine Karyotis, op.cit, P 58.

إن الاستقرار النسبي الذي تميز به سعر الصرف في تونس أدى إلى تحسين قيمته أمام الدولار الأمريكي، حيث بلغ سعر الدينار التونسي 1.385 نسبة للدولار سنة 2000، لينخفض ولأول مرة سنة 2004 إلى 1.199 والذي تعتبر أقل نسبة مسجلة خلال سنوات الدراسة، ليعاود الارتفاع سنة 2010 إلى 1.431، وفي سنة 2014، شهد اضطرابات أدت إلى تراجع سعر صرف الدينار التونسي إلى مستويات جعلت العديد من الخبراء الاقتصاديين يطلقون صيحات الفزع باعتبار أن سعر صرف الدينار التونسي بلغ 1.701 نسبة للدولار. هذا، وقد سجل سعر صرف الدينار الجزائري مستويات ما بين 75.34 و 73.38 مقابل الدولار الأمريكي سنتي 2000 و 2005 على التوالي. وخلال الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2010، استقر سعر صرف الدينار الجزائري بمتوسط قدره 73.94، باستثناء الانخفاض الوحيد الذي سجل سنة 2006 إذ قدر بـ 66.83. ليرتفع سنة 2014 إلى 80.75.

الشكل رقم (7.2): تطور سعر صرف عملات الدول المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (11.2).

3.2 أساليب الخصخصة وواقع الاستثمار الأجنبي في الدول المغربية

1.3.2 أساليب الخصخصة في الدول المغربية

انطلق برنامج الخصخصة في المغرب سنة 1989 حيث صادقت الحكومة على القانون رقم 93 الذي أذن ببيع 112 مؤسسة، منها 37 مؤسسة فندقية و 75 مؤسسة تعمل في قطاعات مختلفة. في تونس، بدأ تنفيذ برنامج الخصخصة سنة 1989، إثر مصادقة مجلس النواب على القانون رقم 9-89. في إطار برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية أولت الحكومة الجزائرية اهتماما كبيرا لتشجيع القطاع الخاص وتبني مسار الخصخصة. وقد حدد القانون الصادر عن الحكومة سنة 1995 أهداف ووسائل الخصخصة⁽¹⁾. ومع تقدم برنامج الخصخصة، عدلت الحكومات سياستها لتشجيع عملية الخصخصة، أما عن أساليب الخصخصة في الدول المغربية الثلاث فهي كالآتي:

أ. أساليب الخصخصة في المغرب: لقد حدد القانون رقم (402-90-2) ثلاث طرق يمكن استعمالها في خصخصة المؤسسات منها⁽²⁾:

- طلب العروض.

- البيع المباشر، حيث يعتبر البيع المباشر آلية تعتمد على المفاوضات المباشرة.

- السوق المالية، وذلك بعرض الأسهم في بورصة الدار البيضاء بسعر محدد.

ب. أساليب الخصخصة في تونس: تراعي الطرق المعتمدة في خصخصة المؤسسات العمومية في تونس

خصوصية كل مؤسسة ومجال نشاطها وهيكل السوق، ويمكن أن تأخذ الأشكال التالية⁽³⁾:

- بيع الأصول، وتخص هذه الطريقة المؤسسات التي تعاني من اختلال هيكلها المالي.

⁽¹⁾ تطورات وإنجازات الخصخصة في الدول العربية، (2001): قاعدة بيانات الخصخصة، البنك الدولي. ص ص 162-163.

⁽²⁾ بوتة نسرين، (2014-2015): الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر، ص ص 174-175.

⁽³⁾ بوعاملي ياسين، المصدر سبق ذكره، ص 108.

- بيع عدد من الأسهم عبر طلب عروض على أساس دفتر شروط أو من خلال المزايعة في البورصة.
 - بيع أسهم مع عرض عمومي للبيع (OPV) بالنسبة للمؤسسات ذات التوازن المالي السليم.
 - فتح رأسمال المؤسسة، وتخص هذه الطريقة المؤسسات الكبيرة.
 - اللزمة، وتتمثل هذه العملية في نقل الاستغلال والتصرف لنشاط إحدى المنشآت العمومية إلى شخص أو إلى مؤسسة خاصة وذلك لمدة متفق عليها.
 - ج. أساليب الخصخصة في الجزائر: يعتبر اختيار طريقة الخصخصة حسب المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة، ويمكن أن تأخذ أحد الأشكال التالية⁽¹⁾:
 - طلب العروض.
 - عن طريق السوق المالية (الدخول إلى البورصة أو العرض العام للبيع بالسعر الثابت).
 - البيع بالتراضي بعد موافقة مجلس مساهمات الدولة.
 - عقود التسيير، الإيجار والامتياز.
- يعتبر المغرب الدولة الرائدة في تطبيق برنامج الخصخصة على المستوى المغربي رغم أن برنامجه المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية أقل طموحا من نظيره في تونس، فقد استعملت كل من بورصة الدار البيضاء وتونس كقنينة في خصخصة المؤسسات العمومية في إطار برامج التعديل الهيكلي، رغم أن مساهمتها مازالت ضعيفة في تونس سواء من حيث عدد الشركات أو من حيث المداخل المحصلة، واقتصرها على فترات زمنية محدودة بالإضافة إلى عدم إدراج الشركات الأكبر حجما في الاقتصاد التونسي في هذه العملية. لكن عرفت جميع العمليات في كلا البلدين نجاحا كبيرا وإقبالا جماهيريا واسعا. أما بورصة الجزائر والتي كانت نشأتها في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي فقد عرفت انطلاقة صعبة أعاق سير عملها، انحصرت في الظروف الاقتصادية والسياسية للبلد وغياب ثقافة البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين وجمهور المستثمرين بسبب حداثة

⁽¹⁾ بوعاملي ياسين، المصدر نفسه. ص 144.

الفكرة لديهم وعدم وضوحها ⁽¹⁾. وسيتم التطرق لاحقا إلى دراسة أثر عمليات الخصخصة على البورصات المغربية من خلال دراسة بعض مؤشرات البورصة: عدد الشركات، القيمة السوقية... إلخ.

2.3.2. صافي التدفقات الاستثمارية الواردة

صافي التدفقات الاستثمارية الواردة تعني صافي تدفقات الواردة في البلد المعني من المستثمرين الأجانب. والجدول رقم (12.2) يوضح صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014.

الجدول رقم (12.2): صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (مليون دولار)

السنوات	المغرب	تونس	الجزائر
2000	220	752	2801
2001	143	451	1107
2002	79	790	1065
2003	2312	540	633
2004	787	593	881
2005	1670	712	1156
2006	2460	3239	1841
2007	2825	1515	1686
2008	2466	2600	2638
2009	1970	1525	2747
2010	1240	1334	2300
2011	2521	432	2571
2012	2841	1554	1500
2013	3360	1058	1689
2014	3582	1004	1504

المصدر: www.banquemonddiale.org تاريخ الإطلاع 2015/07/03.

عرف الاستثمار الأجنبي في المغرب زيادة مستمرة ، إذ بلغ 220 مليون دولار سنة 2000 ليصل سنة 2004 إلى 787 مليون دولار . وابتداء من سنة 2005 عرف المغرب انتعاشا اقتصاديا جيدا جعله يحقق معدلات متزايدة ومتتابة بانتظام وصلت قيمتها سنة 2007 إلى حدود 2825 مليون دولار. وكان تأثر الاقتصاد المغربي أكثر عمقا بتبعات الأزمة العالمية، حيث تراجعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة

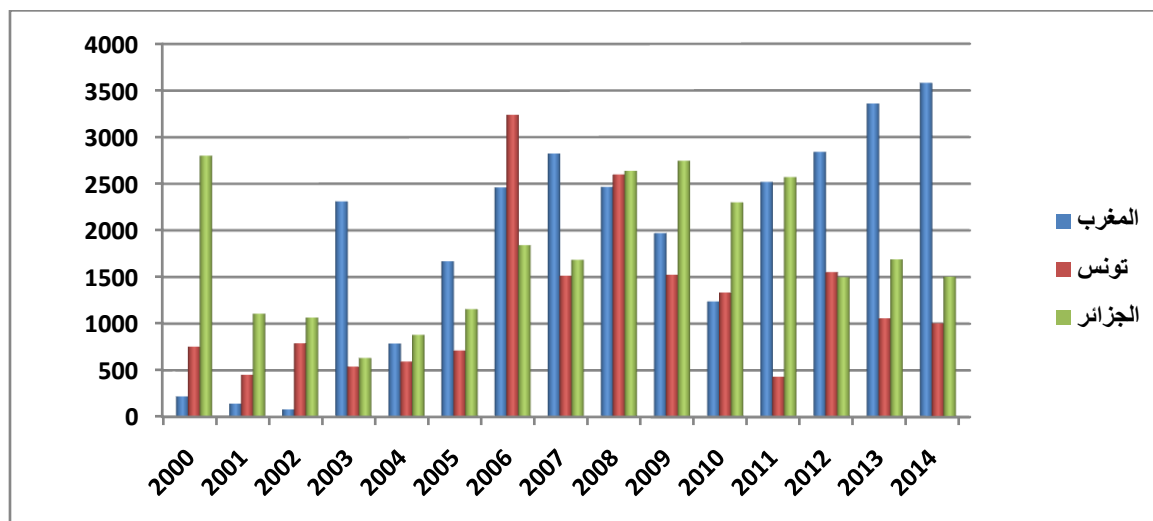
⁽¹⁾ بوعاملي ياسين، (2009-2010): الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها "دراسة بعض التجارب المغربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة: قسنطينة، الجزائر. ص 144.

إلى المغرب لتبلغ أدنى مستوياتها 1240 مليون دولار سنة 2010، ثم عادت الارتفاع لتصل إلى 3360 مليون دولار سنة 2013.

سجلت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في تونس تحسنا منذ سنة 2000 إلى غاية 2005 حيث سجلت 712 مليون دولار، وعلى الرغم من التذبذب في بعض السنوات إلى أنه وبشكل عام قد ازداد ، إلا أنها حققت قفزة نوعية جعلتها تتصدر قائمة الدول المغربية من حيث حصيلة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة لسنة 2006 حيث حققت 3239 مليون دولار. مع ظهور الأزمة العالمية سجل الاقتصاد التونسي انخفاضا كبيرا بلغ 1515 مليون دولار سنة 2007، 2600 مليون دولار سنة 2008، ليصل إلى 432 مليون دولار سنة 2011 بسبب الظروف السياسية في تونس.

حققت التدفقات الاستثمارية الواردة إلى الجزائر انخفاضا معتبرا، إذ انتقلت قيمتها من 2801 مليون دولار سنة 2000 إلى 633 مليون دولار سنة 2003، ثم عرفت زيادة محسوسة في قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة حيث وصلت سنة 2006 إلى 1841 مليون دولار، ثم انخفضت إلى 1686 مليون دولار سنة 2007 ورغم انخفاض التدفقات الاستثمار الأجنبي المباشرة الواردة إلى الجزائر بسبب الأزمة العالمية إلا أنه لم يكن كبيرا جدا مقارنة بباقي الاقتصاديات المغربية والعالمية، ويرجع ذلك كون الاقتصاد الجزائري لا يرتبط كثيرا بالاستثمارات العالمية بقدر ارتباطه بالأسعار العالمية للبترو، حيث سرعان ما استعادت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الجزائر نسق التزايد لتحقيق 2571 مليون دولار سنة 2011، لتعاود الانخفاض سنة 2014 إلى 1504.

شكل رقم (8.2): صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (12.2).

3.3.2. نسبة المستثمرين الأجانب في البورصات المغربية

أ. بورصة الدار البيضاء: يسمح للمستثمر الأجنبي اقتناء الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة وغيرها التي تنشط في القطاعات التنافسية إلى مستوى يصل إلى 49.99% بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه النسبة بعد الحصول على موافق الهيئة العليا للاستثمار، وفي إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي في البورصة التونسية، يسمح للمستثمرين الأجانب تحويل الاستثمار الأصلي والأرباح بكل حرية مع إعفاء المداخل المتأتية من هذا الاستثمار من الضرائب⁽¹⁾.

ب. بورصة المغرب: فيما يخص الاستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء ليس هناك أي شرط للاستثمار في رأس مال الشركات المدرجة، حيث يمكن للمستثمر الأجنبي أن تفتح حسابا بنكيا بعملة أجنبية وأن يتصرف كما يشاء من أجل عملياته في المغرب، كما أن هناك حرية تامة في ما يخص تحويل رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في المغرب نحو الخارج، ونفس الشيء فيما يخص الأرباح وفائض القيمة، وهناك امتيازات تمنح للمستثمرين الأجانب خاصة المؤسسات حيث تعفى من الضريبة على فائض القيمة، أما بالنسبة لشركات

(1) الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الإطلاع 2014/02/16.

الوساطة الأجنبية، وقيامها بعمليات التداول في البورصة، فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بافتتاح فرع لها بالمغرب⁽¹⁾.

جدول رقم (13.2): حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة 2005-2014

الوحدة: (%)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس
2005	16.38	28.20
2006	17	27.62
2007	5.92	28.00
2008	14.23	24.74
2009	26.00	21.90
2010	26.10	20.20
2011	25.70	20.20
2012	23.80	20.50
2013	27.18	22.00
2014	28.29	24.10

المصدر: - التقارير السنوية لمجلس القيم المنقولة لبورصة الدار البيضاء، أعداد متفرقة، 2005-2014.

- التقارير السنوية لبورصة تونس، أعداد متفرقة، 2005-2014.

شهدت تعاملات المستثمرين في بورصة الدار البيضاء تطورا خلال فترة الدراسة، حيث بلغت سنة 2005 نسبة 16.38%، لتتخفض سنة 2007 إلى 5.92%. وفي سنة 2010 ارتفعت حصة الأجانب في بورصة الدار البيضاء إلى 26.10%، ثم انخفضت سنة 2012 إلى 23.80%، وفي سنة 2013 عاودت الارتفاع إلى 27.18%، لتصل سنة 2014 إلى 28.29%.

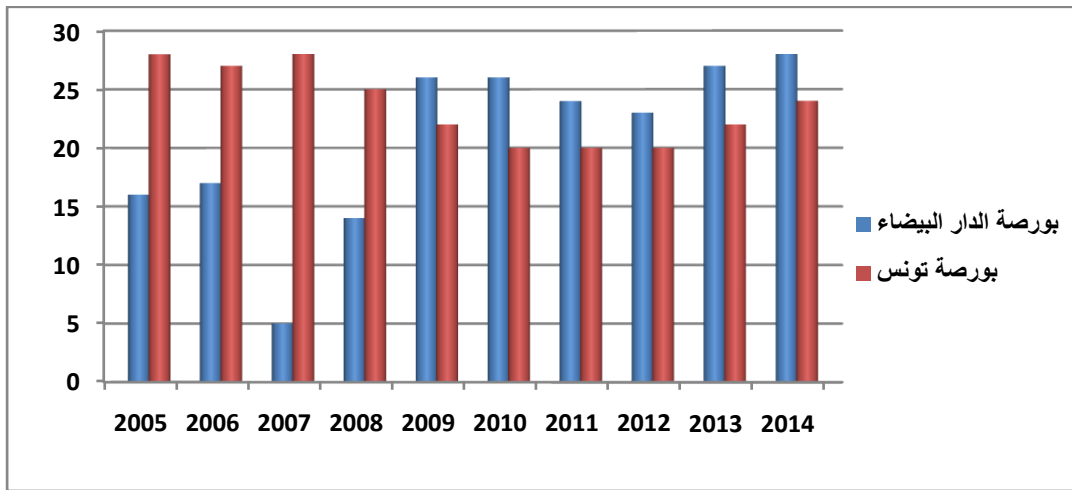
أما حصة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة تونس قدرت سنة 2005 بـ 28.2%، وبقيت هذه النسبة تقريبا مستقرة إلى غاية سنة 2007، ثم عرفت ارتفاعا إلى أن بلغت سنة 2010 إلى 20.20%، وهذا راجع إلى

⁽¹⁾ مفتاح صالح، بوعبد الله علي، (2013): واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14،

خروج بعض المستثمرين الأجانب من الاستثمار في بورصة تونس بسبب الأوضاع السائدة آنذاك، لتشهد بعد ذلك ارتفاعا قدر بـ 24.10% سنة 2014.

تواجه بورصة الجزائر تحديا في جذب التدفقات النقدية الأجنبية بسبب محدودية الفرص الاستثمارية وقلة كل من عدد الشركات فيها وقلة حجم الأسهم المطروحة للتداول وعدم تنوعها.

الشكل رقم (9.2): حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة 2005-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (13.2).

3. أداء بورصات الأوراق المالية المغربية

1.3. مؤشرات حجم السوق

1.1.3 مؤشر عدد الشركات المدرجة

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية، التي يتم التداول في أوراقها المالية

في السوق المنظمة (البورصة)، ويستخدم للدلالة على حجم السوق ⁽¹⁾. ويوضح الجدول رقم (14.2) عدد

الشركات المدرجة في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014.

الجدول رقم (14.2): عدد الشركات المدرجة في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	53	44	3
2001	55	45	3
2002	55	46	3
2003	52	45	3
2004	53	44	3
2005	53	45	3
2006	63	48	2
2007	73	51	2
2008	77	50	2
2009	73	52	2
2010	75	56	3
2011	76	57	2
2012	77	59	4
2013	75	65	4
2014	75	81	4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2014.

بلغ عدد الشركات المسجلة في بورصة الدار البيضاء 53 شركة سنة 2000، وعرفت البورصة نموا

إيجابيا حيث ارتفع عدد الشركات سنة 2005 إلى 54 شركة، ليصل سنة 2007 إلى 73 شركة، وهو الأمر

الذي يدل على وجود اتجاه نحو اتساع السوق نتيجة زيادة عدد الشركات. استمر في الارتفاع حتى 77 شركة

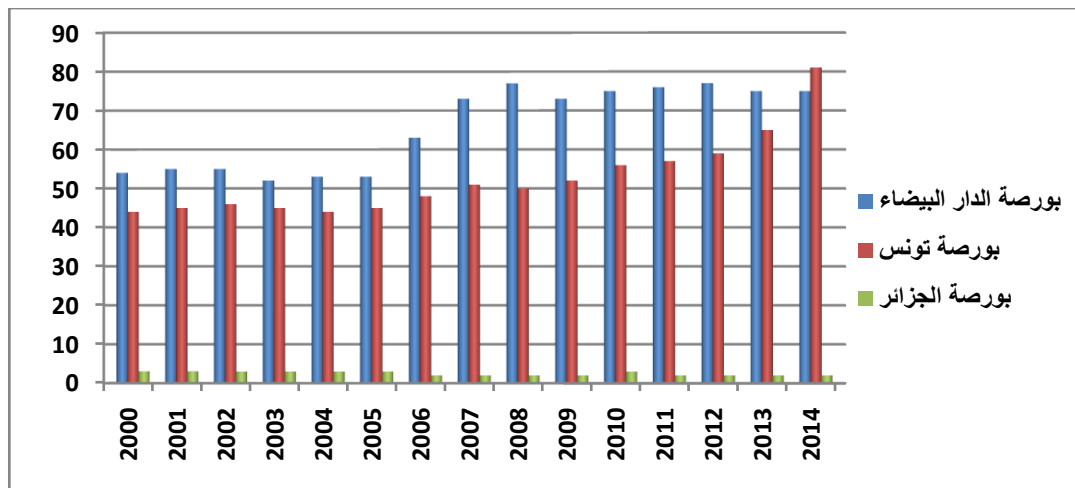
سنة 2010، لينخفض إلى 75 شركة سنة 2014.

⁽¹⁾ عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص 178.

فيما يتعلق ببورصة تونس، سجلت ارتفاع في عدد الشركات حيث انتقلت قيمتها من 44 شركة سنة 2000 إلى 51 شركة سنة 2007، وهذا ما يدل على اتساع حجم البورصة بالشكل الذي يؤدي إلى التوجه نحو تحقيق الكفاءة، وواصل عدد الشركات منحاه التصاعدي سنة 2010 إلى 56 شركة، لتسجل سنة 2014 قفزة نوعية بـ 81 شركة مدرجة. وتشير الزيادة المستمرة في عدد الشركات في بورصة تونس إلى التطور السريع الذي شهدته البورصة.

أما بورصة الجزائر، فقد اقتصر على وجود 3 شركات فقط خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2005، وهي صيدال، الأوراسي وشركة رياض سطيف . في سنة 2006 ومع خروج رياض سطيف من البورصة انخفض عدد الشركات إلى شركتين صيدال والأوراسي. ليرتفع إلى 3 شركات سنة 2010 بسبب إدراج شركة أليانس للتأمينات أسهمها في البورصة، وبدخول شركة روية سنة 2012 وصل عدد الشركات المدرجة إلى 04 شركات.

الشكل رقم (10.2): عدد الشركات المدرجة في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (14.2).

2.1.2. مؤشر القيمة السوقية

القيمة السوقية (الرسملة السوقية) هي سعر السهم مضروباً في عدد الأسهم المتداولة . ويستخدم هذا المؤشر لقياس حجم السوق الكلي وهو ما يعادل نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾.

الجدول رقم (15.2): القيمة السوقية في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (مليون دولار)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	10,875.84	2,809.12	27.30
2001	9,030.80	2,229.57	18.78
2002	8,564.24	2,125.68	14.50
2003	13,050.18	2,439.55	143.64
2004	25,174.92	2,574.48	140.27
2005	29,657.4	2,970.22	143.85
2006	49,415.0	4,221.9	95.7
2007	75,494.5	5,338.9	97.2
2008	65,748.0	6,304.1	92.2
2009	74,185.9	9,237.1	91.1
2010	69,386.1	10,612.4	106.1
2011	60,092.2	9,647.8	135.6
2012	52,605.4	8,874.2	125.9
2013	55,328.9	8,589.9	124.7
2014	54,470.0	9,295.0	110.7

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2014.

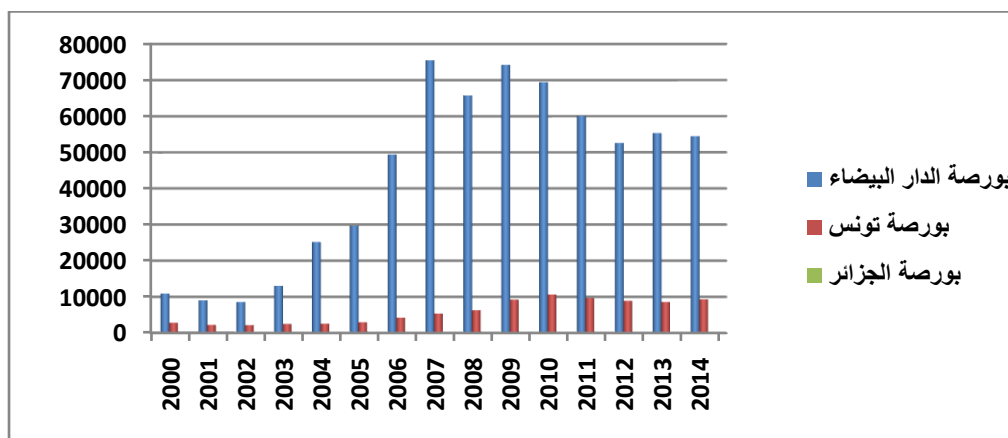
فيما يتعلق بالرسملة السوقية حققت بورصة الدار البيضاء نتائج إيجابية، حيث ارتفعت الرسملة السوقية إذ بلغت 29.657.4 مليون دولار سنة 2005 مقابل 10,875.84 مليون دولار سجلت سنة 2000، أي بنسبة نمو فاقت 100%. وقد بلغت أعلى قيمة لها قدرت سنة 2007 بـ 75,494.5 مليون دولار. فارتفاع رأس المال السوقي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وكذلك زيادة تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر وزيادة الإصدارات الجديدة. في سنة 2010 سجلت انخفاض طفيف بقيمة 69,386.1 مليون دولار لتصل سنة 2014

⁽¹⁾ شذا الخطيب، (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلوي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 82.

إلى 54,470.0 مليون دولار . إلا أن القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء تبقى معتبرة إذا ما قورنت بالبورصات المغربية الأخرى.

أما في بورصة تونس . ارتفعت القيمة السوقية إلى 2,970.22 مليون دولار سنة 2005 مقارنة مع 2,809.12 مليون دولار سنة 2000. وسجلت أعلى قيمة لها سنة 2010 بقيمة 10,612.4 مليون دولار. نسبة نمو القيمة السوقية لبورصة تونس تبقى مشجعة و يرجع ذلك إلى ارتفاع الأسعار ، ارتفاع عدد الشركات المدرجة وكبر حجم الشركات التي أدرجت في البورصة. وصلت القيمة السوقية إلى نحو 9.3 ملين دولار سنة 2014، ومما لا شك فيه أن ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى 81 شركة قد ساهم في ارتفاع هذه القيمة. قدرت القيمة السوقية في بورصة الجزائر سنة 2000 بـ 27.30 ألف دولار نتيجة إدراج قيم الأوراسي، لتبلغ 143.85 ألف دولار سنة 2005، لكن هذه القيمة تراجعت إلى 95.7 ألف دولار سنة 2006، ويرجع ذلك إلى انسحاب شركة رياض سطيف. وسجلت سنة 2011 ارتفاع طفيف بقيمة 135.6 ألف دولار، لتعاود الانخفاض إلى 110.7 سنة 2014. وقد أسهم في تسجيل هذه القيم الم حدوده قلة القيم المدرجة، ففي الوقت التي تسجل فيه أغلب البورصات في العالم إدراج قيم شركات جديدة يحدث عكس ذلك في بورصة الجزائر.

الشكل رقم (11.2): القيمة السوقية في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (15.2).

2.3. مؤشرات السيولة: هناك العديد من المؤشرات التي تمكننا من قياس درجة سيولة السوق، إلا أن الأدبيات الحديثة كثيرا ما استخدمت حجم التداول ومعدل الدوران كمؤشرين لتحديدها. فعلى الرغم من أن حجم السوق قد يكون كبيرا من حيث القيمة السوقية فإنه قد لا يكون متمتعا بنشاط التداول⁽¹⁾.

1.2.3. حجم التداول: يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم و سندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي⁽²⁾.

الجدول رقم (16.2): حجم التداول في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (مليون دولار)

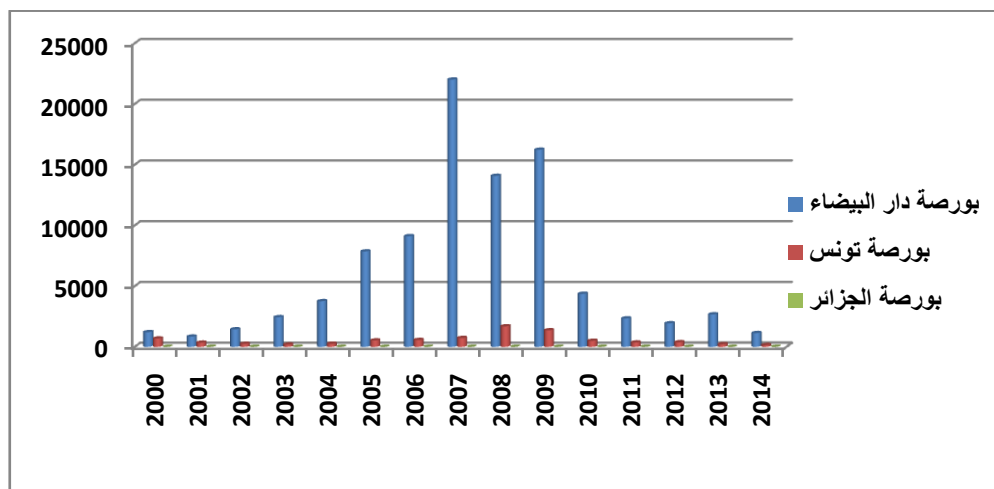
السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	1,210.90	686.78	0.00
2001	840.75	342.05	0.00
2002	1,440.46	246.47	0.00
2003	2,443.46	188.52	0.23
2004	3,757.02	256.65	0.12
2005	7859.3	528.8	0.06
2006	9,109.9	563.3	0.33
2007	22,009.3	726.5	0.20
2008	14,077.5	1,688.9	0.31
2009	16,226.5	1,360.0	0.19
2010	4,365.6	497.8	0.46
2011	2,339.4	360.2	0.61
2012	1,936.3	380.5	0.28
2013	2,672.5	219.1	0.26
2014	1,134.6	144.82	0.23

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2014-2000.

(1) شذا الخطيب، المصدر سبق ذكره، ص 83.

(2) عباس كاظم الدعيمي، المصدر سبق ذكره، ص 179.

الشكل رقم (12.2): حجم التداول في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (16.2).

إن حجم التداول في بورصة الدار البيضاء عرف نموا ايجابيا إذ انتقلت قيمته من 1,210.90 مليون دولار سنة 2000 ليبلغ 7859.3 مليون دولار سنة 2005، وأخذ حجم التداول الاتجاه نحو الزيادة وصولا إلى 22,009.3 مليون دولار سنة 2007 كحد أعلى، إذ يعكس ارتفاع حجم التداول الارتفاع أن البورصة تعرف زيادة في سيولتها ويكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية الذي يعبر عن حجم السوق، ثم تراجع إلى 4,365.6 مليون دولار سنة 2010، ليواصل في الانخفاض إلى 2,672.5 مليون دولار سنة 2013 كحد أدنى.

بلغ حجم التداول في بورصة تونس سنة 2000 ما قيمته 686.78 مليون دولار ، وعرف هذا الأخير انخفاض بلغ 528.8 مليون دولار سنة 2005، ويرجع ذلك إلى حركة التصحيح الذي عرفها مؤشر Tunindex، إلا أن هذه القيمة أخذت في التحسن بعد ذلك لتصل إلى 1,688.9 مليون دولار سنة 2008 عاكسا التطور في حجم التداول والذي يرجع إلى ارتفاع عدد الأسهم المتداولة، رغم تحسن هذه القيمة إلا أنها عاودت بالانخفاض إلى 497.8 مليون دولار سنة 2010، لتصل إلى 144.82 مليون دولار سنة 2014.

سجل حجم التداول في بورصة الجزائر ارتفاعا متتاليا طيلة فترة الدراسة، لكن بالرغم من ذلك تعد هذه النسبة منخفضة، حيث بلغ 230 ألف دولار سنة 2003 و 330 ألف دولار سنة 2006، ليواصل التذبذب بين الارتفاع والانخفاض فينخفض سنة 2010 إلى 460 ألف دولار ثم يسجل حجم التداول أكبر قيمة له خلال سنوات الدراسة، بقيمة 610 ألف دولار سنة 2011، ثم شهد انخفاضا سنة 2014 إلى 230 ألف دولار . ويرجع انخفاض أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي البورصات المغربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك إلى تدني عدد أيام التداول والذي يقتصر على يوم واحد في الأسبوع.

2.2.3. عدد الأسهم المتداولة: وهو مؤشر يعطي قياسا القيمة الحقيقية لعدد أسهم مجموعة من الشركات التي يتم تداولها في البورصة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة.

الجدول رقم (17.2): عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (مليون سهم)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	16.45	28.89	0.00
2001	15.83	21.28	0.00
2002	22.44	17.12	0.00
2003	35.24	12.93	0.04
2004	179,67	21,18	0,02
2005	438.75	41.43	0.01
2006	178.7	56.0	0.06
2007	262.1	69.7	0.03
2008	223.7	172.8	0.05
2009	286.4	189.6	0.03
2010	132.5	76.6	0.07
2011	66.6	72.8	0.08
2012	72.2	63.0	0.04
2013	94.1	54.4	0.03
2014	90.3	56.25	0.03

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2014.

إن التطور الكبير الذي لم يسبق له مثيل في تاريخ بورصة الدار البيضاء قد حصل في عدد الأسهم

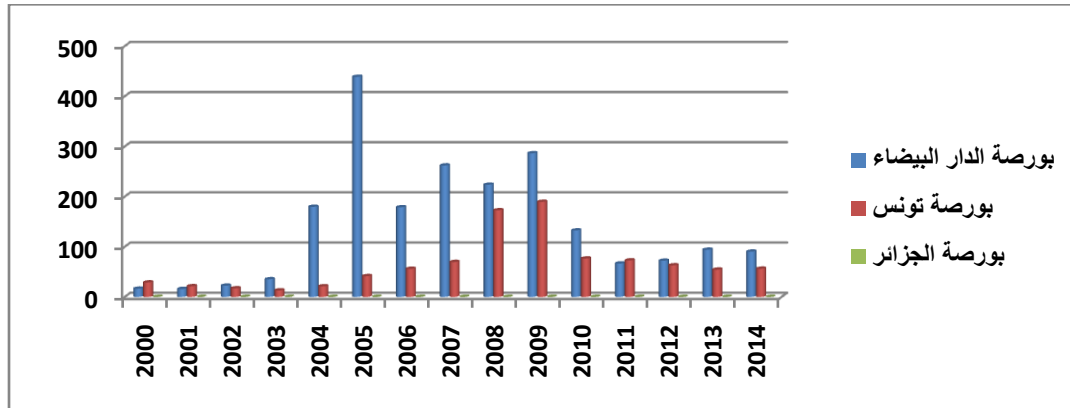
المتداولة، إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة تقريبا 179 مليون سهم سنة 2005 نتيجة تخفيض العملات على

الإصدار وإلغاء كافة القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، بعد أن كان لا يتجاوز 16.45 مليون سهم سنة 2000، انطلاقاً من سنة 2010 سجل انخفاضات متتالية، حيث وصل إلى 132.5 مليون سهم سنة 2010، ليستمر الانخفاض إلى 90.3 مليون سنة 2014، وهو أدنى مستوى وصل إليه عدد الأسهم المتداولة منذ 2004.

كما أن عدد الأسهم المتداولة في بورصة تونس عرف ارتفاعات متتالية، ففي سنة 2000 تم تسجيل ارتفاع من 28.89 مليون سهم إلى 56 مليون سهم سنة 2005، ويعني هذا إلى زيادة اتجاه الشركات نحو البورصة لتغطية احتياجاتها المالية، ولقد سجل أعلى نسبة نمو سنة 2004 حيث بلغ 189.6 مليون سهم سنة 2009، ويرجع هذا كون عدد الأسهم المتداولة تتناسب طردياً مع عدد الشركات المدرجة فبينما يزداد عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس، فإن عدد الأسهم المتداولة يزداد كذلك، ثم انخفض خلال السنوات اللاحقة ليصل إلى 56.25 مليون سهم سنة 2014.

وفيما يتعلق ببورصة الجزائر بلغ عدد الأسهم المتداولة 40 ألف سهم سنة 2003 لينخفض سنة 2005 إلى 10 آلاف سهم، ثم سجل ارتفاع طفيف سنة 2010 إلى 70 ألف سهم. النسبة تكاد تكون مهملة حيث لم تتجاوز في أحسن الأحوال نسبة 80 ألف سهم التي سجلت سنة 2011، لتعاود الانخفاض إلى 30 ألف سهم سنة 2014. وقد أدى انخفاض عدد الشركات المدرجة وكذلك انخفاض عدد أيام التداول في بورصة الجزائر التي تنحصر في يومين فقط في الأسبوع، يومي الاثنين والأربعاء، إلى تسجيل هذا الانخفاض في عدد الأسهم المتداولة.

الشكل رقم (13.2): عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (17.2).

3.2.3. معدل الدوران: يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعات شركات

محددة من قبل، داخل قطاع معين للتعرف على نشاط هذا السهم أو تلك الأسهم في إطار أسهم

المجموعة كلها في سوق التداول ⁽¹⁾. ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي

الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال مدة زمنية ⁽²⁾.

⁽¹⁾ مصطفى يوسف كافي، المصدر سبق ذكره، ص 293.

⁽²⁾ عباس كاظم الدغمي، المصدر سبق ذكره، ص 179.

الجدول رقم (18.2): معدل الدوران في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014

الوحدة: (%)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر
2000	11.13	24.45	1.63
2001	9.31	15.34	1.71
2002	16.83	11.60	0.33
2003	18.72	7.10	0.16
2004	14.92	9.2	0.09
2005	25.38	16.17	0.04
2006	18.9	12.87	0.35
2007	29.8	12.80	0.22
2008	20.4	23.06	0.31
2009	25.40	14.02	0.21
2010	6.29	17.18	0.15
2011	3.89	10.87	0.12
2012	3.7	14.10	0.28
2013	13.4	10.2	0.21
2014	10.6	8.6	0.19

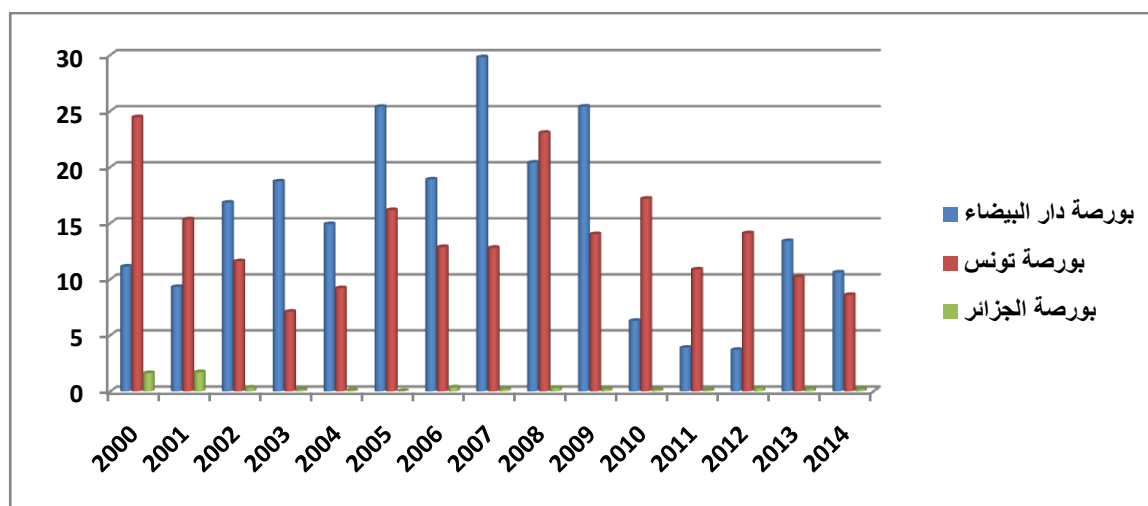
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2014.

سجل معدل دوران السهم في بورصة الدار البيضاء ارتفاع سنة 2000 من 11.13% إلى 18.72% سنة 2003 ، ثم انخفض سنة 2004 إلى 14.92%، ليسجل أعلى نسبة له سنة 2007، حيث بلغ معدل دوران السهم 29.8%، لينخفض مرة أخرى سنة 2012 إلى 3.7% ثم عاود بالارتفاع ليصل إلى 10.6% سنة 2014. هذا وإن كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع والانخفاض من فترة لأخرى، فإن ذلك من شأنه أن يقلل من سيولة السوق وبالتالي يقلل من كفاءته.

درجة سيولة بورصة تونس استنادا لمعدل دوران السهم كانت ضعيفة خلال سنوات الدراسة، حيث بلغت 24.45% سنة 2000، ثم انخفضت في السنوات اللاحقة حيث بلغت 7.10% سنة 2003، ويعود هذا الانخفاض إلى الوضع الاقتصادي الذي شهده البلد على إثر الارتفاع الكبير في أسعار النفط العالمية. ثم ارتفع في سنة 2005 إلى 16.17%، ليسجل ما قيمته 23.06% سنة 2008 وهي أعلى قيمة له منذ سنة 2000، ثم انخفض إلى 8.6% سنة 2014.

بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، فقد أخذ الاتجاه التنازلي حيث انخفض من 1.63% سنة 2003 إلى 0.5% سنة 2000، ليسجل أقل قيمة له سنة 2005 بنسبة 0.04%، ثم ارتفع معدل الدوران سنة 2006 إلى 0.35%، مع ذلك يعتبر هذا المؤشر ضعيف جدا، وهو ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير ليعاود بالانخفاض إلى أن يصل إلى 0.19% سنة 2014. وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة.

الشكل رقم (14.2): معدل الدوران في البورصات المغربية خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (18.2).

3.3. مؤشر العام لأسعار الأسهم

الجدول رقم (19.2): تطور مؤشر مازي وتاندكس خلال الفترة 2002-2014

السنوات	بورصة الدار البيضاء "مؤشر مازي"	بورصة تونس "مؤشر تاندكس"
2002	2.970,00	1.119,15
2003	3.943,51	1.250,18
2004	4.521,98	1.331,82
2005	5.539,13	1.615,12
2006	9.479,45	2.331,05
2007	12.695,00	2.614,07
2008	10.984,30	2.892,40
2009	10.443,80	4.291,72
2010	12.655,20	5.112,52
2011	11.027,70	4.722,30
2012	9.359,20	4.579,90
2013	9.114,10	4.376,70
2014	9.077,30	5.090,00

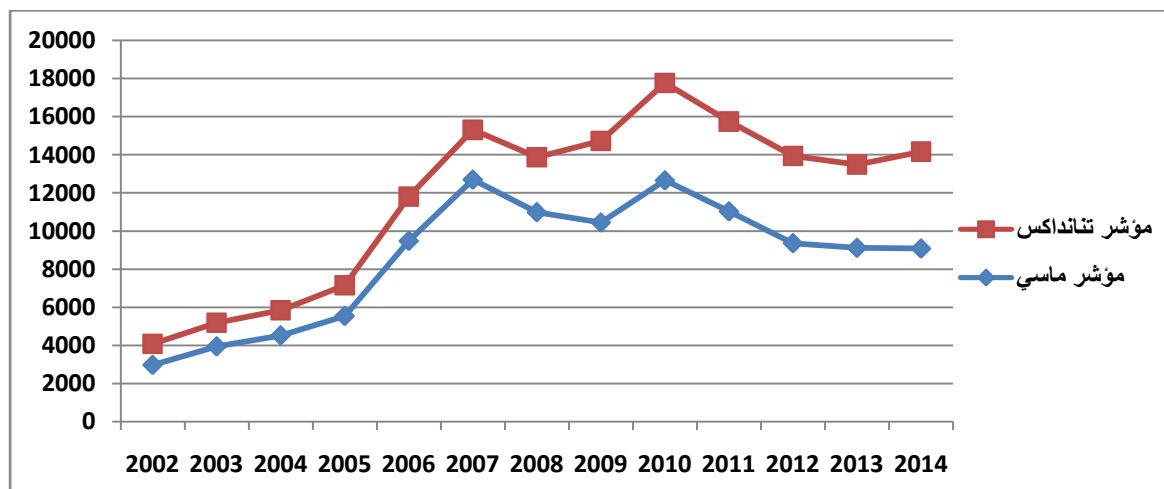
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2014.

من خلال البيانات الواردة في الجدول السابق، يتضح أن مؤشر بورصة الدار البيضاء "مازي"

كان ذو اتجاه تصاعدي خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2010، إذ استمر المؤشر بالارتفاع حتى وصل إلى 5.539,13 سنة 2005، بعد أن كان سنة 2000 يقدر بـ 2.970,00، ليواصل الارتفاع إلى غاية سنة 2010 بقيمة 12.655,20، الأمر الذي يعكس الاتجاه التصاعدي للمؤشر، ليتراجع المؤشر إلى 9.077,30 خلال سنة 2014.

أظهر مؤشر بورصة تونس "توندكس" تزايداً خلال سنوات الدراسة، فقد ازداد من 1.119,15 سنة 2002 ليرتفع إلى 2.970,00 سنة 2005، واستمر المؤشر بالارتفاع ليبلغ سنة 2010 ما قيمته 5.112,52، ثم أخذ المؤشر الاتجاه النزولي إلى 4.376,70 سنة 2013، ثم عاود بالارتفاع سنة 2014 إلى 5.090,00.

الشكل رقم (15.2): تطور مؤشر مازي وتنانداكس خلال الفترة 2002-2014.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (19.2).

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل يتبين لنا حجم الفارق الكبير بين مستوى نشاط بورصتي المغرب وتونس وبورصة الجزائر، وبالرغم من التفاوت الموجود بين البورصات المغربية من حيث الأداء، ورغم التطور الملحوظ في بورصتي المغرب وتونس مقارنة ببورصة الجزائر، إلا أن أداءهما ظل دون تطلعات المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء. تتشابه البورصات المغربية إلى حد كبير في أهم خصائصها وتواجه العديد من العوائق والذي يظهر ذلك جليا في انخفاض عدد الشركات المدرجة بالبورص ات مما أدى إلى انخفاض حجم التداول وعدم وجود أدوات مالية متنوعة التداول وعدم قدرتها على تحقيق السيولة الكافية واللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمة وتدني قيمتها ما يعكس الحجم الفعلي لهذه البورصات ودرجة نشاطها، ويرجع ذلك إلى الطريقة البدائية التي تسير بها البورصات وانخفاض مستوى وعي المستثمرين وضعف الخبرة الفنية لدى الوسطاء. يمكن تقييم نشاط البورصات المغربية، بتحقيق نتائج غير كافية في مستوى أداءها، وكون البورصات المغربية المحلية لم يعد لها أي تأثير في ظل التحولات الاقتصادية العالمية بسبب حجمها المتدني الذي لا يساعدها على جلب المستثمرين، حتم ضرورة التفكير في وضع إستراتيجية كفيلة لتصحيح الأوضاع، والسعي إلى محاولة تكاملهم. لذلك فإن تنمية البورصات المغربية وإيجاد وسائل للربط بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال الأموال المغربية واستثمارها في داخل المغرب العربي، حيث أن تطوير وانفتاح هذه الأسواق سيشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية المغربية المشتركة وتعزيز التكامل المالي المغربي.

الفصل الثالث

تكامّل البورصات المغاربية

في ظلّ التكامل المالي المغاربي

تمهيد

في ظل ما يشهده العالم اليوم من اتجاه نحو العولمة والاندماج وزيادة الترابط والتشابك بين اقتصاديات الدول اتجهت مجموعة عديدة من الدول لإقامة تكتلات اقتصادية لمواجهة تحديات العولمة ولتثبيت الوجود في منظومة الاقتصاد العالمي. يعتبر التكامل المالي أحد الأركان الأساسية لهذه التكتلات حيث أنه يمثل نمطا جديدا لتحقيق مستويات أعلى من الأداء المالي بما يفيد الجهود التي تقوم بها كافة الدول في هذه المجتمعات. وبدأ موضوع التكامل بين بورصات الأوراق المالية يحتل حيزا أكبر في اهتمامات الأسواق المالية ومسؤوليها، نظرا لأهميته في تكوين تكتلات مالية أكبر قادرة على توفير السيولة وجذب الاستثمارات وتوفير الفرص للمستثمرين.

إن أية عملية تطويرية في أي مجال لا بد لها من مراجعة تجارب الماضي من حيث الإيجابيات والسلبيات، ثم تحليل الحاضر، وبالتالي اقتراح الحلول للمستقبل. وقد آن الأوان أن تقف البورصات المغربية على قدم المساواة مع البورصات الدولية والاستفادة من تجاربها، بالرغم من التحديات التي تواجهها لا بد أن تتيح لها فرصة التكامل والتعاون. يهدف هذا الفصل إلى تقييم مستوى التكامل المالي بين الدول المغربية للتعرف على واقع وحجم هذا التكامل، والوصول من ثم إلى الحلول التي يمكن أن تسهم في تطويره، وذلك من خلال المحاور التالية:

1. الإطار النظري لعملية التكامل بين بورصات الأوراق المالية.
2. تجارب الربط والتكامل بين بورصات الأوراق المالية.
3. إستراتيجية لربط وتكامل البورصات المغربية.

1. الإطار النظري لعملية التكامل بين بورصات الأوراق المالية

تعتبر عملية التكامل المالي الناتج الأساسي لعمليات التحرر المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وترابط الأسواق المالية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا.

1.1. مفهوم التكامل المالي

تأكدت الحاجة الملحة لزيادة التكامل المالي للمساهمة في تحقيق أهداف التكامل الاقتصادي، عن طريق وضع الترتيبات الإقليمية والجهود الدولية لإعادة تشكيل النظام المالي العالمي، وذلك تخفيف من حدة انتقال آثار الصدمات القطرية، تنمية المؤسسات المالية والأسواق، تشجيع المنافسة وتحسين سبل النفاذ إلى الأسواق العالمية.

1.1.1. تعريف التكامل المالي

بالنسبة لـ *BCE: "عملية التكامل المالي تشكل العنصر الرئيسي الذي يضمن الكفاءة على السياسة النقدية الواحدة، الاستقرار المالي وإمكانية النمو الاقتصادي"⁽¹⁾.

وفقا لـ **BAD: "التكامل المالي يعني زيادة في تدفقات رأس المال وارتفاع اتجاه الأسعار والعوائد على رؤوس الأموال المتداولة في الدول الأعضاء للمنطقة المتكاملة والتسوية بنفس النمط"⁽²⁾.

*BCE : Banque Centrale Européenne

⁽¹⁾ Christophe Boutin, (2013) : La difficile montée en puissance de l'Union du Maghreb Arabe, observatoire d'études géopolitiques : New York, USA, p2.

**BAD : Banque Africaine de développement.

⁽²⁾ Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, (2012), Nations Unies: Casablanca, Maroc, p45.

عرف حبيب بن يحيى⁽¹⁾ التكامل المالي: "كعملية من خلالها تستطيع الأسواق المالية في العديد من الدول إلغاء القيود على التدفقات عبر الحدود التجارة وكذا على التدفقات الأجنبية الواردة، حتى يتسنى لجميع المشاركين المحليين والأجبيين المحتملين في السوق، الخضوع لنفس القواعد ونفس الشروط".

استخدم أحمد هاشم اليوشع⁽²⁾ مصطلح "التكامل المالي" كبديل لمصطلح حركة رؤوس الأموال. فوفقا لهذا التعريف يكون التكامل إما قويا أو ضعيفا بحيث يكون التكامل القوي مرادفا للحرية التامة لرؤوس الأموال والضعيف مرادفا للحركة غير التامة أو الجزئية لرؤوس الأموال.

من خلال ما تقدم، يمكن تحديد تعريف التكامل المالي على أنه: "بمثابة العملية التي يتم بموجبها دمج الأسواق المالية لدولة ما مع تلك الموجودة في دول أخرى، لتحقيق توزيع أفضل للمدخرات، تعبئة رأس المال وكفاءة عالية للنظام المالي".

2.1.1. قياس التكامل المالي

قد تكون مؤشرات الاقتصاد الكلي من الادخار والاستثمار عرضة للتوضيح مسألة التكامل المالي، في هذا الإطار (Feldestin et Horioka, 1980)، أظهر أن الاستثمارات المحلية ينبغي أن لا تعاني أي عائق يفرضه سلوك الادخار المحلي. وبعبارة أخرى، أن التغييرات في الاستثمار المحلي لا تكون محصورة بتطور المدخرات الوطنية. بل يجب أن تكون هناك بعض الحركية في رؤوس الأموال بين الأقاليم. هذه الدرجة من الحركية يمكن أن تقاس بدرجة الارتباط بين الادخار والاستثمار⁽³⁾:

$$\left(\frac{I}{Y}\right) i = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right) i + \varepsilon_t$$

⁽¹⁾ Habib BEN YAHIA, (2006) : L'Entreprise Maghrébine : Concurrence et Complémentarité, 211^{ème} session : Tunisie, 2006, p4.

⁽²⁾ أحمد هاشم اليوشع، (2003): عولمة الاقتصاد الخليجي: قراءة للتجربة البحرينية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر: عمان، الأردن، ص 35.

⁽³⁾ L'intégration du système financier de la CEDEAO, (2011): Opportunités, Défis et Perspectives, Agence monétaire de l'Afrique de l'Ouest, p8.

حيث:

I: الاستثمار

S: الادخار

Y: الناتج القومي الإجمالي للمنطقة i.

من خلال تكامل مالي وحركة رؤوس أموال مثالية، وزيادة معدل الادخار في المنطقة i، يجب بالضرورة أن يكون ذلك مصحوبا بزيادة الاستثمار في جميع المنطقة وليس فقط في الإقليم i. وعندما تكون β قريبة إلى (1)، هذا يعني أن النظام المالي مجزأ للغاية.

واقترح Lane و Milesi-Ferretti سنة (2006) قياس حجم التكامل المالي الدولي وفق المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$IFI_{PIB\ it} = \frac{(AE+EE)}{BIP}$$

حيث:

AE: مخزون الأصول الأجنبية للدولة I السنة في t.

EE: مخزون الالتزامات الأجنبية للدولة I السنة في t.

PIBit: الناتج الداخلي الخام للدولة I السنة في t.

تبعاً Melka et Longueville (2012)، يقاس التكامل المالي لبلد ما حسب الأصول الأجنبية الواردة في

الناتج المحلي الإجمالي. ويتم حساب قيمة Z بحساب التغير في التكامل المالي لبلد معين مقارنة مع المعدل

العام⁽²⁾:

¹ حاج موسى نسيم، (2008-2009): الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة

2007-2008، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة: بومرداس، الجزائر، ص92.

⁽²⁾ Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, op.cit, P45 p5.

$$Z_{f,i,t} = \frac{(X_{f,i,t} - \bar{X}_{f,t})}{\sigma_{f,t}}$$

حيث:

X_f : نسبة التدفقات الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي للبلاد i وفي الزمن t ؛

$\bar{X}_f$: متوسط نسبة الموجودات الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي للبلاد i وفي الزمن t ؛

σ_{ft} : الانحراف المعياري.

قيمة Z للبلاد i تقيس مدى بعد الانحراف للبلاد i من المتوسط العام. إذا كانت قيمة Z إيجابية تشير إلى أن التكامل المالي في البلاد هو أعلى من المتوسط العام.

3.1.1. مراحل التكامل المالي

للوصول إلى تكامل مالي في منطقة ما، لابد من المرور بعدة مراحل أهمها⁽¹⁾:

أ. **مرحلة تحضيرية**: ينبغي للبلدان الأعضاء تحديث أنظمتها المالية من خلال:

أولاً- إجراءات وطنية: يجب على الدول الأعضاء أن تتخذ إجراءات لـ

- تحسين استقرار الاقتصاد الكلي؛

- تطبيق معايير التقارير المالية الدولية (IFRS).

ثانياً- إجراءات إقليمية: على المستوى الإقليمي، فإنه من الضروري:

- وضع اللامسات الأخيرة للتنفيذ الفعال لاتفاقية التجارة الحرة كجزء من مشروع لتحرير التجارة.

- تطبيق بروتوكولات مختلفة من أجل التنفيذ الفعال لتبادل المعلومات وتنظيم لقاءات منتظمة بين السلطات

النقدية والمالية في البلدان الأعضاء؛

- تحديد مجالات وطرق عملية التكامل المالية في البرنامج الإقليمي؛

⁽¹⁾ Intégration du secteur financier dans trois régions d'Afrique, (2010) : Banque africaine de développement: Tunis, Tunisie, p p 37-38.

- وضع اتفاقات ثنائية وإقليمية لتقديم المساعدة التقنية إلى الدول الأقل تقدما في المجتمع لتطوير نظامها المالية.

ب. **مرحلة التوافق:** يجب على الدول الأعضاء مزاولة تحديث أنظمتها المالية. وينبغي تنفيذ الخطوات العملية على المستويات الوطنية والإقليمية لتطوير وتنسيق السياسات والمؤسسات المالية الإقليمية والقواعد واللوائح **أولاً- إجراءات وطنية:** على المستوى الوطني، ينبغي اتخاذ التدابير التالية:

- توسيع نظم الدفع الوطنية بما في ذلك التحويل الإلكتروني للأموال، وأنظمة ضمان الودائع ومنظومة مفتاح الدفع Payment Switch؛

- تصميم نظام اقتصادي لتحويل الكميات الصغيرة؛

- تعزيز الاستفادة من الرقابة المصرفية مع آليات الامتثال المناسبة؛

- حذف مراقبة الصرف بين بلدان المنطقة؛

- تحرير تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج؛

- تعزيز القواعد والأنظمة والإشراف الحالي لأسواق الأوراق المالية؛

- استكمال وتحديث النظم المالية الوطنية من خلال التركيز على الأسواق القوية.

ثانياً- إجراءات إقليمية: على المستوى الإقليمي، يجب أن تضمن ما يلي:

- تنفيذ معايير التقارب ذات الصلة؛

- عقد اجتماعات منتظمة بين السلطات التنظيمية في الدول الأعضاء حول الرقابة على رأس المال

السائدة للوصول لتحرير كامل؛

- ربط نظم الدفع الوطنية في نظام الدفع الإقليمي؛

- إنشاء هيئات استشارية من القطاع المالي الخاص والبنى التحتية الإقليمية المادية المطلوبة.

ج. مرحلة التعاون: في هذه الخطوة، من الضروري أن تقوم الدول الأعضاء ببذل جهد كبير من أجل تنسيق وربط السياسات المالية، وتطوير آليات المراقبة والرصد الإقليمية داخل المنطقة.

أولاً-إجراءات وطنية: على كل دولة عضو أن:

- تحرير الرقابة على الصرف مع بقية العالم؛
- تنفيذ معايير التقارب الإقليمي شاملة في أعقاب خارطة الطريق الإقليمية؛
- ضمان التنسيق الفعال بين السياسة النقدية وسعر الصرف.

ثانياً- إجراءات إقليمية: على المستوى الإقليمي، فإنه من الضروري:

- وضع اتفاقيات لإنشاء الاتحاد الجمركي؛
- تحرير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر (IDE) بين الأعضاء؛
- وضع معايير للتقارب مفصلة وإلزامية مع آلية مناسبة للرصد؛
- ضمان توحيد معايير المحاسبة التنظيمية والإشراف عليها؛
- إنشاء ترخيص واحد من الإجراءات المصرفية بين الدول الأعضاء؛
- تطوير بيانات نظام المعلومات الائتمانية مركزية وكذلك الأوراق المالية الإقليمية والبنية التحتية التنظيمية في سوق الصرف.

د. مرحلة التكامل: هنا، يجب على الدول الأعضاء توحيد المؤسسات في القطاع المالي، القواعد واللوائح التي بموجبها تعمل هذه المؤسسات والمنتجات المالية للبنوك وللمؤسسات المالية غير المصرفية.

أولاً-إجراءات وطنية: يجب على البلدان الأعضاء:

- التكيف وتعديل متطلبات التشريعات والتنظيمية؛
- تعديل الهيكل المؤسسي ليتوافق مع متطلبات هذه الخطوة للتكامل.

ثانيا- إجراءات إقليمية: في هذه المرحلة، يتم:

- تنفيذ الاتحاد الجمركي بشكل كامل؛

- المشاركة والعمل من أجل تحقيق سوق مشتركة وبورصة إقليمية موحدة؛

- تجميع جزئي من الاحتياطات الأجنبية؛

- إنشاء سوق مالي إقليمي وربطه عبر بورصة إقليمية لتعبئة المدخرات المحلية للاستثمار.

هـ. مرحلة التوحيد: في هذه المرحلة للدول الأعضاء نبذ سيادتها فيما يتعلق بالسياسات النقدية والمالية للسلطة الإقليمية.

أولا-إجراءات وطنية: هنا يجب:

- التخلي على العملة المحلية لصالح عملة إقليمية؛

- التنسيب (توظيف) من احتياطات الدول الأعضاء في العملة الموحدة.

ثانيا- إجراءات إقليمية: على السلطة النقدية الإقليمية. تفعيل هذه الخطوة، لاسيما عندما تكون مصحوبة:

- إنشاء مجتمع اقتصادي حقيقي؛

- تنفيذ ترتيبات مؤسسية ملموسة لتسهيل الانتقال من العملات الوطنية، وأسعار الصرف والبنوك المركزية

إلى نظام موحد؛

- إنشاء لجان تقنية إقليمية من شأنها أن توفر المدخلات في عملية صنع القرار.

2.1. تكامل بورصات الأوراق المالية

تحاول البورصات من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال وتدفقها عبر الحدود إلى الأسواق

العالمية تحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، غير أن هذا لا يأتي إلا من خلال وسائل ومكانيزمات منها الربط

والتكامل بين بورصات الأوراق المالية.

1.2.1. تعريف تكامل البورصات

من خلال دراسة جبار محفوظ⁽¹⁾ الذي استعان بتعريف كل من:

Vogel & pieper (1897) الأسواق المالية المتكاملة والمتراطة بأنها: "تلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد معين شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكنتيجة لذلك تم إصدار أوراق مالية موحدة ونمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار" وترتفع درجة التأثير والتأثير بين هذه البورصات كلما ارتفعت درجة الارتباط والتكامل فيما بينها". Talbotoni & Rouve (1988) اعتبر أنه "داخل الأسواق المتراطة والمتكاملة تتساوى كافة الأصول المالية، التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقيدها أو التعامل بها خاصة أن عمليات المراجعة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لأخر".

حسب ما جاء به سقباني محمد⁽²⁾ من خلال دراسة scitovsky و Allen (1979) تم التمييز بين مفهومين أساسيين هما: نطاق التكامل ودرجة التكامل. "حيث يتحدد نطاق التكامل حسب التوزيع الجغرافي للأسواق المالية، أما درجة التكامل فتعرف، على أساس قابلية الأدوات المالية (أسهم، سندات... إلخ) للاستبدال، فمثلا يتصف السند بدرجة عالية من التكامل إذا ما اتصف بدرجة عالية أيضا من قابلية الاستبدال، وعندما يكون هناك تكامل شامل فإن بيع وشراء سند آخر في مناطق مختلفة، لن يكون من شأنه التأثير على سعرهما النسبي. وهذا ما يعني فعلا أن السندين أو السوقين المعنيين يعملان بوصفهما طرفا واحدا".

⁽¹⁾ جبار محفوظ، (2007): تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الاقتصادي العربي، الواقع والأفاق يومي 17-17 أبريل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار تليجي: الأغواط، الجزائر، ص 173.

⁽²⁾ سقباني محمد، (1981): الإمكانية والصيغ وقضايا عملية، مركز دراسات الوحدة العربية، صندوق النقد العربي التكامل النقدي العربي ، المبررات، المشاكل، الوسائل، لبنان، ص 577.

تعرف أبو موسى رسمية أحمد⁽¹⁾ تكامل بورصات الأوراق المالية: "حيث يستطيع المستثمر الاستثمار في أسواق مالية غير سوقه المحلي، كما أنه يستطيع الاستثمار في سوق متخصص الاستثمارات المالية كسوق الخيارات مثلا والتي لا يوفرها سوقه المحلي. فالاستثمار في الأسواق المالية لم يعد مقتصرًا على سوق وحيد".

تتوى شذا جمال الخطيب⁽²⁾، ونقلا عن دراسة فارتز ماكلوب أن تكامل بورصات الأوراق المالية قد يكون عملا تكميليا مهما لتكامل السلع والعمالة. ويفترض هذا التكامل تحقيق قابلية العملات الوطنية للتحويل، وإزالة القيود على تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية، ويتطلب ذلك تحديد الأولويات الوطنية لكل قطر والتي تنسجم مع أولويات الأقطار الأخرى، علاوة على تنسيق الهياكل والمؤسسات المالية.

ويقصد بتكامل بورصات الأوراق المالية كذلك: توحيد قوانين الأسواق المالية والنظم المحاسبية والمعادلات النمطية للبورصات، توحيد معايير التداول في الأسواق المالية وتأسيس الاتحادات والجمعيات الإقليمية والدولية لتكون مسؤولة عن تطور الأسواق المالية وتنظيم وتداول الأوراق المالية⁽³⁾.

من خلال ما تقدم، تكامل بورصات الأوراق المالية يعني أن المستثمرين يستطيعون شراء وبيع الأوراق المالية في أي سوق مالية بدون أي قيود، ويتم إصدار وتداول الأوراق المالية المتشابهة في كافة الأسواق بنفس الأسعار (مع الأخذ بعين الاعتبار فروقات أسعار الصرف)، بمعنى آخر أن يتم التداول في هذه الأسواق وكأنها سوق واحدة.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، المصدر سبق ذكره، ص 30.

(2) شذا جمال الخطيب، المصدر سبق ذكره، ص 105.

(3) خبابه عبد الله، (2013): الاقتصاد المصرفي (النقود - البنوك التجارية - البنوك الإسلامية - السياسة النقدية - الأسواق المالية - الأزمة المالية)، دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية، مصر، ص 152.

2.2.1. المنافع الاقتصادية لعملية تكامل البورصات

عملية التكامل المالي الإقليمي * (IFR) هي عملية لتوسيع وتعميق العلاقات المالية في المنطقة ، من خلال الأسواق أو المؤسسات لإنشاء نظام مالي متكامل. وتتطلب عملية التكامل بين البورصات إزالة الحواجز أمام التدفقات الاستثمارية والمالية عبر الحدود، والمعاملة التفضيلية للمستثمرين في المنطقة، ولكنها يمكن أن تنطوي أيضا على توحيد الأطر القانونية والسياسات والمؤسسات لتعزيز تكامل البورصات المحلية إلى بورصة إقليمية متكاملة⁽¹⁾. عملية تكامل البورصات تنشأ عنها مجموعة من المنافع الاقتصادية، نذكر أهمها:

أ. توزيع أفضل لرأس المال⁽²⁾: في الاقتصاديات المتكاملة ماليا، لا توجد أية قيود على تحركات رأس المال، بحيث حركة الأموال تتجه نحو أعلى عائد محتمل. وفقا للنماذج التي هي أساس النظرية النيوكلاسيكية، ينبغي أن تتبع تدفق رأس المال من الاقتصاديات منخفضة الإنتاجية ورأس مال مرتفع إلى الاقتصاديات منخفضة رأس المال وذات إنتاجية عالية، بتحقيق تكافؤ العوائد مع رأس المال. وهذا يخلق المزيد من النمو الاقتصادي؛

ب. إزالة الحواجز الجمركية وإنشاء بورصة إقليمية أوسع⁽³⁾: تصبح المنطقة أكثر جذبا للاستثمار الأجنبي المباشر. حيث الزيادة في عدد الشركات متعددة الجنسيات وتخصص الشركات تسمح في الحد من تكاليف الإنتاج على المستوى الإقليمي وزيادة الأداء. هذه الزيادة في الربحية يمكن جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر، مع كل الآثار الإيجابية على المنطقة من حيث التكنولوجيا والقدرات ال فكرية، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي.

*IFR : Intégration Régionale Financière.

⁽¹⁾ Gabriel Mougani, (2014) : Défis de l'intégration financière régionale et de la coordination monétaire dans la zone monétaire de l'Afrique de l'ouest et dans la communauté de l'Afrique de l'est- analyse et recommandations, Banque Africaine De Développement, N3, p3.

⁽²⁾ M. de Sola Perea, Ch. Van Nieuwenhuyze, (2014): Intégration et fragmentation financières dans la zone euro, BNB Revue économique, p 114.

⁽³⁾ Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, op.cit, p7.

ج. زيادة حيوية البورصات ⁽¹⁾: ارتبط التكامل المالي مع تطور أكثر حيوية لقطاع بورصات الأوراق المالية،

بتشجيع زيادة المنافسة وتخفيض تكلفة الوساطة المالية. وفي حالة الاقتصاديات الأقل استقرارا وأسواق رأس

المال المفتوحة تخضع السياسة الداخلية إلى انضباط السوق الخارجي، الذي يمكن أن يحقق الاستقرار.

د. تنويع الأدوات المالية ⁽²⁾: القدرة على اختيار المجموعة التي تناسبه من الأموال بدون الاقتصار على

البورصة المحلية وكذلك هو الحال بالنسبة للمدخرين الذين يكون بمقدورهم اختيار عائد أكبر عن طريق تنويع

محافظهم الاستثمارية من الأدوات المالية على مستوى الدول الأعضاء. كما أن تزايد نشاط السوق الثانوية الذي

يرافق عملية التكامل يمكن أن يقلل من التقلبات المحتملة في العوائد ويقلل المخاطر .

هـ. رفع الكفاءة ⁽³⁾: يعمل تكامل البورصات على خفض التباين الحاصل بين العناصر المتطابقة من الأصول

المالية، ومن هنا فهو شرط لازم من شروط الكفاءة، كما أن الأسواق المالية النامية تتصف بالجمود في

العرض، وكلها يمكن أن تعالج وتخف إلى حد كبير من خلال التكامل ، بالإضافة إلى تنشيط الأوراق الضعيفة

التي تنتشر في معظم البورصات بلا استثناء، وزيادة رواج المنتجات، إضافة إلى تنمية المدخرات وتطوير أداء

الاستثمارات والتجارة البيئية.

و. تقاسم المخاطر ⁽⁴⁾: التكامل المالي يسمح بالفضل بين الإنفاق والدخل (الاستهلاك والاستثمار)، على حد

سواء بين البلدان. وبعبارة أخرى، يمكن للبلدان أن تسجل فائضا أو عجزا في الحساب الجاري، والذي يسمح لهم

للحد من تأثير الصدمات على الإنفاق على الدخل القومي. بالإضافة، الخيار الأكثر من حيث الفرص

⁽¹⁾ M. de Sola Perea, Ch. Van Nieuwenhuyze, op.cit, p 113.

⁽²⁾ شذا جمال الخطيب ، المصدر سبق ذكره، ص 106.

⁽³⁾ رشام كهينة، (2008-2009): واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة: بومرداس، الجزائر، ص 160.

⁽⁴⁾ M. de Sola Perea, Ch. Van Nieuwenhuyze, op.cit, p 114.

*مصطلح الأفشور Offshore كيان قانوني يمارس أعماله الاستثمارية في غير البلد المستضيف للمنطقة أي تنشأ مناطق الأفشور بعيدا عن موطنها الأصلي. تلجأ الدول ذات القطاعات المالية الصغيرة لإنشاء مناطق الأفشور لأنها مصدر لخلق الفرص الوظيفية وعوائد مالية وتنشيط للاقتصاد وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لاستثمارها في قطاعات الاقتصاد المتنوعة. بالمقابل توفر الدول المستضيفة لمناطق الأفشور مزايا ضريبية، الحماية والسرية.

الاستثمارية (في الخارج) يوفر تنوعا أكبر في الأصول المالية، مما يجعل الاستهلاك أقل تقلبا وأقل تأثرا للصدّات للدخل القومي.

3.2.1. العوامل التي ساعدت على تكامل البورصات

عولمة بورصات الأوراق يعني تكاملها في جميع أنحاء العالم لتكون بورصات دولية وقد ساهمت عملية العولمة للبورصات في زيادة حركة الأموال وعدم التقيد بالبورصات المحلية، كما أنها وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وعدم حصرها في ظل حدود البورصات المحلية، لأن أهم ما يميز الأصول المالية في البورصات الدولية، هو أن عملية إصدارها تكون متزامنة في عرضها لعموم المستثمرين وفي مختلف البلدان، وعادة تكون عملية العرض خارج السلطات القانونية للدولة الواحدة وعليه فإن البورصات غالبا ما يطلق عليها تسمية الأفسور*.

يمكن إجمال العوامل التي ساعدت على تكامل البورصات في ⁽¹⁾:

- تحرير الأسواق والأنشطة المشاركين في السوق من القيود والحوجز المحلية والعالمية.
- التقدم التكنولوجي زاد من تكامل البورصات وكفاءتها، وتبلور ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات.
- زيادة مؤسسية الأسواق المالية، وتعني هنا بتحول عمليات الاستثمار من الفردية إلى المؤسسات المالية (المستثمر المؤسسي) مثل صناديق الاستثمار، شركات التأمين، البنوك التجارية، جمعيات الإقراض والادخار. هذا بجانب الإدارة الكفؤة للعائد والمخاطر الاستثمارية، وتنويع أصولها محليا وعالميا.
- خصوصية الإبداع المالي: زيادة دور المنظم وتقيد دور البورصة بمجموعة من التشريعات والقوانين ساهم في زيادة زخم الإبداع والحاجة إلى أدوات تساعد المتعاملين في البورصة إلى تجنب بعض التشريعات. إن مضمون الإبداع المالي ينحصر في تقديم أدوات مالية أكثر كفاءة لتوزيع المخاطر بين

⁽¹⁾ رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، خالد أبو فرحان المشهداني، عباس خضير الجنابي، المصدر سبق ذكره، ص ص 215-216.

المشاركين. وإن زيادة حدة المنافسة والتطورات في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، هي الأسباب الرئيسية التي دعت المتعاملين في البورصات إلى هذا الإبداع.

3.1. نماذج الربط وأساليب التكامل بين البورصات

يبرز مشروع الربط كخطوة أكثر واقعية وربما يكون أولى الخطوات لتحقيق التكامل بين البورصات. عرفت عملية التكامل العديد من النماذج والوسائل للربط بينها حيث سمحت هذه العملية بتوفير الكثير من البدائل أمام المستثمرين لتتنوع محافظهم الاستثمارية وفول لمبدأ العائد والمخاطرة.

1.3.1. نماذج الربط بين البورصات

يمكن استخدام عدة نماذج للربط في ضوء مدى التجانس والاختلاف بين البورصات المطلوب الربط بينها، وفي ما يلي أهم أساليب الربط بين البورصات:

أ. الربط الحاسوبي للبورصات⁽¹⁾: ويقصد به وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الشبكة القومية للمعلومات، أو شبكات التلفون ويمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى إما بصفة مستمرة، أو لعدد من الساعات اليومية، ويشترط ذلك توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة، مع توفير ضمانات لأمن المعلومات.

ب. الربط بالوسطاء الماليين⁽²⁾: يستخدم هذا النموذج الوسطاء الماليين في الربط بين البورصات من خلال السماح لهم بالتعامل في مختلف البورصات إضافة إلى البورصات المسجلين فيها.

ج. الربط بالسياسات المالية⁽¹⁾: وذلك بتوحيدها بين البورصات، إذ يشمل هذا التوحيد كل من سياسات الاقتراض والإقراض المالية، وسياسات الاستثمار وقوانين الشركات المساهمة العامة، وشروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة.

(1) رشام كهيبة، المصدر سبق ذكره، ص 153.

(2) بن دحان الياس الأزهر، (2012-2013): دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر، ص 121.

د. **الربط التنظيمي:** (2) تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها، مما يعني أن جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك البورصات.

هـ. **الربط التشريعي:** (3) تكتفي بعض البورصات الراغبة في الربط بتطبيق نفس التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية حيث يسهل ذلك تبادل التداول في الأوراق المالية المختلفة.

و. **الربط بالشركات المشتركة:** (4) تلعب الشركات المشتركة دورا إستراتيجيا مهما في الربط البورصات من خلال فروعها المتعددة والمتواجدة في أماكن جغرافية مختلفة ما يسهل عملية التسجيل في العديد من البورصات، من التطورات التي شهدتها صناعة الأوراق المالية قيام الشركات بإدراج أسهمها في بوسة آخر إلى جانب البورصة الأم ويسمى هذا بالإدراج المشترك . وتسعى الشركات إلى إدراج أسهمها في البورصات الكبيرة ذات التنظيم والرقابة الجيدين ، والتي تتمتع بالسيولة العالية. وأثبتت التجارب العالمية أن الإدراج المشترك يسهم في تقييم أعلى أسهم الشركات المدرجة في غير سوقها الأم وكذلك يؤدي إلى تحسين الحوكمة المؤسسية فيها وزيادة قدرتها على الحصول على التمويل المطلوب (5).

ز. **ربط شركات المقاصة والتسوية :** الهدف من وراء ربط شركات المقاصة والتسوية والحفظ هو أساسا تسهيل تنقل رؤوس الأموال عبر الحدود (cross border, transfrontalier) ومزيد تدفق الأموال نحو البورصات لما

(1) النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، (1998): مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص 173.

(2) رشام كهيبة، المصدر سبق ذكره، ص ص 153-154.

(3) النجار فريد، المصدر سبق ذكره، ص 175.

(4) بن دحان إلياس الأزهر ، المصدر سبق ذكره، ص 122.

(5) سامي خطاب، (2007): دور الإدراج المشترك للأوراق المالية وإبصالات الإيداع الدولية والأميركية في تكامل أسواق رأس المال العربية، ملتقى أسواق رأس المال العربية تحت عنوان تكامل أسواق رأس المال العربية والتحديات 17-19 فبراير: عمان، الأردن، ص 11.

تتيحه هاته الأخيرة من فرص استثمار وذلك عبر رفع العوائق وخاصة منها تلك المرتبطة بالبنية التحتية

للبورصات⁽¹⁾. هناك نوعين رئيسيين للربط بين أنظمة التداول والتسوية⁽²⁾:

- **نظام الربط المحكم Tight-coupled**: يتم من خلاله تمرير الأمر من نظام التداول في البورصة إلى نظام

التسجيل في مركز الإيداع للتأكد من وجود الورقة المالية قبل التنفيذ ومن الدول التي طبقت هذا النظام السعودية ودبي وأبو ظبي.

- **نظام الربط الحر Loose-coupled**: يتم بموجبه تمرير معلومات الصفقات من نظام التداول في البورصة

إلى نظام التسجيل في مركز الإيداع مباشرة بعد تنفيذها وذلك لتحديث وضع الوسيط خلال التداول ومراقبته في نفس يوم التداول.

ح. **الربط المتكامل**:⁽³⁾ والذي يتحقق عندما تتوفر في نفس الوقت معظم آليات الربط السابقة الذكر، وفي هذا

الشأن حققت الدول الغربية في الإتحاد الأوروبي، ربطا متكاملًا إلى حد بعيد، حيث ترتبط بورصاتها بالحواسب

الإلكترونية، والبريد السريع مع توحيد التنظيم والتسجيل والتداول والإفصاح المالي والربط التنظيمي... إلخ، وتستخدم الأرقام الصناعية في استعمال وإيصال المعلومات عن أسواق المال؛

2.3.1. أساليب التكامل بين البورصات

يتم التكامل بين البورصات من خلال تطبيق نموذج من نماذج التكامل التالية⁽⁴⁾:

أ. **منصة التداول المشترك**: تتم عمليات التداول من خلال منصة مركزية تهيئ فرص التعامل بصورة جماعية

في الأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق البلدان المتكاملة، وتتفق البورصات المشاركة في هذه

(1) أحمد الهدواج، (2010): التجارب الأوروبية في ميدان ربط شركات المقاصة والتسوية والحفظ (CSDs) والحلول المتاحة لمثيلاتها العربية، اتحاد البورصات العربية: طرابلس، ليبيا، ص 3.

(2) سامي خطاب، (2008): تطور الأسواق المالية العربية: فرص التكامل والتنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، ص 15.

(3) رشام كهينة، المصدر سبق ذكره، ص 156.

(4) فريد النجار، المصدر سبق ذكره، ص 163-164.

المنصة على شروط الإدراج وتحدد الإجراءات المنظمة لعمليات التداول وشروط عضوية الوسطاء، ويتم التداول عبر هذه المنصة من خلال أسلوبيين:

أولاً- منصة ذات نظام مركزي: وتشرف على هذه المنصة لجنة مكونة من ممثلين عن البورصات الأعضاء وتتولى إدارة هذه المنصة وتسيير تعاملاتها أحد البورصات الأعضاء أو هيئة اعتبارية، ويسمح هذا النموذج بالإبقاء على النظم واللوائح المطبقة داخل البورصات الأعضاء في حين يوضع نظام جديد للتداول خاص بهذه المنصة.

ثانياً- نظام توجيه الطلبات: لا يحتاج هذا النموذج إلى نظام مركزي للتداول يكفي الاتفاق على نظام معين للتداول أو إيجاد نقطة اتصال مشتركة بينها وتشارك كافة البورصات الأعضاء في إدارة هذه المنصة والتي تكون في شكل هيئة اعتبارية.

وفي كلتا الحالتين يتألف أعضاء هيئة المقاصة والتسوية لهذه المنصة من هيئة المقاصة والتسوية في البورصات المشاركة في هذه المنصة ومن جهات الحفظ (المستودعات المركزية بدول المشاركة في هذه المنصة)، غير أن وجود عدد كبير من المستودعات المركزية والأعضاء الوسطاء من شأنه أن يرفع من معدلات الأخطاء كما أنه من بين الصعوبات التي تعيق تطبيق هذا النموذج وجود لوائح في بعض الدول تمنع انضمام المستودعات المركزية للأوراق المالية بهذه المنظمات.

ب. العضوية المقابلة (التداول عبر الحدود): تتيح هذه الطريقة للمستثمر الأجنبي إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وتشجع العديد من البورصات الدولية هذا النوع من التداول من خلال تيسير عمليات تنفيذ أوامر المستثمرين من كافة مناطق العالم داخل بورصتها. ويستوجب هذا النموذج قبول عضوية الأعضاء في البورصات الأجنبية داخل البورصة المحلية ليتيح ذلك لمؤسسات الوساطة المالية الأجنبية التعامل داخل البورصة المحلية والأجنبية بشكل مباشر وفي ذات الوقت، ويطبق هذا النموذج من خلال طريقتين:

أولاً- العضوية عن بعد: بموجب هذه الطريقة يقوم المستودع المركزي للأوراق المالية بفتح حسابين للأعضاء عن بعد أحدهما حساب نقدي وآخر للأوراق المالية أو يقوم مباشرة بفتح حساب للمستودع المركزي ببلدهم الأصلي ويمكن إبرام اتفاقية موحدة للحفظ المركزي لتقليل من المشاكل التي يمكن أن تعيق عملية التسوية في ظل اختلاف ممارسات التسوية والمقاصة بين مختلف بورصات العالم ويتكون أعضاء التسوية والمقاصة في حالة العضوية عن بعد من المستودعات المركزية.

ثانياً- عن طريق الوسيط المحلي: ويشترط في هذه الحالة على الوسطاء الأجانب التعامل داخل البورصة المحلية من خلال الوسطاء المحليين وبالرغم من أن الوسيط المحلي يعتبر طرفاً مباشراً في عمليات التداول إلا أن مسؤولية الإخلال بالالتزامات يتحملها الوسيط الأجنبي والبورصة التي يتبعها هذا الوسيط ومؤسسة التسوية والمقاصة التي يتبعونها، ويستند هذا النموذج في تداولاته إلى وجود اتفاقيات تبرم بين الوسطاء المحليين والأجانب من جهة وبين البورصات وبين هيئات التسوية والمقاصة في كلتا البلدين من جهة أخرى وتتم تسوية الأوراق المالية بواسطة هيئة التسوية والمقاصة والحفظ المركزي في بلد التعامل وفيما يلي جدول يوضح الفرق بين الطريقتين:

جدول رقم (1.3): الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي

النظام	العضوية عن بعد	عن طرق الوسيط المحلي
التداول والتعامل	يفتح المستودع المركزي حساب باسم العضو عن بعد أو المستودع المركزي لتابع له في البلد الأجنبي	التعامل يكون من خلال وسيط محلي
أعضاء التسوية	د. الوسيط الأجنبي ذ. المستودع المركزي	الوسيط المحلي
تسوية الأوراق المالية والتقاص	تتم التسوية من خلال المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم به التعامل	تتم التسوية من خلال المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم به التعامل.

المصدر: محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 42.

ج. إدراج الشركات المشتركة: هو أبسط أشكال التكامل والأكثر انتشارا بين دول العالم ويسمح هذا الإدراج بتداول الأوراق المالية لدى البورصات المحلية في البورصات الأجنبية وتبقى هذه الأوراق المدرجة في البورصات الأجنبية خاضعة للوائح والأحكام المطبقة في بورستها المحلية، وتشجع البورصات المحلية هذه العملية من خلال فتحها الباب لتسجيل الأوراق المالية المسجلة في بورصات أخرى .

3.3.1. مقومات التكامل بين البورصات:

لقد توافرت جملة من المقومات التي ساعدت على الويط والتكامل بين البورصات، ومن بينها نذكر⁽¹⁾:

أ. تطور تكنولوجيا ربط البورصات :حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة من العالم وأصبحت البورصات الدولية ذات خصائص جديدة، من حيث توسيع قاعدة المعاملات، وتنويع محفظة الاستثمار، ولقد أدى التدويل إلى تغييرات هائلة في البورصات، من حيث تجديد الأدوات المالية وزيادة حجم التداول. كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذات الطابع الدولي؛

ب. صناعة تكنولوجيا المعلومات: أصبحت الحواسيب الإلكترونية تستطيع تحويل معلومات الأسواق عبر الحدود الجغرافية، وذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية والاتصالات والكمبيوتر، فتستخدم البورصات حاليا نظم الأسواق الأوتوماتيكية وتزداد استخدامات المواصلات الإلكترونية نظرا لانخفاض التكلفة، وهو ما يساعد البورصة على الاستفادة من الحواسيب الإلكترونية، مما يؤدي إلى ربط البورصات بالحواسيب الإلكترونية من خلال ربطها بالعاكسات، وشركات المعلومات المالية، ومراكز المعلومات، والتي تستطيع الحصول على معلومات على مدى 24 ساعة. ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في أسواق المال نذكر:

النظام الإلكتروني للتحويلات المالية بالبنوك، النظام الأوتوماتيكي للمقاصة، نظام الاتصالات عبر البنوك العالمية، ونظام التلكس ونظام س يا ج؛

(1) بوكساني رشيد، المصدر سبق ذكره، ص ص 152-153.

ج. خدمات البريد الالكتروني: ويتم ربط هذا النظام بكل من الحاسبات الشخصية المرفقة بالشبكات العمومية لتوصل المعطيات ويستخدم هذا النظام في المجالات التالية: تصدير الرسائل إلى المستخدمين، تصدير الرسائل إلى أجهزة التلكس، تصدير الرسائل إلى المشتركين في الأنظمة الأخرى واستخدام ملفات المشتركين في حفظ وتلقي الرسائل؛

د. توحيد معايير المحاسبة: تشتمل جميع قوانين البورصات وقواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط ومتطلبات الإفصاح. ويمثل الإفصاح التام عن القوائم المالية للشركات أحد أهم متطلبات الأسواق. وتنتج نوعية ودقة الإفصاح عن القوائم المالية، عن طرق المحاسبة والمراجعة المستخدمة، وبالتالي فمن الضروري أن تقوم الشركات المدرجة بإعداد تقاريرها المالية وفقا لمعايير المحاسبة والمراجعة المقبولة دوليا خصوصا أن ذلك سوف يعزز الإشراف على السوق ويضمن تكافؤ الفرص للمشاركين.

2. تجارب الربط والتكامل بين بورصات الأوراق المالية

لقد كان لحركات التحرر المالي التي شهدتها العالم سببا في ظهور عمليات ربط وتكامل بورصات الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي. إن التكامل بين بورصات الأوراق المالية المغربية سيكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار، لذلك فإن تنمية البورصات المغربية وإيجاد وسائل للربط بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال الأموال المغربية واستثمارها داخل المغرب العربي، وذلك بالاستعانة بالهيئات القائمة وتجارب البلدان الأخرى في ربط وتكامل بورصات الأوراق المالية للاسترشاد والاستفادة من تجاربها.

1.2. المنظمات الساعية لربط و تكامل البورصات

عملت المنظمات والهيئات المتخصصة على تحقيق التنسيق ودعم التعاون بين بورصات الأوراق المالية والربط بينها وصولا إلى التكامل فيما بينها.

1.1.2. المنظمات الدولية

أ. الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية : منذ إنشائه سنة 1961، شهد نموا مستمرا بحيث أصبح يضم في عضويته 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من 97 % من رسملة البورصات العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق استثمارها المكتتبه وسنداتها ⁽¹⁾. كما توجد 9 بورصات أخرى منتمية و35 بورصة مراسلة*. يمثل الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية المنظمة التجارية للأوراق المالية المنظمة ولأسواق المشتقات المالية ولغرف المقاصة ذات العلاقة على المستوى العالمي. وهو منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات. يهدف الاتحاد، الذي يعتبر محفلا للاتصال والتحليل والنقاش بين الأعضاء، إلى تسهيل تمثيل وتطوير الأسواق المنظمة والمشتقة وتلبية احتياجات أسواق رأس المال الصاعدة بما يحقق مصلحة المتعاملين

⁽¹⁾ بوكساني رشيد، المصدر سبق ذكره، ص 156.

* بورصة مراسلة: هي البورصات الغير مؤهلة بعد على صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للانضمام على عضوية الاتحاد.

فيها. ومنذ تأسيسه، دأب الاتحاد بانتظام على عقد اجتماعات لجان وجمعيات عامة ومؤتمرات. كما نظم ورشات عمل متخصصة بما يمكن أعضائه من نقل الدراية الفنية وتبادل الخبرات فيما بينهم. ويناقش الاتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية تقريبا سواء كانت فنية أو تجارية أو قانونية أو اقتصادية⁽¹⁾.

ب. المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية (IOSCO): أنشئت المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية في عام 1983 وذلك من خلال تحولها من الرابطة الإقليمية الأمريكية المشتركة (التي أنشئت في 1974) إلى اتحاد تعاوني دولي، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقرا لها، وتضم المنظمة 11 هيئة لسوق المال من أمريكا الشمالية وأمريكا الجنوبية. وتعتبر المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية اليوم هي المرجعية الرئيسية للمعايير الدولية التي تلتزم بها أسواق المال، حيث تعتبر المنظمة أهم محطات التعاون الدولية عالميا بين الهيئات الرقابية في الدول الأعضاء. وتسعى المنظمة لتحقيق أهدافها الرئيسية، وهي⁽²⁾:

- تعاون الأعضاء في تطوير وتنفيذ المعايير الدولية الموحدة من الرقابة والتنظيم والإنفاذ وتعزيز الالتزام بها، وذلك بهدف حماية المستثمرين والحفاظ على عدالة وفعالية وشفافية الأسواق المالية، والسعي للتصدي للأخطار النظامية؛

- تعزيز حماية المستثمر وثقة المستثمرين في نزاهة أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال تبادل المعلومات والتعاون في إنفاذ القانون ضد إساءة التصرف، والرقابة على الأسواق ووسطاء السوق؛
- تبادل المعلومات على المستويين الإقليمي والدولي حول الخبرات المكتسبة بهدف المساعدة في تطوير وتقوية البنية التحتية للأسواق، وتطبيق الأنظمة الرقابية الملائمة.

⁽¹⁾ محمد قمر الإسلام، (2004): تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية: أنقرة، تركيا، العدد، 42، ص 30.

⁽²⁾ موقع المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية www.iosco.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

2.1.2. المنظمات الأوروبية والآسيوية

أ. إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية: إتحاد أسواق رأس المال UMC* هو مشروع من المفوضية الأوروبية لتعبئة رؤوس الأموال في أوروبا. ويهدف البرنامج إلى توجيهها إلى جميع الشركات، بما في ذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة، ونحو مشاريع البنية التحتية التي تحتاج للنمو وخلق فرص العمل. من خلال الجمع بين الادخار والنمو، وسوف توفر فرصا جديدة للمدخرين والمستثمرين⁽¹⁾. الإتحاد أسواق رأس المال هو خليط من المبادرات التي تهدف إلى تطوير الإقراض غير المصرفية والتمويل من خلال أسواق رأس المال في أوروبا⁽²⁾. ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، ومركزه بروكسل، أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي. عضوية الاتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الاتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الاتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الاتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية. ويمثل الاتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بالإضافة إلى 6 بورصات منتسبة و4 بورصات مراسلة⁽³⁾.

ب. إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية: تأسس اتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995 بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية. ويتألف كافة الأعضاء الإثني عشر من أسواق ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية. وعضوية الاتحاد الأساسية مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا وآسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعيته العامة. ويضم الاتحاد 22 بورصة تمثل أكثر من 9000 شركة⁽⁴⁾، بينما تقتصر العضوية الفرعية على مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي التي تعمل في نفس المناطق. تتمثل مهمة اتحاد البورصات الأورو آسيوية في خلق مناخ يرسخ

(1) موقع إتحاد أسواق رأس المال: ec.europa.eu تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

(2) L'union des marchés de capitaux en 5 questions, (2015) : Finance Watch: Bruxelles, Belgique, p4.

(3) محمد قمر، المصدر سبق ذكره، ص 32.

(4) محمد قمر، المصدر نفسه، ص ص 35-36.

مبادئ العدالة والكفاءة والشفافية في الأسواق الأعضاء مع تقليل أو إزالة عوائق التداول بين هذه الأسواق وذلك نحو تحقيق التطوير والانفتاح بين بورصات المنطقة. وقد قام الاتحاد منذ إنشائه بنشاط ملحوظ مكنه من تحقيق خطته الموضوعية وذلك من خلال العمل الجاد للجانه التنفيذية والعاملة و فرق العمل المتخصصة مع التطلع الدائم للمزيد من النجاح والتقدم. ومن أهم إنجازات اتحاد البورصات الأورو آسيوية تخطيط وتنفيذ مركز بيانات الاتحاد والذي يعمل على توحيد وتعزيز الإحصاءات عبر الأسواق الأعضاء، بالإضافة إلى تدشين مؤشر الاتحاد والذي يعتبر خطوة أخرى نحو تعزيز التداول عبر الحدود، ذلك بالإضافة إلى أنشطة خاصة تعمل على تنمية البورصات مثل برامج تبادل العاملين بالبورصات المختلفة وإنشاء مركز تدريبي للاتحاد، هذا بجانب المشروعات المشتركة بين اتحاد البورصات اليورو آسيوية مع الجمعيات والمنظمات الدولية مثل البنك الدولي، واتحاد البورصات العالمية ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية⁽¹⁾.

3.1.2. المنظمات الأمريكية والإفريقية

أ. اتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية: تأسس بمدينة ري ودي جينيرو البرازيلية في 27 سبتمبر 1973. وتضم البلدان الأعضاء التي لديها بورصات منظمة كلا من الأرجنتين، البرازيل، شيلي، كولومبيا، كوستاريكا، إكوادور، السلفادور، إسبانيا، المكسيك، بيرو، البرتغال والأوروغواي. وتتمثل أهداف الرئيسية للاتحاد فيمايلي⁽²⁾:

- تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء ومساعدتها على التقدم والتطور بما يخدم مصالح كافة

المتعاملين؛

- التعاون مع الجهات الوطنية والدولية المعنية بالأمور القانونية والتنظيمية وباقي المسائل المتعلقة

بالأسواق المالية بهدف توحيد المعايير واللوائح الخاصة بتداول الأوراق المالية وإصدارها والتوسط فيها

وإيداعها وحفظها.

⁽¹⁾ موقع إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية: www.feas.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

⁽²⁾ محمد قمر، المصدر سبق ذكره، ص 39.

ب. جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية: اتحاد البورصات الإفريقية (ASEA) هو منظمة تم تأسيسها في كينيا بتاريخ 13 نوفمبر 1993، وذلك بهدف وضع منهج للتعاون المشترك وتبادل المعلومات فيما بين أعضائها. وقد بدأ الاتحاد ببورصة نيروبي كأول عضو في سنة 1993، تلتها بورصات موريشيوس وأوغندا ودار السلام (تنزانيا) في خلال فترة التسعينات. وقد بلغ حاليا عدد البورصات الأعضاء 25 بورصة من 27 بلدا إفريقيا⁽¹⁾. وتتمثل أهداف الجمعية فيما يلي⁽²⁾:

- توفير إطار من أجل التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية في إفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدة الفنية لتطوير البورصات الأعضاء؛
- مساعدة البورصات الأعضاء على ترسيخ مركزها وتطوير أدواتها المالية ودعم الوسطاء والمتعاملين؛
- وضع وتطوير معايير لتدريب الوسطاء والمتعاملين والموظفين في البورصات الأعضاء والارتقاء بمستوى أدائهم؛
- وضع وتطوير معايير تسجيل الأوراق المالية وإصدارها وتداولها وتسويتها؛
- مساعدة الأعضاء على إرساء إطار يكفل أكبر قدر ممكن من التنظيم الذاتي ومساندتهم في المحافل الوطنية والدولية.

2.2. تجارب التكامل بين البورصات في العالم

شهدت بورصات الأوراق المالية عبر العالم موجة من التحالفات والتكتلات التي تسعى إلى إقامة اتحادات إقليمية أو تهدف للارتقاء وتعتبر تجربة الاتحاد الأوروبي من التجارب الناجحة في دمج البورصات الذي يمكن أن تدعم تعزيز التعاون بين بلدان المغرب العربي، بالاعتماد على خبرته الواسعة في دمج البورصات وبالنظر إلى كونه أفضل شريك للمنطقة المغاربية.

⁽¹⁾ موقع جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية: www.african-exchange.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

⁽²⁾ محمد قمر، المصدر سبق ذكره، ص ص 37-38.

1.2.2. التجربة الأوروبية لتكامل البورصات

أ. اتحاد البورصات الأوروبية (Euronext): بورصة أوروونكست هي نتيجة الاندماج في 22 سبتمبر 2000، وتحققت من خلال تحالف البورصات التي قررت تنسيق عملها⁽¹⁾، يجمعها نظام الكتروني يربط البورصات فيما بينها موجه بالأوامر⁽²⁾. هي أول بورصة أوروبية موحدة، تشمل مجموعة من البورصات باريس وبروكسل وأمستردام، تعتبر بورصة باريس من أهم بورصاتها، تضم أكثر من 1500 شركة مدرجة وقيمة سوقية تبلغ 1900 مليار أورو⁽³⁾. وفقا لبنك ABN-AMRO، فإن لكل بورصة من البورصات الثلاث حصة في أوروونكست على النحو التالي⁽⁴⁾:

- باريس 60%.

- أمستردام 32%.

- بروكسل 8%.

بالإضافة إلى ذلك، تمت أوروونكست توسيع نشاطها في منتجات المشتقات من خلال الاستحواذ على بورصة لندن LIFEE في أكتوبر 2001⁽⁵⁾. انضمت إلى هذه البورصات بورصة لشبونة في جانفي 2002. وفي جوان 2006، تم دمج بورصة أوروونكست مع بورصة نيويورك⁽⁶⁾. تعمل بورصة أوروونكست لتحقيق العديد من المزايا⁽⁷⁾:

- مجموعة كاملة من الخدمات للعملاء،

⁽¹⁾ Erwan LE SAOUT, (2008) : Introduction aux marchés financiers, 2^e édition, Economica : Paris, France, p144.

⁽²⁾ Hervé Juvin, Les marchés financiers, (2004) : voyage au cœur de la finance mondiale, Editions d'organisation : Paris, France, p213.

⁽³⁾ Pascal Chevelot, (2010-2011) : La bourse « tout comprendre pour gagner », mieux vivre ARG Édition : Paris, France, p85.

⁽⁴⁾ Jean- François SUSBIELLE : (2001), Comprendre la bourse sur internet, éditions d'organisation : Paris, France, p 91.

⁽⁵⁾ Erwan LE SAOUT, op.cit, p.p142-143.

⁽⁶⁾ Jonatham Berk, Peter DE Marzo, op.cit, p 27.

⁽⁷⁾ Alain Choinel, op.cit, p 101.

- تكنولوجيا متقدمة.

- القدرة على التغلب على الانقسامات الوطنية؛

- نهج تجاري متقدم.

تعد الأورونكست قوة الدفع الرئيسية لعملية اندماج البورصات الأوروبية و تستمد قوتها من قوة البورصات الأعضاء. وقد جاء تأسيس الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق المال الأوروبية وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة " اليورو". وتمثل أكبر سوق للسلع في أوروبا وأكبر سوق للخيارات على مستوى العالم. وتعتبر الأورونكست اندماجا دوليا بما يشمل من وحدات أعمال وكوادر إدارية وأعضاء من مختلف الجنسيات . وتسعى اتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط بينها من خلال⁽¹⁾:

- القضاء على عقبة نقص المعلومات المتاحة عن كل بورصة.

- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.

- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة (العملاء الدوليون).

- زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات.

- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.

- توحيد شروط التداول والتسجيل بالبورصة.

- تشجيع التخصصية لزيادة تدفقات الأوراق المالية في البورصات الأوروبية، والعمل على تنويع أدوات

الاستثمار.

ب. بورصة نيويورك - أورونكست NYSE-EURONEXT: شهدت السنوات الأخيرة أكبر عملية دمج بين

البورصات، اندماج بورصة أورونكست مع بورصة نيويورك. بورصة نيويورك-أورونكست هي الشركة القابضة

⁽¹⁾ عبد المطلب عبد الحميد، المصدر سبق ذكره، ص 358.

التي تم إنشاؤها عن طريق الجمع بين البورصات، يعتبر التجمع البورصي الأكبر والأكثر سيولة في العالم الذي يوفر مجموعة من المنتجات والخدمات المالية الأكثر تنوعا والرائدة عالميا⁽¹⁾. تهدف إلى تسهيل عمليات البورصة (التداول والمقاصة والتسوية). بورصة نيويورك-أورونكست، تدار من قبل إحدى عشرة إداري لكل مقر بورصي. ويمنع الشركات المدرجة في بورصة أورونكست أن تعمل بالأنظمة المعمول بها في الولايات المتحدة. متوسط الرسملة السوقية اليومية يقدر بـ 100 مليار دولار⁽²⁾. في 04 أبريل 2007، بدأت عملية التداول في بورصة نيويورك-أورونكست لأول مرة، بعد نجاح تبادل العرض العام لبورصة نيويورك في بورصة أورونكست⁽³⁾.

ج. سوق الأوراق المالية لدول الشمال (NOREX) : في جانفي 1998، وقعت كل من بورصة ستوكهولم وبورصة كوبنهاجن اتفاقية تعاون لتشكيل سوق النوركس. في سنة 2000 انضمت بورصة إيسلاندا وبورصة أسلو للنوركس⁽⁴⁾. النوركس، تمثل تحالفا إستراتيجيا بين بورصات منطقة شمال أوروبا. تغطي هذه البورصات 80 في المائة من تعاملات الأسهم، و 90 في المائة من تعاملات السندات في الدول الإسكندنافية⁽⁵⁾، تشمل أكثر من 800 شركة. تستخدم النوركس منصة التداول الالكترونية *SAXESS. التي توفر للأعضاء استخدام دفتر أوامر واحد لشراء وبيع كل ورقة مالية⁽⁶⁾. هذا التكامل يسعى لتوحيد الأنظمة المتداولة وتوحيد الإطار التنظيمي للبورصات الأربعة من خلال⁽⁷⁾:

- نموذج العضوية المقابلة أو المشتركة، حيث تشجع الشركات المدرجة في البورصات الأربعة على تسجيل أوراقها المالية في كل البورصات الأعضاء؛

(1) Erwan LE SAOUT, op cité, p141.

(2) Jean David Avenel, Op.cit, p70.

(3) Erwan LE SAOUT, op cité, p141.

(4) James Mcandrews and Chris Stefanadis, The Consolidation of European Stock Exchanges, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, volume 8, numéro 6, p2.

(5) Rapport de l'étude de la faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs, (2008) : Union Africain, département des affaires économiques, p40.

* SAXESS ; système de négociation commun où les bourses de NOREX opèrent par le canal d'un système unique

(6) Kurihara, Yutaka, Sadayoshi Takaya, Nobuyoshi Yamori, (2006): Global Information Technology and Competitive Financial Alliances, IDEA Group publishing, London, England, p 140.

(7) Rapport de l'étude de la faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs, op.cit, p42.

- وعاء سيولي واحد، حتى يتم تشجيع الشركات المصدرة لإدراج الأوراق المالية الخاصة بهم في بورصة واحدة فقط من البورصات الأعضاء؛

- استخدام نظام تداول مشترك يدعم قدرة البورصات ويرفع من درجة عمقها وإتساعها؛

- إطار تنظيمي موحد، فيما يخص التعاملات وتسجيل أوراقها المالية ومتطلبات العضوية.

2.2.2. التجربة الآسيوية

تكامل بورصات الآسيان ASEAN: نشأت رابطة دول جنوب شرق آسيا كنوع من الحلف السياسي لمواجهة الشيوعية في جنوب شرق آسيا⁽¹⁾ بموجب تصريح بانكوك الصادر سنة 1967، والذي تبنته أندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة وتايلاند، وانضمت دولة بروناي إليها في نهاية سنة 1983⁽²⁾. رابطة ASEAN هي التعاون من التبادلات بين بورصات ماليزيا، فيتنام، أندونيسيا، الفلبين، تايلاند وسنغافورة لتعزيز نمو سوق رأس المال الآسيوي من خلال توفير المزيد من الفرص الاستثمارية الآسيوية لمزيد من المستثمرين. تعتبر بورصة سنغافورة من بين البورصات الأعضاء الوحيدة ذات الطراز العالمي: تحتل المرتبة الرابعة في ترتيب البورصات بعد بورصة نيويورك ولندن وهونغ كونغ، ولكن قيمتها السوقية هي خمس مرات أقل من المرتبة الثالثة⁽³⁾. أنشئ فريق فريق العمل في إطار رابطة ASEAN لرصد وتعزيز عملية إصلاح النظم المالية، وخاصة العمل على تنسيق الأنظمة والتشريعات. تم تأسيس منتدى سوق رأس المال أيضا في الاجتماع السنوي لوزراء دول الآسيان المالية في سنة 2004 في سنغافورة. التعاون الثنائي بين الدول الأعضاء مشجع فيما يخص سوق رأس المال. ومن أجل تحقيق هذه الأهداف تم إنشاء نظام مشترك لتسوية الأوراق المالية للبلدان الأعضاء. وتوحيد طرق تقييم

(1) خالفي علي، رميدي عبد الوهاب، رابطة دول جنوب شرق آسيا (الآسيان) ASEAN نموذج الدول النامية للإقليمية المنفتحة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، ص 82.

(2) جمال جويدان الجمل، المصدر سبق ذكره، ص 75.

(3) Fabien ARNAUD, L'ASEAN, (2011-2012): une zone hétérogène en quête d'intégration, ESCM, Mémoire de spécialité appliquée, 2011-2012, p14.

(التصويت)، وتحسين نوعية التقييم، وتعزيز حوكمة الشركات والشفافية. تجتمع مجموعة العمل على الأقل مرتين في السنة، ورئيس المجموعة يتغير وفقا للترتيب الأبجدي للدول الأعضاء في الرابطة⁽¹⁾.

3.2.2. تجربة أمريكا اللاتينية وإفريقيا في تكامل البورصات

أ. سوق أمريكا اللاتينية المتكاملة * (MILA): في 1 ماي 2011 تم الإعلان عن سوق أمريكا اللاتينية المتكاملة (MILA). أنشأت هذه السوق لربط أنشطة البورصات في ليما وكولومبيا وسانتياغو. والتي تعتبر خطوة أولى لمجمع البورصات لجذب المزيد من الانتباه إلى عملية التكامل. ومن المتوقع دخول بورصة المكسيك. سوق أمريكا اللاتينية MILA يمكن أن تقدم بديلا حقيقيا لأمريكا اللاتينية في سياق الأزمة الاقتصادية في البلدان الصناعية، سياسيا نموذج التكامل الإقليمي مرتبط دائما بإرادة الدول⁽²⁾.

ب. بورصة الأوراق المالية الإقليمية * (BRVM) هي بورصة إقليمية مكونة من الدول الأعضاء في الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب أفريقيا ** (UEMOA) بوركينا فاسو، ساحل العاج، غينيا، مالي، النيجر، السنغال وطوغو⁽³⁾. تأسست في سنة 1998، ويقع مقرها الرئيسي في أبيدجان (ساحل العاج)، وممثلة في كل بلد من قبل فرع. وهي شركة خاصة مع حصة 13.4% من الدول الأعضاء. تتم معاملات البورصة من خلال شبكة الأقمار الصناعية التي يتم توصيلها إلى كل فرع، حيث تستطيع الوسطاء أن نقل وتنفيذ الأوامر إلى المحور المركزي لأبيدجان. منذ نشأتها، والبورصة تعمل بانتظام وتجذب دائما مستثمري القطاعين العام والخاص⁽⁴⁾، وهي مسؤولة عن تنظيم وضمان إتمام المعاملات في الأوراق المالية وإعلام الجمهور. وتقوم بالمهام التالية⁽⁵⁾:

⁽¹⁾ Ban Kosal MINH, (2007), Développement financier et croissance économique : le cas principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge, thèse de doctorat, , Faculté des sciences économiques et de gestion, Université Lumière Lyon 2, p73.

*MILA : Marché Intégré Latino- Américain.

⁽²⁾ Jean-Paul Calero, (2014). La naissance du Marché intégré latino-américain (MILA): Les défis d'un nouveau schéma d'intégration des marchés des capitaux en Amérique latine, Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), Montréal, Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation : Montréal, Canada, p.p2-3.

⁽³⁾ الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالية الإقليمية: www.brvn.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

⁽⁴⁾ L'intégration du système financier de la CEDEAO, op.cit, p 16.

*BRVM : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières.

** UEMOA : L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.

⁽⁵⁾ الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالية الإقليمية: www.brvn.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

- تنظيم السوق ؛

- قيد وتداول الأوراق المالية ونشر الأسعار والمعلومات عن الأوراق المالية؛

- تعزيز وتطوير سوق الأوراق المالية.

يمثل نشاط البورصة مؤشرين، مؤشر BRVM الذي يضم أسهم كل الشركات المدرجة في البورصة،

ومؤشر BRVM 10 الذي يضم عشر شركات الأكثر نشاطا في البورصة⁽¹⁾.

3.2. التجربة العربية في الربط بين البورصات

تسعى الهيئات والمنظمات المالية العربية لتحقيق التعاون والربط بين بورصات الأوراق المالية العربية،

عن طريق إبرام اتفاقيات الشراكة ومذكرات التفاهم بين البورصات العربية ، آملة في تحقيق حلم إنشاء بورصة عربية موحدة.

1.3.2. الهيئات والمنظمات العربية

تتمثل أهم الهيئات المالية العربية لتحقيق التعاون والربط بين بورصات الأوراق المالية العربية في:

أ. الإتحاد العربي للبورصات: بدأت الدول العربية الخطوات العملية بإنشاء إتحاد للبورصات العربية سنة 1982

في إطار جامعة الدول العربية وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان وعمان وتونس والمغرب

وأصبح يضم حاليا معظم الدول العربية⁽²⁾، تجسيدا لذلك الاهتمام وثمره للجهود القومية الهادفة إلى تدعيم أواصر

التعاون المالي بين الدول العربية، وتنفيذا لتوصية مجلس محافظي البنوك المركزية بإنشاء اتحاد لبورصات

الأوراق المالية ليكون بمثابة جهاز ترشيدي للتعاون بين المؤسسات القائمة، ولتبادل الخبرة والمعنوية الفنية،

والمساهمة في تنسيق وتوجيه القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الميدان. علاوة على تذليل العقبات التي

تعرض الاستثمار العربي، وتوسيع قاعدة وتنويع أدواته وتشجيع إدراج وتبادل الأوراق المالية العربية في الوطن

⁽¹⁾ Doubi Bi Tra, (2011) : Banque, Finance & Bourse, L'armatten : Paris , France, p p 66-67.

⁽²⁾ حسين عبد المطلب الأسرج ، المصدر سبق ذكره، ص 48.

العربي وتيسير وتوظيف رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة. هذا وإن كان هدف الاتحاد الأكبر شمولاً هو إنشاء سوق مالية عربية تسهل انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل الوطن العربي. ووصولاً إلى الأهداف المرجوة من إنشاء اتحاد البورصات العربية نص النظام الأساسي على أن يسهم الإتحاد في إنجاز عدد من المهام، يأتي على قائمتها تطوير أعمال البورصات العربية القطرية، ودور الوساطة المالية ورفع كفاءة أدائها قترياً وعربياً، وإيجاد قنوات للاتصال بين البورصات وهيئات سوق المال العربية المنظمة للإتحاد⁽¹⁾.

ب. صندوق النقد العربي: سعى الصندوق في بداية عمله للتعرف عن كُثْب على متطلبات تطوير الأسواق المالية في الدول العربية بحيث يمكن له، في ضوء تطور قدراته الفنية وزيادة معرفته لمتطلبات تطوير هذه الأسواق، وضع برنامج عمل له في هذا المجال. وفي هذا السياق، نظم الصندوق في أوائل عام 1984 " مؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية، واقعها ومجالات تطويرها" بهدف مراجعة وتقييم التطورات الحديثة في هذه الأسواق. وفي ضوء ما انتهى إليه المؤتمر من توصيات، وبناءاً على ما تجمع لديه من خبرات ودراسات، بلور الصندوق برنامج عمل في مجال الأسواق المالية تضمن ثلاثة بنود رئيسية، وهي القيام بمسوحات ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء للتعرف على أوضاعها القانونية والمؤسسية، وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطة هذه الأسواق، وتقديم المساعدة الفنية للدول الأعضاء في تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها . وقد تم التوسع في هذا البرنامج في ضوء احتياجات المراحل المختلفة لتطور ونمو الاقتصاد طيت العربية. فقد أنشأ الصندوق لاحقاً آلية متخصصة لتقديم خدمات تقييم الملاءة الائتمانية وتوسع في تقديم العون المادي والفني للإصلاحات الاقتصادية الكلية بصورة عامة و لذلك الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي في إطار تسهيل التصحيح الهيكلي⁽²⁾.

(1) شذا الخطيب، المصدر سبق ذكره، ص ص 106-107.

(2) مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، (2003): صندوق النقد العربي، ص 5.

ج. الشركة العربية للمقاصة: قرر إتحاد البورصات العربية ضمن جهوده لإيجاد آليات تدعم عملية الربط بين البورصات العربية إنشاء "المؤسسة العربية للمقاصة" خلال فعاليات المؤتمر التاسع عشر في شرم الشيخ والذي عقد في 14-16 نوفمبر 1999 بمصر⁽¹⁾، تعتبر أول شركة مقاصة عربية برأسمال 10 ملايين دولار مقسمة على الدول الأعضاء مقرها في بيروت وتختص هذه الشركة بتسوية التعاملات بين البورصة من ناحية وبين البورصات العالمية من ناحية أخرى. كما تهدف هذه الشركة إلى تشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين البورصات العربية بلا قيود وضمان تسوية حقوق المتعاملين فيها⁽²⁾. وقد حددت لهذه المؤسسة المهام التالية:

- القيام بأعمال التسوية والمقاصة للتعاملات في مختلف البورصات العربية؛

- أداء مهام مركز الإيداع والسجل المركزي؛

- تسير العمليات المتعلقة بالإدراج المشترك وتداول الأوراق المالية للشركات العربية .

د. شبكة معلومات أسواق المال: قام الإتحاد بخطوة أخرى تهدف للتغلب على ضعف حجم التعاملات عبر الحدود داخل الوطن العربي والذي يرجعه العديد من المحللين لنقص المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين حول البورصات العربية، فقام الإتحاد بإنشاء "شبكة معلومات أسواق المال" عبر شبكة الإنترنت وتستخدم هذه الشبكة لتوحيد قاعدة المعلومات والبيانات وتسمح للمستثمرين العرب بمتابعة التداولات وحركة أسعار الأوراق المالية عبر كافة البورصات العربية وقد بدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001 وتؤمن هذه الشبكة إمكانية الوصول إلى المعلومات بسهولة وتضم معلومات وبيانات حول حركة الأسعار ومؤشرات أداء البورصات، إضافة لاعتبارها مرجعا للمعلومات بشأن الشركات المدرجة ومعلومات حول شروط ومتطلبات الإدراج في البورصات العربية ومختلف الأنظمة واللوائح الداخلية⁽³⁾.

(1) بوكساني رشيد، المصدر سبق ذكره، 141.

(2) حسين عبد المطلب الأسرج، المصدر سبق ذكره، ص 46.

(3) بوكساني رشيد، المصدر سبق ذكره، ص 142.

2.3.2. اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية

تبنّت الدول العربية بعد ذلك آلية جديدة للربط بين البورصات من خلال توقيع اتفاقيات ثنائية وثلاثية

أو متعددة الأطراف وفي هذا السياق جاء:

أ. **الاتفاقية الثلاثية للربط بين بورصة مصر والكويت ولبنان:** تعتبر هذه الاتفاقية أفضل الاتفاقيات الناجحة

بين البورصات العربية، حيث بدأت هذه الاتفاقية الثلاثية باتفاق كل من سوق الكويت للأوراق المالية

والهيئة العامة لسوق المال المصري في أبريل 1996، وانضم لبنان إليها في سبتمبر 1996، وقد استهدف

هذا الاتفاق تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء فيما يخص تنظيم عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية

وشدد على أن تعمل جميع الأطراف على تنسيق وتسيير الإجراءات والمتطلبات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية

في بورصاتهم، إضافة إلى الاتفاق على تنظيم عمليات التداول والتسوية والمقاصة في كل منها بالشكل الذي

يضمن حقوق المتعاملين في كل البورصات، وتسيير تبادل المعلومات بينها وتنظيم إجراءات الإفصاح. كما

حثت الاتفاقية على ضرورة دعم كل من السوق والهيئة وبورصة بيروت على تنفيذ عمليات الخصخصة

في الدول الأعضاء عن طريق البورصة وتسهيل عمليات الطرح والترويج لأسهم الشركات المعروضة كما نصت

على أن الأوراق المالية المسجلة في السوق أو البورصة هي فقط بهذه الاتفاقية أما الأوراق المالية الغير مسجلة

فلا شأن للاتفاقية بها وتكون عملة التداول هي العملة التي يتم وفاء الالتزام⁽¹⁾. وتعتبر هذه الاتفاقية الأولى

من نوعها لربط الأسواق المالية العربية، إذ تمثل نواة لربط البورصات العربية وخطوة نحو توحيدها،

كما أنها تحقق العديد من المزايا نذكر منها⁽²⁾:

(1) شذا الخطيب، المصدر سبق ذكره، ص 109.

(2) صلاح الدين السيسي، المصدر سبق ذكره، ص 38.

- توسيع نطاق السوق؛

- السماح للمواطنين العرب بشراء أسهم شركات مطروحة للبيع في أي دولة من الدول الثلاث، بما يزيد

من حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية المطروحة؛

- إتاحة الاتفاق للمستثمرين العرب والأجانب فتح سوق مالية ضخمة؛

- إتاحة الفرص أمام الشركات لزيادة رأسمالها من خلال مستثمرين جدد وبلورة التعاون العربي المشترك

إلى واقع ملموس في عدة اتجاهات.

ب. اتفاقية الإدراج المشترك بين بورصة مسقط والبحرين والكويت: تم التوقيع على هذه الاتفاقية

في 25 ديسمبر 1996 وتعد خطوة هامة لإنشاء سوق مالي خليجي مشترك تعود على كافة المستثمرين بالفائدة،

وأن مؤشرات الأسعار لأسهم الشركات المساهمة في أسواق البلدان الثلاث حققت مكاسب نسبتها 18%

خلال عام واحد فقط، كما يمكن للإدراج المشترك بين الأسواق الثلاثة من تحقيق عدة مزايا نذكر منها:

- التقييم العادل للأوراق المالية خاصة أنها ستخضع للتقييم والتداول في ثلاث بورصات لترفع بذلك

مستوى الشفافية داخلها.

- الرفع من سيولة الأوراق المالية عند طرحها أو تداولها من خلال التعامل بها ثلاث بورصات.

- تعزيز الروابط المصلحية بين بلدان الخليج الأمر الذي سيرفع من الفوائد والمنافع المشتركة.

ج. اتفاقية تعاون ميد كلير لبنان والشركة الكويتية للمقاصة وشركة مصر للمقاصة: تم توقيع اتفاقية تعاون

بين شركات المقاصة والتسوية لكل من بورصة لبنان والكويت ومصر في 24 أكتوبر 1996، وتتولى بموجب

هذه الاتفاقية شركات المقاصة والتسوية في البورصات الثلاث تسوية الالتزامات الناتجة عن التعاملات

في الأوراق المالية كل في نطاق عمله، كما وضعت هذه الاتفاقية القواعد والأسس المنظمة لعمليات التعاون بين

شركات المقاصة، وقد اتبعت هذه الاتفاقية باجتماع المدراء التنفيذيين لشركات المقاصة في نوفمبر 1996

بلبنان، وأسفر هذا الاجتماع على وضع الإجراءات والقواعد التنفيذية المنظمة لعملية المقاصة والتسوية

في البورصات الثلاث، ومن بين الإجراءات المتفق عليها⁽¹⁾:

- توحيد نموذج التراسل بين شركات المقاصة وشركات الوساطة لتأكيد عملية تنفيذ الأمر المسمى (إخطار تأكيد التنفيذ).

- الاتفاق على استخدام الفاكس كوسيلة للتراسل بين شركات المقاصة وشركات الوساطة على أن تدرس في ما بعد إمكانية الاستفادة من التراسل الإلكتروني.

- فتح حسابات نقدية وأخرى للأوراق المالية في كل شركات المقاصة باسم شركات المقاصة المناظرة في الدول الأطراف في هذه الاتفاقية.

- تحديد عمولة للتعاون بين البورصات الثلاث وتضاف لها حوافز أخرى تميزها لها عن التعامل في البورصة المحلية لخلق تدفقات استثمارية بين البورصات الأطراف ولتشجيع التعاون فيما بينها على تقديم خدمات أفضل.

د. اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصرية : التوقيع على اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصرية في أبريل 1996 والتي انضمت إليها بورصة بيروت في مرحلة تالية لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف على تنفيذها لجنة فنية ثلاثية وبمشاركة ممثل عن اتحاد البورصات وتم دعم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في جانفي 1997⁽²⁾.

⁽¹⁾ شذا الخطيب، المصدر سبق ذكره، ص 111.

⁽²⁾ حسين عبد المطلب الأسرج، المصدر سبق ذكره، ص 51.

- هـ. اتفاقية التعاون المشترك بين بورصتي الأردن والبحرين: تم التوقيع عليها في أكتوبر 1997، تهدف إلى المساهمة في تشجيع الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية والبحرينية، وتسهيل إجراءات التعامل لمواطني البلدين في الأوراق المالية لتلك الشركات مما يسهم في تعزيز أواصر التعاون بين البلدين⁽¹⁾.
- و. اتفاقية الإدراج المشترك بين كل من بورصة عمان وسوق الكويت للأوراق المالية: تم توقيعها في ماي 1999 وتهدف هذه الاتفاقية إلى دعم التعاون بين البورصتين وتذليل العقبات أمام تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية بين البورصتين.
- ز. اتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال المصري: تم توقيعها خلال سنة 2000، وبموجب هذه الاتفاقية ستعمل الهيئتان على تنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية وتسهيل شروط الإدراج ودعم التعاون بين الوسطاء.
- كما شهدت سنة 2005 العديد من عمليات الإدراج المشترك بين البورصات العربية، حيث أدرجت مجموعة من الشركات الكويتية في بورصة دبي وأدرجت شركات لبنانية وبحرينية في سوق الكويت للأوراق المالية. وعلى مستوى مجلس التعاون الخليجي شكلت لجنة وزارية دائمة في مارس 2010 تضم رؤساء مجالس الإدارات للجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس، وتتولى هذه اللجنة مهمة التنسيق وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية وترفع هذه اللجنة توصياتها للمجلس الوزاري⁽²⁾.
- ح. اتفاق تعاون سوق دبي المالي وشركة مصر للمقاصة : وقع سوق دبي المالي وشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي يوم 25 ديسمبر 2014 اتفاقية تعاون مشترك لتشجيع الإدراج المزدوج وتبادل الخبرات . تهدف إلى فتح آفاق جديدة أمام الشركات المدرجة في كل من سوق دبي المالي والبورصة المصرية للاستفادة من المزايا العديدة التي يوفرها الجانبان، علاوة على تعزيز أواصر التعاون المشترك بين الطرفين في مجالات

(1) صلاح الدين السيبي، المصدر سبق ذكره، ص 82.

(2) بن دحاس إلياس، المصدر سبق ذكره، ص 140.

عدة منها: القيد المزدوج أو المتعدد للأوراق المالية وتبادل الخبرات في المجالات المتعلقة بأسواق المال وأهمها التدريب، ورفع كفاءة وتنمية مهارات العاملين والمتعاملين في سوق المال في البلدين الشقيقين⁽¹⁾.

ط. مذكرة تفاهم بين سوق دبي المالي وبورصة البحرين : في ديسمبر 2014 وقع كل من بورصة البحرين

وسوق دبي المالي مذكرة تفاهم تؤطر لنقل نوعية على صعيد تحويل الأسهم بين البورصتين من خلال نظام إلكتروني يتيح للمستثمرين التحويل الفوري للأسهم بكل سهولة ويسر. وتضم لائحة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي ثلاث شركات بحرينية هي: بيت التمويل الخليجي، مصرف السلام البحرين، والمجموعة العربية للتأمين "أريج"، علما أن مجموع الأسهم الخاصة بالشركات البحرينية والمحولة إلى سوق دبي المالي يصل حالي إلى 4,707,846,560 سهما. وتوفر مذكرة التفاهم إطارا عاما يوضح الأسس والضوابط المنظمة لعمليات التحويل وتحكم علاقة الطرفين فيما يخص هذا النظام، بالإضافة إلى توضيح صلاحيات كل طرف. وقد اتفق الطرفان بموجبها على تطوير نظام إلكتروني، وذلك خلال ساعات العمل الرسمية في البورصتين. ويسهم النظام الإلكتروني في التنفيذ الفوري لعمليات التحويل التي تتم بين سوق دبي المالي وبورصة البحرين وتأكيدها مباشرة واعتمادها في النظام دون الحاجة إلى مراسلات رسمية.

ي. بورصة البحرين توقع اتفاقية مع الشركة الكويتية للمقاصة : وقعت بورصة البحرين اتفاق مع الشركة الكويتية للمقاصة بتاريخ 5 ماي 2014 في مقر الشركة الكويتية للمقاصة في الكويت. وقع الاتفاق الشيخ خليفة بن إبراهيم آل خليفة، نائب الرئيس التنفيذي ومدير العمليات في بورصة البحرين والسيد عثمان إبراهيم العيسى، الرئيس التنفيذي لشركة الكويتية للمقاصة. يتضمن هذا الاتفاق الترتيبات والإجراءات التي تنفذ آلية إلكترونية لنقل أسهم الشركات البحرينية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وكذلك أسهم الشركات الكويتية المدرجة في بورصة البحرين.

⁽¹⁾ موقع اتحاد البورصات العربية: www.arab-exchanges.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

ك. السوق المالية السعودية توقع اتفاقية تعاون مع بورصة الجزائر: وقعت السوق المالية السعودية (تداول) يوم الأربعاء 9 ديسمبر 2015 مذكرة تفاهم مع بورصة الجزائر وذلك خلال الدورة الحادية عشر لاجتماعات اللجنة السعودية الجزائرية المشتركة المنعقدة في العاصمة الرياض. تهدف هذه المذكرة إلى وضع إطار عمل لتعزيز جهود الاتصالات والتشاور بين السوقيين وذلك من خلال تبادل الخبرات والمعلومات وتطوير الموظفين والبحث في فرص العمل المشترك مستقبلا في جميع المجالات⁽¹⁾.

3.3.2. مشروع البورصة العربية الموحدة

نشأت فكرة الاهتمام بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية عربيا خلال الحقبة النفطية التي بدأت في أعقاب حرب أكتوبر 1973، حيث كانت الطاقة الاستيعابية لاقتصاديات الدول العربية النفطية باستثناء العراق والجزائر محدودة ولا تسمح باستثمار الفوائض داخلها⁽²⁾. مر إنشاء بورصة عربية موحدة بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:

أ. المرحلة الأولى: وبدأت سنة 1982 حيث تم إنشاء اتحاد للبورصات العربية، في إطار جامعة الدول العربية، وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان، عمان، تونس والمغرب، وأصبح يضم حاليا معظم الدول العربية، ويركز هذا الاتحاد في عملة على توسيع قاعدة العضوية، وتشجيع إقامة بورصات جديدة، ونشر الوعي بعمل البورصة بين المواطنين، وتشجيع تبادل المعلومات والبيانات الخاصة بنشاط البورصات.

ب. المرحلة الثانية: وتمثل البدايات الفعلية للربط بين البورصات العربية، فمنذ عام 1987 وحتى سنة 1992، ركزت الدول العربية على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات بين البورصات الأعضاء في عملية

⁽¹⁾ موقع اتحاد البورصات العرب: www.arab-exchanges.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

⁽²⁾ شذا الخطيب، المصدر سبق ذكره، ص 106.

الربط، وقد كشفت هذه المرحلة عن بعض المعوقات، أهمها: اختلاف شروط القيد للشركات، وتباين القوانين المنظمة لعمليات التداول.

ج. المرحلة الثالثة: شهدت تبني الدول العربية لآلية جديدة للربط بين البورصات من خلال إبرام اتفاقيات

ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف، وفي هذا السياق جاء التوقيع على اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر في أبريل 1996، والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة تالية، لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف على تنفيذها لجنة فنية ثلاثية وبمشاركة ممثل عن اتحاد البورصات، وتم تدعيم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في جانفي 1997. وقد لوحظ أن الدول العربية الأخرى لم تنضم على هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا، والذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام بورصة موحدة، وفضلت الدخول في اتفاقيات الدخول ثنائية للربط بينها، والتي تحولت إلى اتفاقية ثلاثية بينها فيما بعد.

د. المرحلة الرابعة: وفيها اتخذ الاتحاد العربي للبورصات قرارا بإنشاء أول شركة مقاصة عربية برأس مال 10

ملايين دولار مقسمة على الدول الأعضاء مقرها في بيروت، وتختص هذه الشركة بتسوية التعاملات بين البورصات من ناحية، وبينها وبين البورصات العالمية من ناحية أخرى. ويعتبر إنشاء هذه الشركة بمثابة نقلة نوعية على صعيد العمل العربي المشترك في مجال توحيد البورصات، وزيادة حجم التعاملات، وتشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين البورصات العربية بلا قيود، وضمان تسوية حقوق المتعاملين فيها. فالمتعامل في سوق لبنان مثلا يستطيع أن يتعامل على الأسهم المصرية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في مصر، وكذلك أن يتم تحويل أو تسوية مقابل العمليات بسرعة.

هـ. المرحلة الخامسة: نظرا لما كشفتته تجربة الربط بين البورصات من أن أضعف حجم التعاملات المتبادلة

راجع إلى ضعف المعلومات المتوفرة للمستثمرين عن البورصات في الدول العربية، على إنشاء شبكة معلومات لأسواق المال عبر شبكة الأنترنت، ويتم من خلال هذه الشركة توحيد قاعدة المعلومات والبيانات، وسرعة نقل

المعلومات، ليتوفر للمتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعة التعاملات في أي بورصة عربية في التوقيت نفسه، وبدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001⁽¹⁾.

و. المرحلة السادسة: مع شهر سبتمبر 2004، تم الاتفاق بين الدول العربية لتنفيذ لقرار مجلس إدارة اتحاد

البورصات وأسواق المال العربية في دورته الثانية والعشرين على تشغيل البورصة العربية الموحدة وأخذت

من القرية الذكية بمصر مقرا لها لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة، وتم الاتفاق أيضا مع

معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه البورصة، منها رأس المال وربحية

الشركات في الخمس السنوات الأخيرة ودوران الأسهم... إلخ، وقد تم اختيار شركة مصر للمقاصة للقيام بدور

المقاصة ومركز الإيداع للبورصة العربية، وبنك HSBC كبنك مقاصة إذ أن له فروع في معظم البلدان العربية

حيث يتم تسوية المعاملات المالية بين المتعاملين العرب في البورصة العربية في التوقيتات المحددة له⁽²⁾.

في عام 2005، حررت اتفاقية إنشاء وإدارة البورصة العربية بين إتحاد أسواق المال العربية كطرف أول

وكل من شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي وشركة المجموعة المالية هيرمس وشركة الكويت

والشرق الأوسط للاستثمار المالي (شركة مساهمة كويتية) ومؤسسة الخليج للاستثمار (شركة مساهمة كويتية)،

هذا بالإضافة لشركة OMX (المستشار الفني للمشروع). وقد تم إسناد الطرف الثاني مجتمعين مسؤولين إدارة

وتشغيل وتمويل البورصة العربية ويكون لهم كافة الشؤون المالية والإدارية اللازمة لتنفيذ المشروع لقاء حصولهم

على جزء من مواردها على أن تكون شركة مصر للمقاصة ممثلا لهم في علاقتهم بالطرف الأول باعتبارها مديرا

فنيا للمشروع. وقد أوضحت الاتفاقية أن البورصة العربية جهاز تابع لاتحاد أسواق المال العربية ومرتبطة به

ويعمل في إطاره وفقا لأحكام النظام الأساسي للبورصة العربية لجنة عليا للإشراف والرقابة على أعمالها وفقا

(1) محمد أشرف دوابه، المصدر سبق ذكره، ص 25-27.

(2) حسين عبد المطلب الأسرج، المصدر سبق ذكره، ص 51-52.

للسلاحيات المنصوص عليها وتشكل اللجنة من الأمين العام ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بمصر ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان⁽¹⁾.

ولتسهيل هذه العملية، يمكن تقسيم البورصات العربية من حيث المناطق الجغرافية إلى ثلاث مناطق: الخليج العربي، شمال إفريقيا وبلاد الشام، بحيث يتم ربط هذه الأسواق بثلاث نقاط، ومن ثم ربط هذه النقاط الثلاث مع بعضها لتصبح بورصة عربية موحدة، حيث يبلغ عدد هذه البورصات (18) بورصة. إن الدول العربية خطت نحو إنشاء البورصة العربية الموحدة، بداية من إنشاء اتحاد أسواق المال العربية عام 1982، لاتخاذ الخطوات اللازمة لذلك، وأن ما واجهه مشروع البورصة الموحدة قرر الاتحاد إنشاء شبكة معلومات لأسواق المال عبر شبكة الانترنت، بحيث يتم توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات للمتعاملين بالأوراق المالية في الدول العربية. وأن تعزيز هذه الشبكة يلعب دورا في الوصول إلى عملية الربط بين البورصات العربية وتحقيق التكامل المنشود وإنشاء بورصة عربية موحدة⁽²⁾.

(1) ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، (2007): الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة الاقتصادية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 48.

(2) فادي خلف، (2013): الربط بين البورصات العربية ورحلة البحث عن التكامل، مجلة سوق المال، العدد 29، ص 8.

3. إستراتيجية لربط وتكامل البورصات المغربية

في إطار مسعى متجدد لإعطاء الاندماج المغربي بعدا مناسبا، توجهها وإجراء وتعاملا ميدانيا حقيقيا، لاسيما من خلال تقنيات مالية حديثة ومتطورة، مع ما تفرضه التحديات الدولية المتسارعة، بغاية التلمس الجماعي لأفضل سبل التحرك وأنجعها، لتأمين تعامل مغربي مالي واستثماري، على قدر واسع من التنسيق الأفقي، والتناغم مع المحيط الدولي العام. وسعيا لفتح آفاق أوسع للاستثمار في دول اتحاد المغرب العربي ولتشجيع حرية التجارة البينية، وصولا إلى تحقيق إقلاع حقيقي للاندماج، ومواكبة للتطورات العالمية الاقتصادية، واعتبارا لكون تحقيق اندماج شامل ليس مآولا إلى الدول وحدها، وإنما كذلك إلى الفاعلين الاقتصاديين وإلى القطاع الخاص، تم عقد العديد من الاجتماعات والمؤتمرات بين رؤساء كنفدراليات أرباب العمل المغاربة، إنشاء "اتحاد مغربي". ومن بين أهدافه تنمية المبادلات التجارية المغربية البينية ودعم الاستثمارات والمقاولات لجعل المنطقة المغربية أكثر اندماجا واستيعابا للاستثمارات الخارجية⁽¹⁾.

1.3. لمحة عن منطقة المغرب العربي

1.1.3. نشأة اتحاد المغرب العربي

(1) الحبيب بن يحيى، (2006): مؤتمر الإصلاحات في القطاع المالي والاندماج المالي في دول اتحاد المغرب العربي: الرباط، المغرب، ص2.

في 23 جويلية 1990 بزرالدة الجزائرية، التقى قادة الدول الخمسة في قمة خرجت بتبني إستراتيجية مشتركة لتنمية اقتصادية تضع القواعد لتكامل إقليمي حقيقي، وصار هدف الاتحاد المغاربي تشكيل وحدة اقتصادية بين البلدان الأعضاء. على أن يتم الوصول إلى هذه الوحدة، حسب هذه الإستراتيجية، عبر ثلاثة مراحل ابتدائية⁽¹⁾:

أ. المرحلة الأولى: (1995-1995) إنشاء منطقة تبادل حر عبر الإعفاء من الحقوق الجمركية والإلغاء التدريجي للحواجز غير التعريفية.

ب. المرحلة الثانية: (1996-1999) إنشاء اتحاد جمركي، يتم من خلاله وضع تعريف خارجي مشتركة، تسمح بحماية الإنتاج المحلي بالنسبة للسوق الخارجية. وقد قامت اللجنة الاقتصادية المغاربية مشروع إطار يتضمن الإعفاء من حقوق الجمركية والرسوم المماثلة، الإلغاء التدريجي للحواجز غير التعريفية، وضع سياسة التجارة الخارجية، والاتفاق على مدونة تعريفية موحدة.

ج. المرحلة الثالثة: ابتداء من سنة 2000، تم تأسيس اتحاد اقتصادي في بلدان المغرب العربي الذي يعتبر المرحلة النهائية لنسق التكامل، والذي سيتجسد باتحاد وتنسيق السياسات الاقتصادية وبرامج التنمية في البلدان الأعضاء.

أ. إتحاد *UMA في أرقام⁽²⁾:

- تاريخ الإنشاء: 1989/02/19 في مراكش.

- الأعضاء: ليبيا، تونس، الجزائر، المغرب وموريتانيا.

- المساحة: 2.000.000.6 كم.

⁽¹⁾ جمال عبد الناصر مانع، المصدر سبق ذكره، صفحة 96.

² L'intégration financière au Maghreb et ses perspectives, (2010) : Réunion d'experts sur le financement du développement en Afrique du Nord, p.3-4.

*UMA : Union du Maghreb Arabe.

- عدد السكان: 90 مليون نسمة.

- الموارد الطبيعية: النفط والغاز والفوسفات والحديد واليورانيوم، وصيد الأسماك، الخ.

ب. أهداف اتحاد المغرب العربي

باعتباره منظمة إقليمية، يهدف اتحاد المغرب العربي إلى⁽¹⁾:

-تمتين روابط الأخوة التي تجمع الدول الأعضاء وشعوبها؛

-تحقيق التقدم والازدهار للمجتمعات المغاربية والدفاع عن حقوقها؛

-المساهمة في حفظ السلم القائم على العدالة والمساواة؛

-متابعة سياسة مشتركة في الميادين المختلفة؛

-العمل تدريجيا لتحقيق حرية التنقل للأشخاص، الخدمات، البضائع ورؤوس الأموال.

2.1.3. الخصائص المشتركة لدول المغرب العربي

على الرغم من الاختلاف في ملامح النمو لاقتصادات المغرب العربي، فإنها تظهر عادة نفس

الخصائص المحددة للبلدان النامية⁽²⁾:

-التكامل المحدود في الاقتصاد العالمي؛

-لا يزال يعتمد على الموارد الطبيعية (النفط والتعدين والمنتجات الزراعية،...)

-الوضع الاقتصادي الكلي المستقر نسبيا، ولكن هذا لا يسمح لنمو كاف ومستمر لاستيعاب مشاكل

الفقر والبطالة المقنعة؛

-الوضع الاقتصادي والمالي في هذه البلدان لا يزال مرتبط مع وضع النفط في حالة الجزائر والصادرات

الزراعية والمنسوجات، وكذلك الوضع السياحي بشأن المغرب وتونس.

⁽¹⁾ جمال عبد الناصر مانع، (2004): اتحاد المغرب العربي، دار العلوم للنشر والتوزيع: عناية، الجزائر، ص 96 .

⁽²⁾ Les enjeux de l'intégration maghrébine, (2003) : Ministère des finances et de la privatisation, document de travail n° 90, Maroc, p9.

3.1.3. النظام المالي المغاربي

على الرغم من تطور النظم المالية في منطقة المغرب العربي بشكل أساسي في العقد الماضي، لا تزال القطاعات المالية بها تحتاج للمزيد من التحديث والدمج الإقليمي والدولي. تتضمن الخصائص الرئيسية للنظم المالية في منطقة المغرب ما يلي⁽¹⁾:

- سيطرة البنوك والحضور الطاغي للقطاع العام في معظم البلدان؛
- الانفتاح المحدود للقطاع المالي في بعض البلدان؛
- سلامة البنوك التي تعرض مستويات كبيرة من التنوع عبر البلاد؛
- أعباء البنوك العامة المتمثلة في نسب العجز وارتفاع معدلات القروض غير العاملة في بعض البلدان؛
- الدخل الثابت وبورصات لا تزال في مراحل جنينية، باستثناء المغرب وتونس؛
- صناعة ناشئة للاستثمار في المؤسسات وقطاع التمويل الأصغر أقل تطوراً بشكل عام؛
- أوجه قصور في الأطر القانونية، والتنظيمية، والإشرافية على الرغم من التقدم الملموس؛
- نظم سداد تعتمد على النقد بدرجة كبيرة يتم تحديثها.

تعي بلدان المغرب العربي تماماً أهمية تحديث القطاعات المالية بها وقد عملت على تنفيذ بعض الإصلاحات لبعض الوقت، مع تحقيق نتائج مشجعة. وعلى الرغم من التقدم الذي تم إحرازه والإصلاحات التي تم تنفيذها - والتي كان يجب تنفيذ العديد منها في بلدان أخرى في المنطقة - لا تزال هناك بعض المشاكل قائمة وتحتاج إلى تناولها. كما أن بعض الإصلاحات الضرورية من شأنها تيسير التكامل المالي في المنطقة.

2.3. مقومات، دوافع ومعوقات التكامل المالي المغاربي

⁽¹⁾ Amor Tahari, Patricia Brenner, Erik De Vrijer, Marina Moretti, Abdelhak Senhadji, Gabriel Sensenbrenner, and Juan Solé, (2007) : Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries, IMF Working Paper, International Monetary Fund , p 4.

حذر سيمون غراي، مدير قسم المغرب العربي بالبنك الدولي، من أن " المغرب العربي الموحد لم يعد خيارا فحسب، وإنما يعتبر ضرورة إذا كانت المنطقة ترغب في اللحاق بقطار العولمة ⁽¹⁾. بالرغم من توافر المقومات لقيام هذا التكتل، فإن مجموعة من المعوقات تحول دون قيامه وتفعيله حتى يكون في مستوى آمال وتطلعات الشعوب المغربية، وفي مستوى الاستجابة للتحديات التي تواجهها المنطقة

1.2.3. مقومات التكامل المالي المغربي: تمتلك الدول المغربية من مقومات التكامل ما يجعلها قادرة على تحسين والرفع من اقتصادياتها، وبما يمكنها من الاستخدام الأمثل لمواردها وإمكانياتها.

- بالرغم من تعدد الروافد الثقافية في منطقة المغرب العربي إلا أن اللغة العربية تعد لغة مشتركة بين جميع أقطار المنطقة، كما أن الدين الإسلامي يظل المرجعية الأساسية داخل الثقافة السائدة لدى سكان المنطقة ⁽²⁾.

- بلدان اتحاد المغرب العربي مرتبطة مع بعضها البعض من خلال تراث مشترك، تاريخ طويل من عدة آلاف من السنين، مجتمع جيولوجي وجغرافي، وعلاوة على ذلك نفس الأصول العرقية، ونفس العادات ونفس التقاليد.

- النخبة السياسية والثقافية، مجتمع شاب، وعموما ذو مستوى تعليمي جيد.

- الموارد الطبيعية، إمكانات الطاقة الكبيرة والصناعية والزراعية. تتوفر منطقة المغرب العربي على عدد من الثروات الطبيعية التي - في حالة استغلالها - يمكن أن تلعب دورا أساسيا في عملية التنمية الاقتصادية، ولاسيما في مجال التكامل الأفقي في المنطقة.

- القرب من الأسواق الأوروبية والأفريقية ⁽³⁾.

⁽¹⁾ موقع جريدة الرأي المغربية: www.alrai.com نشر يوم 20 / 08 / 2014 تاريخ الإطلاع 2015/01/08.

⁽²⁾ عادل مساوي، عبد العلي حامي الدين، (2010): المغرب العربي - التفاعلات المحلية والإقليمية والإسلامية، مركز البيان للبحوث والدراسات، ص 379.

⁽³⁾ Christophe Boutin, op.cit, p2.

- إن المداخل النفطية الهائلة لدول المغرب العربي المنتجة للنفط لكل من الجزائر وليبيا، يجب أن يستفاد منها في تنمية المنطقة، بدلا من تكديسها في مصارف عالمية وتدويرها في أسواق أخرى⁽¹⁾.

رغم ذلك يوجد فشل في تحقيق التكامل المغاربي. نادرا ما نجد مناطق ومجموعة من البلدان في العالم التي لديها أصول الطبيعية المتاحة لشمال إفريقيا وخاصة منطقة المغرب العربي.

2.2.3. دوافع التكامل المالي المغاربي

إن استقرار الواقع السياسي والأمني والاقتصادي للمنطقة، والظروف الإقليمية والدولية التي تحيط بها، والتمتع في تطوير اقتصاديات المعرفة، وتطور التقنية الحديثة وتأثيرات العولمة، ومبادرات الشراكة الإقليمية والدولية وشروط التبادل الدولي، والمنافسة غير العادلة تبين بوضوح أن ملف التكامل أصبح ضرورة ملحة يتطلب اعتبار أولوية على أجندة القادة المغاربة⁽²⁾:

- غياب الاندماج المغاربي حسب ما تشير بعض الدراسات يكلف كل دولة مغربية خسارة على مستوى نسبة نموها تقدر بـ 2%، بالنسبة لنتاجها الداخلي المحلي، وكذلك عجز في مواطن الشغل يقدر بـ 20.000 ألف فرصة عمل سنويا.

- إن اقتصاديات دول المغرب العربي، هي اقتصاديات مبادلة مع الدول الصناعية، ومع التغيرات الكبيرة التي تتعرض لها شروط التبادل العالمي ستزداد هذه الاقتصاديات للصدمات الخارجية، وصعوبة مقومتها على المستوى القطري.

- إن مؤشرات النشاط الاقتصادي كلها تشير بوضوح إلى تجدر التبعية لاقتصاديات الدول المتقدمة، وبالتالي فإن الفكاك من هذه التبعية لا يمكن أن يكون إلا بترتيبات إقليمية.

(1) محمد الشكري، (2007): تجربة التكامل الاقتصادي لدول اتحاد المغرب العربي، المؤتمر المصرفي العربي السنوي: الدوحة، قطر، ص 11.

(2) محمد الشكري، المصدر نفسه، ص 6.

-حسب الأمانة العامة لاتحاد المغرب العربي، فإن تعطل مسلسل الاندماج المغربي كلف كل بلد من بلدان الاتحاد 2 في المائة من معدل نموها السنوي. من جهتها، تعتبر اللجنة الاقتصادية لإفريقيا أن وجود اتحاد مغربي سيمكن دول الاتحاد من ربح ما يعادل 5 في المائة من ناتجها الداخلي الخام. وبدوره، يرى البنك الدولي أن وجود اندماج مغربي موسع أكثر (يأخذ بعين الاعتبار تحرير الخدمات وإصلاح مناخ الاستثمار) سيرفع الناتج الداخلي الخام الحقيقي لكل مواطن على مدى عشر سنوات بحوالي 24 في المائة إلى 34 في المائة. وحسب البنك الدولي، فإن بإمكان اتحاد المغرب العربي على الأقل مضاعفة معدله الحالي. فوفقا لدراسة أنجزتها مؤخرا هذه المؤسسة المالية الدولية، فإن عدم الاندماج الاقتصادي يكلف ما بين 3 و 9 مليار دولار سنويا. وفي المجمل، يكلف عدم الاندماج اقتصاديات الدول المغربية ما بين نقطتين و 3 نقاط من الناتج الداخلي الخام كل سنة⁽¹⁾.

3.2.3. معوقات التكامل المالي المغربي

-يعد العامل السياسي أهم ما أخر الاندماج المغربي، وعلى وجه الخصوص وجود العديد من الصراعات الحقيقية التي شكلت عوائق مهمة أمام أي تقارب سياسي وأي تعاون اقتصادي ذو طابع جدي، إذ تجدر الإشارة إلى المشاكل الحدودية بين الدول الأعضاء والموروثة منذ عهد الاحتلال وهو ما دفع بهذه الدول إلى الدخول في صراعات إقليمية وقد ساهمت قضية لوكربي* في عرقلة مسيرة اتحاد المغرب العربي والمسار التكاملي وقضت على انتعاش التعاون بين هذه الدول⁽²⁾.

⁽¹⁾ موقع جريدة الرأي المغربية: www.alrai.com نشر يوم 20 / 08 / 2014 تاريخ الإطلاع 2015/01/08.

⁽²⁾ العاقر جمال الدين، (2008-2009): التجانس الضريبي كآلية لتفعيل التكامل الاقتصادي، مذكرة ماجيستر، جامعة منتوري قسنطينة: قسنطينة، الجزائر، ص 131.

*فرض الحظر الجوي على ليبيا لاتهامها بتفجير الطائرة الأمريكية فوق بلدة لوكربي باسكتلندا عام 1988، حيث طالبت ليبيا من الدول المغربية الوقوف إلى جانبها مستندة إلى المادة 14 من معاهدة اتحاد المغرب العربي التي تنص على أن " كل اعتداء يتعرض له دولة من الدول الأعضاء يعتبر اعتداء على الدول الأخرى". إلا أن الدول المغربية طبقت الحظر الجوي على ليبيا، وأمام هذه الوضعية تعاملت ليبيا مع الدول المغربية الأخرى بتحفظ.

- أخذت الدول المغاربية في تجربتها التكاملية بقاعدة الإجماع، ولكن هذا الأمر ترتب عنه آثار سلبية على العمل المغاربي المشترك، نتيجة عدم اتخاذ القرارات لاشتراطها موافقة كل الدول الأعضاء، الأمر الذي لا يتحقق، مما يعرقل المشاريع ويعطل الإنجازات، وهذه القاعدة كانت وراء فشل الكثير من المشاريع وإفساد المبادرات⁽¹⁾.
- عدم وجود تعريف جمركية موحدة ولا قانون اقتصادي يمنح امتيازات وتشجيعات لتنشيط حركة التجارة بين البلدان المغاربية على غرار ما هو معروف عند المجموعات والتكتلات الاقتصادية الأخرى، ليعتبر عائقا أمام تحقيق نسب عالمية من تجارة مغاربية بينية متطورة⁽²⁾.
- ضعف هيكل المبادلات التجارية، بحيث في العادة تمر المبادلات التجارية عبر شريك ثالث، غالبا ما يكون الاتحاد الأوروبي، فعلى سبيل المثال، يستورد المغرب من الجزائر 5% من وارداتها من المشتقات النفطية، في حين يستورد ما تزيد قيمته عن 2.5 مليون درهم من نفس السلعة من الخارج، وتستورد الجزائر أقل من 2% من الحوامض من المغرب، في حين تستورد ما قيمته 5 ملايين دولار من السلع الغذائية من الاتحاد الأوروبي⁽³⁾.
- ضعف العلاقات الاقتصادية بين هذه البلدان الفادح يجعلنا أمام رقم مخيف، حيث لا تمثل المبادلات التجارية بينها إلا 2 %، وهو الرقم الأضعف في العالم إذا نظرنا إلى حجم المبادلات التجارية بين بلدان المنطقة الواحدة كبلدان الاتحاد الأوروبي أو جنوب شرق آسيا أو أمريكا اللاتينية⁽⁴⁾.
- كل دولة مغاربية لها عملة نقدية خاصة بها، مع التعامل والاحتفاظ بالعملات الصعبة بما فيها الأورو والدولار دون الاعتماد على العملات المغاربية⁽⁵⁾.

(1) جمال عبد الناصر مانع، المصدر سبق ذكره، ص 265.

(2) لعجال أعجال محمد لمين، (2010): معوقات التكامل في إطار الاتحاد المغاربي وسبل تجاوزه، مجلة المفكر، العدد 05، ص 32.

(3) عادل مساوي، عبد العلي حامي الدين، المصدر سبق ذكره، ص 382.

(4) كاميل ساري، (2015): بلدان المغرب العربي الأضعف في العالم ب 2% من المبادلات التجارية، مركز الدراسات الاستراتيجية والدبلوماسية، ص 1.

(5) Estelle BRACK, (2008) : Le projet d'union monétaire maghrébine, Banque Stratégie n° 262, Paris, France, p12.

3.3. مظاهر التكامل المالي في منطقة المغرب العربي

في إطار مواجهة العولمة، وبما لا يقبل الجدل إن المغرب العربي منطقة اقتصادية قوية محتملة. تأمل كل الشعوب المغاربية حلم التكامل والحداثة والتنمية مع مراعاة أصالتهم. هذا التكامل، حيث التحدي الرئيسي هو التمكن من الزمن، أي الأمة التي لا تتقدم تتراجع حتما، ولا يمكن أن يتحقق هذا الحلم إلا إذا وعندما تنتظر البلدان المغاربية رؤية مشتركة لمستقبلهم⁽¹⁾.

على الرغم من بدء عملية الدمج مع الأسواق المالية العالمية بالفعل، فإنها لا تزال محدودة في منطقة المغرب العربي. فقد سمح لبعض البنوك الأجنبية خاصة من أوروبا ومنطقة الخليج (الدخول تدريجيا للأسواق المحلية ولكنها غالبا ما تخضع لعدد من القيود ولا تزال هناك قيود شديدة مفروضة على تدفق رأس المال. وفي حين أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ارتفعت إلى حد ما خلال السنوات القليلة الماضية، فقد قادتها إلى حد بعيد نشاطات الخصخصة. ومن المرجح أن الدمج سيستغرق وقت في ظل النظم المالية الداخلية التي لا تزال هشّة نسبيا⁽²⁾.

الهدف من عملية التكامل هو إقامة اتحاد مالي التي من خلال توحيد وتنسيق السياسات وخطط عمل على أسس مشتركة وأهداف المشتركة، نظرا للحاجة إلى تقوية الفجوات التنموية داخل دول اتحاد المغرب العربي فيما بينهم⁽³⁾. ومن بين الاهتمامات التي تسعى دول المغرب العربي إلى تحقيقها هي تحويل نظمها المالية من نظام مغلق إلى نظام مفتوح، لتحويل اقتصاديتهم من اقتصاديات الديون إلى اقتصاديات التمويل. عملية التكامل المالي في منطقة المغرب العربي تهدف إلى⁽⁴⁾:

— حرية رؤوس الأموال، الخدمات، السلع والأشخاص بين الدول الأعضاء.

⁽¹⁾ Abderrahmane MEBTOUL, (2012) : Face à la mondialisation, le renforcement de la coopération algéro marocaine passe par l'intégration maghrébine : Rabat, Maroc, p1.

⁽²⁾ Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries, op.cit, p 10.

⁽³⁾ Habib BEN YAHIA, L'Entreprise Maghrébine : Concurrence et Complémentarité, 211^{ème} session, Tunisie, 2006, p4.

⁽⁴⁾ ZENASNI Soumia, (2013-2014) : les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et de crises, thèse de doctorat en sciences économiques, université de Tlemcen : Tlemcen, Algérie, p p 162-163.

-اعتماد سياسة مشتركة بشأن القضايا الاقتصادية والصناعية والمالية والزراعية والتجارية.

-إنشاء منطقة تجارة حرة مع تفكيك كل الحواجز الجمركية وغير الجمركية على التجارة بين الدول الأعضاء.

-خلق فضاء جمركي موحد مع اعتماد تعريفية خارجية مشتركة إزاء بقية العالم.

-تعزيز الشراكة الاقتصادية بين البلدان المغربية.

تعد الأسواق المالية المغربية ناشئة أو سطحية، وتعد المؤسسات المالية البنكية أكثر تطورا بوجه عام. وتتطلب عملية التكامل المالي المغربي تحقيق تكامل الهياكل البنكية وكذا تكامل بورصات الأوراق المالية. ويعد القطاع المصرفي وبورصات الأوراق المالية في دول المغرب العربي أحد المقومات الرئيسية التي يمكن من خلالها تحقيق التكامل المالي والاقتصادي بينها.

1.3.3. في مجال القطاع البنكي

تسيطر البنوك على النظم المالية في دول المغرب، وتمثل الجزء الأكبر من القطاع المالي . في إطار التعاون المغربي البنكي، نجد⁽¹⁾:

أ. فروع لبنوك مغربية في تونس

أولاً- بنك التجاري وفا: مجموعة التجاري وفا بنك، أول مجموعة بنكية ومالية في المغرب العربي، مع 6.8 مليون عميل و 16081 موظف، تأسس البنك التجاري وفا في المغرب ويعمل في 23 بلدا إفريقيا (تونس، السنغال، بوركينا فاسو، غينيا، بيساو، مالي، موريتانيا، ساحل العاج، الكونغو، الغابون، الكاميرون، النيجر وطوغو) وفي أوروبا (بلجيكا، فرنسا، ألمانيا، هولندا، إيطاليا وإسبانيا).

⁽¹⁾ Estelle BRACK, op.cit, P 14.

ثانيا- بنك Axis capital : تأسس من شراكة بين البنك المغربي للتجارة الخارجية (BMCE Bank)، أحد البنوك

الرائدة في المغرب وشركة Axis، الشركة التونسية الناشطة منذ عام 2001 في مجال استشارات الأعمال

المالية، وإدارة تداول الأصول والوساطة في البورصة.

ب. فروع لبنوك ومؤسسات مالية تونسية في الجزائر

أولاً- بنك الآمان: قدم بنك الآمان ملف للبنك المركزي التونسي، لطلب إجازة لتقدم طلبا إلى السلطات الجزائرية لفتح بنك تجاري في الجزائر.

ثانيا- (MLA) Maghreb Leasing Algérie: وضعت المجموعة فروعها في الجزائر منذ عام 2006 من خلال شركة تابعة في الجزائر (MLA).

ج. طلب للحصول على موافقة من البنك المغربي في الجزائر

بنك التجاري وفا: البنك المغربي التجاري وفا بنك لا زال ينتظر موافقة لفتح فرع له في الجزائر.

2.3.3. في مجال البورصات

تم إحراز تقدم في منطقة المغرب العربي، من أجل تحقيق التكامل المالي، لكن هذا يقتصر على النظام

المصرفي على الرغم من النمو السريع لبورصة الدار البيضاء وبورصة تونس الذي يرسل إشارة قوية على

تطور في البورصات المنطقة. في مجال التعاون بين البورصات المغاربية نجد:

أ. اتفاقية شراكة بين بورصة تونس وبورصة الدار البيضاء: على إثر الزيارة التي أداها جلالة الملك محمد

السادس ملك المغرب إلى تونس، وقعت بورصة تونس يوم الجمعة 30 ماي 2014 اتفاقية شراكة مع بورصة

الدار البيضاء تهدف إلى تعزيز علاقات التعاون بين الساحتين الماليتين تتعلق بالمحاور الأساسية التالية⁽¹⁾:

-تبادل المعلومات والخبرات.

⁽¹⁾ موقع اتحاد البورصات العرب: www.arab-exchanges.org تاريخ الإطلاع 2014/05/13.

-التكوين والتدريب التقني.

-تطوير الثقافة المالية.

-تطوير الإدراج المشترك.

ب. بروتوكول اتفاق بين بورصة تونس والجزائر: أعلنت بورصتا الجزائر وتونس في بيان مشترك، عن التوقيع على بروتوكول اتفاق يوم 22 ماي 2014، يهدف إلى تفعيل التعاون بين البورصتين. ويتعلق الاتفاق الذي وقع بتونس على هامش الطبعة الثانية لصالون البورصة والخدمات المالية "انفيسيتيا INVESTIA" بتبادل المعلومات والتجارب بين بورصتي الجزائر وتونس. ويتضمن كذلك تعزيز علاقات التعاون في مجالات التكوين والمساعدة التقنية وترقية ثقافة البورصة وتطوير التسعيرات المزدوجة⁽¹⁾.

ج. توقيع اتفاقية شراكة بين بورصتي تونس والجزائر: في إطار تجسيم اتفاقية الشراكة المبرمة بين بورصتي تونس والجزائر على هامش صالون البورصة والخدمات المالية "أنفستيا" الذي انتظم في شهر ماي 2014، شارك وفد يمثل مختلف المتدخلين في السوق المالية التونسية (وزارة المالية، بورصة تونس، هيئة السوق المالية، التونسية للمقاصة، وسطاء بالبورصة وشركة تصرف) يوم 11 جوان 2015 بالجزائر في يوم إعلامي وتبادل التجارب. وتهدف هذه التظاهرة إلى التعرف وكسب التجربة من قبل مختلف المتدخلين في السوق المالية الجزائرية ومسيري الشركات العامة والخاصة ورؤساء الغرف التجارية، على إثر عرض تجربة بورصة تونس على مستوى إدراج الشركات وآليات ضمان العمليات بالسوق ونشر الثقافة المالية. وعلى هامش هذه التظاهرة، وقعت بورصتي تونس والجزائر مذكرة تفاهم تهدف إلى إحداث لجنة لمتابعة وتنفيذ مختلف بنود الاتفاقية⁽²⁾.

3.3.3. نحو بورصة مغاربية موحدة

(1) موقع وكالة الأنباء الجزائرية: www.aps.dz تاريخ الإطلاع 2014/05/15.

(2) موقع اتحاد البورصات العرب: www.arab-exchanges.org
* حسب إحصائيات سنة 2014 للبورصات المغاربية (الدار البيضاء - تونس - الجزائر).

من خلال ما سبق لاحظنا عدم وجود تكامل بين البورصات المغاربية والتي تقتصر فقط على عقد اتفاقيات تعاون وإبرام المؤتمرات والندوات مقارنة مع ما تم إحرازه من تكامل على مستوى البنوك، ولتعزيز كفاءة البورصات، التي لها دور في تعزيز اقتصاديات بلدان المغرب العربي، نقترح إنشاء بورصة موحدة، في ظل،

وجود سوق مغاربي يتكون من *:

- 158 شركة مدرجة؛
- 8 مليون دولار قيمة سوقية؛
- 146.85 مليون سهم؛
- 1,301.88 مليون دولار (حجم تداول).

الفضاء المغاربي قادر على إقامة بورصة مغاربية موحدة

تتميز بـ:

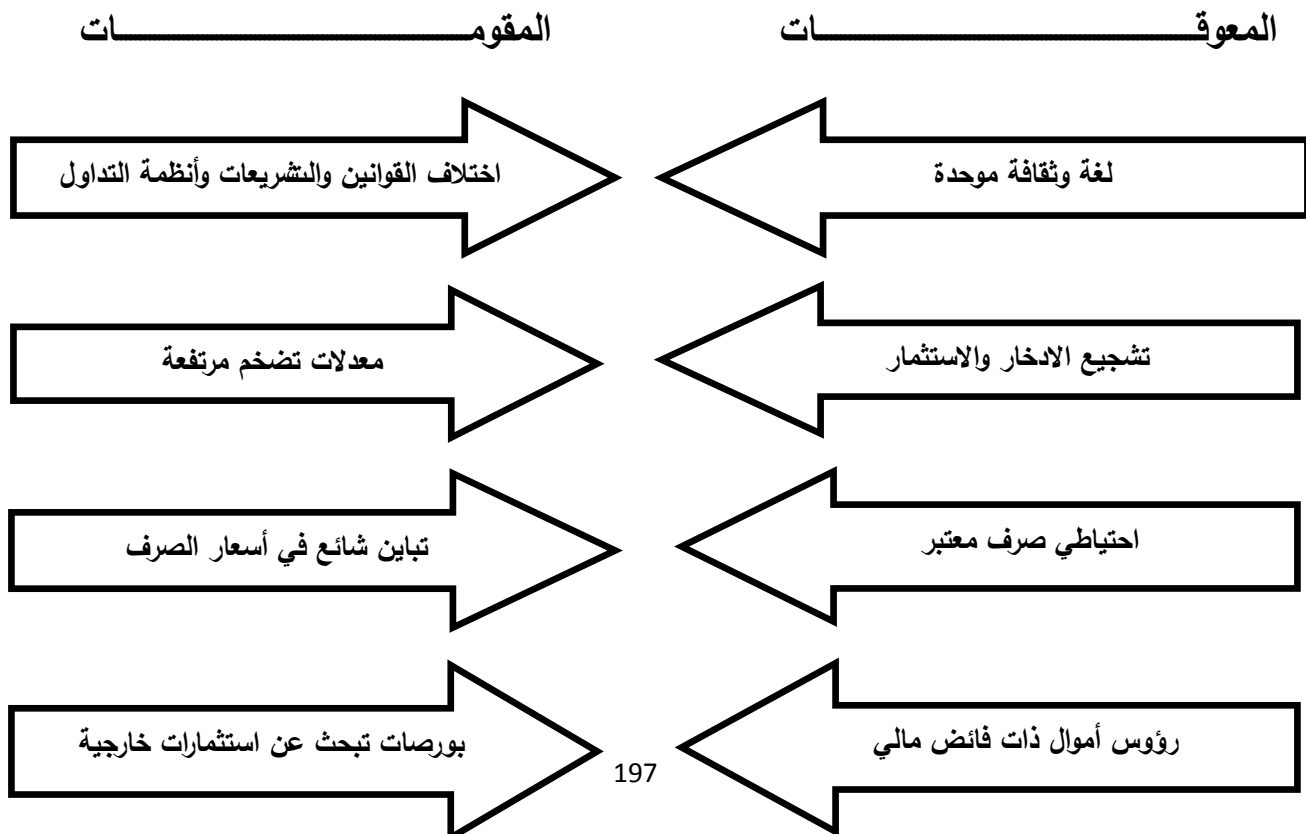
- بيئة اقتصادية مناسبة لعمل البورصة.
- بورصة لها مقر رئيسي ولها فروعها في الدول الأعضاء.
- تشريعات وقوانين تنظم عمليات التداول وفق آلية موحدة.
- تقنيات موحدة لإجراءات الطرح والتداول والإدراج.
- شبكة الأقمار الصناعية التي تسمح السماسرة لعرض وإدارة معاملاتهم من أي بلد عضو في الموقع المركزي.
- بنية تحتية قوية يتخللها نظم الاتصالات والتكنولوجيا للبورصات ونظم الحفظ المركزي.
- عدد من الوسطاء الماليين والمراقبين من ذوي الخبرة.

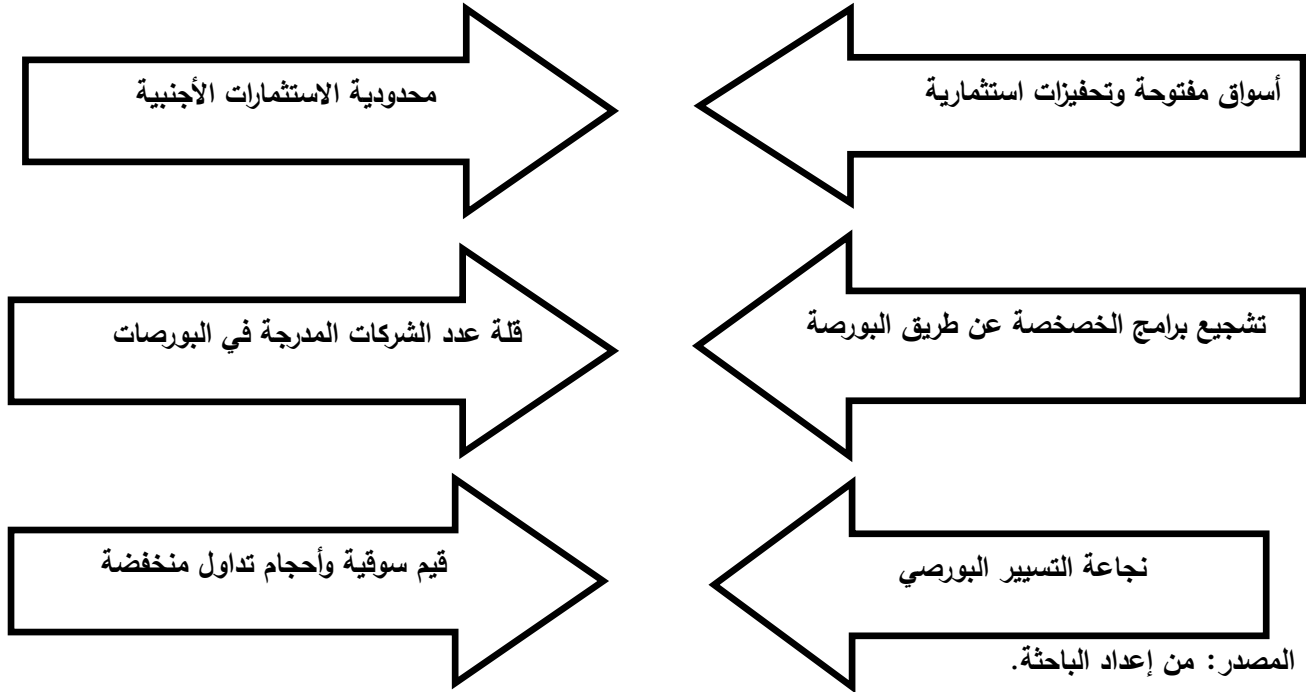
قادرة على:

- توفير السيولة اللازمة وزيادة كفاءة البورصات.
- رفع مستويات الشفافية والإفصاح في البورصات المغربية.
- تسهيل تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات المحلية والأجنبية.
- تحديث وتعزيز النظم المالية للتنافس مع الأسواق العالمية.
- تحسين نوعية بيئة الأعمال وجذب المستثمرين الأجانب وتعزيز التبادلات بين دول المغرب العربي.
- تدعيم البورصات المغربية والقضاء على أية مخاوف من الركود أو الكساد الذي يلحق الضرر
- بإقتصاد أي دولة حيث يمكن تعويضه في أسواق مغربية أخرى، وبالتالي تقليل المخاطر لأدنى حد.

بورصة أكثر ثراء، تحتوي على المزيد من السيولة. وهكذا استقرار أوسع وأكثر

الشكل رقم (1.3): معوقات ومقومات تكامل البورصات المغربية.





خلاصة الفصل الثالث

يعتبر اتحاد المغرب العربي مجرد حلم، يحتاج إلى توفر شروط نجاح مازالت منقوصة. رغم أن الأسس التنظيمية والقانونية اللازمة لتكثيف هذا التكامل نظريا من خلال الندوات، المؤتمرات والاتفاقيات، فإن عوائق كثيرة حالت دون الوصول به إلى المستوى المقبول.

في إطار إرادة تشجيع استحداث فضاء مالي مغربي منسجم كفيل بمضاعفة فرص الاستثمارات للمتعاملين المحليين والمستثمرين الأجانب. والعمل على مضاعفة جهودنا لتوفير شروط اندماج أحسن لأسواقنا المالية. أصبح من الضروري التفكير وبشكل جدي في إنشاء بورصة مغربية موحدة. تتركز الفكرة على تكوين اتحاد إقليمي مغربي يعمل على ربط وتكامل البورصات المغربية الثلاث في بورصة واحدة تكون قادرة على مواكبة التطورات العالمية ومواجهة أي أزمة. وهذا لا يعني محو البورصات المحلية بل بالعكس سيعزز من

مكانتها ويقوي دورها من خلال انتقاء الخيار الأكثر كفاءة وأيضا من خلال إيجاد حل تدريجي يضع بعين الاعتبار تنوع الاقتصاديات المغربية. إن ميلاد هذه البورصة سيساهم في توفير رؤوس الأموال سواء المغربية أو العالمية للمشاريع العملاقة التي يتوقع أن تنشأ. كما سيساهم في استقرار أسواق المنطقة، ونشوء المشاريع الكبيرة التي تستطيع المنافسة عالميا في عصر العولمة. وستعمل هذه البورصة على خدمة الاستثمار المغربي والشركات التي ستدرج فيها ويعزز نشاطها.

الفصل الرابع

بورصة مغاربية موحدة

تمهيد

بعد استعراض أهم المفاهيم النظرية لعملية التكامل بين بورصات الأوراق المالية، سنحاول إسقاط ما جاء في الجانب النظري، على البورصات المغربية باقتراح نموذج يجمع البورصات الثلاث (بورصة الدار البيضاء - بورصة تونس - بورصة الجزائر) في بورصة مغربية موحدة، وذلك بالاستفادة من تجارب وأساليب وأنظمة البورصات الرائدة عالمية كانت أم عربية راغبين في تطبيق أحدث وأحسن الطرق التنظيمية والتقنية.

وحتى لا يتحول هذا النموذج إلى مجرد اقتراح يهدف إلى تحقيق تكامل مغربي دون تحقيق تقدم في هذا المجال لا ينبغي عليها عمل ملموس. قمنا بتدعيم النموذج المقترح بدراسة ميدانية، تتمثل في استمارة استبيان موجهة لذوي الاختصاص والمؤهلين في هذا المجال، والذي سيتم على أساس إجاباتهم تحليل نتائج الدراسة، إضافة إلى اختبار مدى ملائمة نتائج الدراسة الإحصائية للتأصيل النظري. وسنتطرق من خلال هذا الفصل إلى المحاور التالية:

1. النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة.
2. الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية.
3. التحليل الإحصائي للبيانات واختبار الفرضيات.

1. النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة

تم اقتراح نموذج لتأسيس بورصة مغربية موحدة، عبر ربط البورصات المغربية فنيا وتقنيا على شكل شركات مساهمة وربطها ببورصة مغربية موحدة، بمنظومة تنظم إجراءات التداول والمقاصة والتسويات وشركات الوساطة حسب المواصفات الدولية .

1.1. الإطار التنظيمي لبورصة مغربية موحدة

1.1.1. نبذة تعريفية لبورصة مغربية موحدة

بورصة مغربية موحدة تتخذ من العاصمة المغربية مقرا لها، لتوفر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب البورصة، يقترح أن يتولى رئاستها رئيس وأعضاء مجلس الإدارة ممثلين من البلدان المغربية . يتم المصادقة على ميثاقها وانتخاب هيكلها ومؤسساتها. وتكون الرئاسة فيها بالتناوب وفقا للترتيب الأبجدي للدول الأعضاء ، تخضع لأحكام وتشريعات وتنظيم قانوني مناسب، وتديرها لجنة مدة ولايتها أربع سنوات. سيكون للبورصة حضور إقليمي ودولي من خلال عضويتها في العديد من الاتحادات المتخصصة بالأسواق المالية، فهي ستكون عضو في:

- اتحاد البورصات العربية

- اتحاد البورصات العالمية WFE.

- ملتقى بورصات الدول الإسلامية.

- مؤسسة الإيداع لدول أفريقيا والشرق الأوسط AMEDA.

مميزات بورصة مغربية موحدة

-افتتاح قاعات تداول متشابهة من ناحية المبنى والهوية والشعار والاسم.

-العربية هي اللغة الرسمية للسوق وتتم بها كافة التعاقدات والمراسلات.

-الأورو هو عملة التعامل.

–سوق تتبع معايير عالمية مجهزة بأحدث التجهيزات والوسائل التكنولوجية.

–بورصة عصرية ، خدمات ذات جودة عالية ، اعتماد أفضل الممارسات الدولية على مستوى التنظيم والسوق والرقابة.

طموحات بورصة مغربية موحدة

توضع البورصة رؤية واضحة وطموحة لأهدافها المتمثلة في:

- تحسين صورة المنطقة استثماريا، ما يغري الأجانب بضخ المزيد من استثماراتهم.
- اكتساب مكانة أساسية في القطاع المالي المغربي.
- رقم قياسي في إدراج الشركات، تحقيق أعلى حجم تداول، زيادة عمق وسيولة السوق وتوسيع قاعدتها الاستثمارية.
- تعزيز حوكمة السوق (تشريعات، ولوائح، وأنظمة، وإجراءات تنفيذية، وأمن معلومات، وإدارة) وتطوير مفاهيم وآليات العمل والانتقال بها نحو آفاق جديدة.
- استقطاب مستثمرين محليين وإقليميين (أفراد وصناديق استثمارية) للاستثمار في أسهم الشركات المدرجة.
- تعزيز علاقات السوق المحلية والإقليمية والدولية والحصول على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي.

خطوات بورصة مغربية موحدة

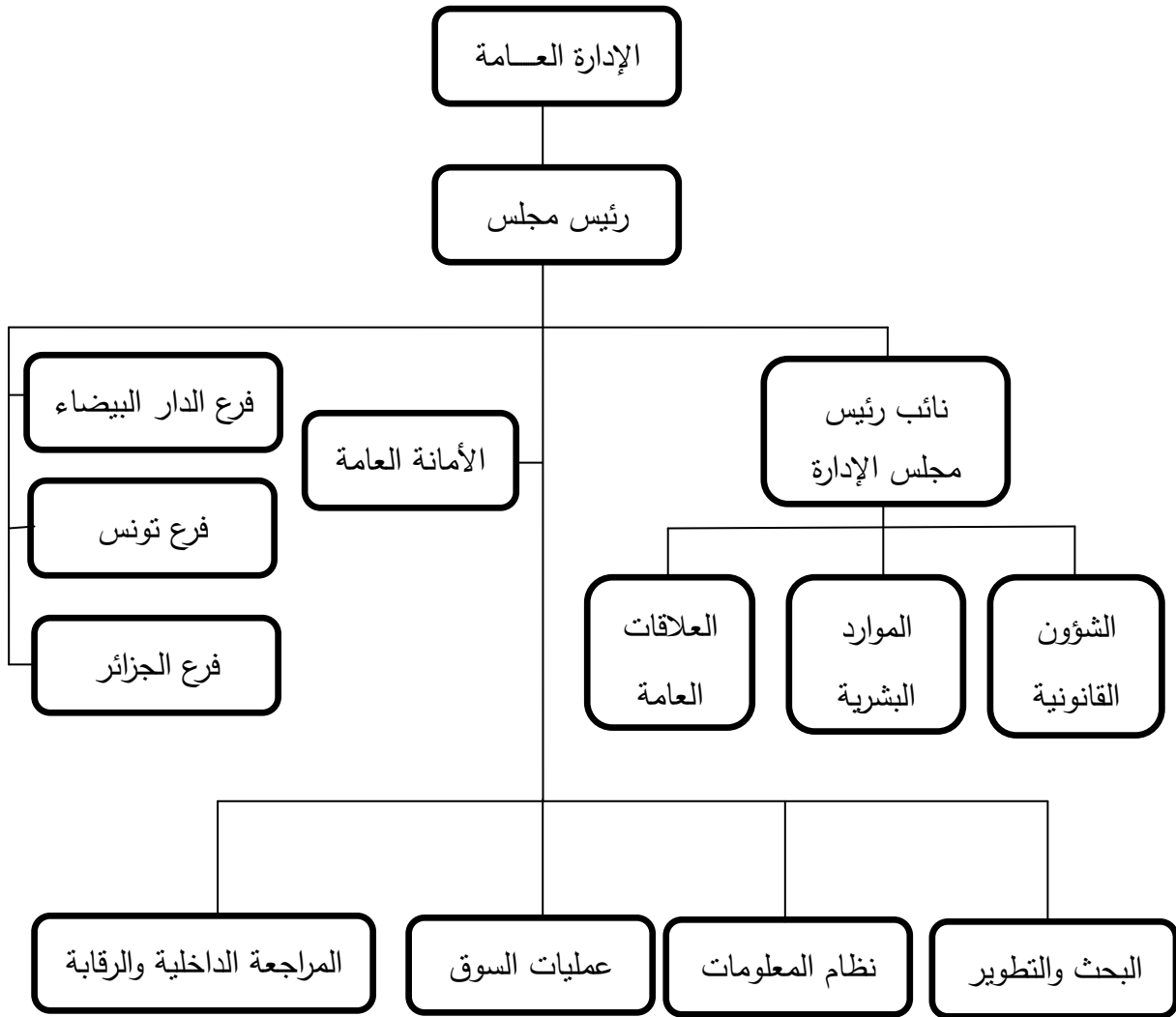
فيما يلي البنود الرئيسية لإستراتيجية العمل المحددة في:

- تشكيل فريق عمل لوضع التصورات وخطط العمل الخاصة ببورصة مغربية موحدة بالتعاون مع مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة وهيئة السوق المالية التونسية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- استكمال الأطر القانونية لبورصات الأوراق المالية المغربية من خلال:
- توفير الحماية للمتعاملين بالأوراق المالية.

- تفعيل فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي .
- التركيز على موضوع الشفافية والإفصاح بالنسبة للأوراق المالية المدرجة والمتداولة في البورصة.
- تشجيع عمليات الإدراج المشترك للأسهم في البورصات المغربية وإتاحة فرص اختيار حر أمام المستثمر ستمهد الأرضية اللازمة لإطلاق البورصة الموحدة .
- اعتماد القواعد النهائية لقيد الشركات بالسوق الموحدة وقواعد العضوية لشركات الوساطة وقواعد التداول وآلية التقاص والتسوية.
- تأسيس قاعدة بيانات شاملة للبورصات الثلاث وتوفر خدمة تبادل الأوامر بين الوسطاء لتفعيل تبادل الاستثمار وتوسيع قاعدة التداول من خلال منصة تداول مشتركة .
- توفير أنظمة التسوية والتقاص وربطها مع أنظمة التداول بهدف تقليل المخاطر وإيجاد جهة موحدة للتسوية والمقاصة تطبيق توصيات مجموعة الثلاثين في مجال التسوية والتقاص وخاصة ما يعرف بمبدأ التسليم مقابل الدفع DVP.
- إنشاء موقع إلكتروني جديد خاص بالمنظمة لكي يشمل كافة المعلومات والبيانات المتعلقة بالبورصات الأفريقية وتحديثها بشكل فعال .
- إنشاء مؤشر عام للبورصة Maghreb لقياس أداء البورصة.

2.1.1. الهيكل التنظيمي لبورصة مغربية موحدة

الشكل رقم 4-1: الهيكل التنظيمي المقترح لبورصة مغربية موحدة.



المصدر: من إعداد الباحثة.

3.1.1. الهيئات المنظمة لبورصة مغربية موحدة

يقترح إنشاء هيئات تقوم بالإشراف والرقابة على بورصة مغربية موحدة، مثل:

أ. اتحاد البورصات المغربية

الاتحاد مؤسسة مغربية تنفيذية، يعمل على إدارة النشاط اليومي للسوق ومتابعته، واتخاذ كافة الإجراءات

على المستوى التنفيذي لضمان عدم انحراف الممارسات العملية عن القواعد المنظمة لها. يتولى الاتحاد الإشراف

على العمليات اليومية وخدمة المتعاملين من خلال رصد ونشر الأسعار الجارية للأوراق المالية المتداولة، واتخاذ الإجراءات الكفيلة بتنظيم السوق. والهدف منه هو جعل البورصات تعمل من خلال مبادرات محددة لكي تكون معروفة للمستثمرين في العالم، كما يهدف أيضا إلى تطوير آليات السوق وجذب المستثمرين إلى تلك الأسواق، ومن مهامه:

- إدارة وتطوير الأسواق المالية؛

- تعديل النصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بشكل مباشر أو غير مباشر بالبورصة أو اقتراح أية نصوص تشريعية أو تنظيمية جديدة؛

- إصدار ونشر المعلومات عن الأوراق المالية والشركات المصدرة لها؛

- إتاحة المعلومات الدقيقة عن الأسعار الجارية للأوراق المالية؛

- وضع الإجراءات التنظيمية اللازمة لمنع التعامل بالأساليب غير الأخلاقية.

ب. هيئة لبورصة مغربية موحدة.

هيئة لبورصة مغربية موحدة، هيئة عليا يعهد إليها الإشراف على بورصة مغربية موحدة. تقوم بإصدار مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات لتطبيق أحكام نظام السوق. تهدف للرقابة على التداول لضمان نزاهة وشفافية التعامل بالأوراق المالية من خلال تنظيم ومراقبة نشاط التداول للأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة والتأكد من توافقها مع الأنظمة والقوانين والتعليمات المعمول بها. ومن أهم مهامها:

- إصدار اللوائح والقواعد الهادفة لحماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق؛

- إلزام الشركات المصدرة بتطبيق التشريعات الحاكمة لسوق المال؛

- اعتماد نشرات الاكتتاب للإصدارات الجديدة من الأوراق المالية؛

- منح التراخيص لشركات الوساطة في الأوراق المالية؛

- حماية حقوق الأقلية من المساهمين؛

- تطبيق متطلبات الإفصاح طبقا لمعايير المحاسبة الدولية؛
- الرقابة على الأسواق لتحقيق نزاهة وشفافية التداول في الأوراق المالية وكشف الغش والتحايل.

ج. شركة مغربية للمقاصة

شركة مغربية للمقاصة والتسوية تقوم بدور مؤسسة المقاصة لهورصة مغربية موحدة، تسعى دائما لتأدية مهامها على أفضل وجه تستمر في الابتكار لتقديم خدمات ذات قيمة مضافة وللمساهمة في تطوير السوق المالي. ويمثل نجاح هذه المؤسسة في أداء مهامها نقلة نوعية على صعيد العمل المغربي المشترك في مجال الربط بين البورصات المغربية، حيث سترتفع من حجم التداولات في الأوراق المالية عبر البورصات وتشجع انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية، كما تضمن تسوية حقوق المستثمرين بكفاءة وسرعة عالية، ومن أهم أهدافها:

- تأمين سلامة الأرصدة المحفوظة بمنظومة الايداع المركزي؛
- ضمان تسوية المعاملات حسب مبدأ التسليم مقابل الدفع؛
- الحد من المخاطر المرتبطة بعمليات التسليم والدفع بين مختلف الأطراف المتدخلة؛
- تطبيق أفضل المعايير والتوصيات الدولية في مجال الأوراق المالية؛
- القيام بأعمال التسوية والمقاصة للتعاملات في مختلف البورصات المغربية؛
- تسيير العمليات المتعلقة بالإدراج المشترك وتداول الأوراق المالية للشركات المغربية.

2.1. تصنيفات وتقسيمات بورصة مغربية موحدة

1.2.1. أسواق بورصة مغربية موحدة

سنتضمن البورصة الأسواق التالية:

جدول رقم (1.4): أسواق بورصة مغربية موحدة

السوق الموازية	السوق الرسمية
للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها أن تلبي شروط السوق الأول، وأهم ما تتطلبه هذه السوق أن يبلغ رأسمالها ما يعادل 500 ألف أورو على الأقل.	مفتوح للمؤسسات ذات الصحة المالية الممتازة ، التي لابد أن يكون رأسمالها ما يعادل مليون أورو أو أكثر؛

المصدر: من إعداد الباحثة.

2.2.1. شروط الإدراج في بورصة مغربية موحدة

يتطلب الإدراج بأحد أسواق بورصة مغربية موحدة أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:

- أن تكون الشركة قد أصدرت ميزانيتها المدققة لآخر سنتين ماليتين، وذلك وفقا للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية؛

- أن تكون قد حققت ربحا خلال السنوات الثلاثة الأخيرة؛

- أن لا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع للشركة؛

- أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 30 مساهما؛

- أن يكون قد مر على تأسيسها ثلاث سنوات على الأقل؛

- تقديم الشركة الراغبة في إدراج أسهمها في البورصة ملف متكون من:

- نبذة مختصرة عن الشركة وبيان فروعها إن وجدت؛

- أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين؛

- قائمة الأشخاص الذين يملكون الشركة؛

- بيان الأحداث التي مرت بها الشركة من تاريخ تأسيسها؛
- البيانات المالية للشركة، وتشمل تقارير مالية سنوية ونصف سنوية مراجعة من مدقق حسابات الشركة الخارجي.

3.2.1. الأوراق المالية المتداولة في بورصة مغربية موحدة

لوضع بنية تحتية مكيفة مع تطور البورصة وتوسعها وتحقيق أكبر وعاء تداول في المنطقة المغربية،

ستمكن البورصة من تداول الأدوات المالية التالية:

- أ. الأسهم: وهي حقوق ملكية في الشركات المساهمة العامة تعطي لحاملها عدة حقوق.
- ب. السندات: وتعتبر أدوات دين يقوم المستثمر بإقراض المال لشركة أو جهة حكومية بحيث تتعهد هذه الجهات بسداد مبلغ القرض مع الفوائد المستحقة.
- ج. المشتقات المالية: عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى ، وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد.
- د. الصكوك الإسلامية: وهي سندات مهيكلية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية. وتشمل هذه الملكية المشتركة في الأصول مع استبعاد أية فوائد.

3.1. إجراءات التداول، الوساطة ومؤشر لبورصة مغربية موحدة

1.3.1. إجراءات التداول في بورصة مغربية موحدة

- أ. نظام التداول : لمواكبة أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تسعى لضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين واقتناء أحدث التكنولوجيا في عالم أسواق المال، يتوجب الإعلان عن منصة واحدة ذات نظام مركزي لتداول جميع أسهم الشركات المدرجة في البورصات الثلاث. تضمن هذه المنصة للمتعاملين من مستثمرين وشركات مدرجة في البورصات الثلاث الخضوع لقواعد تداول موحدة، وتؤمن للمستثمرين من الدول الثلاث القدرة على التداول عن بعد من خلال شبكة الإنترنت وتتيح لهم كذلك فرص

متساوية للحصول على المعلومات عن الشركات المدرجة، ومراكزها المالية من خلال نشر تقاريرها وحركات أسعار أوراقها المالية، وتوفر هذه المنصة لمصدري الأوراق المالية فرص أوسع وأكثر تنوعا. لذلك على البورصة المغربية التعاقد مع شركة (OMX) العالمية لتقوم بتبني نظام التداول "stream-X"، وهو النظام الذي يسمح بـ

- تقديم المزيد من الخدمات لعملائها، وفقا للمعايير الدولية؛

- الزيادات المتتالية في أحجام التداول

- تداول أدوات مالية متنوعة مثل الأسهم، السندات بالإضافة إلى الصكوك، والخيارات والمستقبليات ؛
ومختلف المشتقات؛

- أداء أسرع في تنفيذ وتسوية الصفقات ومرونة تكنولوجية.

ب. الرقابة على التداول : للتأكد من حماية حقوق المستثمرين تقوم كل من الهيئة العامة والبورصة بمراقبة أنشطة السوق للتأكد من عدم وجود أي تلاعب أو الاستفادة من المعلومات الداخلية في التداول، وتعد البورصة مسؤولة عن الرقابة على التداول الآلي بينما تختص الهيئة العامة بالرقابة على ما دون ذلك، ولذلك يحق للبورصة والهيئة أن تقوم بإيقاف أي عروض من المؤسسات تكون محل شك. وفي هذا الصدد، لابد من إتباع قواعد عالمية للمتابعة من خلال نظام متقدم للرقابة على السوق لحظي يعتمد على الشفافية ، وبما يمنح البورصة قدرة على متابعة الأوامر، بالإضافة إلى توفير بيانات عن الشركات المقيدة لضمان الرقابة خارج جلسة التداول.

- يتم الاعتماد في الرقابة على التداول على القوانين المعمول بها في البورصة المغربية والقواعد والتعليمات الصادرة عن هيئة سوق رأس المال.

- يتم الاعتماد على نظام "SMARTS" للقيام بمهام الرقابة على التداول، حيث يعتبر هذا النظام الذي تم اعتماده من أشهر الأنظمة الإلكترونية المستخدمة في الرقابة على التداول في الأسواق المالية العالمية . يقوم النظام بمراقبة جلسة التداول بشكل لحظي لتحديد أية سلوكيات غ ي اعتيادية لأسعار أو أحجام

التداول وذلك من خلال مقارنة المعلومات الإلكترونية لجلسة التداول مع المعايير المعرفة على النظام،

بحيث يتم إصدار تحذير عند تجاوز إحدى هذه المعايير.

- أية مخالفات ترتكب تخضع للائحة العقوبات والغرامات المعتمدة.

ج. أيام وأوقات التداول

- نظرا لاختلاف العطلات الأسبوعية للدول المغربية يتم التداول طوال أيام الأسبوع ما عدا يوم الجمعة؛

- لا يتم التداول في الأعياد الرسمية والدينية؛

- يتم التداول من الساعة 09:00 - 17:10.

د. مجريات يوم التداول في بورصة مغربية موحدة

جلسة التداول هي الفترة التي يتم خلالها إدخال الأوامر وتنفيذ الصفقات. وتقسم مجريات جلسة التداول

إلى عدة مراحل، يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (2.4): مجريات يوم التداول في بورصة مغربية موحدة

المرحلة	وقت التداول	وصف وقت التداول
مرحلة ما قبل الافتتاح	09:00-07:00	استقبال أوامر البيع والشراء على ورقة السوق دون تنفيذها.
مرحل الافتتاح	09:00	في هذه المرحلة يقوم نظام التداول باحتساب أسعار الافتتاح للأوراق المالية ويتم تنفيذ أوامر البيع والشراء على هذه الأسعار عن طريق التثبيت Fixing.
مرحلة التداول	17:00-09:00	التسعير المستمر بدون انقطاع ويتحدد السعر بمقابلة وتنفيذ أوامر الشراء والبيع في ورقة السوق.
مرحلة الإغلاق	17:00	يتم الإغلاق الرسمي للسوق.
مرحلة ما بعد الإغلاق	17:05-17:00 17:05 17:10-17:05	استقبال أوامر البيع والشراء دون تنفيذها. يثبت نظام الإعلام الآلي سعر الإغلاق بالاعتماد على أوامر البيع والشراء المتلقاة في الخمس دقائق الأخيرة دون تنفيذها عن طريق التثبيت. تنفيذ الأوامر الموجودة على دفتر الأوامر بسعر الإغلاق.

المصدر: من إعداد الباحثة.

هـ. أوامر البيع والشراء في البورصة المغربية

هناك نوعان رئيسيان لإصدار أوامر البيع والشراء في بورصة مغربية موحدة:

- الأوامر من حيث السعر:

- أمر لأفضل سعر (سعر السوق): وهو أمر شراء أو بيع الذي لا يتضمن وجود إشارة بخصوص السعر، وينفذ هذا الأمر بالأولوية لأفضل سعر.
- أمر محدد السعر: وهو أمر لشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد.

- الأوامر من حيث المدة:

- أمر ساري المفعول لمدة يوم: وتنتهي صلاحية هذا الأمر، في حالة عدم تنفيذه، بانتهاء جلسة التداول لليوم الذي أصدر فيه.
- أمر محدد المدة: وتنتهي صلاحية هذا الأمر، في حالة عدم تنفيذه، بانتهاء المدة المنصوص عليها.
- أمر مفتوح المدة: لا تنتهي صلاحيته إلا بإلغائه بواسطة الوسيط على ألا تتجاوز مدته 365 يوم.

ينبغي لأوامر السوق تحقيق المتطلبات التالية:

- يمكن أن يتداول أمر السوق بسلسلة أسعار أفضل من أو مساوية للسعر المحدد في سجل الأوامر .
- يسمح بإدخال أوامر السوق أثناء جلسة التداول فقط.
- يرفض أمر السوق إذا لم تتواجد الأوامر في الجانب المقابل.
- يكون السعر المحدد لأمر السوق معادلا لأفضل سعر في السوق زائدا أو ناقصا.

و. التسوية والمقاصة

بنية مؤسسية جيدة للسوق الموحدة خاصة على صعيد المقاصة والتسوية وهي أهم حلقة في العملية حيث يضمن المستثمر حصوله على أمواله في حالة البيع وعلى أوراقه في حالة الشراء بسهولة وأمان حيث سيتم اختيار بنك عالمي ذي سمعة جيدة وله فروع في الدول المغاربية الثلاث ليقوم بدور بنك المقاصة بالإضافة إلى بنية معلوماتية جيدة.

يقوم نظام المقاصة والتسوية على مبدأ التسليم مقابل الدفع، حيث تتولى الشركة المغاربية للمقاصة القيام بعمليات المقاصة ما بين شركات السمسرة البائعة والمشتريّة وإجراء التسوية المالية والورقية للعمليات عن طريق مراكز للإيداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري الإلكتروني فور إتمام الصفقة في نفس اليوم، وتتم عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة (T+1). وربط أنظمة التداول والتسوية بين البورصات المغاربية، بنظام الربط المحكم Tight-coupled.

2.3.1. الوساطة في بورصة مغربية موحدة

لضمان سلامة عمليات التداول وحماية المستثمرين وتعزيز أعلى درجات الدقة والشفافية والكفاءة في إدارة عمليات عبر منصة تداول مشتركة، يتم اعتماد الوسطاء بموجب أنظمة ولوائح صارمة، ويتم قبول انتساب شركات الوساطة الراغبة بالقيام بأعمال الوساطة الراغبة بالقيام بأعمال والنشاطات المتعلقة بالأوراق المالية في البورصة المغاربية المستوفية لشروط العضوية، والمتمثلة في:

أ. الأشخاص الطبيعيين:

- أن يكون حاصلًا على شهادة جامعية من جامعة معترف بها؛
- أن لا تقل خبرته في العمل المالي عن خمسة سنوات؛
- أن يجتاز بنجاح الامتحان التحريري من قبل السوق؛

- أن يكون كامل الأهلية ومتمتع بحقوقهم المدنية والسياسية.

القيود على الوسطاء:

- حضور جلسات التداول والتواجد داخل القاعة منذ بداية الجلسة إلى نهايتها؛

- عدم كتابة الأوامر على اللوحات قبل بداية الجلسة ونهايتها؛

- الالتزام بالمظهر اللائق داخل السوق؛

- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لحماية المستثمرين؛

- الالتزام بالعلاقات الجيدة بين الوسطاء.

ب. شركات الوساطة:

- أن لا يكون قد أعلن عن إفلاسه من قبل؛

- قدر الحد الأدنى لرأسمال شركات الوساطة التي تتعامل بالسوق الموحدة بـ مليون دولار؛

- تقديم كفالة مصرفية بمبلغ 200 ألف دولار مما يعني منح مزيد من الضمانات للمتعاملين الأفراد

وتحصين ممارسات شركات الوساطة ضد الانحراف أو إساءة استغلال السوق؛

- أن يجتاز بنجاح الامتحان التأهيلي المقرر من قبل السوق.

القيود على شركات الوساطة:

- حضور وسيط واحد على الأقل لجلسة التداول؛

- أن لا يزيد عدد الوسطاء المعتمدين لدى الشركة في جلسة التداول عن خمسة وسطاء؛

- عدم التغيب عن أي جلسة من جلسات التداول إلا بإذن مسبق.

3.3.1. مؤشر Maghreb index

في إطار الاهتمام بتنشيط بورصة مغربية موحدة، سيتم إطلاق مؤشر موحّد Maghreb index ليعكس أداءها ولرصد وتقييم درجة تقدمها. يأتي مؤشر Maghreb ليعكس أداء 40 شركة من كبرى الشركات المدرجة والأكثر تداولاً في البورصات المغربية (الدار البيضاء-تونس-الجزائر). وفيما يتعلق بالقواعد التي سيتم اتباعها لإدراج الشركات في المؤشر، ستكون لمعايير الدولية لمؤسسة ستاندراند بورز التي تعتمد على القيمة السوقية وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، على أن لا يتعدى الحجم التمثيلي لأي بورصة نسبة 45% من شركات المؤشر على الأكثر، وشركة واحدة على الأقل. ويعدّ النظر في تركيبه كل ثلاثة أشهر.

يتم ترجيح المؤشر برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم، ويتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على قطاع معين، بل يمثل تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات داخل البورصة. تعتمد البورصة رقماً قياسياً لأسعار الأسهم، ويبنى على أساس اختيار عدد من الأسهم لتمثيل السوق، وتنتشر الأرقام في بداية ونهاية كل شهر. تقوم البورصة باحتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية حيث تعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل (الرقم القياسي=100)، وتحدد سنة الأساس.

2. الإجراءات المنهجية للدراسة

يتناول هذا الجزء من الدراسة وصفا لإجراءات الدراسة، من حيث منهج الدراسة، مجتمع الدراسة، تحديد عينتها، الأداة المستخدمة لجمع البيانات وصدقها وثباتها والمعالجة الإحصائية التي تم استخدامها.

1.2. منهج الدراسة ومصادر جمع البيانات

1.1.2. منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع تم إتباع المنهج الوصفي والتحليلي من أجل وصف البيانات التي تم جمعها وتحليلها وتفسيرها والوصول إلى استنتاجات، حيث يقوم هذا المنهج على الجمع بين الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية، وذلك من خلال جمع البيانات والمعلومات حول تكامل بورصات الأوراق المالية، وتحليل أداء البورصات المغربية وعن إمكانية تكامل هذه البورصات ، ووضع نموذج مقترح لبورصة مغربية موحدة.

2.1.2. مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة على قدر معتبر من البيانات والمعلومات على النحو التالي:

أ. **البيانات الأولية:** وتمثلت في البيانات اللازمة لتحقيق أهداف البحث، وتتمثل في البيانات التي سيتم الحصول عليها من خلال الدراسة الميدانية المتمثلة بتوزيع الإستبانة على عينة الدراسة .

ب. **البيانات الثانوية:** وقد تمثلت في مراجعة مختلف الأدبيات التي لها علاقة ببورصات الأوراق المالية، وذلك من خلال الإطلاع على الكتب والمراجع العلمية ، بما في ذلك البحوث والدوريات العربية والأجنبية حول هذا الموضوع، مدعمة بذلك الإطار النظري للدراسة.

3.1.2. مجتمع وعينة الدراسة

أ. **مجتمع الدراسة:** يتكون مجتمع الدراسة من كل فئة على دراية بإجراءات التعامل في بورصات الأوراق

المالية، وقد اختير هذا المجتمع لكونه الأكثر إدراكا لمفهوم البورصة، وهذه الفئات تتمثل في:

- فئة المستثمرين في البورصات من أشخاص طبيعيين وشركات مدرجة؛

- فئة الوسطاء الماليين الناشطين في البورصات المغربية؛

- فئة الموظفين بالبورصات؛

- فئة أساتذة التعليم العالي.

ب. عينة الدراسة

تم اختيار عينة عشوائية بطريقة الموائمة أي التي تمكنت الباحثة من الوصول إليها. تم توزيع 200 إستبانة على عينة الدراسة مكونة من 70 شركة مدرجة، 12 وسيط، 28 موظف في البورصات المغربية الثلاث و54 أستاذ في قطاع التعليم العالي (الجزائر - تونس)، حيث تم استرجاع 164 إستبانة أي بنسبة 82 %. والملحق رقم (1) يوضح أسماء وأعداد هذه البنوك.

2.2. أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة

1.2.2. أداة الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وفرضياتها جمعت البيانات اللازمة بواسطة الاستبيان الذي يعد أنسب وسيلة جمع المعلومات لهذا الغرض. وقد تكون الاستبيان من جزأين:

الأول: شمل معلومات شخصية لأفراد عينة الدراسة، تمثلت في الجنس، العمر، الدرجة العلمية، التخصص، المهنة والخبرة.

الثاني: شمل الأسئلة المتعلقة بمحاور الدراسة، التي شملت بدورها أربعة محاور:

المحور الأول: المناخ الاستثماري المغربي

المحور الثاني: دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية

المحور الثالث: النموذج الحالي للبورصات المغربية

المحور الرابع: النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة.

2.2.2. الأساليب الإحصائية المستخدمة

تم جمع البيانات بعدة طرق تمثلت في كل من: مقابلة شخصية، الاستبيان والبريد الإلكتروني. حيث تم تحليل البيانات ومعالجتها باستخدام برنامج الحزم الإحصائية المعروف (SPSS V 19)، وقد استخدمت الأساليب الإحصائية لمعالجة البيانات، حيث تم الاعتماد على ما يلي:

- معاملات الارتباط سبيرمان لحساب الاتساق الداخلي للاستبيان.
- التوزيعات التكرارية وذلك لتحليل خصائص عينة الدراسة.
- الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للتعرف على اتجاهات أفراد العينة والتشتت.
- معامل ألفا كرونباخ (Chronbach's Alpha) لقياس درجة ثبات أداة القياس (الاستبيان) .
- اختبار التوزيع الطبيعي (Kolmogorov-Smirnov) لمعرفة ما إذا كانت البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا.
- اختبار الإشارة (Sign Test) لمعرفة ما إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت إلى درجة الحياد وهي 03 أم لا.

- اختبار مان-ويتني (Mann-Whitney Test) لمعرفة إذا كان هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين مجموعتين من البيانات الترتيبية.

- اختبار كروسكال-والاس (Kruskal-Wallis Test) لمعرفة ما إذا كان هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين ثلاث مجموعات أو أكثر من البيانات الترتيبية.

ولقد تم إتباع مقياس ليكارت الخماسي فيما يتعلق بإجابات المبحوثين حسب الجدول التالي:

جدول رقم (3.4): مقياس ليكارت الخماسي

الاستجابة	موافق	موافق تماما	محايد	معارض	معارض تماما
الدرجة	5	4	3	2	1

المصدر: عز حسن، عبد الفتاح، مقدمة في الإحصاء الوصفي والاستدلالي، جدة، السعودية، خوارزم العلمية للنشر والتوزيع، 2008.

3.2. صدق أداة الدراسة (الاستبيان)

1.3.2. الاتساق الداخلي

يقصد بالاتساق الداخلي مدى اتساق كل فقرة من فقرات الاستبيان مع المجال الذي تنتمي إليه هذه الفقرة. للتحقق من صدق الاتساق الداخلي، تم حساب الاتساق الداخلي للاستبيان وذلك من خلال حساب معاملات الارتباط سبيرمان بين كل فقرة من فقرات مجالات الاستبيان والدرجة الكلية للمجال نفسه.

جدول رقم (4.4): معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الأول والدرجة الكلية للمحور

الرقم	الفقرة	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (Sig)
1	المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية بين الدول	0.201	0.010*
2	مناخ الاستثمار يؤثر إيجابيا على أداء البورصات المغربية	0.761	0.000*
3	تمنح تحفيزات الضريبية للمستثمرين المحليين والأجانب	0.671	0.000*
4	التوسع في الخصوصية شجع على تفعيل البورصات المغربية	0.840	0.000*
5	تساهم البنوك في تسويق الأوراق المالية	0.767	0.000*
6	انتشار وتوسع شركات المساهمة	0.737	0.000*
7	تتسم أسعار الصرف بالدول المغربية بالاستقرار	0.621	0.000*
8	سهولة انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية	0.621	0.000*
9	للمستثمر المغربي ثقافة بورسية	0.578	0.000*
10	يساهم الإعلام المغربي بالتعريف بالبورصات	0.668	0.000*

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

يوضح الجدول رقم (4.4) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الأول والدرجة الكلية للمحور،

والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $0.05 \geq \alpha$. وبذلك تعتبر أداة الدراسة صالحة لقياس ما أعدت لأجله.

جدول رقم (5.4): معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثاني والدرجة الكلية للمحور

الرقم	الفقرة	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (Sig)
1	وجود قوانين و تشريعات تسهل الاستثمار في البورصات	0.756	0.000
2	المناخ التنظيمي الداخلي للبورصات يساعد على العمل	0.779	0.000
3	تنوع الأوراق المالية و توفر أسواق آجلة	0.604	0.000
4	يتم التداول في البورصات يوميا	0.457	0.000
5	يوجد إعلان إلكتروني متجدد لحركة الأسعار في البورصات	0.704	0.000
6	يوجد سماسرة و وسطاء أكفاء بالبورصات	0.748	0.000
7	الإفصاح عن المعلومات المالية الحقيقية للشركات المدرجة	0.616	0.000
8	وجود عدد معتبر من الشركات المدرجة بالبورصات	0.696	0.000
9	مؤشر البورصات يعكس وضعيتها الحقيقية	0.646	0.000
10	يوجد اتصال بين البورصات المغربية	0.513	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

يوضح الجدول رقم (5.4) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثاني والدرجة الكلية للمحور،

والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $0.05 \geq \alpha$. وبذلك تعتبر أداة

الدراسة صالحة لقياس ما أعدت لأجله.

جدول رقم (6.4): معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثالث والدرجة الكلية للمحور

الرقم	الفقرة	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (Sig)
1	توفير بيئة استثمارية جاذبة تتغلب على المعوقات	0.397	0.000
2	الاستفادة من الفوائض المالية بالخارج	0.767	0.000
3	سد الثغرة التمويلية لبعض الدول المغربية	0.760	0.000
4	توثيق الصلة بين المؤسسات المالية المغربية	0.722	0.000
5	إقامة كيان مالي اقليمي بالمنطقة قادر على إزالة العوائق السياسية والاقتصادية	0.508	0.000
6	يعتبر تكامل البورصات (التكامل المالي) خطوة نحو التكامل الاقتصادي	0.707	0.000
7	تحديث البورصات المغربية والاتجاه نحو بورصة أكثر كفاءة	0.632	0.000
8	زيادة ثقة المستثمر المغربي للتعامل بالأوراق المالية	0.728	0.000
9	زيادة حجم الأسواق المالية (الإصدارات) و تنمية الأسواق الثانوية (حجم التداول)	0.293	0.000
10	إتاحة الفرصة لإنشاء بورصة مغربية موحدة	0.583	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

يوضح الجدول رقم (6.4) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثالث والدرجة الكلية للمحور،

والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $0.05 \geq \alpha$. وبذلك تعتبر أداة

الدراسة صالحة لقياس ما أعدت لأجله.

جدول رقم (7.4): معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الرابع والدرجة الكلية للمحور

الرقم	الفقرة	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (Sig)
1	بورصة مقرها المغرب ولها فروع ببقية الدول	0.762	0.000
2	إطار تشريعي موحد ينظم إصدار وتداول الأوراق المالية ويسهل شروط الإدراج	0.728	0.000
3	هيكل تنظيمي يساعد على حسن سير العمل ويتكون من أعضاء من الدول الثلاث	0.520	0.000
4	موقع إلكتروني يربط البورصات المغربية	0.746	0.000
5	إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة	0.376	0.000
6	الاتفاق على قواعد موحدة للتداول والتسعير	0.602	0.000
7	إطلاق مؤشر موحد للبورصة MAGHREB	0.600	0.000
8	توفير شركات وساطة مؤهلة وقادرة على التكامل	0.687	0.000
9	شركة مغربية للمقاصة	0.718	0.000
10	دليل لحوكمة الشركات المدرجة لمزيد من الإفصاح والشفافية	0.522	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \geq \alpha$

يوضح الجدول رقم (7.4) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الرابع والدرجة الكلية للمحور،

والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $0.05 \geq \alpha$. وبذلك تعتبر أداة

الدراسة صالحة لقياس ما أعدت لأجله.

2.3.2. ثبات أداة الدراسة (الاستبيان)

تم استخدام معامل ألفا كورنباخ لحساب ثبات الاستبانة، حيث تم استخراج قيم معاملات الثبات (كورنباخ ألفا) لمجالات الدراسة، وهي موضحة كالآتي:

جدول رقم (8.4): قيم معاملات الثبات (ألفا كورنباخ) لمجالات الدراسة

الرقم	المجال	معامل ألفا كورنباخ	معامل الثبات
1	المناخ الاستثماري المغربي	0,887	0.942
2	دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	0,852	0.923
3	النموذج الحالي للبورصات المغربية	0,838	0.915
4	النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة	0,839	0.916
	المجموع	0.886	0.941

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

للتحقق من درجة ثبات أداة القياس (الاستبيان) تم استخراج معامل كرونباخ ألفا

(Alpha Chronbach's)، وأشارت النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن معاملات الثبات لمجالات الدراسة

تراوحت بين 0.915 و 0.942، كما بلغت قيمة الثبات الكلية 0.941 وهي أكبر من 0.60، وهذا ما يدل على

ثبات أداة الدراسة (الاستبيان)، وتجعله صالح للتطبيق.

3. تحليل البيانات واختبار الفرضيات

فيما يلي عرض لعينة الدراسة، تحليل نتائج الدراسة الميدانية واختبار فرضيات الدراسة.

1.3. عينة الدراسة

تم تخصيص الجزء الأول من الإستبيان للتعرف على أهم خصائص عينة الدراسة.

جدول رقم (9.4): توزيع العينة حسب الخصائص الديمغرافية

المتغير	الفئات	التكرار	النسب المئوية
الجنس	ذكر	102	62%
	أنثى	62	38%
العمر	أقل من 30 سنة	12	7%
	من 30 - 40 سنة	59	36%
	من 40 - 60 سنة	85	52%
	من 60 سنة فما فوق	8	5%
الدرجة العلمية	بكالوريوس	16	9%
	ليسانس	73	45%
	ماجستير	26	16%
	دكتوراه	49	30%
التخصص	مالية	64	39%
	محاسبة	38	23%
	تسيير	34	21%
	اقتصاد	28	17%
المهنة	أستاذ	27	17%
	موظف	54	33%
	وسيط	12	7%
	مستثمر	70	43%
الخبرة	أقل من 5 سنوات	20	12%
	من 5 - 10 سنوات	48	29%
	من 10 - 20 سنة	73	45%
	من 20 سنة فما فوق	23	14%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

لمعرفة الخصائص الديموغرافية لعينة الدراسة تم استخدام التكرارات والنسب المئوية وكانت كالاتي:

أ. متغير الجنس

يبين الجدول (10.4)، توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير الجنس.

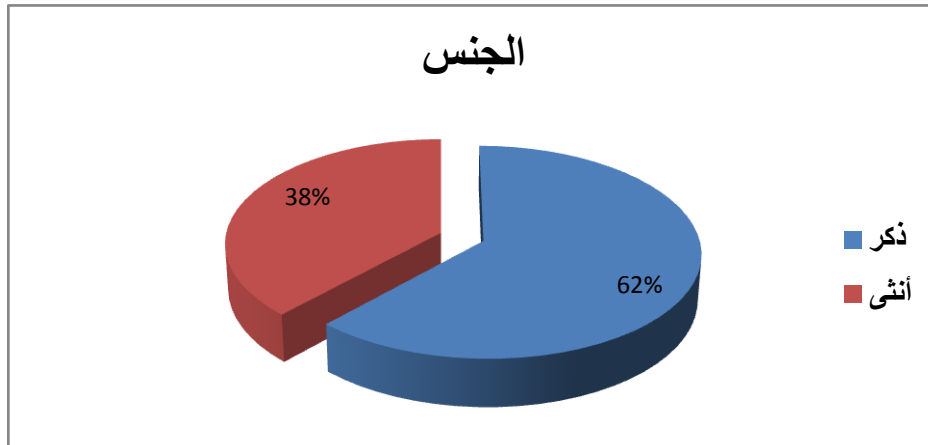
الجدول (10.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس

النسب المئوية	التكرار	الفئات
62%	102	ذكر
38%	62	أنثى
100%	168	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

تشير النتائج الواردة في الجدول إلى أن نسبة فئة الذكور في عينة الدراسة (62%) مقارنة مع فئة الإناث والبالغة (38%)، مما يشير إلى تدني مستوى مشاركة المرأة في مجالس الإدارة في الشركات، والذي قد يعزى إلى وجود بعض المعوقات الاجتماعية، وعزوف المرأة المغربية عن عمليات الاستثمار وهذا يترجم واقع البيئة المغربية. ونوضح النتائج في الشكل الموالي:

الشكل رقم(2.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

ب. متغير العمر

يبين الجدول (11.4)، توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير العمر.

جدول رقم (11.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير العمر

الفئات	التكرار	النسبة المئوية
أقل من 30 سنة	12	7%
من 30 - 40 سنة	59	36%
من 40 - 60 سنة	85	52%
60 سنة فما فوق	8	5%
المجموع	168	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

تشير النتائج الواردة في الجدول إلى أن نسبة أعضاء مجلس الإدارة الذين تقع أعمارهم في الفئة العمرية

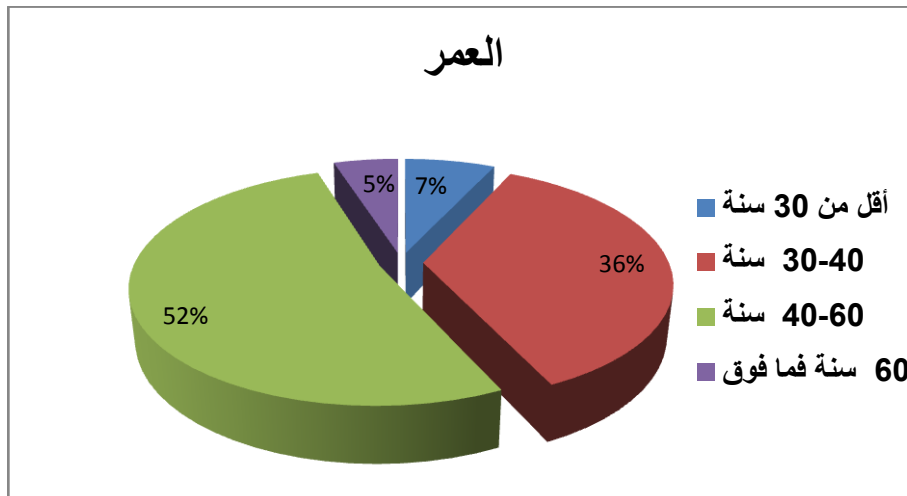
(أقل من 30 سنة) قد بلغت 7%، في حين أن نسبة الفئة العمرية (30-40 سنة) بلغت 36%، والفئة العمرية

(40-60 سنة) قد بلغت 52% وهي أكبر نسبة من عينة الدراسة، أما الفئة العمرية (60 سنة فما فوق) فلا تمثل

إلا 5%. مما يدل على أن متوسط أعمار أفراد العينة هي الفئة الشابة والمتوسطة، وهذا يعطي مؤشر بأن الفئة

الشابة والمتوسطة لديها سرعة التكيف مع المتغيرات التي تحدث في بيئة العمل. ونوضح النتائج بالشكل التالي:

الشكل رقم (3.4): توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير العمر



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19 .

ج. متغير الدرجة العلمية

يبين الجدول (12.4)، توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير الدرجة العلمية.

جدول رقم (12.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير الدرجة العلمية

الفئات	التكرار	النسبة المئوية
بكالوريوس	16	9%
ليسانس	73	45%
ماجستير	26	16%
دكتوراه	49	30%
المجموع	168	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19 .

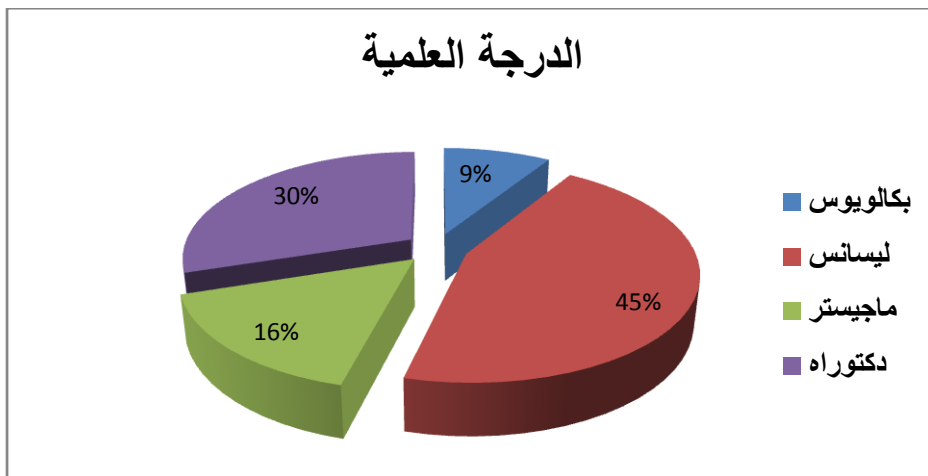
تشير النتائج الواردة في الجدول أعلاه أن معظم أفراد عينة الدراسة من ذوي الشهادات الجامعية، حيث

وجد نسبة 30% من حملة درجة الدكتوراه، 16 من حملة الماجستير، 45% ليسانس ونسبة 9% متحصلون

على بكالوريوس. وتدل هذه النتائج أن أفراد عينة الدراسة ذوي مؤهلات علمية عالية نسبيا، مما يشير إلى توافر

الكفاءات العلمية لديهم. ونوضح النتائج في الشكل التالي:

الشكل رقم (4.4): توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير الدرجة العلمية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19 .

د. متغير التخصص

يبين الجدول (13.4)، توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير التخصص.

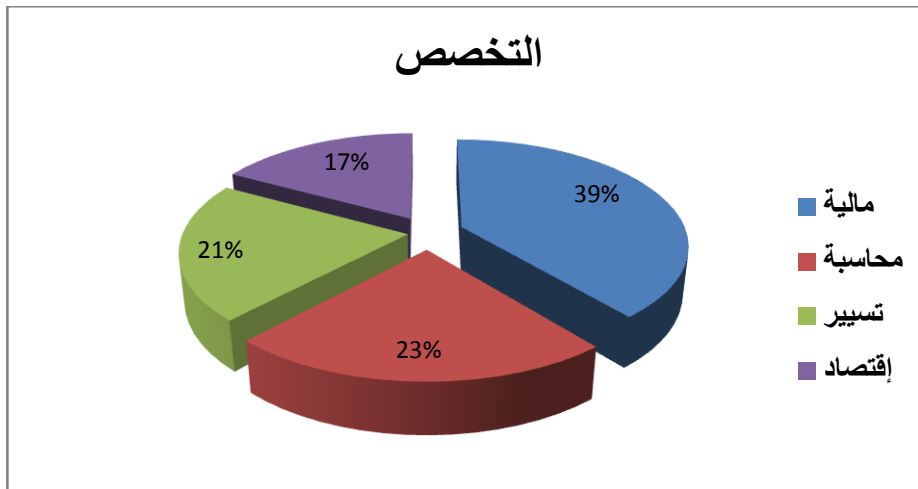
جدول رقم (13.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص

النسبة المئوية	التكرار	الفئات
39%	64	مالية
23%	38	محاسبة
21%	34	تسيير
17%	28	اقتصاد
100%	168	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

تشير النتائج الواردة في الجدول أن ما نسبته 39 % من عينة الدراسة هم من المتخصصين في مجال المالية، وأن ما نسبته 23% مجال اختصاصهم محاسبة، و21% في مجال التسيير أ ما بقية أفراد العينة والتي تمثل ما نسبته 17% من مجال الاقتصاد. تدل هذه النتائج على أن تخصصات أفراد العينة يفترض فيهم الإلمام بجميع جوانب أسئلة الاستبيان كونها تصب في مجال تخصصهم. ونوضح النتائج في الشكل التالي:

الشكل رقم (5.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

هـ. متغير المهنة

يبين الجدول (14.4)، توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير المهنة.

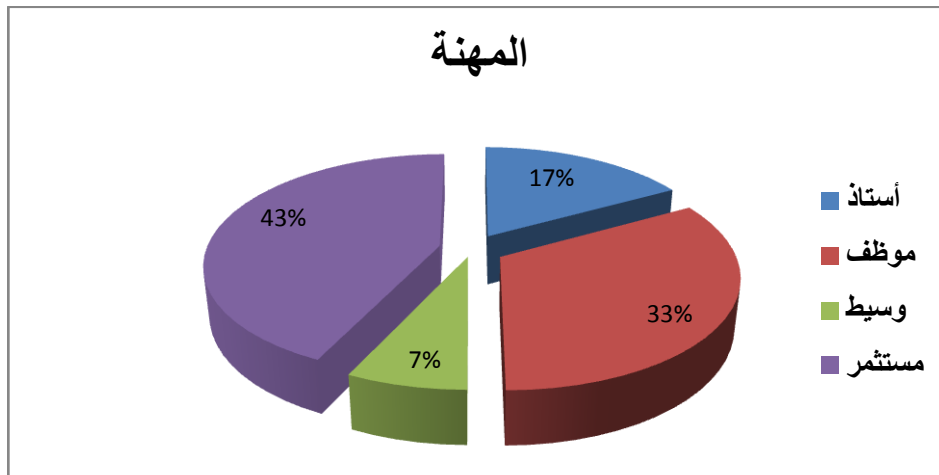
جدول رقم(14.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير المهنة

البيان	التكرار	النسبة المئوية
أستاذ	27	17%
موظف	54	33%
وسيط	12	7%
مستثمر	70	43%
المجموع	168	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

تشير النتائج الواردة في الجدول إلى أن فئة المستثمرين هي الفئة الأكبر من المجموع الكلي لأفراد عينة الدراسة هم من المستثمرين في البورصات حيث حققت نسبة 70%، تليها فئة الموظفين في البورصات بنسبة 33%، أما فئة أساتذة التعليم العالي قد حققت نسبة 27%، بينما كانت نسبة 11% لفئة الوسطاء وهذا راجع لقلة عدد الوسطاء الناشطين في البورصات المغربية الثلاث. ونوضح النتائج في الشكل التالي:

الشكل رقم (6.4): توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير المهنة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

ز. متغير الخبرة

يبين الجدول (15.4)، توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير الخبرة.

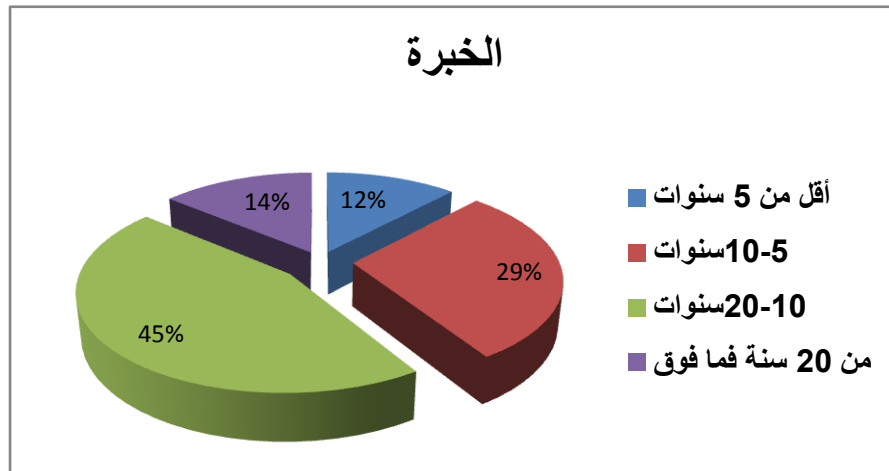
جدول رقم (15.4): توزيع أفراد العينة حسب متغير الخبرة

البيان	التكرار	النسبة المئوية
أقل من 5 سنوات	20	12%
5 - 10 سنوات	48	29%
10 - 20 سنة	73	45%
من 20 سنة فما فوق	23	14%
المجموع	168	100

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19 .

تشير النتائج الواردة في الجدول إلى أن ما نسبته 12% من أفراد عينة الدراسة لديهم خبرة أقل من 5 سنوات، 29% لديهم خبرة تتراوح ما بين 5-10 سنة، 45% تتراوح خبرتهم من 10-20 سنة و14% من 20 سنة فما فوق. وتشير هذه النتائج إلى أن أفراد عينة الدراسة تمتلك الخبرة والمعرفة اللازمة. ونوضح النتائج في الشكل التالي:

الشكل رقم (7.4): توزيع أفراد عينة الدراسة حسب الخبرة.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19 .

2.3. عرض وتحليل النتائج

المحور الأول: المناخ الاستثماري المغربي.

تم حساب النسب المئوية والتكرارات والوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات المحور الأول، كما يلي:

جدول رقم (16.4): الوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الأول

الرقم	الفقرة	موافق تماما %	موافق %	محايد %	معارض %	معارض تماما %	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة
1	المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية	48.78	40.85	-	7.31	3.04	4.25	0.99	10
2	مناخ الاستثمار يؤثر إيجابيا على أداء البورصات	13.41	22.56	-	45.12	18.90	2.66	1.37	6
3	تحفيزات ضريبية	15.24	38.41	-	43.29	3.05	3.19	1.24	9
4	الخصوصية شجع على تفعيل البورصات	13.41	35.36	-	40.85	10.37	3.13	1.12	8
5	تساهم البنوك في تسويق الأوراق المالية	11.58	19.51	-	51.22	17.68	2.56	1.30	5
6	انتشار وتوسع شركات المساهمة	4.87	25.00	-	50.00	20.12	2.44	1.21	4
7	أسعار الصرف مستقرة	6.70	7.93	-	54.87	30.49	2.05	1.11	1
8	سهولة انتقال رؤوس الأموال	3.05	13.41	-	65.24	18.29	2.18	0.97	3
9	للمستثمر المغربي ثقافة بورصية	14.63	34.15	0.61	36.58	14.02	2.97	1.40	7
10	يساهم الإعلام بالتعريف بالبورصات	4.27	7.32	1.22	70.73	16.46	2.12	0.92	2
جميع فقرات المحور							2.75	1.16	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن الوسط الحسابي لجميع عبارات المحور الأول الخاص بدور المناخ الاستثماري في تفعيل أداء البورصات المغربية قدر بـ 2.75 وانحراف معياري قدره 1.16. وهذا يدل على أن أفراد عينة الدراسة موافقون على أن بيئة الاستثمار المغربية غير ملائمة لعمل البورصات ولتكمال البورصات، ولكن تميل إلى التحسن.

الوسط الحسابي للفقرة رقم (01) "المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية بين الدول" يساوي 4.25 وانحراف معياري قدره 0.99، مما يدل على أن أفراد عينة الدراسة وافقت بشدة على هذه العبارة بمعنى أن الأوضاع السياسية التي تشهدها المنطقة المغربية أثرت سلبا على الوضع الاقتصادي لهذه الدول.

الوسط الحسابي للفقرة رقم (09) " للمستثمر المغربي ثقافة بورسية " يساوي 2.97 وانحراف معياري قدره 1.40، وهذا يدل على وجود ضعف ملموس في الجانب الثقافي والإعلامي للمستثمر المغربي المتعلق بالبورصات، مما يستوجب زيادة تعميق الوعي للاستثمار في البورصات والمزايا التي ستترتب عليه ، وزيادة ثقة المستثمرين من خلال حماية حقوقهم.

كما حصلت عبارة رقم (07) "تتسم أسعار الصرف بالدول المغربية بالاستقرار " على أضعف قيمة بمتوسط قدره 20.5 وانحراف معياري 1.11. إن استقرار أسعار الصرف يعتبر من العوامل الهامة على تشجيع انتقال رؤوس الأموال، وتعرض الدول المغربية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف يمنع المستثمرين المحليين والأجانب من الاستثمار مما يؤثر على استمرارية التدفقات الواردة من الاستثمار.

المحور الثاني: دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية

تم حساب النسب المئوية والتكرارات والوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات المحور الثاني، كمايلي

جدول رقم (17.4): الوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الثاني

الرقم	العبارة	موافق تماما %	موافق %	محايد %	معارض %	معارض تماما %	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة
1	بيئة استثمارية جاذبة	37.80	57.31	-	4.88	-	4.28	0.70	8
2	الاستفادة من الفوائض المالية	23.17	52.44	-	16.46	7.92	3.66	1.23	1
3	سد الثغرة التمويلية	29.88	46.34	-	19.51	4.26	3.78	1.19	3
4	توثيق الصلة بين المؤسسات المالية المغربية	17.68	64.02	-	15.85	2.44	3.79	0.98	4
5	إقامة كيان مالي اقليمي قوي	37.19	54.27	1.83	4.27	2.43	4.19	0.88	6
6	خطوة نحو التكامل الاقتصادي	29.27	44.51	1.21	17.68	7.32	3.71	1.24	2
7	الاتجاه نحو بورصة أكثر كفاءة	51.22	41.46	-	4.88	2.43	4.34	0.90	9
8	زيادة ثقة المستثمر المغربي	46.95	36.58	-	13.41	3.05	4.11	1.12	5
9	زيادة حجم الأسواق المالية وتنمية الأسواق الثانوية	73.78	26.21	-	-	-	4.74	0.41	10
10	إتاحة الفرصة لإنشاء بورصة مغربية موحدة	48.17	38.41	7.31	4.27	1.83	4.27	0.89	7
جميع فقرات المحور							4.08	0.95	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن جميع فقرات هذا المحور المتعلق بـبوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية قد حصلت على درجة عالية من الموافقة بمتوسط قدره 4.08 وانحراف معياري 0.95. مما يشير إلى أن أغلب أفراد الدراسة موافقون وبشدة على أن التعاون والتكامل الإقليمي له آثار ستعود بالإيجاب على البورصات المغربية.

يتضح أن الفقرة رقم (09) والتي تنص على " زيادة حجم الأسواق المالية(الإصدارات) وتنمية الأسواق الثانوية(حجم التداول)" احتلت المرتبة الأولى بمتوسط قدره 4.74 وانحراف معياري 0.41، وهذا يعني أن عملية التكامل بين البورصات ستؤدي إلى زيادة حجم وعمق الأسواق وإقبال المزيد من المستثمرين، التي ستساهم في الرفع من كفاءتها ومواجهة مشكلة ضيق نطاق البورصات المغربية، وهذا في ظل حاجة البورصات للتكامل لتوسيع نطاق أسواقها.

أما الفقرة رقم (8) "زيادة ثقة المستثمر المغربي للتعامل بالأوراق المالية" تحصلت على متوسط قدره 4.11 وانحراف معياري يقدر بـ 1.12. مما يعني أن تكامل البورصات المغربية سيعطي للمستثمر المغربي اطمئنان وثقة أكثر للاستثمار في البورصة، مما ينمي السلوك الادخاري والاستثماري بصورة رشيدة وسيعطي ثقة للمستثمر في مستقبل استثماره في البورصات المغربية.

سجلت الفقرة رقم (2) "الاستفادة من الفوائض المالية بالخارج" أقل متوسط حسابي والذي بلغ 3.66 وبانحراف معياري 1.23. بالرغم من أن هذه الفقرة سجلت أضعف متوسط مقارنة بالفقرات الأخرى لكنها تبقى نسبة معتبرة حيث وافق معظم أفراد عينة الدراسة على هذه الفقرة. وهذا يعني موافقتهم على ضرورة استعادة توطين الأموال المغربية المستثمرة خارج البورصات المغربية.

المحور الثالث: النموذج الحالي للبورصات المغربية

تم حساب النسب المئوية والتكرارات والوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات المحور الثالث، كمايلي:

جدول رقم (18.4): الوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الثالث

الرقم	الفقرة	موافق تماما %	موافق %	محايد %	معارض %	معارض تماما %	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتبة
1	قوانين تسهل الاستثمار في البورصات	21.95	26.83	-	33.54	17.68	3.02	1.48	7
2	مناخ تنظيمي يساعد على العمل	17.68	50.60	-	26.22	5.49	3.49	1.20	9
3	تنوع الأوراق المالية وتوفر أسواق آجلة	-	10.36	-	75.00	14.63	2.06	0.75	2
4	يتم التداول في البورصات يوميا	-	-	-	65.85	34.15	1.66	0.47	1
5	وجود إعلان إلكتروني متجدد	12.19	38.41	1.22	31.70	16.47	2.98	1.36	6
6	وجود سماسرة ووسطاء أكفاء	20.73	29.27	0.60	31.10	18.29	3.03	1.47	8
7	الإفصاح عن المعلومات المالية الحقيقية	4.88	14.63	-	56.09	24.39	2.19	1.12	3
8	وجود عدد معتبر من الشركات المدرجة	9.75	12.19	-	47.56	30.49	2.23	1.27	5
9	مؤشر البورصات يعكس وضعيتها الحقيقية	31.10	54.27	-	7.92	6.70	3.95	1.11	10
10	يوجد اتصال بين البورصات المغربية	7.32	12.19	3.66	50.00	26.82	2.23	1.19	4
جميع فقرات المحور									
							2.68	1.13	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن المتوسط الحسابي لجميع فقرات هذا المحور المتعلق بواقع وأداء البورصات المغربية قدر بـ 2.68 وانحراف معياري 1.13، حيث نجد أن كافة إجابات عينة الدراسة حول فقرات هذا المحور كانت متقاربة ويغلب عليها طابع المعارضة. وهذا يدل على أن أفراد عينة الدراسة غير راضين على الواقع الراهن للبورصات المغربية، ويكشف أن هذه البورصات تواجه مجموعة من المشكلات التي اعترضت نموها وحدثت من كفاءة أدائها.

الفقرة رقم (02) "المناخ التنظيمي الداخلي للبورصات المغربية يساعد على العمل"، حصلت على أعلى متوسط بقيمة 3.49 وانحراف معياري 1.20. وهذا يدل على أن المناخ التنظيمي للبورصات المغربية ملائم لعمل البورصات، ومدى وعي إدارات البورصات بضرورة تحقيق مناخ تنظيمي جيد لحسن سير العمل. حصلت الفقرة رقم (03) والتي تنص على "تنوع الأوراق المالية وتوفر أسواق آجلة" على متوسط 2.06 وانحراف معياري 0.75. وهذا يعني أن أفراد عينة الدراسة غير موافقين على هذه الفقرة. وهذا يعني عدم توفر أسواق آجلة وتشكيلة متنوعة من الأوراق المالية في البورصات المغربية، تفسح لهم المجال لاختيار ما يناسبهم مما يجعلها تفتقر للكفاءة التقنية ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار فيها.

الفقرة رقم (04) "يتم التداول في البورصات المغربية يوميا"، سجلت أضعف متوسط بقيمة 1.66 وانحراف معياري قدره 0.47، مما يدل على انخفاض عدد أيام التداول في البورصات المغربية، الذي أدى إلى انخفاض عدد الصفقات المبرمة وضعف مستويات السيولة لتدني قدرة البورصات على توفير السيولة اللازمة.

المحور الرابع: النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة

تم حساب النسب المئوية والتكرارات والوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات المحور الرابع، كما يلي:

جدول رقم (19.4): الوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الرابع

الرقم	العبارة	موافق تماما %	موافق %	محايد %	معارض %	معارض تماما %	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتبة
1	بورصة مقرها المغرب ولها فروع ببقية الدول	21.95	33.54	15.85	15.85	12.80	3.36	1.32	1
2	إطار تشريعي موحد يسهل شروط الإدراج	43.29	45.73	-	7.31	3.66	4.18	0.99	4
3	هيكل تنظيمي يتكون من أعضاء من الدول الثلاث	54.27	39.02	-	4.88	1.82	4.39	0.86	6
4	موقع إلكتروني يربط البورصات المغربية	51.21	34.14	3.66	6.10	4.88	4.20	1.11	5
5	إدراج الصكوك الإسلامية	59.75	36.58	-	3.66	-	4.49	0.88	10
6	قواعد موحدة للتداول والتسعير	53.65	39.02	-	7.32	-	4.39	0.82	7
7	إطلاق مؤشر موحد للبورصة	40.24	35.97	6.70	14.64	2.44	3.97	1.12	2
8	شركات وساطة مؤهلة وقادرة على التكامل	54.88	38.41	-	6.70	-	4.41	0.83	8
9	شركة مغربية للمقاصة	42.07	39.63	5.49	7.31	5.49	4.05	1.14	3
10	دليل لحوكمة الشركات المدرجة	53.05	42.68	-	4.26	-	4.44	0.74	9
جميع فقرات المحور							4.18	0.98	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS . V19 .

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن جميع فقرات المحور الرابع للنموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة قد تحصلت على درجة موافقة كبيرة بمتوسط 4.18 وانحراف معياري قدر بـ 0.98، مما يعكس مدى ميول أفراد عينة الدراسة على فكرة بورصة مغربية موحدة، كخطوة لانفتاح الأسواق المغربية أمام التكتلات المالية العالمية. الفقرة رقم (05) والتي تنص على "إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة"، جاءت في المرتبة الأولى بمتوسط يقدر بـ 4.49 و بانحراف معياري 0.88. وذلك استجابة لرغبات المستثمرين والمدخرين الإسلاميين العازفين عن الاستثمار في بورصات الأوراق المالية لأسباب دينية.

الفقرة رقم (10) والتي تنص على " دليل لحوكمة الشركات المدرجة لمزيد من الإفصاح والشفافية " حصلت على المرتبة الثانية بمتوسط قدره 4.44 وانحراف معياري 0.74، مما يدل على الموافقة على صياغة دليل لحوكمة الشركات التي تدرج أسهمها في البورصة ينظم العلاقات، ويحدد الحقوق والواجبات للمزيد من الإفصاح والشفافية لغرض تعزيزها لدى الشركات المدرجة.

هناك بعض التحفظ لاقتراح الفقرة رقم (01) "بورصة موحدة مقرها المغرب ولها فروع ببقية الدول" بمتوسط قدره 3.36 وانحراف معياري 1.32. ويرجع ذلك إلى انقسام آراءهم حيث تفضل كل عينة إقامة هذه البورصة في بلدها، وقد تم اقتراح المقر في المغرب كونها الأنشطة ماليا في المنطقة المغربية وتوفر البنية التحتية لاستيعاب هذه البورصة.

3.3. اختبار التوزيع الطبيعي (اختبار كولمجروف - سميروف Kolmogorov-Smirnov)

يستخدم هذا الاختبار لمعرفة ما إذا كانت البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا، حيث تختبر :

الفرضية الصفرية: العينة المسحوبة من المجتمع تتبع بياناته التوزيع الطبيعي

الفرضية البديلة: العينة المسحوبة من المجتمع لا تتبع بياناته التوزيع الطبيعي.

إذا كانت القيمة الاحتمالية (sig) أقل من أو تساوى مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية

الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، والعكس صحيح.

حيث تم استخراج اختبار كولموجروف-سميرنوف لمجالات الدراسة وكانت النتائج كالاتي:

جدول رقم (20.4): قيم اختبار كولموجروف-سميرنوف لمجالات الدراسة

الرقم	المجال	اختبار كولموجروف سميرنوف	القيمة الإحتمالية Sig
1	المناخ الاستثماري المغربي	0,081	0,010*
2	واقع و أداء البورصات المغربية	0,073	0,031*
3	دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	0,216	0,000*
4	النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	0,161	0,000*

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

للتحقق من طبيعة التوزيع باستخدام اختبار (Kolmogorov-Smirnov) تبين أن القيمة الاحتمالية (sig)

كانت أصغر من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ لجميع المجالات فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية

البديلة، وهذا ما يدل على أن البيانات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

4.3. نتائج اختبار الفرضيات

لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام الاختبارات غير المعلمية (اختبار الإشارة Sign Test، اختبار مان

وتني واختبار كروسكال ولانس). هذه الاختبارات مناسبة في حالة وجود بيانات ترتيبية، حيث أن مقياس ليكرت

المستخدم في الدراسة يعتبر مقياسا ترتيبيا.

بالنسبة لاختبار الفرضيات باستخدام اختبار الإشارة (Sign Test)، لمعرفة ما إذا كان متوسط درجة

الإجابة يساوي قيمة معينة وذلك في حالة البيانات الترتيبية أو البيانات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي. وفي هذه

الحالة يتم اختبار الفرضية الإحصائية التالية:

الفرضية الصفرية: اختبار أن متوسط درجة الإجابة لا يختلف عن 03

الفرضية البديلة: اختبار أن متوسط درجة الإجابة يختلف 03.

حيث أن درجة الحياد حسب مقياس ليكارت الخماسي هي 03. إذا كانت القيمة الاحتمالية Sig أكبر من

مستوى الدلالة $\alpha = 0.05$ (حسب نتائج برنامج spss)، فإنه لا يمكن رفض الفرضية الصفرية ويكون في هذه

الحالة متوسط آراء أفراد عينة الدراسة لا يختلف جوهريا عن درجة الحياد وهي (3). أما إذا كانت القيمة

الاحتمالية Sig أقل من مستوى الدلالة $\alpha = 0.05$ يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة القائلة أن

متوسط آراء أفراد عينة الدراسة يختلف جوهريا عن درجة الحياد (3)، وذلك من خلال قيمة الاختبار، فإذا كانت

الإشارة موجبة فمعناه أن المتوسط الحسابي للإجابة يزيد عن درجة الحياد والعكس صحيح.

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو المناخ الاستثماري المغربي وأداء البورصات المغربية.

يبين الجدول رقم (21.4)، نتائج اختبار الفرضية الأولى، موضحة كما يلي:

جدول رقم (21.4): نتائج اختبار الفرضية الأولى

الرقم	الفقرة	القيمة الاحتمالية (Sig)	القرار الإحصائي
1	المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية بين الدول	0.000*	رفض
2	مناخ الاستثمار يؤثر إيجابيا على أداء البورصات المغربية	0.000*	رفض
3	تمنح تحفيزات الضريبية للمستثمرين المحليين والأجانب	0.482**	قبول
4	التوسع في الخوصصة شجع على تفعيل البورصات المغربية	0.815**	قبول
5	تساهم البنوك في تسويق الأوراق المالية	0.000*	رفض
6	انتشار وتوسع شركات المساهمة	0.000*	رفض
7	تتسم أسعار الصرف بالدول المغربية بالاستقرار	0.000*	رفض
8	سهولة انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية	0.000*	رفض
9	للمستثمر المغربي ثقافة بورصية	0.815**	قبول
10	يساهم الإعلام المغربي بالتعريف بالبورصات	0.000*	رفض
	جميع فقرات المحور	0.000*	رفض

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19 .

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

بينت نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية (Sig) للمحور الأول تساوي 0.000، وهي بذلك دالة إحصائية

كونها أقل من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذا المحور يختلف جوهريا

عن درجة الحياد وهي (3)، وبما أن قاعدة القرار تشير إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية

البديلة (H_1) التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو المناخ

الاستثماري المغربي وأداء البورصات المغربية. مما يدل على مدى إدراك أفراد عينة الدراسة على أهمية تحسين

المناخ الاستثماري ودوره في رفع أداء البورصات، و توفير بيئة استثمارية جاذبة تتغلب على المعوقات التقليدية

التي حدثت من تدفق الاستثمارات للمنطقة المغربية.

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو عملية تكامل البورصات وأداء البورصات المغربية.

يبين الجدول رقم (22.4)، نتائج اختبار الفرضية الثانية، موضحة كما يلي:

جدول رقم (22.4): نتائج اختبار الفرضية الثانية

الرقم	الفقرة	القيمة الاحتمالية (Sig)	القرار الإحصائي
1	توفير بيئة استثمارية جاذبة تتغلب على المعوقات	0.938**	قبول
2	الاستفادة من الفوائض المالية بالخارج	0.000*	رفض
3	سد الثغرة التمويلية لبعض الدول المغربية	0.000*	رفض
4	توثيق الصلة بين المؤسسات المالية المغربية	0.000*	رفض
5	إقامة كيان مالي إقليمي بالمنطقة قادر على إزالة العوائق السياسية والاقتصادية	0.938**	قبول
6	يعتبر تكامل البورصات (التكامل المالي) خطوة نحو التكامل الاقتصادي	0.035*	رفض
7	تحديث البورصات المغربية والاتجاه نحو بورصة أكثر كفاءة	0.000*	رفض
8	زيادة ثقة المستثمر المغربي للتعامل بالأوراق المالية	0.000*	رفض
9	زيادة حجم الأسواق المالية (الإصدارات) وتنمية الأسواق الثانوية (حجم التداول)	0.000*	رفض
10	إتاحة الفرصة لإنشاء بورصة مغربية موحدة	0.000*	رفض
	جميع فقرات المحور	0.000*	رفض

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

بينت نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية (Sig) للمحور الثاني تساوي 0.000، وهي بذلك دالة إحصائية

كونها أقل من مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذا المحور يختلف جوهريا

عن درجة الحياد وهي (3)، وبما أن قاعدة القرار تشير إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية

البديلة (H_1) التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أفراد عينة الدراسة نحو عملية تكامل

البورصات وأداء البورصات المغربية. ويعني موافقتهم على فكرة التكامل وما ستحققه من أهداف للتغلب على

الصعوبات التي تواجه البورصات المغربية.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو نموذج البورصات المغربية الحالي وأداء البورصات المغربية.

يبين الجدول رقم (23.4)، نتائج اختبار الفرضية الثالثة، موضحة كما يلي:

جدول رقم (23.4): نتائج اختبار الفرضية الثالثة

الرقم	الفقرة	القيمة الاحتمالية (Sig)	القرار الإحصائي
1	وجود قوانين و تشريعات تسهل الاستثمار في البورصات	0.000*	رفض
2	المناخ التنظيمي الداخلي للبورصات يساعد على العمل	0.000*	رفض
3	تنوع الأوراق المالية وتوفر أسواق آجلة	0.000*	رفض
4	يتم التداول في البورصات يوميا	0.000*	رفض
5	يوجد إعلان إلكتروني متجدد لحركة الأسعار في البورصات	0.000*	رفض
6	يوجد سماسرة ووسطاء أكفاء بالبورصات	0.000*	رفض
7	الإفصاح عن المعلومات المالية الحقيقية للشركات المدرجة بالبورصات	0.000*	رفض
8	وجود عدد معتبر من الشركات المدرجة بالبورصات	0.000*	رفض
9	مؤشر البورصات يعكس وضعيتها الحقيقية	0.000*	رفض
10	يوجد اتصال بين البورصات المغربية	0.000*	رفض
	جميع فقرات المحور	0.000*	رفض

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

بينت نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية (Sig) للمحور الثالث تساوي 0.000، وهي بذلك دالة إحصائية

كونها أقل من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذا المحور يختلف جوهريا

عن درجة الحياد وهي (3)، وبما أن قاعدة القرار تشير إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية

البديلة (H_1) التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين اتجاهات عينة الدراسة بين نموذج البورصات

المغربية الحالي وأداء البورصات المغربية. وهذا يعني موافقتهم على أن الإجراءات القانونية والتنظيمية والتقنية

الحالية للبورصات المغربية الثلاث تؤثر على مستوى أدائهم.

الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اتجاهات أفراد عينة الدراسة نحو النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة وأداء البورصات المغربية.

يبين الجدول رقم (24.4)، نتائج اختبار الفرضية الرابعة، موضحة كما يلي:

جدول رقم (24.4): نتائج اختبار الفرضية الرابعة

الرقم	الفقرة	القيمة الاحتمالية (Sig)	القرار الإحصائي
1	بورصة مقرها المغرب و لها فروع ببقية الدول	0.184**	قبول
2	إطار تشريعي موحد ينظم إصدار وتداول الأوراق المالية ويسهل شروط الإدراج	0.000*	رفض
3	هيكل تنظيمي يساعد على حسن سير العمل ويتكون من أعضاء من الدول الثلاث	0.000*	رفض
4	موقع إلكتروني يربط البورصات المغربية	0.000*	رفض
5	إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة	0.000*	رفض
6	الاتفاق على قواعد موحدة للتداول والتسعير	0.000*	رفض
7	إطلاق مؤشر موحد للبورصة MAGHREB	0.000*	رفض
8	توفير شركات وساطة مؤهلة وقادرة على التكامل	0.000*	رفض
9	شركة مغربية للمقاصة	0.000*	رفض
10	دليل لحوكمة الشركات المدرجة لمزيد من الإفصاح والشفافية	0.000*	رفض
	جميع فقرات المحور	0.000*	رفض

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

بينت نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية (Sig) للمحور الرابع تساوي 0.000، وهي بذلك دالة إحصائية

كونها أقل من مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذا المحور يختلف جوهريا

عن درجة الحياد وهي (3)، وبما أن قاعدة القرار تشير إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية

البديلة (H_1) التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو النموذج

المقترح للبورصة المغربية الموحدة وأداء البورصات المغربية، بمعنى موافقتهم على أن الإجراءات القانونية

والتنظيمية والتقنية المقترحة للبورصة المغربية الموحدة ستؤثر على مستوى أدائهم.

لمعرفة اتجاهات عينة الدراسة نحو النموذجين الحالي والمقترح، وتفق أي نموذج على الآخر، تم اختبار الفرق بين متوسطي درجات إجابات أفراد عينة الدراسة عن كل عنصر من عناصر كل نموذج، فكانت النتائج كالآتي:

جدول رقم (25.4): اتجاهات عينة الدراسة نحو النموذجين الحالي والمقترح

الفرق بين المتوسطين	قيمة متوسط درجات الإجابة على عناصر النموذج المقترح	قيمة متوسط درجات الإجابة على عناصر النموذج الحالي	الفرضية العدمية
1.5341	4.1945	2.6604	لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط درجات إجابات أفراد عينة الدراسة نحو النموذج الحالي والنموذج المقترح

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

نلاحظ أن متوسط الفرق بين المتوسطات (1.5341) يميل لصالح النموذج المقترح، حيث نجد أن متوسط النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة يقدر بـ 4.1945 أكبر من متوسط النموذج الحالي للبورصات المغربية الثلاث والذي يبلغ 2.6604.

الفرضية الخامسة: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغيرات (الجنس، العمر، الدرجة العلمية، التخصص، المهنة، الخبرة).

أولاً: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير الجنس.

يبين الجدول رقم (26.4)، نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الجنس)، موضحة كما يلي:

جدول رقم (26.4): نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الجنس)

المجال	قيمة الاختبار	درجات الحرية	القيمة الاحتمالية (Sig)
المناخ الاستثماري المغربي	-0.676	3	0.499**
دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	-0.631	3	0.528**
النموذج الحالي للبورصات المغربية	-0.616	3	0.538**
النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	-0.626	3	0.532**
جميع محاور الاستبانة	-0.860	3	0.390**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

باستخدام اختبار مان وتني، تبين أن القيمة الاحتمالية (Sig) لجميع محاور الاستبانة تساوي 0.390 وهي

أكبر من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة وهذا يعني لا توجد فروق

ذات دلالة إحصائية في اتجاهات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير الجنس سواء كان من فئة الذكور

أو الإناث.

ثانيا: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير العمر.

يبين الجدول رقم (27.4)، نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير العمر)، موضحة كما يلي:

جدول رقم (27.4): نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير العمر)

المجال	قيمة الاختبار	درجات الحرية	القيمة الاحتمالية (Sig)
المناخ الاستثماري المغربي	1,952	3	0,583**
دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	5,032	3	0,169**
النموذج الحالي للبورصات المغربية	4,285	3	0,232**
النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	0,865	3	0,834**
جميع محاور الاستبانة	3.133	3	0.372**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

باستخدام اختبار كروسكال-والاس، تبين أن القيمة الاحتمالية (Sig) تساوي 0.372 وهي أكبر من

مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة وهذا يعني عدم وجود فروق ذات

دلالة إحصائية في اتجاهات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير العمر، وهذا يدل على أن اختلاف الأعمار

لأفراد عينة الدراسة لا يؤثر على اتجاهاتهم.

ثالثا: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير الدرجة العلمية.

يبين الجدول رقم (28.4)، نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الدرجة العلمية)، موضحة كما يلي:

جدول رقم (28.4): نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الدرجة العلمية)

المجال	قيمة الاختبار	درجات الحرية	القيمة الاحتمالية (Sig)
المناخ الاستثماري المغربي	3,005	3	0,391**
دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	3,088	3	0,378**
النموذج الحالي للبورصات المغربية	2,781	3	0,427**
النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	4,081	3	0,253**
جميع محاور الاستبانة	3.040	3	0.385**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

باستخدام اختبار كروسكال-والاس، تبين أن القيمة الاحتمالية (Sig) تساوي 0.385 وهي أكبر من

مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة وهذا يعني عدم وجود فروق ذات

دلالة إحصائية في اتجاهات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى الدرجة العلمية. وهذا يعني أن اختلاف الدرجة العلمية

لأفراد عينة الدراسة ليس لها أثر على اتجاهاتهم.

رابعا: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير التخصص.

يبين الجدول رقم (29.4)، نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير التخصص)، موضحة كما يلي:

جدول رقم (29.4): نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير التخصص)

القيمة الاحتمالية (Sig)	درجات الحرية	قيمة الاختبار	المجال
0,785**	3	1,066	المناخ الاستثماري المغربي
0,760**	3	1,172	دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية
0,883**	3	0,657	النموذج الحالي للبورصات المغربية
0,928**	3	0,460	النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة
0.872**	3	0.705	جميع محاور الاستبانة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

باستخدام اختبار كروسكال-والاس، تبين أن القيمة الاحتمالية (Sig) لجميع محاور الاستبانة تساوي

0.872 وهي أكبر من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة وهذا يعني

عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في اتجاهات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى تخصص أفراد عينة الدراسة.

خامسا: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير المهنة.

يبين الجدول رقم (30.4)، نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير المهنة)، موضحة كما يلي:

جدول رقم (30.4): نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير المهنة)

المجال	قيمة الاختبار	درجات الحرية	القيمة الاحتمالية (Sig)
المناخ الاستثماري المغربي	0.971	3	0.808**
دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	0.683	3	0.877**
النموذج الحالي للبورصات المغربية	2.458	3	0.483**
النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	1.806	3	0.614**
جميع محاور الاستبانة	1.885	3	0.597**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

باستخدام اختبار كروسكال-والاس، تبين أن القيمة الاحتمالية (Sig) تساوي 0.597 وهي أكبر من مستوى

المعنوية $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة وهذا يعني عدم وجود فروق ذات دلالة

إحصائية في اتجاهات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى المهنة.

سادسا: لا توجد فروق بين متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى متغير الخبرة.

يبين الجدول رقم (31.4)، نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الخبرة)، موضحة كما يلي:

جدول رقم (31.4): نتائج اختبار الفرضية الخامسة (متغير الخبرة)

المجال	قيمة الاختبار	درجات الحرية	القيمة الاحتمالية (Sig)
المناخ الاستثماري المغربي	1,921	3	0,589**
دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية	4,099	3	0,251**
النموذج الحالي للبورصات المغربية	4,868	3	0,182**
النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	1,201	3	0,753**
جميع محاور الاستبانة	3.478	3	0.324**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .V19

* دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

** غير دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $0.05 \leq \alpha$

باستخدام اختبار كروسكال-والاس، تبين أن القيمة الاحتمالية (Sig) تساوي 0.324 وهي أكبر من

مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة، وهذا يعني عدم وجود فروق ذات

دلالة إحصائية في اتجاهات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى الخبرة.

خلاصة الفصل الرابع

قمنا من خلال هذا الفصل باقتراح نموذج لبورصة مغربية قادرة على فرض وجودها وأثرها على الساحة العالمية، وعرضه على فئة من المختصين في مجال البورصات والأسواق المالية، للتعرف على وجهات نظرهم، من خلال الاعتماد على الاستبانة في جمع المعلومات، والتي تحتوي على جزأين، شمل الجزء الأول معلومات شخصية لأفراد عينة الدراسة، تمثلت في الجنس، العمر، الدرجة العلمية، التخصص، المهنة والخبرة، وتضمن الجزء الثاني الأسئلة المتعلقة بمحاور الدراسة، التي شملت بدورها أربعة محاور:

- المحور الأول: المناخ الاستثماري المغربي.
 - المحور الثاني: دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية.
 - المحور الثالث: النموذج الحالي للبورصات المغربية.
 - المحور الرابع: النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة.
- هدفنا، من خلال الاستبانة الإجابة على إشكالية الدراسة، وتحليل البيانات واختبار الفرضيات باستخدام أساليب إحصائية عديدة، وتوصلنا إلى عدة نتائج أهمها:
- موافقة أفراد عينة الدراسة على أن توفير مناخ استثماري جيد وتحقيق عملية التكامل بين البورصات المغربية، سيؤدي إلى تحسين أداء البورصات.
 - يميل أفراد عينة الدراسة نحو الموافقة بدرجة قوية على طريقة النموذج المقترح مقارنة بالنموذج الحالي للبورصات.
 - تبين أن اختلاف السمات الشخصية لأفراد عينة الدراسة لا تؤثر على إجاباتهم.

الختمة

خاتمة

نعيش اليوم عصر الكيانات والتكتلات الاقتصادية الكبرى، حيث أصبح تكامل بورصات الأوراق المالية مطلباً أساسياً تنادي به معظم البورصات للرفع من كفاءتها. إن البورصة المغربية الموحدة مشروع طموح، من شأنه أن يعزز فرص الاستفادة من موارد الدول المغربية، توسيع القاعدة الاستثمارية وترسيخ مفاهيم التعاون الاقتصادي، لكن إنشاءها سيواجه العديد من المعوقات بسبب الظروف السياسية والاقتصادية للدول. ورغم التحديات التي تعترض هذا المشروع، إلا أن تحقيقه أصبح ضرورة ملحة لمواجهة المتغيرات الاقتصادية المتلاحقة.

بورصة مغربية موحدة لم تعد خياراً بل حتمية لا بد من تحقيقها للنهوض بالبورصات. وقد آن الأوان لأخذ خطوات فعلية لقيامها اعتماداً على أن التنسيق بين البورصات المحلية، وبالأستفادة من التجارب العالمية في هذا المجال. وأن نؤمن أنه مهما عظمت الصعوبات، فإن العزيمة والإصرار، كفيلة بالتغلب عليها، وأن نجاح هذه الخطوة سيعطي دفعة للتعاون في مجالات أخرى، آملين في نجاح مشروع التكامل بين البورصات المغربية وصولاً إلى تكامل البورصات العربية.

النتائج

توصلنا إلى مجموعة من النتائج أبرزها:

- تعتبر عملية التكامل بين البورصات المغربية وسيلة لحرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية وزيادة التعاون فيما بينها وتعزيز جاذبيتها للاستثمار.
- لكل بورصة مغربية خصوصيتها التي تشتق من ظروف نشأتها ونمط تشريعاتها ونظمها وهيكلها.
- وتتشترك البورصات المغربية في العديد من الخصائص : قلة عدد الشركات المدرجة ، ضعف السيولة، صغر القيمة السوقية وحجم التداول.

- وجود مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نمو البورصات المغربية وحدثت من كفاءة أدائها وواقفة أمام تطورها. كغياب الوعي الكافي لدى جمهور المستثمرين ، ضعف الإمكانيات الفنية لدى البورصات، ومحدودية وضعف تنوع الأوراق المالية.
 - الاختلاف في التشريعات المنظمة للبورصات المغربية، وبطء الإطار التشريعي لا يتناسب ومتطلبات البورصات المغربية ومؤسستها.
 - الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للبورصات المغربية وغياب الشفافية، الأمر الذي أدى إلى عدم القدرة على استيعاب الفوائض المالية وهجرة أموالها نحو بورصات عالمية أكثر تقدما.
 - قلة الاتصال بين البورصات المغربية ، وضعف الإرادة السياسية من أهم الأسباب التي عرقلت تكامل البورصات المغربية.
 - ضيق نطاق البورصات المغربية على المستوى الفردي، وتباين ملحوظ في مستوى أدائها.
 - بورصة مغربية موحدة ستؤمن العديد من البدائل الاستثمارية أمام المستثمر المغربي ما يلبي حاجته في تنويع استثماراته، سواء من حيث الأدوات المالية المتاحة أو من حيث القطاعات المدرجة والتي تتباين في البورصات المغربية.
- وبعد اختبار الفرضيات تم التوصل إلى النتائج التالية:
- بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو المناخ الاستثماري المغربي وأداء البورصات المغربية" . فقد تم نفيها، مما يدل على أن المناخ الاستثماري له تأثير في جذب المستثمرين وأن المناخ الاستثماري المغربي لا يعد ملائما في الوقت الحالي ويتضح ذلك من خلال عزوف المستثمرين المغربية للاستثمار في البورصات المغربية.

- أما الفرضية الثانية القائمة التي تنص على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو عملية تكامل البورصات وأداء البورصات المغربية"، تم رفضها، بمعنى أن أفراد عينة الدراسة مؤيدين لفكرة تكامل البورصات المغربية وما لها من مزايا وإيجابيات التي ستعود على أداء بورصاتهم، وقد آن الأوان لتقف على قدم المساواة مع البورصات الدولية وأنه بالرغم من التحديات التي تواجهها لا بد أن تتيح لها فرصة التكامل.
- بخصوص الفرضية الثالثة والتي تشير إلى أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توجهات أفراد عينة الدراسة نحو نموذج البورصات المغربية الحالي وأداء البورصات المغربية"، والفرضية الرابعة التي تنص على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اتجاهات أفراد عينة الدراسة نحو النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة وأداء البورصات المغربية"، فقد تم نفيها، ويعود ذلك إلى الموافقة بدرجة قوية على النموذج المقترح لبورصة مغربية موحدة، في حين موافقتهم كانت ضعيفة على النموذج الحالي للبورصات، وهذا يعني أن أفراد عينة الدراسة يفضلون إنشاء بورصة مغربية موحدة تنتفع منها جميع الدول.
- بالنسبة للفرضية الخامسة والتي تنص على أنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين إجابات أفراد عينة الدراسة تعزى إلى المتغيرات (الجنس، العمر، الدرجة العلمية، التخصص، المهنة، الخبرة)" فقد إثباتها، ويعود ذلك إلى:
- توجه فئة الذكور أكثر من فئة الإناث، ويرجع ذلك إلى طبيعة وثقافة المجتمع العربي.
 - أفراد عينة الدراسة من مختلف الفئات العمرية، ولا تقتصر على فئة عمرية دون أخرى.
 - مستوى تعليمي جيد لأفراد عينة الدراسة (بكالوريا، ليسانس، ماجستير، دكتوراه)، أغلبيته من الجامعيين، الذي يرفع مستوى الوعي بأهمية تطوير البورصات.

- توفر التخصصات المناسبة (مالية، محاسبة، اقتصاد، تسيير) لأفراد عينة الدراسة، ما يسهل فهم واستيعاب مفاهيم التعامل بالبورصة.
- أفراد العينة يتوزعون بين مستثمر، موظف، أساتذة جامعيين، وسطاء ماليين، من ذوي الاختصاص في مجال البورصات.
- أفراد عينة الدراسة ذوي خبرة مهنية كافية من خلال التجربة والممارسة العملية، التي تساعد على الحصول على إجابات موضوعية ودقيقة.

الاقتراحات

- في ظل هذه المعوقات وهذه الصعوبات التي تواجه هذا المشروع، لا نملك إلا أن نقدم بعض الاقتراحات التي يمكن أن تساعد في تحقيق التكامل بين البورصات المغربية، ولعل أبرز هذه المقترحات:
- ضرورة إيمان كل من (الحكومات، البورصات، الهيئات المنظمة، الوسطاء، الشركات المدرجة) بفكرة البورصة الموحدة، والاتفاق على تحديد متطلبات تنفيذ المشروع المقترح.
 - الاقتناع بأن التكامل وإنشاء بورصة مغربية موحدة سيكون في مصلحة الجميع، ولابد من إزالة القيود السياسية وتعميم المصالح الاقتصادية على المصالح السياسية، ورفع القيود الواقفة أمام الاتحاد المغربي.
 - التنسيق بين المؤسسات المالية وتكثيف الجهود وتعزيز التعاون بين دول المغرب العربي، لتقديم خدمات أكثر تطوراً تتماشى وتطلعات المستثمر المغربي.
 - القيام بتحسين ظروف العمل بتكوين بنية تحتية وتقنيات تكنولوجية، والعمل على استقطاب كوادر مؤهلة وملمة بهذا المجال ذوي الخبرة والاحتراف لزيادة ثقة المستثمرين.
 - استخلاص أفضل التطبيقات والآليات، واعتماد أفضل نماذج تكامل البورصات المناسبة لبيئة الاستثمار المغربية.

- الأخذ بتجارب الدول الرائدة في مجال تكامل البورصات التي تبنت مفاهيم التكامل وتكوين بورصات مشتركة مثل البورصة الأوروبية (Euronext)، وخاصة تجربة الاتحاد الأوروبي كونه أفضل شريك للمنطقة.

- عمل الحملات الترويجية في الخارج للترويج بالبورصة الموحدة، والترويج أيضا للشركات الجيدة المدرجة، والتوجه بتلك الحملات إلى دول العالم التي تتركز بها رؤوس الأموال.

- إقامة بورصة مقرها المغرب كونها الأنشطة ماليا مغاريا، مجلس الإدارة من مختلف الدول المغاربية . أنظمة وتشريعات موحدة مع هيكل تنظيمي واضح ، مؤشر موحد Maghreb، تبنى مفهوم التداول الالكتروني، وأنه بإمكان المواطن المغربي تداول أي سهم من أي بقعة في العالم.

- ضرورة العمل على تشجيع الاستثمارات الأجنبية بشكل عام من قبل الحكومة بطرق مختلفة، كما أنه يجب على متخذي القرار والمسؤولين في سوق الأوراق المالية العمل على تسهيل عملية الاستثمار الأجنبي في السوق، ولذلك تأثيره الإيجابي على مؤشرات الأداء بشكل عام، مما يساعد على بناء سوق أوراق مالية قوي وذو كفاءة.

التوجيهات المستقبلية للدراسة:

- أما في مجال الأبحاث المستقبلية فنقترح دراسة " نحو بورصة مغاربية موحدة ذات طابع إسلامي"، حيث طرأت الحاجة لإنشاء بورصة تتماشى مع متطلبات الشريعة الإسلامية لأسباب مختلفة منها:
- التطور الكبير والنجاح للمؤسسات المالية الإسلامية في العالم الإسلامي وحتى الغربي.
 - استجابة لرغبات المستثمرين العازفين عن التعامل في بورصات الأوراق المالية لأمر دينية.
 - كثرة الدراسات والتفسيرات الإسلامية للبورصات.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1. الكتب:

1. أحمد شعبان محمد علي، (2014): الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
2. أحمد هاشم اليوشع، (2003): عولمة الاقتصاد الخليجي: قراءة للتجربة البحرينية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر: عمان، الأردن.
3. إدوارد جيلباتريك، (2008): الاستثمار في البورصة، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية: القاهرة، مصر.
4. أسامة عبد الخالق الأنصاري، (2008): الدليل العملي للاستثمار بالبورصة، السحاب للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
5. الضيف محمد عدنان، (2012): مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
6. النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، (1998): مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر، ص173.
7. إلهام وحيد دحام، (2013): فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية: القاهرة، مصر.
8. جمال جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
9. جمال عبد الناصر مانع، (2004): اتحاد المغرب العربي، دار العلوم للنشر والتوزيع: عنابة، الجزائر.

10. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، (2011): المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
11. حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، (2013): الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات، زهران للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
12. حمدي عبد العظيم، (2012): اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث: القاهرة، مصر.
13. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
14. خبابه عبد الله، (2013): الاقتصاد المصرفي (النقود - البنوك التجارية - البنوك الإسلامية - السياسة النقدية - الأسواق المالية - الأزمة المالية)، دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية، مصر.
15. دريد كامل آل شبيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
16. دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليلي الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
17. ديماء وليد حنا الرضي، (2015): الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر.
18. رائد عبد الخالق عبد الله العبيدين خالد أحمد فرحان المشهداني، عباس خضير الجنابي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
19. رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى : عمان، الأردن.

20. رمزي محمود، (2013): الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات في الرأسمالية والإسلام وأسرار الصكوك في مصر والعالم، منشأة المعارف للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر
21. زكريا سلامة عيسى شطناوي، (2007): الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
22. زياد رمضان، مروان شموط، (2007): الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع والتوريدات: القاهرة، مصر.
23. شقيري نوري، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز، الدويكات، (2014): دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
24. صلاح الدين حسن السيسي، (2003): بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
25. صلاح الدين حسن السيسي، (2014): البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
26. عباس كاظم الدعيمي، (2014): السياسة النقدية المالية وأداء الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية: عمان، الأردن.
27. عبد الغفار حنفي، (2002): رسمية زكي قرياص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
28. عبد الكريم جابر العيساوي، (2012): التمويل الدولي-مدخل حديث، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
29. عز حسن، عبد الفتاح، مقدمة في الإحصاء الوصفي والاستدلالي، جدة، السعودية، خوارزم العلمية للنشر والتوزيع، 2008.

30. علاء فرحان طالب، (2015): حيدر يونس الموسري، محمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية-مدخل فكري معاصر، دار الأيام للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
31. فاروق رفيق التهموني، (2014): اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين مؤشرات بورصة عملن للأوراق المالية، أسواق المال: دراسات تطبيقية، المنظمة العربية للتنمية الادارية: القاهرة، مصر.
32. فريد راغب النجار، (2009): أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر
33. فيصل محمود الشواور، (2007): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
34. متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
35. محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون: القاهرة، مصر.
36. محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر.
37. محمد صالح الحناوي، (2005): بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر و التوزيع: الإسكندرية، مصر.
38. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم، (2002): بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
39. محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، (2012): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.

40. محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد، (2013): أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
41. محمد عبد الحميد عطية، (2011): الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
42. محمد علي سويلم، (2013): أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
43. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، (2006): الاستثمار في البورصة-أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن
44. محمد محمود شلبي، (2013): علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
45. مختار حميدة، (2013): الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية: بيروت، لبنان.
46. مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: دمشق، سوريا.
47. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، (2008): المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
48. مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، مكتبة الجامعة الشارقة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
49. ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، (2012): المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع: بيروت لبنان.

50. هوشيار معروف كاكامولا، (2003): الإستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
51. هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى: عمان، الأردن.
52. وسام ملاك، (2003): البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، الطبعة الأولى: بيروت، لبنان.
53. وليد صافي، أنس البكري، (2012): الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
54. يوسف حسن يوسف، (2014): الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع: الإسكندرية، مصر.
- 2. المقالات والمجلات:**
55. الأسرج حسين عبد المطلب، (2005): آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 209.
56. الحبيب بن يحيى، (2006): مؤتمر الإصلاحات في القطاع المالي والاندماج المالي في دول اتحاد المغرب العربي: الرباط، المغرب.
57. خالفي علي، رميدي عبد الوهاب، رابطة دول جنوب شرق آسيا (الآسيان) ASEAN نموذج الدول النامية للإقليمية المنفتحة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس.
58. حسن العمري، (2007): الاستثمار الأجنبي وأثره على تقييم الأداء في السوق المالي، مجلة دراسات شرق أوسطية.

59. فادي خلف، (2013): الربط بين البورصات العربية ورحلة البحث عن التكامل، مجلة سوق المال، العدد 29.
60. مفتاح صالح، بوعبد الله علي، (2013): واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14.
61. كاميل ساري، (2015): بلدان المغرب العربي الأضعف في العالم ب 2% من المبادلات التجارية، مركز الدراسات الاستراتيجية والديبلوماسية.
62. لعجال أعجال محمد لمين، (2010): معوقات التكامل في إطار الإتحاد المغاربي وسبل تجاوزه ذلك، مجلة المفكر، العدد 05.
63. محمد الشكري، (2007): تجربة التكامل الاقتصادي لدول إتحاد المغرب العربي، المؤتمر المصرفي العربي السنوي: الدوحة، قطر.
64. محمد قمر الإسلام، (2004): تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية: أنقرة، تركيا، العدد، 42.
65. محمود صالح عطية، (2012): تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد 54.
66. هشام طلعت عبد الحكيم، (2011): عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته مع بعض الأسواق المالية العربية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 88.
67. وسام حسين علي، (2013): أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2010) باستخدام نموذج متجه نحو تصحيح الأخطاء (VECM)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 10.

3. الملتقيات والمنتديات:

68. أحمد الهدواج، (2010): التجارب الأوروبية في ميدان ربط شركات المقاصة والتسوية والحفظ (CSDs) والحلول المتاحة لمثيلاتها العربية، اتحاد البورصات العربية: طرابلس، ليبيا.
69. أشرف محمد دوابه، (2009): تكامل الأسواق المالية العربية- آفاق وتحديات، مؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة خلال الفترة من 14-15 أبريل، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية: عمان، الأردن.
70. العسري عمر، (2009): البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، جامعة محمد الخامس السويسي: الرباط، المغرب.
71. جبار محفوظ،(2007): تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الاقتصادي العربي، الواقع والأفاق يومي 17-17 أبريل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي: الأغواط، الجزائر.
72. زيدان محمد، نورين بومدين، (2006): مداخلة بعنوان "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر" الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية يومي 21/22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر.
73. سامي خطاب، (2007): دور الإدراج المشترك للأوراق المالية وإيصالات الإيداع الدولية والأميركية في تكامل أسواق رأس المال العربية، ملتقى أسواق رأس المال العربية تحت عنوان تكامل أسواق رأس المال العربية والتحديات 17-19 فبراير: عمان، الأردن.
74. سامي خطاب، (2008): تطور الأسواق المالية العربية: فرص التكامل والتنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني.

75. سقباني محمد، (1981): الإمكانيات والصيغ وقضايا عملية، مركز دراسات الوحدة العربية، صندوق النقد العربي التكامل النقدي العربي، المبررات، المشاكل، الوسائل، لبنان .
76. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، (2014): الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 05 و 06 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس: سطيف، الجزائر
77. عادل مساوي، عبد العلي حامي الدين، (2010): المغرب العربي – التفاعلات المحلية والإقليمية والإسلامية، مركز البيان للبحوث والدراسات.
78. عبد الرسول عبد جاسم، (2006): سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستثمار، موقع مركز المستقبل للدراسات والبحوث.
79. ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، (2007): الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة الاقتصادية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
4. التقارير والمراسيم
80. التقارير الربع سنوية لصندوق النقد العربي.
81. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.
82. تطورات وإنجازات الخصخصة في الدول العربي، (2001): قاعدة بيانات الخصخصة، البنك الدولي.
83. دليل الأدوات المالية، (2012): بورصة تونس.

84. قانون إعادة تنظيم السوق المالية التونسية رقم 117، (1994): المادة 23 ، تونس.
85. كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي(2013): سوق دبي المالي.
86. مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، (2003): صندوق النقد العربي.
5. الأطروحات ومذكرات الماجيستر:
87. العاقر جمال الدين ، (2008-2009): التجانس الضريبي كآلية لتفعيل التكامل الاقتصادي، مذكرة ماجيستر، جامعة منتوري قسنطينة: قسنطينة، الجزائر.
88. بن دحان الياس الأزهر، (2012-2013): دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر.
89. بن عمر بن حاسيس، (2012-2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقاوي: تلمسان، الجزائر.
90. بوتة نسرين، (2014-2015): الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة ماجيستر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر.
91. بوعاملي ياسين، (2009-2010): الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها "دراسة بعض التجارب المغربية"، مذكرة ماجيستر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة: قسنطينة، الجزائر.
92. بوكساني رشيد، (2005-2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

93. حاج موسى نسيم، (2008-2009): الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة: بومرداس، الجزائر.
94. رشام كهينة، (2008-2009): واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة: بومرداس، الجزائر.
95. سامية زيطاري، (2004): ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
96. لطرش سميرة، (2009-2010): كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة : قسنطينة، الجزائر.
97. منصر كريمة، (2002): السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

المراجع باللغة الأجنبية

❖ المراجع باللغة الفرنسية

1. Les ouvrages :

98. Abdelkader Beltas, (2007) : Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, editor Legende : Alger, Algérie.
99. Alain Choinel, Gérard Rouyer : (2002), le marché financier –structure et acteurs-, revue banque édition : Paris, France.
100. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, (2009): marché financiers-gestion de portefeuille et des risques, DUNOD, 5^e édition: Paris, France.
101. Catherine Karyotis, (2009) : l'essentiel de la bourse, Gualino éditeur, lestonso éditions : Paris, France.
102. Didier Vitrac, (2001) : tout savoir sur la bourse, Gualino éditeur : Paris, France.

103. Doubi Bi Tra, (2011) : Banque, Finance & Bourse, L'armatten : Paris , France.
104. Eric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Toumyol du clos, (2010) : Eyrolles édition d'organisation, Paris, France.
105. Erwan LE SAOUT , (2008) : Introduction aux marchés financiers , 2^e édition, Economica : Paris, France.
106. Ferederic Mishkin, Christian Borses, Pierre-Cyrille Hautcoeur, Dominique Lacoue-Labarthe, (2007) : Monnaie, banque et marchés financiers, Nouveaux Horizons, 8^e édition : Paris, France.
107. Franck Moraux, (2010): finance de marché, PEARSON édition: Paris, France.
108. Henri BOURACHOT, Gilles RENOUARD, Jean-Luc RETTEL, (2010) : 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Bréal éditions, 4^e édition, France.
109. Hervé JUVIN, Les marchés financiers, (2004) : voyage au cœur de la finance mondiale, Editions d'organisation : Paris, France.
110. Jacques HAMON, (2008) : Bourse et gestion de portefeuille, Economica, 4^e édition : Paris, France.
111. Jean David AVENEL, (2011) : l'essentiel des marchés financiers aux Etats-Unis, gualino : Paris, France.
112. Jean-François SUSBIELLE, (2001) : Comprendre la bourse sur internet, éditions d'organisation : Paris, France.
113. Jérémy Morvan, (2014): Marché financiers et instruments financiers, Dunod: Paris, France.
114. Jonatham Berk, Peter DE Marzo, (2008): Finance d'entreprise, Pearson éducation : Paris, France.
115. Laurent LAFONT, Aton Molina, Eric GIRAND, (2012) : Bourse investir et gagner, Prat éditions : Paris, France.
116. MANSOUR MANSOURI, (2002) : La Bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma : Alger, Algérie.
117. Michel Fleuriet Yves SIMON, (2003) : Bourse et marchés financiers, Economica, 2^e édition : Paris, France, p24.
118. Pascal CHEVELOT, (2010-2011) : La bourse « tout comprendre pour gagner », mieux vivre ARG Édition : Paris, France.
119. Paul-Jacques Lahman, (2014) : Economie des marchés financiers, De Boeck, 2^e édition, Belgique.
120. Philippe SPIESSER, (2007) : La bourse, Vuibert, 3^e édition : Paris, France.
121. Roland Portait, Patrice Poncet, (2008): Finance de marché, Dalloz: Paris, France.

122. Zvi Bodie, Robert Merton, (2007): Finance, Nouveaux Horizons, 2^e édition : Paris, France.

2. les articles :

123. Abderrahmane MEBTOUL, (2012) : Face à la mondialisation, le renforcement de la coopération algéro marocaine passe par l'intégration maghrébine : Rabat, Maroc.

124. Christophe Boutin, (2013) : La difficile montée en puissance de l'Union du Maghreb Arabe, observatoire d'études géopolitiques : New York, USA.

125. Estelle BRACK, (2008) : Le projet d'union monétaire maghrébine, Banque Stratégie n° 262, Paris, France.

126. Fabien ARNAUD, L'ASEAN, (2011-2012): une zone hétérogène en quête d'intégration, ESCM, Mémoire de spécialité appliquée.

127. Gabriel Mougani, (2014) : Défis de l'intégration financière régionale et de la coordination monétaire dans la zone monétaire de l'Afrique de l'ouest et dans la communauté de l'Afrique de l'est, analyse et recommandations, Banque Africaine De Développement, N3.

128. Habib BEN YAHIA, (2006) : L'Entreprise Maghrébine : Concurrence et Complémentarité, 211^{ème} session : Sousse, Tunisie.

129. Jean-Paul Calero, (2014). La naissance du Marché intégré latino-américain (MILA): Les défis d'un nouveau schéma d'intégration des marchés des capitaux en Amérique latine, Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), Montréal, Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation : Montréal, Canada.

130. M. de Sola Perea, Ch. Van Nieuwenhuyze, (2014): Intégration et fragmentation financières dans la zone euro, BNB Revue économique.

4. Les rapports :

131. Guide de valeurs mobilières, (1998) : Bourse d'Alger.

132. GUIDE DES INDICES BOURSIERS, (2012) : bourse de Tunis.

133. La bourse des valeurs mobilières de Tunis, (2014) : Repères de gouvernance et pistes de résilience pour un meilleur financement de l'économie.

134. Les enjeux de l'intégration maghrébine, (2003): Ministère des finances et de la privatisation, document de travail n° 90, Maroc.

135. L'intégration du système financier de la CEDEAO, (2011): Opportunités, Défis et Perspectives, Agence monétaire de l'Afrique de l'Ouest.

136. L'intégration financière au Maghreb et ses perspectives, (2010) : Réunion d'experts sur le financement du développement en Afrique du Nord.

137. L'union des marchés de capitaux en 5 questions, (2015) : Finance Watch: Bruxelles, Belgique.
138. Nouveaux Indices MASI Flottant et MADEX Flottant, (2014) : bourse de Casablanca.
139. Rapport de l'étude de la faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs, (2008) : Union Africain, département des affaires économiques.
140. Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, (2012), Nations Unies: Casablanca, Maroc.

4. Les Thèses :

141. Ban Kosal MINH, (2007), Développement financier et croissance économique : le cas principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge, thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques et de gestion, Université Lumière Lyon 2 : Lyon, France.
142. ZENASNI Soumia, (2013-2014) : les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et de crises, thèse de doctorat en sciences économiques, université de Tlemcen : Tlemcen, Algérie.

❖ المراجع باللغة الإنجليزية:

143. Amor Tahari, Patricia Brenner, Erik De Vrijer, Marina Moretti, Abdelhak Senhadji, Gabriel Sensenbrenner, and Juan Solé, (2007) : Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries, IMF Working Paper, International Monetary Fund.
144. James Mcandrews and Chris Stefanadis, The Consolidation of European Stock Exchanges, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, volume 8, numéro 6.
145. Kurihara, Yutaka, Sadayoshi Takaya, Nobuyoshi Yamori, (2006): Global Information Technology and Competitive Financial Alliances, IDEA Group publishing, London, England.

المواقع الالكترونية

146. موقع إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية: www.feas.org

147. موقع إتحاد أسواق رأس المال: ec.europa.eu

148. موقع اتحاد البورصات العرب: www.arab-exchanges.org

149. الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالية الإقليمية: www.brvm.org

150. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz
151. الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com
152. الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn
153. الموقع الرسمي لسوق دبي: www.dfm.ae
154. موقع المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية www.iosco.org
155. موقع الهيئة العامة www.cmf.org.tn
156. موقع الهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.cdvm.gov.ma
157. موقع بورصة فلسطين: www.pex.ps
158. موقع جريدة الرأي المغربية: www.alrai.com
159. موقع جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية: www.african-exchange.org
160. موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: www.cosob.org
161. موقع وكالة الأنباء الجزائرية: www.aps.dz

الملاحق

الملحق رقم (01): نموذج أداء البورصات

المغارية سنة 2014

أداء بورصة الدار البيضاء الربع الأول، الثاني، الثالث والرابع لسنة 2014

	يونيو	مايو	أبريل	الربع الثاني 2014 Q2	الربع الأول 2014 Q1	الربع الثاني 2013 Q2	
	June	May	Apr				
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Casablanca Stock Exchange	74	74	74	74	75	76	بورصة الدار البيضاء
Market Capitalization							القيمة السوقية
Moroccan Dirham (Million)	456,461	469,350	468,033	456,461	469,184	425,075.2	بالدرهم المغربي (مليون)
In US Dollar (Million)	55,713.6	57,012.6	57,643.1	55,713.6	57,358.8	49,674.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Moroccan Dirham (Million)	2,424.6	880.3	4,335.4	7,640.2	6,390.9	12,336.8	بالدرهم المغربي (مليون)
In US Dollar (Million)	295.9	106.9	533.9	932.5	781.3	1,441.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	13.8	6.3	35.9	56.0	27.8	52.4	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	21	21	22	64	61	64	عدد أيام التداول
Average daily trading	14.1	5.1	24.3	14.6	12.8	22.5	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	0.5	0.2	0.9	1.7	1.4	2.9	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
MASI Local index	9,226.6	9,494.8	9,471.6	9,226.6	9,519.2	8,792.2	مؤشر بورصة الدار البيضاء
Change in index	-2.8	0.2	-0.5	-3.1	4.4	-2.8	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2014 الربع الرابع Q4	2014 الربع الثالث Q3	2013 الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Casablanca Stock Exchange	75	74	74	75	74	75	بورصة الدار البيضاء
Market Capitalization							القيمة السوقية
Moroccan Dirham (Million)	484,448	493,898	510,073	484,448	497,008	451,112.9	بالدرهم المغربي (مليون)
In US Dollar (Million)	53,369.1	57,523.6	57,808.5	53,369.1	56,879.6	55,328.9	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Moroccan Dirham (Million)	11,489.0	4,668.2	2,527.6	18,684.7	6,694.8	21,789.5	بالدرهم المغربي (مليون)
In US Dollar (Million)	1,265.7	543.7	286.5	2,058.4	766.2	2,672.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	65.8	11.6	12.9	90.3	50.9	94.1	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	23	18	22	63	60	60	عدد أيام التداول
Average daily trading	55.0	30.2	13.0	32.7	12.8	44.5	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	2.4	0.9	0.5	3.9	1.3	4.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
MASI Local index	9,620.1	9,975.7	10,352.1	9,620.1	10,080.8	9,114.1	مؤشر بورصة الدار البيضاء
Change in index	-3.6	-3.6	2.7	-4.6	9.3	5.1	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)

أداء بورصة تونس الربع الأول، الثاني، الثالث والرابع لسنة 2014

	يونيو	مايو	أبريل	الربع الثاني 2014 Q2	الربع الأول 2014 Q1	الربع الثاني 2013 Q2	
	June	May	Apr				
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Tunis Stock Exchange	75	74	73	75	73	65	بورصة تونس
Market Capitalization							القيمة السوقية
Tunisian Dinar (Milion)	14,938.3	14,819.6	14,728.0	14,938.3	15,105.3	14,358.9	بالدينار التونسي (مليون)
In US Dollar (Milion)	8,887.6	9,091.7	9,208.5	8,887.6	9,529.6	8,699.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Tunisian Dinar (Milion)	180.8	73.1	73.5	327.4	584.4	427.0	بالدينار التونسي (مليون)
In US Dollar (Milion)	107.6	44.8	46.0	194.8	368.7	258.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Milion)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	78.3	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	21	21	21	63	60	63	عدد أيام التداول
Average daily trading	5.1	2.1	2.2	3.1	6.1	4.1	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	1.21	0.49	0.50	2.19	3.87	2.97	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Milion \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
BVMT Local index	4,595.9	4,537.5	4,487.6	4,595.9	4,591.2	4,608.4	مؤشر بورصة تونس
Change in index	1.3	1.1	-2.3	0.1	4.9	-2.5	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	13.0	14.9	14.6	13.0	14.9	15.4	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	1.7	1.8	1.8	1.7	0.0	1.8	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	3.9	3.6	3.6	3.9	3.5	3.5	الربح (%)

				2014	2014	2013	
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Tunis Stock Exchange	81	80	79	81	78	65	بورصة تونس
Market Capitalization							القيمة السوقية
Tunisian Dinar (Million)	17,324.0	16,952.8	16,480.3	17,324.0	14,702.4	14,120.1	بالدينار التونسي (مليون)
In US Dollar (Million)	9,295.0	9,197.5	9,061.1	9,295.0	8,160.3	8,589.9	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Tunisian Dinar (Million)	30.1	20.9	28.2	79.2	33.2	360.1	بالدينار التونسي (مليون)
In US Dollar (Million)	16.1	11.3	15.5	42.5	18.4	219.1	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	242.5	175.2	248.9	666.6	198.451	54.4	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	23	22	22	67	61	62	عدد أيام التداول
Average daily trading	0.7	0.5	0.7	0.6	0.3	3.5	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	0.17	0.12	0.17	0.46	0.23	2.55	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
BVMT Local index	5,090.0	4,969.8	4,903.1	5,090.0	4,580.3	4,376.7	مؤشر بورصة تونس
Change in index	2.4	1.4	7.0	11.1	-0.3	-1.9	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	15.6	15.2	14.8	15.6	13.2	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	2.2	2.1	2.0	2.2	1.7	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	3.3	3.3	3.4	3.3	3.9	0.0	الربح (%)

أداء بورصة الجزائر الربع الأول، الثاني، الثالث والرابع لسنة 2014

	يونيو	مايو	أبريل	الربع الثاني 2014 Q2	الربع الأول 2014 Q1	الربع الثاني 2013 Q2	
	June	May	Apr				
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,681	9,715	9,755	9,681	9,781	9,978	بالتدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	122.2	122.8	124.1	122.2	124.5	124.4	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,270	6,345	6,470	19,085	19,728	21,215	بالتدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	79.1	80.2	82.3	240.8	251.1	264.5	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	10.7	10.1	10.1	30.9	30.5	44.4	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	9.89	10.02	10.29	10.03	10.46	11.02	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.07	0.07	0.20	0.20	0.21	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى الربح
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة التفضيرية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2014 الربع الرابع Q4	2014 الربع الثالث Q3	2013 الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,735	9,646	9,788	9,735	9,689	9,889	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	110.7	112.0	116.5	110.7	116.4	124.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,311	6,211	6,344	18,866	18,765	20,896	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	71.8	72.1	75.5	214.5	225.5	263.4	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.1	12.1	10.3	33.5	31.5	34.3	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	8.97	9.02	9.44	8.94	9.40	10.98	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.06	0.06	0.19	0.19	0.21	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)

الملحق رقم (02): تركيبة مؤشر

MASI

Données relatives au flottant des sociétés composant le MASI®

Valeur	Nb titres total	Cours	Facteur flottant	Capitalisation	Poids capi.*	Capitalisation flottante	Poids capi.flot **	Facteur plafon.***	Poids retenu
ITISSALAT AL-MAGHRIB	879 095 340	68,24	0,15	59 989 466 001,60	32,2643	8 998 419 900,24	21,6527	0,904590852	20,0000
ONA	17 462 450	883,00	0,40	15 419 343 350,00	8,2930	6 167 737 340,00	14,8413	1,000000000	15,1544
BCM	19 265 558	901,00	0,25	17 358 267 758,00	9,3358	4 339 566 939,50	10,4422	1,000000000	10,6625
BMCE	15 875 139	515,00	0,40	8 175 696 585,00	4,3972	3 270 278 634,00	7,8692	1,000000000	8,0352
LAFARGE CEMENTS	4 764 305	2 420,00	0,20	11 529 618 100,00	6,2010	2 305 923 620,00	5,5487	1,000000000	5,6657
HOLCIM (Maroc)	4 210 000	1 190,00	0,40	5 009 900 000,00	2,6945	2 003 960 000,00	4,8221	1,000000000	4,9238
SNI	10 900 000	890,00	0,20	9 701 000 000,00	5,2175	1 940 200 000,00	4,6687	1,000000000	4,7671
CIMENTS DU MAROC	7 218 002	1 176,00	0,15	8 488 370 352,00	4,5653	1 273 255 552,80	3,0638	1,000000000	3,1284
SAMIR	11 899 665	352,00	0,30	4 188 682 080,00	2,2528	1 256 604 624,00	3,0237	1,000000000	3,0875
BCP	5 888 051	690,00	0,30	4 062 755 190,00	2,1851	1 218 826 557,00	2,9328	1,000000000	2,9947
BRASSERIES DU MAROC	2 825 201	1 425,00	0,30	4 025 911 425,00	2,1653	1 207 773 427,50	2,9062	1,000000000	2,9675
SONASID	3 900 000	800,00	0,35	3 120 000 000,00	1,6780	1 092 000 000,00	2,6277	1,000000000	2,6831
COSUMAR	4 191 057	760,00	0,25	3 185 203 320,00	1,7131	796 300 830,00	1,9161	1,000000000	1,9565
BMCI	7 751 734	680,00	0,15	5 271 179 120,00	2,8350	790 676 868,00	1,9026	1,000000000	1,9427
CENTRALE LAITIERE	942 000	4 991,00	0,15	4 701 522 000,00	2,5286	705 228 300,00	1,6970	1,000000000	1,7328
CDM	8 338 176	400,00	0,15	3 335 270 400,00	1,7938	500 290 560,00	1,2038	1,000000000	1,2292
MANAGEM	8 507 721	220,00	0,25	1 871 698 620,00	1,0067	467 924 655,00	1,1260	1,000000000	1,1497
LESIEUR CRISTAL	2 763 151	1 041,00	0,15	2 876 440 191,00	1,5470	431 466 028,65	1,0382	1,000000000	1,0601
WAFIA ASSURANCES	3 500 000	480,00	0,25	1 680 000 000,00	0,9036	420 000 000,00	1,0106	1,000000000	1,0320
EQDOM	1 670 250	1 005,00	0,20	1 678 601 250,00	0,9028	335 720 250,00	0,8078	1,000000000	0,8249
AUTO HALL	2 360 000	362,05	0,25	854 438 000,00	0,4595	213 609 500,00	0,5140	1,000000000	0,5248
AGMA LAHLOU-TAZI	200 000	2 800,00	0,35	560 000 000,00	0,3012	196 000 000,00	0,4716	1,000000000	0,4816
SMI	1 645 090	473,00	0,25	778 127 570,00	0,4185	194 531 892,50	0,4681	1,000000000	0,4780
BRANOMA	500 000	1 222,00	0,30	611 000 000,00	0,3286	183 300 000,00	0,4411	1,000000000	0,4504
CIH	33 233 631	26,50	0,20	880 691 221,50	0,4737	176 138 244,30	0,4238	1,000000000	0,4328
OULMES	550 000	1 660,00	0,15	913 000 000,00	0,4910	136 950 000,00	0,3295	1,000000000	0,3365
AFRIQUIA GAZ	1 031 250	345,10	0,25	355 884 375,00	0,1914	88 971 093,75	0,2141	1,000000000	0,2186
ALUMINIUM DU MAROC	465 954	801,00	0,20	373 229 154,00	0,2007	74 645 830,80	0,1796	1,000000000	0,1834
MAGHREBAIL	1 025 320	360,00	0,20	369 115 200,00	0,1985	73 823 040,00	0,1776	1,000000000	0,1814
AUTO NEJMA	775 200	605,00	0,15	468 996 000,00	0,2522	70 349 400,00	0,1693	1,000000000	0,1729
NEXANS MAROC	2 243 520	136,10	0,20	305 343 072,00	0,1642	61 068 614,40	0,1469	1,000000000	0,1500
CTM	1 225 978	238,00	0,20	291 782 764,00	0,1569	58 356 552,80	0,1404	1,000000000	0,1434
MAROC LEASING	1 594 950	140,00	0,25	223 293 000,00	0,1201	55 823 250,00	0,1343	1,000000000	0,1372
UNIMER	550 000	870,00	0,10	478 500 000,00	0,2574	47 850 000,00	0,1151	1,000000000	0,1176
FERTIMA	1 150 000	400,00	0,10	460 000 000,00	0,2474	46 000 000,00	0,1107	1,000000000	0,1130
MAGIREB OXYGENE	812 500	180,95	0,30	147 021 875,00	0,0791	44 106 562,50	0,1061	1,000000000	0,1084
SOFA-CREDIT	1 416 664	190,00	0,15	269 166 160,00	0,1448	40 374 924,00	0,0972	1,000000000	0,0992
ACRED	600 000	370,00	0,15	222 000 000,00	0,1194	33 300 000,00	0,0801	1,000000000	0,0818
LA MAROCAINE VIE	1 837 500	170,15	0,10	312 650 625,00	0,1682	31 265 062,50	0,0752	1,000000000	0,0768
BALIMA	174 400	839,00	0,20	146 321 600,00	0,0787	29 264 320,00	0,0704	1,000000000	0,0719
CARNAUD	1 445 850	385,00	0,05	556 652 250,00	0,2994	27 832 612,50	0,0670	1,000000000	0,0684
BERLIET- MAROC	1 250 000	107,00	0,20	133 750 000,00	0,0719	26 750 000,00	0,0644	1,000000000	0,0657
ZELLIDJA S.A	572 849	293,30	0,15	168 016 611,70	0,0904	25 202 491,76	0,0606	1,000000000	0,0619
IB MAROC.COM	417 486	109,00	0,50	45 505 974,00	0,0245	22 752 987,00	0,0547	1,000000000	0,0559
SCE	616 448	141,10	0,25	86 980 812,80	0,0468	21 745 203,20	0,0523	1,000000000	0,0534
TASLIF	409 000	170,00	0,25	69 530 000,00	0,0374	17 382 500,00	0,0418	1,000000000	0,0427
DIAC SALAF	1 053 404	36,00	0,45	37 922 544,00	0,0204	17 065 144,80	0,0411	1,000000000	0,0419
L.GMC	549 312	169,50	0,15	93 108 384,00	0,0501	13 966 257,60	0,0336	1,000000000	0,0343
PAPELERA DE TETUAN	918 750	20,00	0,20	18 375 000,00	0,0099	3 675 000,00	0,0088	1,000000000	0,0090
REBAB COMPANY	160 415	140,00	0,10	22 458 100,00	0,0121	2 245 810,00	0,0054	1,000000000	0,0055
LE CARTON	159 999	30,52	0,20	4 883 169,48	0,0026	976 633,90	0,0024	1,000000000	0,0024
DIAC EQUIPEMENT	203 860	24,34	0,10	4 961 952,40	0,0027	496 195,24	0,0012	1,000000000	0,0012
TOTAL	1 082 117 130			185 931 631 157,48	100,0000	41 557 973 210,23	100,0000		100,0000

* Capitalisation

** Capitalisation flottante

*** Plafonnement

الملحق رقم (03): تركيبة مؤشر

TUNINDEX

**COMPOSITION DE L'INDICE TUNINDEX /
COMPONENTS OF TUNINDEX**

N°	CODE ISIN / ISIN CODE	MNEMO	VALEUR / COMPANY NAME	NOMBRE DE TITRES ADMIS DANS L'INDICE / NUMBER OF SHARES	FLOTTANT / FREE FLOAT	FACTEUR DE PLAFONNEMENT / CAPPING COEFFICIENT
1	TN0001000108	MNP	MONOPRIX	19 969 372	30%	1,0000000000000000
2	TN0001100254	SFBT	SFBT	105 000 000	30%	0,937488548450116
3	TN0001200401	TAIR	TUNISAIR	106 199 280	20%	1,0000000000000000
4	TN0001300557	BTE	BTE (ADP)	1 000 000	100%	1,0000000000000000
5	TN0001400704	SPDIT	SPDIT - SICAF	28 000 000	20%	1,0000000000000000
6	TN0001500859	AMS	AMS	5 365 604	30%	1,0000000000000000
7	TN0001600154	TJARI	ATTIJARI BANK	39 748 290	20%	1,0000000000000000
8	TN0001800457	BIAT	BIAT	17 000 000	30%	1,0000000000000000
9	TN0001900604	BH	BH	34 000 000	20%	1,0000000000000000
10	TN0002100907	TLS	TUNISIE LEASING	9 000 000	30%	1,0000000000000000
11	TN0002200053	BT	BT	150 000 000	50%	0,945927978983886
12	TN0002300358	AL	AIR LIQUE TSIE	1 364 710	10%	1,0000000000000000
13	TN0002400595	UBCI	UBCI	20 001 529	20%	1,0000000000000000
14	TN0002500650	PLTU	PLAC, TSIE-SICAF	1 000 000	10%	1,0000000000000000
15	TN0002600955	STB	STB	24 860 000	40%	1,0000000000000000
16	TN0003000452	AST	ASTREE	4 000 000	10%	1,0000000000000000
17	TN0003100609	BNA	BNA	32 000 000	40%	1,0000000000000000
18	TN0003200755	ICF	ICF	2 100 000	20%	1,0000000000000000
19	TN0003300902	ELBEN	ELBENE INDUSTRIE	10 000 000	20%	1,0000000000000000
20	TN0003400058	AB	AMEN BANK	24 444 000	20%	1,0000000000000000
21	TN0003600350	ATB	ATB	100 000 000	30%	1,0000000000000000
22	TN0003800703	ALKIM	ALKIMIA	1 947 253	10%	1,0000000000000000
23	TN0003900107	UIB	UIB	32 560 000	30%	1,0000000000000000
24	TN0004000055	SIMPA	SIMPAR	1 100 000	50%	1,0000000000000000
25	TN0004100202	TINV	TUNINVEST-SICAR	966 000	60%	1,0000000000000000
26	TN0004200853	CIL	CIL	5 000 000	30%	1,0000000000000000
27	TN0004700100	ATL	ATL	25 000 000	40%	1,0000000000000000
28	TN0005700018	PGH	POULINA GP HOLDING	160 003 600	10%	1,0000000000000000
29	TN0006060016	STAR	STAR	2 307 693	20%	1,0000000000000000
30	TN0006440010	MAG	MAGASIN GENERAL	11 481 250	20%	1,0000000000000000
31	TN0006530018	SOTET	SOTETEL	4 636 800	60%	1,0000000000000000
32	TN0006550016	SALIM	ASSURANCES SALIM	2 660 000	10%	1,0000000000000000
33	TN0006560015	SOTUV	SOTUVER	23 438 096	20%	1,0000000000000000
34	TN0006580013	MGR	SOTUMAG	12 000 000	30%	1,0000000000000000
35	TN0006590012	SIAME	SIAME	14 040 000	40%	1,0000000000000000
36	TN0006610018	TJL	ATTIJARI LEASING	2 125 000	30%	1,0000000000000000
37	TN0006640015	STEQ	STEQ	1 400 000	10%	1,0000000000000000
38	TN0006650014	LSTR	ELECTROSTAR	2 450 000	50%	1,0000000000000000
39	TN0006660013	STPIL	SOTRAPIL	3 864 861	30%	1,0000000000000000
40	TN0006670012	SIPHA	SIPHAT	1 800 000	20%	1,0000000000000000
41	TN0006720049	ML	MODERN LEASING	7 000 000	30%	1,0000000000000000
42	TN0006780019	SOMOC	SOMOCER	32 524 800	60%	1,0000000000000000
43	TN0007130016	GIF	GIF-FILTER	10 563 994	40%	1,0000000000000000
44	TN0007140015	ASSAD	ASSAD	12 000 000	40%	1,0000000000000000
45	TN0007180011	SITS	SITS	15 600 000	50%	1,0000000000000000
46	TN0007200017	WIFAK	WIFACK INT BANK	30 000 000	20%	1,0000000000000000
47	TN0007210016	SOKNA	ESSOUKNA	5 050 500	30%	1,0000000000000000
48	TN0007250012	ADWYA	ADWYA	17 160 000	30%	1,0000000000000000
49	TN0007270010	TPR	TPR	45 000 000	30%	1,0000000000000000
50	TN0007290018	SOPAT	SOPAT	12 993 750	40%	1,0000000000000000
51	TN0007300015	ARTES	ARTES	38 250 000	20%	1,0000000000000000
52	TN0007310139	HL	HANNIBAL LEASE	5 740 000	20%	1,0000000000000000
53	TN0007340011	SERVI	SERVICOM	3 537 000	50%	1,0000000000000000
54	TN0007350010	SCB	CIMENTS DE BIZERTE	44 047 290	20%	1,0000000000000000
55	TN0007380017	TRE	TUNIS RE	20 000 000	30%	1,0000000000000000
56	TN0007400013	CC	CARTHAGE CEMENT	172 134 413	30%	1,0000000000000000
57	TN0007410012	NAKL	ENNAKL AUTOMOBILES	30 000 000	20%	1,0000000000000000
58	TN0007440019	TLNET	TELNET HOLDING	11 028 000	40%	1,0000000000000000
59	TN0007490014	XABYT	HEXABYTE	2 083 334	30%	1,0000000000000000
60	TN0007500010	AETEC	AETECH	2 223 334	20%	1,0000000000000000
61	TN0007510019	LNDOR	LAND OR	4 700 000	40%	1,0000000000000000
62	TN0007530017	OTH	ONE TECH HOLDING	53 600 000	10%	1,0000000000000000
63	TN0007540016	NBL	NEW BODY LINE	3 864 000	40%	1,0000000000000000
64	TN0007550015	CITY	CITY CARS	13 500 000	20%	1,0000000000000000
65	TN0007570013	ECYCL	EURO-CYCLES	5 400 000	20%	1,0000000000000000
66	TN0007580012	BL	BEST LEASE	30 000 000	20%	1,0000000000000000
67	TN0007590011	CELL	CELLCOM	4 461 532	30%	1,0000000000000000
68	TN0007600018	SOTEM	SOTEMAIL	26 200 000	10%	1,0000000000000000
69	TN0007610017	SAH	SAH	43 879 431	20%	1,0000000000000000
70	TN0007620016	MPBS	MPBS	6 150 000	40%	1,0000000000000000
71	TN0007630015	STPAP	SOTIPAPIER	23 950 000	30%	1,0000000000000000
72	TN0007640014	CREAL	CEREALIS	4 888 889	20%	1,0000000000000000
73	TN0007650013	TGH	TAWASOL GP HOLDING	108 000 000	20%	1,0000000000000000
74	TN0007660012	MIP	Maghreb Intern Pub	4 398 937	20%	1,0000000000000000
75	TN0007670011	DH	DELICE HOLDING	54 907 262	20%	1,0000000000000000
76	TN0007690019	UADH	UADH	36 953 847	30%	1,0000000000000000
77	TN0007700016	PLAST	OFFICEPLAST	6 242 160	50%	1,0000000000000000

Mis à jour le 04/01/2016

الملحق رقم (04): معاهدة إنشاء اتحاد

المغرب العربي

معاهدة

إنشاء اتحاد المغرب العربي (*)

إن: صاحب الجلالة الملك الحسن الثاني، ملك المملكة المغربية،

وفخامة السيد زين العابدين بن علي، رئيس الجمهورية التونسية،

وفخامة السيد الشاذلي بن جديد، رئيس الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية،

وفخامة العقيد معمر القذافي، قائد ثورة الفاتح من سبتمبر العظيم، الجماهيرية العربية الليبية الشعبية الاشتراكية العظمى،

وفخامة العقيد معاوية ولد سيدي أحمد الطايع، رئيس اللجنة العسكرية للخلاص الوطني، رئيس الدولة للجمهورية الإسلامية الموريتانية،

- إيماناً منهم بما يجمع شعوب المغرب العربي من أواصر متينة، قوامها الاشتراك في التاريخ والدين واللغة،

- واستجابة لما لهذه الشعوب وقادتها من تطلع عميق ثابت إلى إقامة اتحاد بينها، يعزز ما يربطها من علاقات، ويتيح لها السبل الملائمة لتسير تدريجياً نحو تحقيق اندماج أشمل فيما بينها،

- ووعياً منهم بما سيترتب على هذا الاندماج من آثار، تتيح لاتحاد المغرب العربي أن يكتسب وزناً نوعياً، يسمح له بالمساهمة الفاعلة في التوازن العالمي، وتثبيت العلاقات السلمية داخل المجتمع الدولي، واستتباب الأمن والاستقرار في العالم،

- وإدراكاً منهم أن إقامة اتحاد المغرب العربي، تتطلب تحقيق إنجازات ملموسة، ووضع قواعد مشتركة، تجسم التضامن الفعلي بين أقطاره، وتؤمن تميمتها الاقتصادية والاجتماعية،

- وتعبيراً عن عزمهم الصادق على العمل من أجل أن يكون اتحاد المغرب العربي سبيلاً لبناء الوحدة العربية الشاملة، ومنطلقاً نحو اتحاد أوسع، يشمل دولاً أخرى عربية وأفريقية،

اتفقوا على ما يلي:

المادة الأولى:

ينشأ، بمقتضى هذه المعاهدة، اتحاد يسمى اتحاد المغرب العربي.

المادة الثانية:

يهدف الاتحاد إلي:

- تمتين أواصر الأخوة، التي تربط الدول الأعضاء وشعوبها بعضها ببعض.
- تحقيق تقدم ورفاهية مجتمعاتها والدفاع عن حقوقها.
- المساهمة في صيانة السلام القائم على العدل والإنصاف.
- نهج سياسة مشتركة في مختلف الميادين.
- العمل تدريجياً على تحقيق حرية تنقل الأشخاص، وانتقال الخدمات والسلع ورؤوس الأموال بينها.

المادة الثالثة:

تهدف السياسة المشتركة، المشار إليها في المادة السابقة، إلى تحقيق الأغراض التالية:

- في الميدان الدولي: تحقيق الوفاق بين الدول الأعضاء، وإقامة تعاون دبلوماسي وثيق بينها، يقوم على أساس الحوار.

- في الميدان الاقتصادي: تحقيق التنمية الصناعية والزراعية والتجارية والاجتماعية للدول الأعضاء، واتخاذ ما يلزم اتخاذه من وسائل لهذه الغاية، خصوصاً إنشاء مشروعات مشتركة، وإعداد برامج عامة ونوعية في هذا الصدد.

- في الميدان الثقافي: إقامة تعاون يرمي إلى تنمية التعليم على كافة مستوياته، وإلى الحفاظ على القيم الروحية والخلقية، المستمدة من تعاليم الإسلام السمحة، وصيانة الهوية القومية العربية، واتخاذ ما يلزم اتخاذه من وسائل لبلوغ هذه الأهداف، خصوصاً تبادل الأساتذة والطلبة، وإنشاء مؤسسات جامعية، وثقافية، ومؤسسات متخصصة في البحث، تكون مشتركة بين الدول الأعضاء.

المادة الرابعة:

- يكون للاتحاد مجلس رئاسة، يتألف من رؤساء الدول الأعضاء، وهو أعلى جهاز فيه.

- تكون رئاسة المجلس لمدة سنة واحدة، بالتناوب بين رؤساء الدول الأعضاء.

المادة الخامسة:

يعقد مجلس رئاسة الاتحاد دوراته العادية مرة كل سنة. وله أن يعقد دورات استثنائية، كلما دعت الحاجة إلى ذلك.

المادة السادسة:

- لمجلس الرئاسة، وحده، سلطة اتخاذ القرار. وتصدر قراراته بإجماع أعضائه.

المادة السابعة:

- للوزراء الأولين للدول الأعضاء، أو مَنْ يقوم مقامهم، أن يجتمعوا كلما دعت الضرورة إلى ذلك.

المادة الثامنة:

- يكون للاتحاد مجلس لوزراء الخارجية، يحضر دورات مجلس الرئاسة، وينظر في ما تعرضه عليه لجنة المتابعة، واللجان الوزارية المتخصصة من أعمال.

المادة التاسعة:

- تعين كل دولة عضواً في مجلس وزرائها، أو لجنتها الشعبية العامة، يختص بشؤون الاتحاد، تتكون منهم لجنة لمتابعة قضايا الاتحاد، تقدم نتائج أعمالها إلى مجلس وزراء الخارجية.

المادة العاشرة:

- يكون للاتحاد لجان وزارية متخصصة، ينشئها مجلس الرئاسة ويحدد مهامها.
(*)

المادة الحادية عشرة:

- يكون للاتحاد أمانة عامة(*)، قادرة ينشئها مجلس الرئاسة، ويحدد مقرها ومهامها، كما يعين أميناً عاماً لها.

المادة الثانية عشرة:

- يكون للاتحاد مجلس شورى (*) يتألف من عشرين عضواً عن كل دولة يقع اختيارهم من قبل الهيئات النيابية للدول الأعضاء أو وفقاً للنظم الداخلية لكل دولة.

- يعقد مجلس الشورى دورة عادية كل سنة كما يعقد دورات استثنائية بطلب من مجلس الرئاسة.

- يبدى مجلس الشورى رأيه فيما يحيله عليه مجلس الرئاسة من مشاريع قرارات كما له أن يرفع لمجلس الرئاسة ما يراه من توصيات لتعزيز عمل الاتحاد وتحقيق أهدافه.

- يعد مجلس الشورى نظامه الداخلي ويعرضه على مجلس الرئاسة للمصادقة.

المادة الثالثة عشرة:

- تكون للاتحاد هيئة قضائية، تتألف من قاضيين اثنين عن كل دولة، تعينه الدولة المعنية لمدة ست سنوات، وتجدد بالنصف كل ثلاث سنوات، وتنتخب الهيئة القضائية رئيساً لها من بين أعضائها لمدة سنة واحدة.

- تختص الهيئة بالنظر في النزاعات المتعلقة بتفسير وتطبيق المعاهدة والاتفاقيات المبرمة في إطار الاتحاد، والتي يحيلها إليها مجلس الرئاسة أو إحدى الدول الأطراف في النزاع، أو وفقاً لما يحدده النظام الأساسي للهيئة. وتكون أحكام الهيئة ملزمة ونهائية.

- كما تقوم الهيئة بتقديم الآراء الاستشارية في المسائل القانونية، التي يعرضها عليها مجلس الرئاسة.

- تعدّ الهيئة نظامها الأساسي، وتعرضه على مجلس الرئاسة للمصادقة، ويكون النظام الأساسي جزءاً لا يتجزأ من المعاهدة.

- يحدد مجلس الرئاسة مقر الهيئة القضائية (7) وميزانيتها.

المادة الرابعة عشرة:

- كل اعتداء تتعرض له دولة من الدول الأعضاء، يعدّ اعتداءً على الدول الأعضاء الأخرى.

المادة الخامسة عشرة:

- تتعهد الدول الأعضاء بعدم السماح بأي نشاط أو تنظيم فوق ترابها، يمس أمن أو حرمة تراب أي منها، أو نظامها السياسي.

- كما تتعهد بالامتناع عن الانضمام إلى أي حلف، أو تكتل عسكري أو سياسي، يكون موجّهاً ضد الاستقلال السياسي، أو الوحدة الترابية للدول الأعضاء الأخرى.

المادة السادسة عشرة:

- للدول الأعضاء حرية إبرام أية اتفاقية فيما بينها، أو مع دول أو مجموعات أخرى، ما لم تتناقض مع أحكام هذه المعاهدة.

المادة السابعة عشرة:

- للدول الأخرى المنتمة إلى الأمة العربية، أو المجموعة الأفريقية، أن تتضمن إلى هذه المعاهدة، إذا قبلت الدول الأعضاء ذلك.

المادة الثامنة عشرة:

- يتم تعديل أحكام هذه المعاهدة بناء على اقتراح من إحدى الدول الأعضاء، ويصبح هذا التعديل نافذ المفعول، بعد المصادقة عليه من طرف كافة الدول الأعضاء.

المادة التاسعة عشرة:

- تدخل هذه المعاهدة حيز التنفيذ، بعد المصادقة عليها من قبل الدول الأعضاء، وفقاً للإجراءات المعمول بها في كل دولة عضو.

- وتتعهد الدول الأعضاء باتخاذ التدابير اللازمة لهذا الغرض، في أجل أقصاه ستة أشهر من تاريخ توقيع هذه المعاهدة.

حُرر بمدينة مراكش، يوم الجمعة الأبرك

عاشر رجب الفرد: 1409 هـ (1398 و.ر) الموافق لـ 17 النوار (فبراير)
1989م.

عن المملكة المغربية

عن الجمهورية التونسية

الحسن الثاني

زين العابدين بن علي

عن الجمهورية الجزائرية

عن الجماهيرية العربية الليبية الشعبية الشعبية

الديموقراطية

الاشتراكية العظمى

الشاذلي بن جديد

معمر القذافي

عن الجمهورية الإسلامية الموريتانية

معاوية ولد سيدي أحمد الطايع

الملحق رقم (05): استمارة الاستبيان

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة باجي مختار-عنابة-

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

قسم العلوم المالية

إستبيان

حضرات السادة/ العاملين والوسطاء والشركات المدرجة في بورصة

(الدار البيضاء-تونس-الجزائر) وأصحاب الاختصاص المحترمين.

تحية طيبة وبعد ،

يقوم الباحث بإجراء دراسة بعنوان " نحو بورصة مغربية موحدة " تهدف إلى وضع نموذج مقترح لدمج البورصات المغربية الثلاث (الدار البيضاء-تونس-الجزائر) في بورصة موحدة، وذلك للحصول على درجة الدكتوراه تخصص مالية، محاسبة وتسويق في المؤسسات.

ولاشك أن مشاركتكم الإيجابية في هذا الاستبيان، و إجاباتكم الدقيقة على الأسئلة التي يتضمنها، سوف يكون لها دور رئيسي في انجاز هذه الدراسة، لذا نرجو من حضرتكم التكرم بالمساعدة في إتمام هذه الدراسة عن طريق الإجابة على الأسئلة التي تتضمنها الاستبيان المرفقة وذلك بكل موضوعية. مع العلم بأن جميع البيانات التي سيتم الحصول عليها سوف تعامل بسرية تامة وتستخدم لغايات البحث العلمي فقط.

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام والتقدير

الباحثة: مقراني هاجر

أولاً: المعلومات الشخصية

الرجاء وضع إشارة (√) في المكان المناسب

1- الجنس:

ذكر ☐

أنثى ☐

2- العمر:

أقل من 30 سنة ☐

30-40 سنة ☐

40-60 سنة ☐

60 فما فوق ☐

3- الدرجة العلمية:

بكالوريوس ☐

ليسانس ☐

ماجستير ☐

دكتوراه ☐

4- التخصص:

مالية ☐

محاسبة ☐

تسيير ☐

اقتصاد ☐

5- المهنة:

موظف ☐

أستاذ ☐

وسيط ☐

شركة مدرجة ☐

6- الخبرة:

أقل من 5 سنوات ☐

5 - 10 ☐

10-20 ☐

10 فما فوق ☐

ثانيا: محاور الاستبيان

المحور الأول: المناخ الاستثماري المغربي.

	الإقتصاديات المغربية	درجة الموافقة			
		موافق تماما	موافق	محايد	معارض تماما
1	المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية بين الدول				
2	مناخ الاستثمار يؤثر إيجابيا على أداء البورصات المغربية				
3	تمنح تخفيضات الضريبة للمستثمرين المحليين والأجانب				
4	التوسع في الخوصصة شجع على تفعيل البورصات المغربية				
5	تساهم البنوك في تسويق الأوراق المالية				
6	انتشار و توسع شركات المساهمة				
7	تنسم أسعار الصرف بالدول المغربية بالاستقرار				
8	سهولة انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية				
9	للمستثمر المغربي ثقافة بورسية				
10	يساهم الإعلام المغربي بالتعريف بالبورصات				

المحور الثاني: دوافع وإيجابيات التكامل بين البورصات المغربية.

	دوافع التكامل بين البورصات المغربية	درجة الموافقة			
		موافق تماما	موافق	محايد	معارض تماما
1	توفير بيئة استثمارية جاذبة تتغلب على المعوقات				
2	الاستفادة من الفوائض المالية بالخارج				
3	سد الثغرة التمويلية لبعض الدول المغربية				
4	توثيق الصلة بين المؤسسات المالية المغربية				
5	إقامة كيان مالي إقليمي بالمنطقة قادر على إزالة العوائق السياسية والاقتصادية				
6	يعتبر تكامل البورصات (التكامل المالي) خطوة نحو التكامل الاقتصادي				
7	تحديث البورصات المغربية والاتجاه نحو بورصة أكثر كفاءة				
8	زيادة ثقة المستثمر المغربي للتعامل بالأوراق المالية				
9	زيادة حجم الأسواق المالية (الإصدارات) وتنمية الأسواق الثانوية (حجم التداول)				
10	إتاحة الفرصة لإنشاء بورصة مغربية موحدة				

المحور الثالث: النموذج الحالي للبورصات المغربية

	البورصات المغربية	درجة الموافقة			
		موافق تماما	موافق	محايد	معارض تماما
1	وجود قوانين وتشريعات تسهل الاستثمار في البورصات				
2	المناخ التنظيمي الداخلي للبورصات يساعد على العمل				
3	تنوع الأوراق المالية وتوفر أسواق آجلة				
4	يتم التداول في البورصات يوميا				
5	يوجد إعلان إلكتروني متجدد لحركة الأسعار في البورصات				
6	يوجد سماسرة ووسطاء أكفاء بالبورصات				
7	الإفصاح عن المعلومات المالية الحقيقية للشركات المدرجة بالبورصات				
8	وجود عدد معتبر من الشركات المدرجة بالبورصات				
9	مؤشر البورصات يعكس وضعيتها الحقيقية				
10	يوجد اتصال بين البورصات المغربية				

المحور الرابع: النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة

	مقترحات البورصة المغربية الموحدة	درجة الموافقة			
		موافق تماما	موافق	محايد	معارض تماما
1	بورصة مقرها المغرب ولها فروع ببقية الدول				
2	إطار تشريعي موحد ينظم إصدار وتداول الأوراق المالية ويسهل شروط الإدراج				
3	هيكل تنظيمي يساعد على حسن سير العمل و تكون مجلس الإدارة من أعضاء من الدول الثلاث				
4	موقع إلكتروني يربط البورصات المغربية				
5	إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة				
6	الاتفاق على قواعد موحدة للتداول والتسعير				
7	إطلاق مؤشر البورصة MAGHREB الذي يعكس أداء الشركات المدرجة بالبورصة الموحدة				
8	توفير شركات وساطة مؤهلة وقادرة على التكامل				
9	شركة مغربية للمقاصة				
10	دليل لحوكمة الشركات المدرجة لمزيد من الإفصاح والشفافية				

الملحق رقم (06): مخرجات الدراسة

الإحصائية لبرنامج Spss

معاملات الارتباط

المحور الأول

Correlations

[illegible]

[illegible]

المحور الثانى.

Correlations

[illegible]

[illegible]

المحور الثالث.

Correlations

[illegible]

[illegible]

المحور الرابع.

Correlations

[illegible]

[illegible]

قيم معاملات الثبات (ألفا كورنباخ) لمجالات الدراسة.

Item-Total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item- Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
م1	10,9500	3,786	,673	,887
م2	11,0268	3,592	,792	,838
م3	9,5921	3,858	,759	,852
م4	9,4927	3,905	,799	,839

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
,886	4

التوزيع الطبيعي.

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
1م	,081	164	,010	,977	164	,007
2م	,073	164	,031	,986	164	,089
3م	,216	164	,000	,853	164	,000
4م	,161	164	,000	,879	164	,000

a. Lilliefors Significance Correction

المتوسطات والانحراف المعياري.

المحور الأول.

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
السؤال_01	164	1	5	4,24	1,016
السؤال_02	164	1	5	2,66	1,367
السؤال_03	164	1	5	3,18	1,235
السؤال_04	164	1	5	3,01	1,313
السؤال_5	164	1	5	2,55	1,298
السؤال_6	164	1	5	2,45	1,205
السؤال_07	164	1	5	2,05	1,109
السؤال_08	164	1	5	2,12	,945
السؤال_09	164	1	5	2,99	1,366
السؤال_10	164	1	5	2,12	,923
Valid N (listwise)	164				

المحور الثاني

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
السؤال_11	164	1	5	3,02	1,490
السؤال_12	164	1	5	3,45	1,210
السؤال_13	164	1	4	2,02	,726
السؤال_14	164	1	2	1,66	,476
السؤال_15	164	1	5	2,98	1,363
السؤال_16	164	1	5	2,89	1,243
السؤال_17	164	1	5	2,20	1,113
السؤال_18	164	1	5	2,23	1,276
السؤال_19	164	1	5	3,94	1,123
السؤال_الأول	164	1	5	2,21	1,185
Valid N (listwise)	164				

المحور الثالث.

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
السؤال 21	164	2	5	4,28	,705
السؤال 22	164	1	5	3,71	1,242
السؤال 23	164	1	5	3,78	1,193
السؤال 24	164	1	5	3,80	,990
السؤال 25	164	1	5	4,20	,864
السؤال 26	164	1	5	3,71	1,263
السؤال 27	164	1	5	4,34	,903
السؤال 28	164	1	5	4,12	1,118
السؤال 29	164	4	5	4,74	,441
السؤال 30	164	1	5	4,27	,907
Valid N (listwise)	164				

المحور الرابع.

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
السؤال 31	164	1	5	3,36	1,329
السؤال 32	164	1	5	4,18	1,015
السؤال 33	164	1	5	4,39	,869
السؤال 34	164	1	5	4,22	1,080
السؤال 35	164	2	5	4,52	,687
السؤال 36	164	2	5	4,39	,825
السؤال 37	164	1	5	3,98	1,135
السؤال 38	164	2	5	4,41	,806
السؤال 39	164	1	5	4,05	1,126
السؤال 40	164	2	5	4,44	,711
Valid N (listwise)	164				

نتائج اختبار الفرضية الأولى.

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
السؤال_01	Group 1	<= 3	17	,10	,50	,000
	Group 2	> 3	147	,90		
	Total		164	1,00		
السؤال_02	Group 1	<= 3	105	,64	,50	,000
	Group 2	> 3	59	,36		
	Total		164	1,00		
السؤال_03	Group 1	<= 3	77	,47	,50	,482
	Group 2	> 3	87	,53		
	Total		164	1,00		
السؤال_04	Group 1	<= 3	84	,51	,50	,815
	Group 2	> 3	80	,49		
	Total		164	1,00		
السؤال_5	Group 1	<= 3	114	,70	,50	,000
	Group 2	> 3	50	,30		
	Total		164	1,00		
السؤال_6	Group 1	<= 3	115	,70	,50	,000
	Group 2	> 3	49	,30		
	Total		164	1,00		
السؤال_07	Group 1	<= 3	140	,85	,50	,000
	Group 2	> 3	24	,15		
	Total		164	1,00		
السؤال_08	Group 1	<= 3	140	,85	,50	,000

	Group 2	> 3	24	,15		
	Total		164	1,00		
السؤال_09	Group 1	<= 3	84	,51	,50	,815
	Group 2	> 3	80	,49		
	Total		164	1,00		
السؤال_10	Group 1	<= 3	145	,88	,50	,000
	Group 2	> 3	19	,12		
	Total		164	1,00		
المحور 1	Group 1	<= 3	106	,65	,50	,000
	Group 2	> 3	58	,35		
	Total		164	1,00		

نتائج اختبار الفرضية الثانية.

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
السؤال_11	Group 1	<= 3	83	,51	,50	,938
	Group 2	> 3	81	,49		
	Total		164	1,00		
السؤال_12	Group 1	<= 3	54	,33	,50	,000
	Group 2	> 3	110	,67		
	Total		164	1,00		
السؤال_13	Group 1	<= 3	149	,91	,50	,000
	Group 2	> 3	15	,09		
	Total		164	1,00		
السؤال_14	Group 1	<= 3	164	1,00	,50	,000
	Total		164	1,00		
السؤال_15	Group 1	<= 3	81	,49	,50	,938
	Group 2	> 3	83	,51		
	Total		164	1,00		
السؤال_16	Group 1	<= 3	96	,59	,50	,035
	Group 2	> 3	68	,41		
	Total		164	1,00		
السؤال_17	Group 1	<= 3	132	,80	,50	,000
	Group 2	> 3	32	,20		
	Total		164	1,00		
السؤال_18	Group 1	<= 3	128	,78	,50	,000
	Group 2	> 3	36	,22		

Total			164	1,00		
السؤال_19	Group 1	<= 3	25	,15	,50	,000
	Group 2	> 3	139	,85		
	Total		164	1,00		
السؤال_الأول	Group 1	<= 3	134	,82	,50	,000
	Group 2	> 3	30	,18		
	Total		164	1,00		
المحور 2	Group 1	<= 3	111	,68	,50	,000
	Group 2	> 3	53	,32		
	Total		164	1,00		

نتائج اختبار الفرضية الثالثة.

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
السؤال 21	Group 1	<= 3	8	,05	,50	,000
	Group 2	> 3	156	,95		
	Total		164	1,00		
السؤال 22	Group 1	<= 3	39	,24	,50	,000
	Group 2	> 3	125	,76		
	Total		164	1,00		
السؤال 23	Group 1	<= 3	39	,24	,50	,000
	Group 2	> 3	125	,76		
	Total		164	1,00		
السؤال 24	Group 1	<= 3	29	,18	,50	,000
	Group 2	> 3	135	,82		
	Total		164	1,00		
السؤال 25	Group 1	<= 3	14	,09	,50	,000
	Group 2	> 3	150	,91		
	Total		164	1,00		
السؤال 26	Group 1	<= 3	43	,26	,50	,000
	Group 2	> 3	121	,74		
	Total		164	1,00		
السؤال 27	Group 1	<= 3	12	,07	,50	,000
	Group 2	> 3	152	,93		
	Total		164	1,00		
السؤال 28	Group 1	<= 3	26	,16	,50	,000

	Group 2	> 3	138	,84		
	Total		164	1,00		
السؤال 29	Group 1	<= 3	0	,00	,50	,000
	Group 2	> 3	164	1,00		
	Total		164	1,00		
السؤال 30	Group 1	<= 3	22	,13	,50	,000
	Group 2	> 3	142	,87		
	Total		164	1,00		
المحور 3	Group 1	<= 3	16	,10	,50	,000
	Group 2	> 3	148	,90		
	Total		164	1,00		

نتائج اختبار الفرضية الرابعة.

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
السؤال 31	Group 1	<= 3	73	,45	,50	,184
	Group 2	> 3	91	,55		
	Total		164	1,00		
السؤال 32	Group 1	<= 3	18	,11	,50	,000
	Group 2	> 3	146	,89		
	Total		164	1,00		
السؤال 33	Group 1	<= 3	11	,07	,50	,000
	Group 2	> 3	153	,93		
	Total		164	1,00		
السؤال 34	Group 1	<= 3	24	,15	,50	,000
	Group 2	> 3	140	,85		
	Total		164	1,00		
السؤال 35	Group 1	<= 3	6	,04	,50	,000
	Group 2	> 3	158	,96		
	Total		164	1,00		
السؤال 36	Group 1	<= 3	12	,07	,50	,000
	Group 2	> 3	152	,93		
	Total		164	1,00		
السؤال 37	Group 1	<= 3	39	,24	,50	,000
	Group 2	> 3	125	,76		
	Total		164	1,00		
السؤال 38	Group 1	<= 3	11	,07	,50	,000

	Group 2	> 3	153	,93		
	Total		164	1,00		
السؤال 39	Group 1	<= 3	30	,18	,50	,000
	Group 2	> 3	134	,82		
	Total		164	1,00		
السؤال 40	Group 1	<= 3	7	,04	,50	,000
	Group 2	> 3	157	,96		
	Total		164	1,00		
المحور 4	Group 1	<= 3	15	,09	,50	,000
	Group 2	> 3	149	,91		
	Total		164	1,00		

نتائج اختبار الفرضية الخامسة.

الجنس

Test Statistics^a

	م1	م2	م3	م4	glob
Mann-Whitney U	2963,000	2976,000	2981,000	2978,000	2908,500
Wilcoxon W	4916,000	4929,000	4934,000	4931,000	4861,500
Z	-,676	-,631	-,616	-,626	-,860
Asymp. Sig. (2-tailed)	,499	,528	,538	,532	,390

a. Grouping Variable: الجنس

العمر

Test Statistics^{a,b}

	م1	م2	م3	م4	glob
Chi-Square	1,952	5,032	4,285	,865	3,133
df	3	3	3	3	3
Asymp. Sig.	,583	,169	,232	,834	,372

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: العمر

الدرجة العلمية

Test Statistics^{a,b}

	م1	م2	م3	م4	glob
Chi-Square	3,005	3,088	2,781	4,081	3,040
df	3	3	3	3	3
Asymp. Sig.	,391	,378	,427	,253	,385

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: العلمية_الدرجة

التخصص

Test Statistics^{a,b}

	م1	م2	م3	م4	glob
Chi-Square	1,066	1,172	,657	,460	,705
df	3	3	3	3	3
Asymp. Sig.	,785	,760	,883	,928	,872

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: التخصص

المهنة

Test Statistics^{a,b}

	م1	م2	م3	م4	glob
Chi-Square	,971	,683	2,458	1,806	1,885
df	3	3	3	3	3
Asymp. Sig.	,808	,877	,483	,614	,597

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: المهنة

الخبرة

Test Statistics^{a,b}

	م1	م2	م3	م4	glob
Chi-Square	1,921	4,099	4,868	1,201	3,478
df	3	3	3	3	3
Asymp. Sig.	,589	,251	,182	,753	,324

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: الخبرة