وزارة التعليـــــــــــــــــــم العـــــــــــالي
والبحـــــــــــث العلمـــــــــــــي

جامعة الشاذلي بن جديد –الطارف-

UNIVERSITE CHADLI BENJEDID –EL- Tarf

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيّير

Faculté Des Sciences Economique, Commercial Et Sciences Des Gestion

الرقم التسلسلي: **السنة**

الجامعية:2019/2018

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة في اطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

نحو بورصة مغاربية موحدة في ظل التكامل المالي المغاربي

من إعـــداد الطـــالبتين:
يزداد إيمان عائشة
حريزي سعاد

تحـت إشراف:
الدكتورة سالـــــــــم راضية

ملخـــــــــــص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على إمكانية إقامة بورصة مغاربية موحدة من خلال تحقيق التكامل بين البورصات المغاربية (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.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن تفعيل التكامل بين البورصات المغاربية من شأنه أن يسهل انسياب الأموال داخل المغرب العربي، ما يشجع على قيام استثمارات مغاربية مشتركة تدعم التعاون بين الدول المغاربية في مختلف المجالات.

ـ الكلمات المفتاحية: أسواق مالية ، بورصة، أداء، تكامل البورصات، بورصة مغاربية.

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.

La conclusion finale de notre étude est que l'idée de la Maghreb Bourse pourrait se concrétiser. Elle facilitera 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.

إهـــــداء

﴿ الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله ﴾

.

إهـــــداء

﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ﴾

إلى كل من علمني حرفا في مدن الدنيا الفانية

إلى روح أبي الزكية الطاهرة رحمه الله برحمته

إلى أمي العزيزة وأخواتي البنات. رند ، أميرة

وأخوتي قرت عيني وليد وخالد سدد الله حظاهم ووفاهم

على فضلة حسنات يوم الحساب

سعاد

سعاد

-شكر وعرفان-

﴿ وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ ﴾

أول الشكر لله الواحد القهار صاحب الفضل والإكرام أكرمنا بنعمة الإسلام ويسر لنا سبيل العلم، فله الشكر حتى يرضى وله الشكر بعد الرضا والصلاة والسلام على المصطفى صلى الله عليه وسلم تسليما كثيرا.

ثم كامل الشكر والتقدير لأستاذتنا الفاضلة: الدكتورة سالم راضية، لتفضلها بالإشراف على هذا العمل، ولما لها من جهود فاضلة ومقترحات وملاحظات قيمة أثمرت إيجابا فيما قدمناه، فجزاها الله عنا خير الجزاء.

كما نتوجه بالشكر لوالدينا الكريمين حفظهم الله على تشجيعهم ومساندتهم لنا طيلة فترة الدراسة، كما لا ننسى كل من ساعدنا على إتمام هذا العمل من قريب أو بعيد.

كما لا يفوتنا أن نشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل، وتسخيرهم وقتا لقراءته وتقيمه.

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الأشكال	الصفحة
(1.1)	الوظائف الأساسية للأسواق المالية	**8**
(2.1)	وظائف السوق المالي	**8**
(3.1)	تطوير السوق المالي	**10**
(4.1)	عناصر السوق المالي	**13**
(5.1)	أنواع الأسواق المالية	**16**
(6.1)	أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية	**27**
(7.1)	كيفية التداول في البورصة	**34**
(8.1)	العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث	**37**
(1.2)	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	**49**
(2.2)	الهيكل التنظيمي لبورصة تونس	**51**
(3.2)	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	**52**
(4.2)	تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2017	**72**
(5.2)	تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)	**74**
(6.2)	تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)	**76**
(7.2)	تطور سعر صرف عملات للدول المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	**77**
(8.2)	صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال (2000 – 2017)	**81**
(9.2)	حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة (2005-2017)	**83**
(10-2)	عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	**85**

(11.2)	القيمة السوقية في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2018)	**87**
(12.2)	حجم التداول في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	**89**
(13.2)	عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	**91**
(14.2)	معدل الدوران في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	**93**
(15.2)	تطور مؤشر مازي وتناتكس خلال الفترة (2002-2017)	**94**
(1.3)	معوقات ومقومات تكامل البورصات المغاربية.	**138**

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1.2)	أسواق بورصة الدار البيضاء	55
(2.2)	أسواق بورصة تونس	57
(3.2)	أسواق بورصة الجزائر	57
(4.2)	الشروط الأساسية للإدراج في بورصة الدار البيضاء	58
(5.2)	الشروط الإضافية للإدراج في بورصة الدار البيضاء	58
(6.2)	شروط الأدراج في سوق السندات ببورصة الدار البيضاء	58
(7.2)	الشروط الخاصة للإدراج نفي بورصة تونس	59
(8.2)	تطوير الناتج المحلي الإجمالي للدولة المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017).	71
(9.2)	يمثل تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)	73
(10.2)	تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)	74
(11.2)	تطور سعر صرف عملات للدول المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	76
(12.2)	يوضح صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال (2000 – 2017)	79
(13.2)	حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة 2005-2017.	82
(14.2)	عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	83
(15.2)	القيمة السوقية في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	85
(16.2)	حجم التداول في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	87
(17.2)	عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	89
(18.2)	معدل الدوران في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)	91
(19.2)	تطور مؤشر مازي وتناتكس خلال الفترة (2002-2017)	92

(1.3)	الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي	**108**

قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر
CDVM	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
BRVA	Bourse Régionale des valeurs Mobilières.
LIEMOA	L'Thion Economique et Monétaire Quest Africaine.
LIMA	L'Thion du Maghreb Arabe

فهرس المحتويات

المحتوى	الصفحة
ـ ملخص	I
ـ Résumé	II
ـ إهداء	III
ـ شكر وعرفان	V
ـ قائمة الأشكال	VI
ـ قائمة الجداول	VIII
ـ قائمة المختصرات	IX
ـ فهرس المحتويات	X
ـ المقدمة	ب - ج
الفصل الأول: الأسس النظرية للتعامل في بورصة الأوراق المالية	
تمهيد	2
1. مفهوم الأسواق المالية	3
1.1. التعريف بالأسواق المالية وتطورها التاريخي	3
1.1.1. تعريف الأسواق المالية	3
2.1.1. نشأة وتطور الأسواق المالية	4
3.1.1. أهمية وأهداف الأسواق المالية	6
2.1. وظائف الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي	7
1.2.1. وظائف الأسواق المالية	7
2.2.1. دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي	9
3.2.1. كيف يتم تطوير سوق المال؟	10
3.1. التركيب البنيوي للأسواق المالية	11
1.3.1. مقومات إنشاء الأسواق المالية	11
2.3.1. الأركان الرئيسية للأسواق المالية	12
3.3.1. أنواع الأسواق المالية	13
2. بورصات الأوراق المالية وإجراءات التداول فيها	16
1.2. مفهوم البورصة وعوامل نجاحها	16
1.1.2. تعريف بورصة الأوراق المالية	16
2.1.2. أنواع بورصات الأوراق المالية	17
3.1.2. عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية	18

2.2. الأوراق المالية محل التداول في بورصة الأوراق المالية	19
1.2.2. الأوراق المالية التقليدية	19
2.2.2. الأوراق المالية المشتقة	22
3.2.2. الصكوك الإسلامية	24
3.2. إجراءات التداول في بورصة الأوراق المالية	26
1.3.2. الوساطة المالية	27
2.3.2. الأوامر وأنظمة التسعير في بورصة الأوراق المالية	29
3. بورصة الأوراق المالية: كفاءة، مؤشرات وأهم البورصات العالمية	32
1.3. أنظمة المقاصة والتسوية في البورصة	32
1.1.3. تسويـــة الصفقـات	32
2.1.3. المقاصـــة	32
3.1.3. العلاقة بين المقاصة والتسوية	33
3.3. كفاءة بورصة الأوراق المالية	34
1.3.3 تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية	34
2.2.3. السمات الأساسية لكفاءة بورصة الأوراق المالية	34
3.2.3. مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية	35
4.2.3. مؤشرات بورصات الأوراق المالية	36
5.2.3. دور مؤشرات بورصة الأوراق المالية	37
6.2.3. تركيبة مؤشرات بورصة الأوراق المالية	37
7.2.3. أساليب بناء مؤشرات الأوراق المالية	37
3.3. أهم البورصات العالمية	38
1.3.3. البورصات الأمريكية	39
2.3.3. البورصات الأوروبية	39
3.3.3. البورصات العربية	40
خلاصة الفصل الأول	42
الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية المغاربية: تشخيص الواقع وتحليل الأداء	
تمهيد	45
1. واقع بورصات الأوراق المالية المغاربية	46
1.1. نشأة وتأسيس البورصات المغاربية	46
1.1.1. نشأة البورصات المغاربية	46
2.1.1. الهياكل التنظيمية للبورصات المغاربية	50
3.1.1. الهيئات المنظمة للبورصات المغاربية	52

2.1. تقسيمات أسواق البورصات المغاربية	56
1.2.1. أسواق البورصات المغاربية	56
2.2.1. الإدراج في البورصات المغاربية	57
3.2.1. الأوراق المالية المتداولة في البورصات المغاربية	61
3.1. إجراءات التداول في البورصات المغاربية	63
1.3.1. أنظمة التداول، الأوامر، التسعير والمقاصة في البورصات المغاربية	63
2.3.1. الوساطة المالية في البورصات المغاربية	65
3.3.1. مؤشرات البورصات المغاربية	67
2. الواقع الاقتصادي للدول المغاربية	68
1.2. التحليل الاقتصادي لأثر العوامل الاقتصادية على أداء البورصات	68
1.1.2. علاقة المؤشرات الاقتصادية بأداء البورصات	68
2.1.2. الخصخصة ودورها في تنشيط بورصات الأوراق المالية	69
3.1.2. دور الاستثمار الأجنبي في تنشيط البورصات	70
2.2. أهم المؤشرات الاقتصادية للدول المغاربية	70
1.2.2. الناتج المحلي الإجمالي	70
2.2.2. معدل الادخار	72
3.2.2. معدل التضخم	74
4.2.2. سعر الصرف	76
3.2. أساليب الخصخصة وواقع الاستثمار الأجنبي في الدول المغاربية	78
1.3.2. أساليب الخصخصة في الدول المغاربية	78
2.3.2.صافي التدفقات الاستثمارية الواردة	79
3.3.2. نسبة المستثمرين الأجانب في البورصات المغاربية	81
3. أداء بورصات الأوراق المالية المغاربية	83
1.3. مؤشرات حجم السوق	83
1.1.3. مؤشر عدد الشركات المدرجة	83
2.1.3. مؤشر القيمة السوقية	85
2.3. مؤشرات السيولة	87
1.2.3. حجم التداول	87
2.2.3. عدد الأسهم المتداولة	89
3.2.3. معدل الدوران	91
3.3. مؤشر العام لأسعار الأسهم	93

خلاصة الفصل الثاني	95
الفصل الثالث: تكامل البورصات المغاربية في ظل التكامل المالي المغاربي	
تمهيد	96
1. الإطار النظري لعملية التكامل بين بورصات الأوراق المالية	97
1.1. مفهوم التكامل المالي	97
1.1.1. تعريف التكامل المالي	97
2.1.1. قياس التكامل المالي	98
3.1.1. مراحل التكامل المالي	99
2.1. تكامل بورصات الأوراق المالية	102
1.2.1. تعريف عملية تكامل البورصات	101
2.2.1. المنافع الاقتصادية لعملية تكامل البورصات	103
3.2.1. العوامل التي ساعدت على تكامل البورصات	104
3.1. نماذج الربط وأساليب التكامل بين البورصات	105
1.3.1. نماذج الربط بين البورصات	105
2.3.1. أساليب التكامل بين البورصات	107
3.3.1. مقومات التكامل بين البورصات	108
2. تجارب الربط والتكامل بين بورصات الأوراق المالية	110
1.2. المنظمات الساعية لربط وتكامل البورصات	110
1.1.2. المنظمات الدولية	110
2.1.2. المنظمات الأوروبية والآسيوية	111
3.1.2. المنظمات الأمريكية والإفريقية	112
2.2. تجارب التكامل بين البورصات في العالم	113
1.2.2. التجربة الأوروبية لتكامل البورصات	113
2.2.2. التجربة الآسيوية لتكامل البورصات	116
3.2.2. تجربة أمريكيا اللاتينية وإفريقيا في تكامل البورصات	116
3.2. التجربة العربية في الربط بين البورصات	117
1.3.2. الهيئات والمنظمات العربية	117
2.3.2. اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية	119
3.3.2. مشروع البورصة العربية الموحدة	123
3. استراتيجية لربط وتكامل البورصات المغاربية	126
1.3. لمحة عن منطقة المغرب العربي	126
1.1.3. نشأة إتحاد المغرب العربي	126

2.1.3. الخصائص المشتركة لدول المغرب العربي	127
3.1.3. النظام المالي المغاربي	128
2.3. مقومات دوافع وعوائق التكامل المالي المغاربي	128
1.2.3. مقومات التكامل المالي المغاربي	129
2.2.3. دوافع التكامل المالي المغاربي	129
3.2.3. معوقات التكامل المالي المغاربي	130
3.3. مظاهر التكامل المالي في منطقة المغرب العربي	131
1.3.3. في مجال القطاع البنكي	133
2.3.3.في مجال البورصات	133
3.3.3. نحو بورصة مغاربية موحدة	135
خلاصة الفصل الثالث	139
الخاتمة	141
قائمة المراجع	145

ـ المقدمة ـ

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 أسواقمالية نشطة وكفؤة 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 تنجزها 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.

وعلى الصعيد المغاربي، تواجه غالبية الدول المغاربية إشكالية قصور في حجم المندحرات لتغطية الحجم اللازم والضروري من الاستثمارات لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي التي تستنفدها، ويغري ذلك العجز أو القصور لأسباب عدة يتعلق بعضها بضعف الوسائل المتاحة، التي من خلالها يتم حشد وتعبئة الموارد المالية من القطاعات الاقتصادية التي تتميز بالفوائض غير المستغلة إلى قطاعات التي تعاني من عجز في الموارد اللازمة لتمويل برامجها الإنتاجية والاستثمارية، والتي أسهمت إلى حد بعيد في ظهور العديد من الاختلالات الاقتصادية، لعل أهمها سياسات التدخل الحكومي في كافة مجالات الحياة الاقتصادية، والتي برزت أهم مظاهرها في تضخم حجم القطاع العام وتحديد أسعار المدخلات والمخرجات والقيود واللوائح المفروضة على جميع الأسواق بما فيها أسواق المال، مما أدى للاستدانة من الخارج، وتفاقمت ديون هذه الدول، و تزايدت أعباء خدمة ديونها، كما تزايدت قيمة العجز في كل موازين مدفوعاتها وميزانياتها العامة.

إن انفتاح البورصات العربية على بعضها البعض أصبح أكثر من ضرورة تمليها المستجدات الاقتصادية على الصعدين العربي والدولي، تحت تأثيرات العولمة المالية وتصاعد وتيرة التحرر المالي الذي بات السمة الأبرز لأغلب الاقتصاديات المتقدمة، حيث تتجلي صورة في السعي الدؤوب لهذه الأخيرة حتى تتكامل بورصاتها المحلية مع أهم البورصات العالمية.

وقد سعت البورصات العربية منذ نشأتها لمواكبة آخر التطورات التي عرفتها البورصات العالمية خاصة بعد إدراكها للدور التمويلي الذي تلعبه هذه الأخيرة في اقتصاديات الدول المتقدمة باعتبارها العصب الرئيسي للتمويل من خلال حشدها للمدخرات وتوجيها نحو مختلف مجالات الاستثمار وهو ما يمثل أخذ أهم التحديات التي تواجهها الحكومات العربية المتعاقبة من خلال بحثها المستمر عن مصادر لتمويل استثماراتها ورفع معدلات النمو وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وقد انعكس هذا الاهتمام في حركة الإصلاحات التي تشهدها البورصات العربية القائمة وكذا في سعيها لإنشاء بورصات جديدة وتعتبر التكامل المالي أحد الأركان الأساسية لهذه

التكتلات، حيث أنه يمثل نمطا جديد لتحقيق مستويات أعلى من الأداء المالي، فموضوع التكامل المالي بمختلف صوره ونماذجي 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 توظيف المدخرات، وبالتالي المساهمة في تحقيق الاقتصادي والرفاه الاجتماعي.

والارتقاء بأداء البورصات المغاربية إلى مستوى يواكب النمو الاقتصادية ولتشجيع التفاعل المغاربي مع الاقتصاد العالمي بصورة أكبر أمانا وايجابية بعين أسرع باتخاذ خطوات عملية للتكتل المغاربي، وقد أن الأوان لتكريس مفهوم التكامل المالي في منطقة المغرب العربي وإقامة بورصة مغاربية موحدة قادرة على منافسة البورصات الأخرى واجتذاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، التي ستكون الركيزة الأساسية لإطلاق الإمكانية المغاربية لا يمكن إظهارها على حقيقتها إلا بالتكامل وصولا لتحقيق أعلى درجات التكامل وهو الوحدة الاقتصادية، ما ينعكس ايجابيا على اقتصاديات الدول المغاربية والتنمية فيها.

1. إشكالية البحث:

تبعا لما سبق، يحاول هذا البحث معالجة الإشكالية التالية:**«إلى أي مدى يمكن إنشاء بورصة مغاربية موحدة في ظل تكامل مالي مغاربي ؟ ».**

والإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية ارتأينا أن نطرح مجموعة من **التساؤلات الفرعية** التالية:

- ❖ هل المناخ الاستثماري ملائم لتحسين وضع البورصات المغاربية؟.
- ❖ ما هو واقع البورصات المغاربية (بورصة المغرب-بورصة تونس-بورصة الجزائر)؟.
- ❖ فيما تتمثل متطلبات تفعيل التكامل بين البورصات المغاربية الثلاثة (المغرب-تونس-الجزائر)؟.

2. فرضيات البحث:

بعد صياغة إشكالية هذا البحث ووضع الأسئلة الفرعية يمكننا صياغة بعض الفرضيات التي تعتبر إجابات مسبقة لإشكالية البحث، والتي نصوغها كما يلي:

- ❖ لا يلعب المناخ الاستثماري دورا هاما في عملية تنمية اقتصاديات الدول المغاربية.
- ❖ تتطلب عملية التكامل بين البورصات المغاربية وجود مؤسسات تختص في عمليات الوساطة المالية والمقاصة يشمل نطاق عملها كافة الدول المغاربية.
- ❖ إن عملية التكامل بين البورصات المغاربية توفر السيولة اللازمة لعملية التبادل التجاري بين الدول المغاربية ما يعمق العلاقات الاقتصادية المغاربية ويجعلها تشكل بينة أساسية في عملية التكامل المغاربي.

3. أهمية البحث:

يأتي هذا البحث ليبين أهمية إنشاء بورصة مغاربية موحدة كخطوة أساسية للوصول إلى تكامل مالي بين الدول المغاربية (المغرب، تونس، الجزائر)، وزيادة جاذبية البورصات المغاربية

وقدرتها على منافسة البورصات الأجنبية، وإعادة استقطاب رؤوس الأموال المغاربية من المناخ، والتي ستساهم في تحقيق التكامل ما ينعكس ايجابيا على اقتصاديات الدول المغاربية والتنمية فيها.

4. أهداف البحث:

يسعى هذالبحث إلى تحقيق الأهداف التالية :

- ❖ التعرف على بورصات الأوراق المالية من حيث مفهومها، وأنواعها ووظائفها؛
- ❖ التعرف على واقع البورصات المغاربية من حيث نشأتها، وتطورها وأداءها، والسمات المشتركة فيها 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 المغاربية.

5. منهج البحث:

للإجابة على إشكالية البحث واختبار فرضياتها، سيتم الاعتماد على المناهج العلمية المتناسبة مع الموضوع، حيث سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي والتاريخي لعرض الأدبيات والنظريات ذات صلة بموضوع البحث، كما سيتم استخدام المنهج التحليلي لتغطية العديد من جوانب البحث.

6. الدراسات السابقة:

يمكن حصر أهم الدراسات السابقة ذات صلة بموضوع البحث في:

- ❖ دراسة **(بوكساني رشيد، 2006/2005)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل شهادة 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 الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي مدخل الرابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية، بيت نتائج البحث أن أسواق المالية العربية تعاني من عدم تجانب في القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها وعدم تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان نجدها خطوة لم يترتب عليها ايجابيا أو سلبيا حيث لم يرد حجم التعامل بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون.

- ❖ **دراسة (جابر محمد عبد الجواد، 2007): بعنوان تفعيل تكامل البوصات 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. وقد خلصت الدراسة إلى أن بورصة الأوراق المالية العربية الموحدة أصبحت واقع ولها مقر مقترح بالقرية الذكية في مصر ابتداء من نهاية عام 2004، ويقضي الأمر تفعليها للقيام بنشاطها في تقارب بورصات الأوراق المالية العربية. لذا

يجب ربط البورصة العربية الموحدة بجميع بورصات الأوراق المالية العربية (على الأقل بأربعة عشر دولة مشتركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي) وتبادل المعلومات الفورية عن تداول الأوراق المالية المتداولة في البورصات الأخرى.

- **دراسة (أشرف محمد دواية/ 2009): بعنوان تكامل الأسواق المالية العربية – أفاق وتحديات،** ورقة مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردونية،

وقد هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على واقع أسواق رأس المال في الدول العربية والسمات المشتركة فيها، والوقوف على أفاق وتحديات إنشاء سوق مالية عربية موحدة، ووضع أدوات تعاملية لتصبح هذه السوق واقعا ملموسا على أرض الواقع، ومن بين نتائج الدراسةأنه على 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 يفق في سبيل ذلك من تحديات، وخاصة أن هناك خطوات ايجابية 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.

7. حدود البحث:

يمكن تقسيم حدود البحث إلى حدود مكانية وحدود زمانية يمكن إيجازها فيما يلي:

- **الحدود المكانية:**تم إجراء الدراسة على المستوى المغاربي، حيث تم التركيز على ثلاثة دول مغاربية المغرب، تونس والجزائر.
- **الحدود الزمانية:**تم إجراء الدراسة خلال الفترة 2000-2017.

8. صعوبات البحث:

يمكن حصر صعوبات البحث فيما يلي

- الاضرابات الناتجة بتدهور الأوضاع السياسية مما أدى إلى غلق الجامعات؛
- صعوبة الحصول على المعلومات من مصادرها الرسمية؛
- قلة المراجع ذات صلة بموضوع.

9. هيكل البحث:

لتحقيق أهداف البحث، والإجابة عن الإشكالية الرئيسة والأسئلة الفرعية التي أثرناها فيما سبق، واختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة تحليلها، ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، حاولنا من خلال الإلمام بجل جوانب البحث والحرص على الحفاظ على الترابط والتسلسل بين الأفكار وقد جاءت خطة البحث كالآتي:

مقدمة عامة حول موضوع البحث إذ شملت على كل من الإشكالية رئيسية للبحث والتساؤلات الفرعية وفرضيات البحث.

الفصل الأول بعنوان: **' الأسس النظرية للتعامل في بورصة الأوراق المالية '.**

تم التطرق في الفصل الأول إلى مفهوم الأسواق المالية بصفة عامة مرورا ببورصات الأوراق المالية وإجراءات التداول فيها، حيث تم التعرف على كيفية التداول بالبورصة وإجراءات

التواجد فيها، ثم قمنا بعرض كفاءة، مؤشرات وأهم البورصات العالمية في بورصة الأوراق المالية.

أما **الفصل الثاني** فكان عنوانه ' **بورصات الأوراق المالية: تشخيص الواقع وتحليل الأداء** '، وقد خصص هذا الفصل للتعرف على واقع بورصات الأوراق المالية المغاربية، حيث ركزنا فيه على معرفة أهم البورصات المغاربية من عدة جوانب وصولا إلى الواقع الاقتصاديلننتقل في الأخير إلى تحليل أداء بورصات الأوراق المالية المغاربية.

وفيما يخص **الفصل الثالث**: والذي جاء بعنوان '**تكامل البورصات المغاربية في ظل التكامل المالي المغاربي**'، حيث وضعنا من خلاله الإطار النظري لعملية التكامل بين بورصات الأوراق المالية، ومختلف تجارب الربط والتكامل بين البورصات في محاولة لتقييم أدائها مرورا باستراتيجية الربط والتكامل بين البورصات المغاربية من أجل الوقوف على العوائق التي تحول دون نجاحها وتحديد متطلبات نجاحها.

خاتمة تضمنت جملة النتائج التي خلص بها البحث واختبار فرضيات الدراسة، هذا بالإضافة إلى مجموعة من الاقتراحات.

ـ الفصل الأول: الأسس النظرية للتعامل في بورصة الأوراق المالية ـ

تمهيـــــــد:

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 منظاري 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 الكفؤة 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 وبورصة 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

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى حاجة تمويل المشاريع الكبيرة، مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع، وتشير الوقائع إلى أن الأسواق

المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي، وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض التكاليف.

1.1. التعريف بالأسواق المالية وتطورها التاريخي:

إن تتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا أن 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 بمقتضيات 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:

هناك عدة تعريفات لأسواق رأس مال نذكر منها:

عرف كل من وليد صافي وأنس البكري [1]، أن السوق المالي عبارة عن: " وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشترين، سواء كان اللقاء تم بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق، و ليس شرطا أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم من فئة المالكين للأوراق المالية بل يمكن أن تكون أيضا من قبل فئة تقوم بعمليات التنظيم وإدارة عمليات التبادل بين البائعين والمشترين، ودعم وتوفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل، ويمكن أن نطلق عليهم اسم (الوسطاء، السماسرة، الوكلاء).

عرف عباس كاظم الدعمي[2]، السوق المالية على أنها: "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة و التي يرغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق، شرط توافر اتصال فعال[3].

فالسوق المالية هي الآلية(الأسلوب والإجراءات)، التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع والخدمات أو الأصول المالية (الأسهم والسندات وما شابهها).

وأضاف محمد الصيرفي 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[4].

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

---

[1] وليد صافي، أنس البكري، (2012): الأسواق المالية للدولة، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص17.

[2] عباس كاظم الدعمي،(2010): السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ص ص 118-119.

[3] سميحة بن محياوي، (2014، 2015): دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص14.

[4] محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص11.

قصيرة، بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين عن طريق جهات نقوم بدور الوساطة المالية".

2.1.1. نشأة وتطور الأسواق المالية:

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية أدم سميث التي تقوم على فكرة تقييم العمل، وتعتمد على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وهذا ما يطلق عليه Allocationrossowrces، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وبشكل أدق على التطور في الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية[1].

يرجع تاريخ نشأة الأسواق المالية إلى الرومان، الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس عشر قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا[2].

كما 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، حيث تطورت التجارة وأشكال التعامل المالي والنقدي، ومن أهمها بيوت وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصرافة[3].

أما البورصات فقد ظهرت في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي، حيث بدأت بيوت التجارة والصرافة الايطالية في الهجرة، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة "بروج"[4].

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 ديربورص vanderburse" في بلجيكا محل سوق الصرف الذي كان يزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس وكان يجتمع فيه التجار والوسطاء لتصريف الأعمال[5].

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

---

(1) جمال جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، ، عمان، الأردن، ص16.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، (1996): أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الفكر الإسلامي، مصر، ص30.

(3) شعبان محمد إسلام البرواري، (2002): بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، مصر، ص ص28-29.

(4) عباس كاظم الدعمي، (2014): المرجع سبق ذكره، ص ص114 - 155.

(5) Philippe spiesse, (2007) : la bourse, vuibition, 3émédition, Paris,France. p 01.

في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في البلدان الكبرى في فرنسا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى بورصات الأوراق المالية[1].

ومنذ القرن التاسع عشر ظهرت الأوراق المالية وازداد إصدارها وتداولها فظهرت ضرورة قيام سوق لتأمين التعامل بها، (بورصة الأوراق المالية)، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات، وتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب[2].

أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية مقارنة بالبورصات الدولية[3]، فكانت بدايتها في مصر، حيث أنشأت بورصة الإسكندرية عام 1883م، وبورصة القاهرة عام 1890م، ثم سوق بيروت للأوراق المالية عام 1920م، وافتتحت في المغرب بورصة القيم عام 1967م، بالدار البيضاء، ثم شهدت الكويت افتتاح بورصة الأوراق المالية عام 1977م، ثم تبعها إنشاء سوق عمان في الأردن عام 1978م، ثم في المملكة العربية السعودية سنة 1984م، ثم في دولة البحرين سنة 1988م، ثم في سلطنة عمان قام سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989م، ثم في العراق عام 1993م.

لقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بخمسة مراحل يمكن تلخيصها فيما يلي[4]:

أ. المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية...الخ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، ومما أدى ذلك كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ 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 تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى،أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقييم الائتمان، وفقا 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...الخ، وأصبحت هذه البنوك

---

(1) الهام وحيد دحام، (2013): فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، صص 21، 22.

(2) صلاح الدين حسن السيمي، (2014): البورصات والأسواق المالية "دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية"، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص122.

(3) حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، (2013): الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، زهران للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص14.

(4) زكريا جرادي، (2015، 2016): دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص04.

تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تقف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

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

ه. المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية، بالأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في بناء النظام المصرفي وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.

3.1.1. أهمية وأهداف الأسواق المالية:

تكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة نذكر منها[1]:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس الأموال 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، بواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها؛
- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية، غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم لهذه الأوراق، بما يعود عليهم بأرباح مقبولة وبمخاطر قليلة.

تسعى الأسواق المالية لتحقيق الأهداف التالية[2]:

- تفادي التعليمات الفنية في أسعار الأسهم والسندات ذلك عن طريق تنظيم عمليات البيع والشراء؛
- تشجيع المدخرين على توظيف أموالهم ومدخراتهم بأقل درجة ممكنة من المخاطر؛
- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية للسوق المالي المحلي؛
- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية من أسهم وسندات في ضوء الموقف المالي ولربحية الشركات؛
- توفير جميع أشكال التمويل القصير والمتوسط وطويل الأجل للمستثمرين والشركات؛
- تسهيل إتمام العمليات المالية شراء وبيع الأصول المالية بما يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار؛
- توفير السيولة المالية اللازمة.

2.1. وظائف الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي:

---

[1] رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص10.

[2] محمد الصيرفي، (2008): المرجع سبق ذكره، ص63.

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، وطبيعة الحال يتوقف أداء الوظيفة على مدى تطور السوق المالي.

1.2.1.وظائف الأسواق المالية:

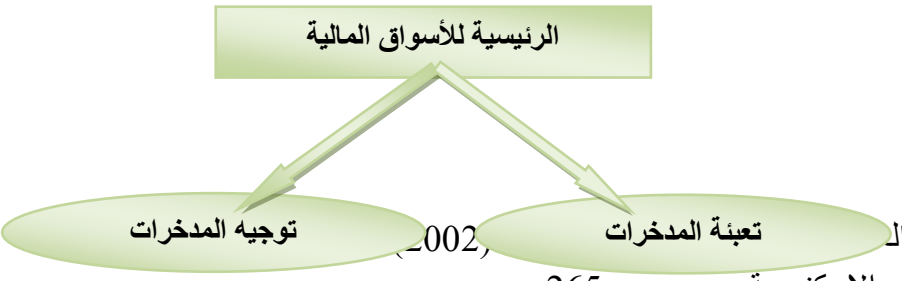
وجدت الأسواق المالية أساسا لإشباع رغبات وحاجيات المتعاملين، ومن ثم أصبحت ضرورة حتمية في المعاملات الاقتصادية[1].

إن وجود سوق المال يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين[2]:

الأولى: تعبئة المدخرات (الوظيفية الادخارية).

الثانية: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة (وظيفية تمويلية).

الشكل رقم (1 - 1): الوظائف الأساسية للأسواق المالية

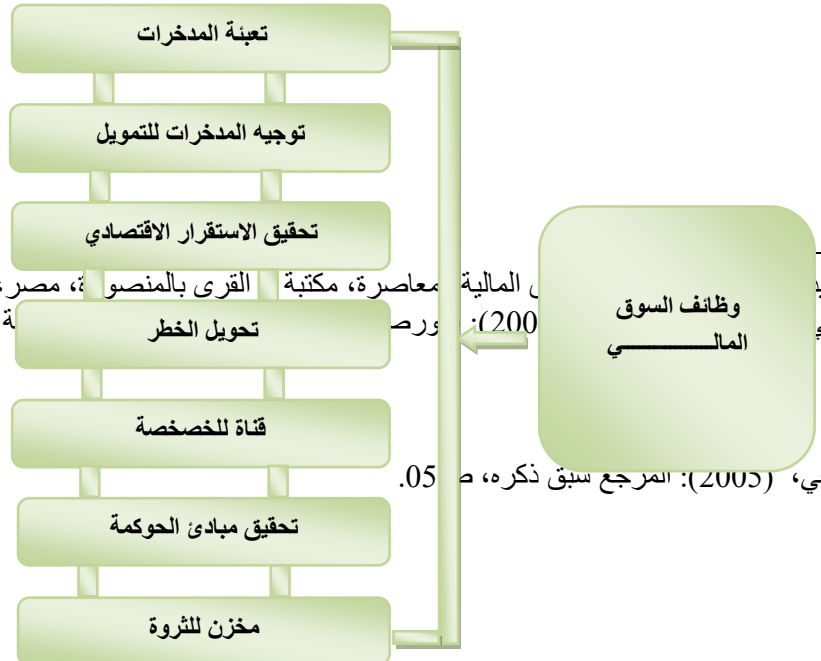


المصدر: عبد الـ (2002)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص265.

وبطبيعة الحال، يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصادي القومي ومدى تطور سوق المال، حيث يتم التطوير، أما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلف أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري للأفراد، وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها[3].

وعموما، يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية فيما يلي:

الشكل رقم (1 - 2): وظائف السوق المالي



(1) سعد عبد الحميد ... ل المالية معاصرة، مكتبة القرى بالمنصو ...، مصر، ص22.

(2) عبد الغفار حنفي (200...): ورص ... للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص265.

(3) عبد الغفار حنفي، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 05.

المصدر: عباس كاظم الدعمي، محمد علي سويلم (2010): السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ص ص25-26.

2.2.1. دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي:

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

للأسواق المالية دور مهم في نقل الأموال من الأطراف التي يتوافر لديها فائض من أموال المدخرات إلى أطراف التي تحتاجها أو تعاني من عجز في الأموال، ووجود الأسواق المالية هو الأساس لحاجة المتعاملين وهي تمثل أساس المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات[1].

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

وعليه يمكن تلخيص دور السوق المالي في النمو الاقتصادي في أهم النقاط التالية[2]:

- ❖ أداة تساهم في التحول من الهياكل الصناعية والتجارية؛
- ❖ مقياس لقياس قيم الأدوات المالية؛
- ❖ نظام لتمويل الاقتصاد الوطني؛
- ❖ وسيلة لتنظيم سيولة المدخرات طويلة الأجل؛
- ❖ مكان لإدارة المخاطر؛
- ❖ زيادة الوعي التمويلي؛
- ❖ رفع مستوى الشفافية والمصداقية؛

---

[1] أديب قاسم شندي، (2013): الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، ص160.

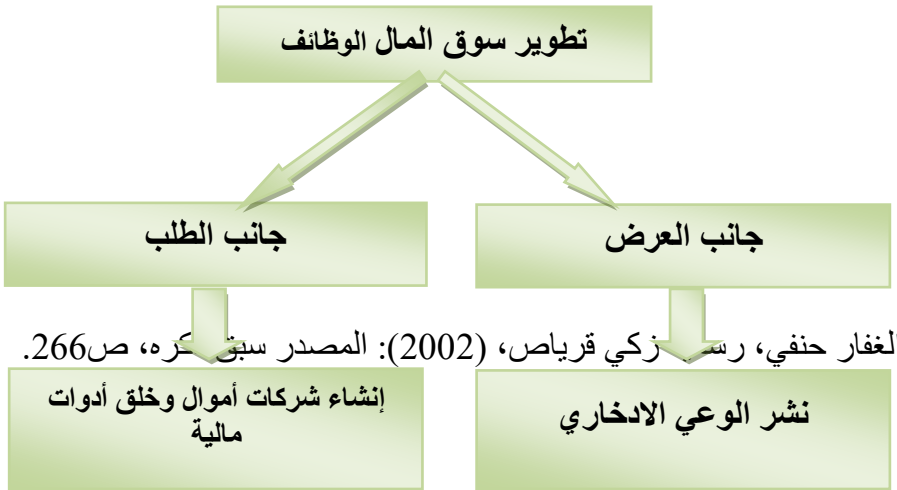
[2] علاء فرحات طالب، (2015): حيدر يونس الموسري، محمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية، مدخل فكري معاصر، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص200.

❖ تحسين قدرة القطاعات الاقتصادية المختلفة.

3.2.1. كيفية تطوير السوق المالي:

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 القطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها، وفي البلاد المتقدمة يكفي التطوير من أحد الجانبين حيث أن النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الأخر، من خلال الاستجابة التلقائية، أما في البلاد النامية فإن التطور لا بد أن يكون هناك طلبا كافيا، ولهذا نجد أن هذه البلاد تعمل 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 (1 - 3): تطوير السوق المالي



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، (2002): المصدر سبق ذكره، ص266.

3.1. التركيب البنيوي للأسواق المالية:

أثبتت الأسواق المالية دورها الفاعل في الاقتصاديات التي وفرت الشروط والمقومات الأساسية لنجاحها، وحي يقوم السوق المالي بوظائفه يتطلب الأمر وجود مجموعة من المتعاملين تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية عبر قنوات

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص،(2002): المرجع سبق ذكره، ص266.

تتنوع أشكالها وأنواعها وأنماطها، وأدى التطور الكبير في نوعيات وأحجام الأدوات إلى وجود العديد من الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية[1].

1.3.1. مقومات إنشاء الأسواق المالية:

لا يمكن إنشاء سوق مالية بمجرد الرغبة في ذلك ولا بإصدار قرارات وتشريعات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية[2]. ويشترط لقيام أي سوق مالي توفير مقومات وشروط منها[3]:

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

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية القائمة؛
- وضوح فلسفة اقتصادية تحدد دور رأس المال، وزيادة القدرة على تجميع المدخرات؛
- أدوات استثمارية متنوعة تساهم في توزيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالي؛
- مؤسسة مالية ومصرفية متطورة قادرة على أداء مهامها إلى جانب قدرتها على ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية؛
- حجم مناسب من الادخارات للتحويل إلى السوق غير الأصول المالية المتنوعة.

ب. **المقومات السائدة:** سميث 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 وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب بشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام ويعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاته؛
- نظم اتصال فعالة ومتطورة بين عموم المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق وسرعة استجابته في معالجة الخلل في الغرض والطلب بسرعة وبتغيير طفيف بالأسعار؛
- تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق بشكل يضفي صفة المنافسة وعدم الاحتكار، وضمان أرضية خصبة للعرض والطلب.

2.3.1. الأركان الرئيسية للأسواق المالية:

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

---

[1] عبد الغفار حنفي، (2005): المرجع سبق ذكره، ص15.

[2] حسن وفاء محمد عبد الباسط، (1996): بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، ص15.

[3] رائد عبد الخالق عبد الله العبيد بن خالد أحمد فرحان الشهداني، عباس خضير الخبائي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص213..

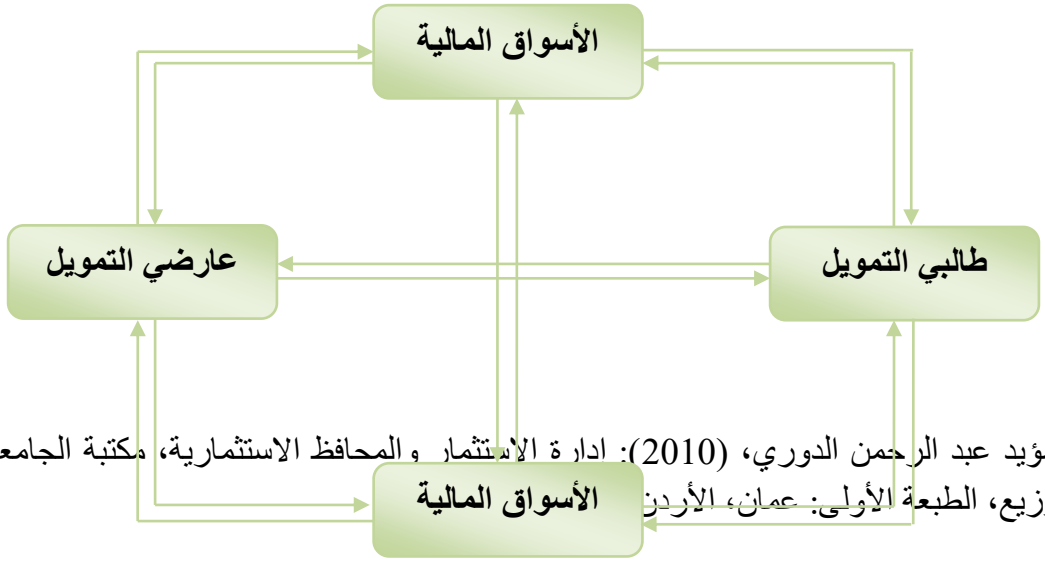
أ. **الطالبون للمال أو المقترضون:** الطالبون للمال هم الذين يقومن بالاقتراض من سوق المال وهم يتكون من وحدات العجز الذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقدي الجاري.

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 فيمايلي[2]:

- **البنوك التجارية:** وهي مؤسسات مالية تقبل الودائع وخاصة الودائع تحت الطلب والودائع لأجل، وتمنح القروض قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل؛
- **مؤسسات الادخار والإقراض:** وهي مؤسسات تركز على قبول المدخرات طويلة الأجل وتمنح القروض طويلة الأجل للقطاع العائلي وقطاع الأعمال على شكل قروض عقارية؛
- **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؛
- **شركات التأمين:** وهي أكبر الشركات الوسيطة التي تتعامل مع الادخارات الفردية، فهي تسلم أقساط التأمين وتستثمرها بهدف تغطية الدفعات النقدية المحتمل تحققها مستقبلا، 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.

الشكل رقم (4.1): عناصر السوق المالي



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

[1] متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ص ص 69-70.
[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، مكتبة الجامعة الشارقة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 36.

3.3.1. أنواع الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأسواق المالية من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها، سواء من حيث مكان التداول أو كيفية الإصدار أو تواريخ الاستحقاق، وتصنف الأسواق المالية تبعا لعدة معايير مثل:

أ. السوق النقدية: هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، سواء في شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول[1].

ب. سوق رأس المال: تعرف بأنها تلك السوق التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال، لمدة تزيد عن سنة، من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية[2]، ويمكن تقسيم هذا السوق إلى:

- **أسواق حاضرة:** وتعرف بالسوق الحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال حقوق الملكية فورا من البائع إلى المشتري لما بعد دفع قيمتها وتنقسم السوق الحاضرة إلى قسمين:
  - **الأسواق الأولية (سوق الإصدار):** وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، الجديدة المصدرة لأول مرة.
  - **الأسواق الثانوية (سوق التداول):** ويتم فيها تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، التي سبق إصدارها وتنقسم الأسواق الثانوية إلى نوعين؛ وهما:
  - **السوق المنظمة:** هي الأسواق التي يتداول فيها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق، ويطلق عليها السوق المنظمة، وسوق المزاد وسوق الرسمية، وتتداول فيها الأوراق المسجلة في السوق[3].
  - **السوق الغير منظمة (الموازية):** هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة[4]، وليس هناك مكان معين للتداول لإجراء التعامل.

إذ أن تنفيذ العمليات يتم من خلال الوسطاء والسماسرة المزودين بشبكة من الاتصالات السريعة، وتتضمن السوق غير المنظمة سوقين آخرين فرعين هما:

- ✓ **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها.

---

(1) أحلام عنكوش، (2013، 2014): سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة شهادة ماستير في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، ص04.

(2) عبد النافع زراري، وفرج غازي، (2001): الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص44.

(3) الضيف محمد عدنان، (2012): مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النقاش للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص117.

(4) الضيف محمد عدنان (2012): المرجع نفسه، ص 117.

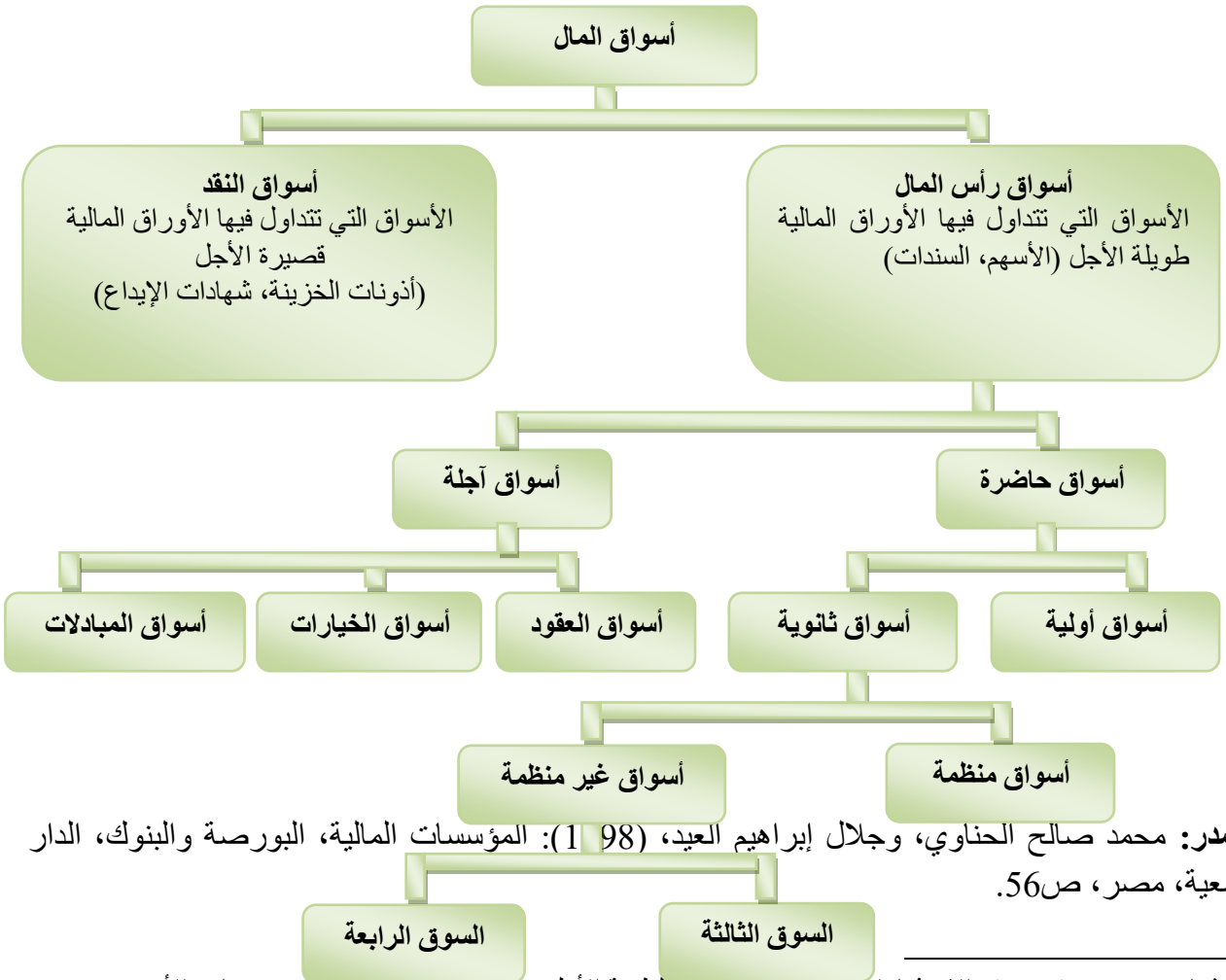
- ✓ **السوق الرابع:** هو سوق غير منظم يحتوي التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في التسعيرة الرسمية ولا ومجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق، حيث يجري التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية[1].

- **الأسواق الآجلة:** بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التعليمات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية، فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك فقد استخدمت هذه الأوراق لتحوط 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[2].

والهدف من وجود هذه السوق يكمن في توفير الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا ما يشجع المستثمرين على الإقبال على الاستثمار[3].

وخلاصة لما سبق يمكن تقديم أشكال الأسواق المالية في الشكل التالي:

الشكل رقم (1 - 5): أنواع الأسواق المالية



المصدر: محمد صالح الحناوي، وجلال إبراهيم العيد، (1998): المؤسسات المالية، البورصة والبنوك، الدار الجامعية، مصر، ص56.

---

[1] هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص58.
[2] محمد مطر، (2009): إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص ص180- 181.
[3] محمد مطر،(2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 180-181.

2. بورصات الأوراق المالية وإجراءات التداول فيها

تتميز أهمية البورصات من اقتصاد لأخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة تعمل بنظام خاص وتحكم عملها قوانين ولوائح، التي يتم الالتزام بها من قبل المتعاملين في الأوراق المالية، بمختلف أنواعها وأشكالها وأجالها، 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،واتخاذه 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 تعاريف البورصات من كاتب لأخر ولكنها كلها تجتمع على مفهوم واحد، ويمكن الاعتماد على بعض التعاريف منها:

يرى محمد يوسف ياسين: أن كلمة بورصة تعود إلى أحد المصدرين:

الأول: هو فندق في مدينة bruges كان يزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس troisbourses وكان يجتمع فيه عملاء مصرفين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال.

والثاني: نسبة إلى عائلة vanderburse في مدينة bruge نفسها حيث كان يجتمع في قصر العائلة، عملاء ووسطاء ماليون، وكان يقال: " ذهبنا chezlesburses"، وبعدها تطورت فأصبحت " ذهبنا alabourse"[1].

وتناول مصطفى يوسف كافي، نقلا عن تعريف محمد يوسف ياسين البورصة بأنها: " سوق منظمة تعقد في مكان معين، وفي 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 بالصيغة التجارية، علما أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة، إلا بعد دخوله في إحدى عمليات البورصة[2].

---

[1] محمد يوسف ياسين، (2004): البورصة، الطبعة الأولى، منشورات الجلي الحقوقية، بيروت، لبنات، ص17.

[2] حمدي عبد العظيم ، (2012): اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، مصر، ص11.

حسب التعريف الحديث لحمدي عبد العظيم: لبورصة الأوراق المالية هو: السوق الذي تلتقي فيه إدارة البائعين والمشترين 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 الإنترنت.

ومن خلال التعاريف نستنتج أن البورصة تعتبر أهم الأسواق المنظمة، فهي صلة الوصل بين المشاريع وادخارات الأفراد، 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 أخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا العمل.

2.1.2. أنواع بورصات الأوراق المالية:

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة، يمكن تصنيفها إلى أنواع متعددة كما يلي[1]:

أ. أنواع البورصات من حيث التداول:

- **بورصة البضائع الحاضرة:** وهي سوق منظمة متخصصة في بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الإستراتيجية كالقطن، السكر، اللبن، القمح...الخ، وتعرف أيضا باسم"البورصة التجارية". وتسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بكل أنواع السلع اللازمة وحسب أسعار العرض والطلب؛
- **بورصة العقود الآجلة:** هي بورصة عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع آجلة، ويمكن دفع فرق السعر المحقق حين تصفية العملية؛
- **بورصة المعادن النفسية:** وهي بورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفسية، كذهب والفضة والألماس...
- **بورصة القطع "العملات":** حيث يتم تداول النقود فعليا في عمليات البورصة، بمعنى تبادل العملات عن طريق الصرف الآجل، وتأجير السفن؛
- **بورصة الأفكار:** تعد من أحدث أنواع البورصات، يتم فيها عرض وبيع الحقوق، كحقوق الاختراع، حقوق العلامات التجارية، صفقات الإشهار؛
- **بورصة الأوراق المالية:** وهي سوق منظمة، تتداول فيها الأسهم، والسندات، والمشتقات المالية، تحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب.

ب. أنواع البورصات من حيث التسجيل والاعتراف والتمثيل الحكومي فيها[2]:

- **البورصة الحكومية:** وهي مأخوذة من النظام الفرنسي المطبق في عهد نابليون، حيث يكون العملاء معينين من قبل الدولة، مثل بورصات فرنسا، وبلجيكا واسبانيا وايطاليا؛

---

[1] شعبان محمد إسلام البراوي، (2002): المرجع سبق ذكره، ص36.

[2] ناجي جمال، (2012): مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ص127.

- **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 وانكلترا واليابان، وأستراليا وكذا جنوب إفريقيا؛

ج. أنواع البورصات من حيث المدى الجغرافي:[1]

- **بورصات محلية:** بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي ولا تمتد معاملاتها دوليا، وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات المختلفة، وهي عادة بورصات محدودة النشاط للغاية؛
- **بورصات دولية:** بورصات تعمل على المستوى الدولي وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

د. أنواع البورصات من حيث المدى الزمني:

- **بورصات المنتجات الحاضرة:** يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فورا؛
- **بورصات العقود الآجلة:** يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام للمنتجات أو الأثمان، بل يتم المضاربة على السعر فقط.

3.1.2. عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية:

تتميز أهمية بورصات الأوراق المالية من اقتصاد لأخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة نذكر منها:

- ❖ سياسة اقتصادية رشيدة منزهة عن إهدار المال وتجنب التركيز على الاستثمار؛
- ❖ اقتصاد منتعش ووفرة المدخرات؛
- ❖ شفافية كاملة والبعد عن التدليس والمحاباة؛
- ❖ توافر السيولة لتمويل عمليات البيع و الشراء السريعة للموجودات عند أسعار معلومة[2]؛
- ❖ تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات، وكلما تيسر أكثر نشر المعلومات

الاهتمام بإدارات البورصات وطاقتها التكنولوجية؛

- ❖ اقتصاديات متقدمة ومندمجة هيكليا وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة؛
- ❖ إتباع السياسات التي تشجع الادخار والاستثمار؛
- ❖ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على تقليل المخاطر[2].

2.2. الأوراق المالية محل التداول في بورصة الأوراق المالية:

---

[1] غنية الجوزي، (2012): أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، ص24.

[2] محمد علي سويلم، (2013): أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية للنشر ولتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص61.

[2] منير إبراهيم هند، (1997): أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، منشأة المعارف الإسكندرية، ص6.

يمكن تعريف الأوراق المالية على أنها أدوات الاستثمار المالي وهي: تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو لصاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقا، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة.

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

1.2.2. الأوراق المالية التقليدية:

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

أ. الأسهم: الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن لحاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة، أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات[3].

يمثل السهم الحصة السوقية التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة، ويتسم بالدوام أي له تاريخ استحقاق محدد وللأسهم عدة أنواع تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف ومنها ما يلي [4]:

- **حسب شكل الإصدار:** تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

- **السهم لحامله:** يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال لإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض له حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع، لذا يحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.
- **السهم الاسمي:** ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة، أي هي أسهم تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بالقيد في دفاتر الشركة.
- **السهم الأدنى أو لأمر:** يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

---

[3] محمد سويلم، (2000): المرجع سبق ذكره، ص46.

[4] خالد عيجولي، (2006): المرجع سبق دكره، ص36.

- **تصنيف الأسهم حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم:** استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين[1]:

- **الأسهم النقدية:** هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية، إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

- **الأسهم العينية:** هي أسهم تمثل حصصا عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

- **الأسهم المختلطة:** وهي أسهم يتم الوفاء ببعض من قيمتها عند الاكتتاب نقدا والبعض لأخر عينا.

- **أسهم أو حصص التأسيس:** هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد، وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هذه الأسهم قد تكون اسمية تعطي لصاحبها الحق في الأرباح فقط، دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية[2].

- **تصنيف الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها:** استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين [3]:

- **الأسهم العادية:** يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية سوقية وتمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على قيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتمثل القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

- **الأسهم الممتازة:** هي عبارة عن أسهم مزودة بمجموعة من الامتيازات في الأرباح والقيمة التصفوية، وهذا ما يجعلها تجمع بين صفات السهم العادي، وصفات السند فيقال أنها هجينة[4]، توفر هذه الأسهم لصاحبها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي،

---

[1] محمد مطر، (2006): المرجع سبق ذكره، ص ص 212- 213.

[2] سليم جابو، (2001، 2002): المرجع سبق ذكره، ص17.

[3] منير إبراهيم هندي، (1997): المرجع سبق ذكره، ص06.

[4] بلجيلية سمية، (2010، 2011): أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة الجزائر، ص12.

سواء كان في الأرباح الموزعة سنويا، أو تصفية أصول الشركة عند الإفلاس، أو عند تسبيل أصولها [1].

ويصنف السهم على أنه ممتاز حينما يميز صاحبه عن حاملي الأسهم العادية في تلقي حصص الأرباح، وأيضا في دفع حصة أصول الشركة في حالة تصفيتها، ولا تمنح الأسهم الممتازة أي حقوق للتصويت، وتقوم كل الشركات بطرح أسهم عادية ولكن القليل نسبيا هو الذي يعرض أسهم ممتازة [2].

ب. السندات: يمكن تعريف السندات على أنها أوراق مالية طويلة الأجل، تصدرها الحكومة والشركات للحصول على أموال لتمويل إنفاقها أو استثماراتها، وتعد لحاملها بدفعات ثابتة المبالغ (هناك سندات بدفعات متغيرة)، وفي مواعيد محددة (نصف سنة مثلا)، دون أن تمنح أي حقوق ملكية في المؤسسات التي تصدرها فهي بمثابة شهادة دين وليست شهادة ملكية، إضافة إلى الدفعات الثابتة يحصل عليها حاملها عند حلول استحقاقها على الدفعة الثابتة الأخيرة، إضافة إلى قيمتها الاسمية، وبناءا على مما سبق فإن السندات توفر للمستثمرين مصدرين للدخل هما الدفعات الثابتة والتغيرات التي تطرأ على قيمتها السوقية، بما يمنح المستثمر فرصة لبيعها وتحقيق مكاسب رأسمالية[3].

وللسندات العديد من المعايير لتقسيم أنواع السندات فنجد مثلا:

- **أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:**
  - **السندات المضمونة:** وهي سندات عادية تتميز عن غيرها من السندات بأنه مضمون بأصل عيني ثابت وفي حالة إفلاس الشركة يحق لعملية السندات بيع هذه الضمانات واسترداد قيمته، لذا فإن الفائدة التي يتم تقديمها عادة ما تكون صغيرة مقارنة بالأنواع الأخرى[4].
  - **السندات الغير مضمونة:** وهي سندات غير مضمونة بأصول ثابتة معينة لذلك فالاستثمار فيها ينطوي على مخاطر كبيرة ويكون عندئذ الضمان الوحيد للمستثمر هو سمعة الشركة المصدرة ومركزها المالي وثقة المتعاملون معها[5].
- **أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:**
  - **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

---

[1] هوشيار معروف، (2009): المرجع سبق ذكره، ص24.

[2] إدوارد جلباتريك، (2008): الاستثمار في البورصة، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، القاهرة، مصر، ص68.

[3] محمد إبراهيم عبد الرحيم، (2014): اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعلم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، ص100.

[4] ناجي جمال، (1998): إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، ص15.

[5] محمد الصيرفي، (2008): المرجع سبق ذكره، ص134.

- **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد[1].

- **أنواع السندات حسب معيار الأجل:**

- **سندات قصيرة الأجل:** تستحق خلال سبع سنوات، وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا.
- **سندات متوسطة الأجل:** تستحق خلال سبع سنوات، وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا.
- **سندات طويلة الأجل:** تستحق بعد سبع سنوات، وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا[2].

2.2.2. الأوراق المالية المشتقة (المبتكرة):

بدأ التعامل بالمشتقات المالية أو الأوراق المالية المنتفعة بشكل عام، والخيارات بشكل خاص رسميا في بداية السبعينات، ومن ثم تطورت وازدادا لتعامل بها [3].

وتعرف المشتقات على أنها: عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.

والمشتق أو الدقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية متزايدة في مجال التمويل،ويتم الآن تداول عمليات تسليم الآجال وخيارات البيع والشراء الأجل بنشاط في كثير من البورصات وفيما يلي نتناول أهمها[4]:

أ. العقود المستقبلية: تعرف على أنها عقد يلزم الطرفين المتعاقدين، على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وتعد بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة يستلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال[5].

ب. عقود الخيارات: تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية، التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيار في السنوات الأخيرة، بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغيير الأسعار، وتمثل عقود

---

(1) عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، (2009): المصدر سبق ذكره، ص101.
(2) مصطفى يوسف كافي، (2009):المرجع سبق ذكره، ص150.
(3) مختار حميدة، (2013): الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، ص122.
(4) سليم جابو، (2001، 2002): المرجع سبق ذكره، ص22.
(5) خالد عيجولي، (2006): المرجع سبق ذكره، ص162.

الخيار ورقة مالية، ذات سمة خاصة يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة[1]، والخيارات نوعان:

- **خيار شراء:** الذي يعطي الحق لمالكه بشراء أي من الموجودات المالية.
- **خيار البيع:** الذي يعطي الحق لمالكه في بيع الموجودات المالية لمحرر الخيارات بسعر محدد في المستقبل.

ج. عقود المبادلات: وتعرف عقود المبادلة أو المقايضة بأنه اتفاق تعاقدي، يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهد بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على الالتزامات كان قد قطعها، كل منهما لطرف أخر وذلك دون إحلال بالتزام، أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي ترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول[2].

د. عقود آجلة: وهي اتفاق بين الطرفين لشراء أو بيع أصل مالي، أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقا حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق.

تعتبر العقود الآجلة عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا، لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر محدد مسبقا أيضا، ويتم تسوية العقد عند استحقاقه لذلك إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد، فإن المشتري يتكبد خسائر بينما يحقق البائع مكاسب، لأن الأصل في هذه الحالة يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية[3].

كما يمكن تعريفه بأنه اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) ذلك في سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة في فترات دورية[4].

3.2.2. الصكوك الإسلامية:

تكتسب الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في الأسواق المالية الإسلامية من تطور المصرفية الإسلامية وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة ، وهي تسد جزءا من الحاجة لباقة متكاملة من الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة قادرة على بناء سوق مالية متكاملة من حيث أنواع الأدوات،اهتم الباحثون الاقتصاديون المعاصرون بديلا عن السندات المحرمة وهو اهتمام قديم، فقد عقد المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1396ه الموافق لـ 1976م

---

[1] زياد رمضان، (1999): الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، لبنان، ص91.

[2] محمد مطر، (2006): المرجع سبق ذكره، ص316.

[3] هوشيار معروف (2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 154- 155.

[4] محمد صالح الحنوي، نهال مصطفى جلال، إبراهيم العيد، (2005): الاستثمارات في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل للتحليل الأساسي والقي، دار الجامعية، الإسكندرية، ص ص311- 312.

ومنذ ذلك الوقت تسعى الدول الإسلامية المهتمة التي أسلمته لأدوات المالية، وتجسيد فكرة الصكوك الشرعية، وذلك من أجل مواجهة العجز في ميزاتها وتعزيز الاتفاق العام، وبناء المنشآت الحيوية، ومن هذه الدول على سبيل الذكر ماليزيا السودان، البحرين[1].

ويقصد بالصكوك الإسلامية "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"[2].

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفتها بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل الباب الاكتتاب، وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله.

الصك هو عبارة عن ورقة مالية، ذات قيمة نقدية تصدرها الشركة الإسلامية، كالتزام عليها، اتجاه كل من يسدد لها قيمتها نقدا وتتعهد بتسديدها والوفاء بكافة حقوقها، وذلك وفق ما هو منصوص عليه في هذه الورقة، مع أن هذه القيمة تدخل في مشاريع الشركة وتستخدم صكوك بدل السندات، لأن السندات تمثل دينا 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[3].

تختلف طبيعة الصكوك الإسلامية وتتنوع باختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، وذلك على النحو التالي[4]:

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 المبيعة.

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

---

(1) الضيف محمد عدنان، (2012): المرجع سبق ذكره، ص232.

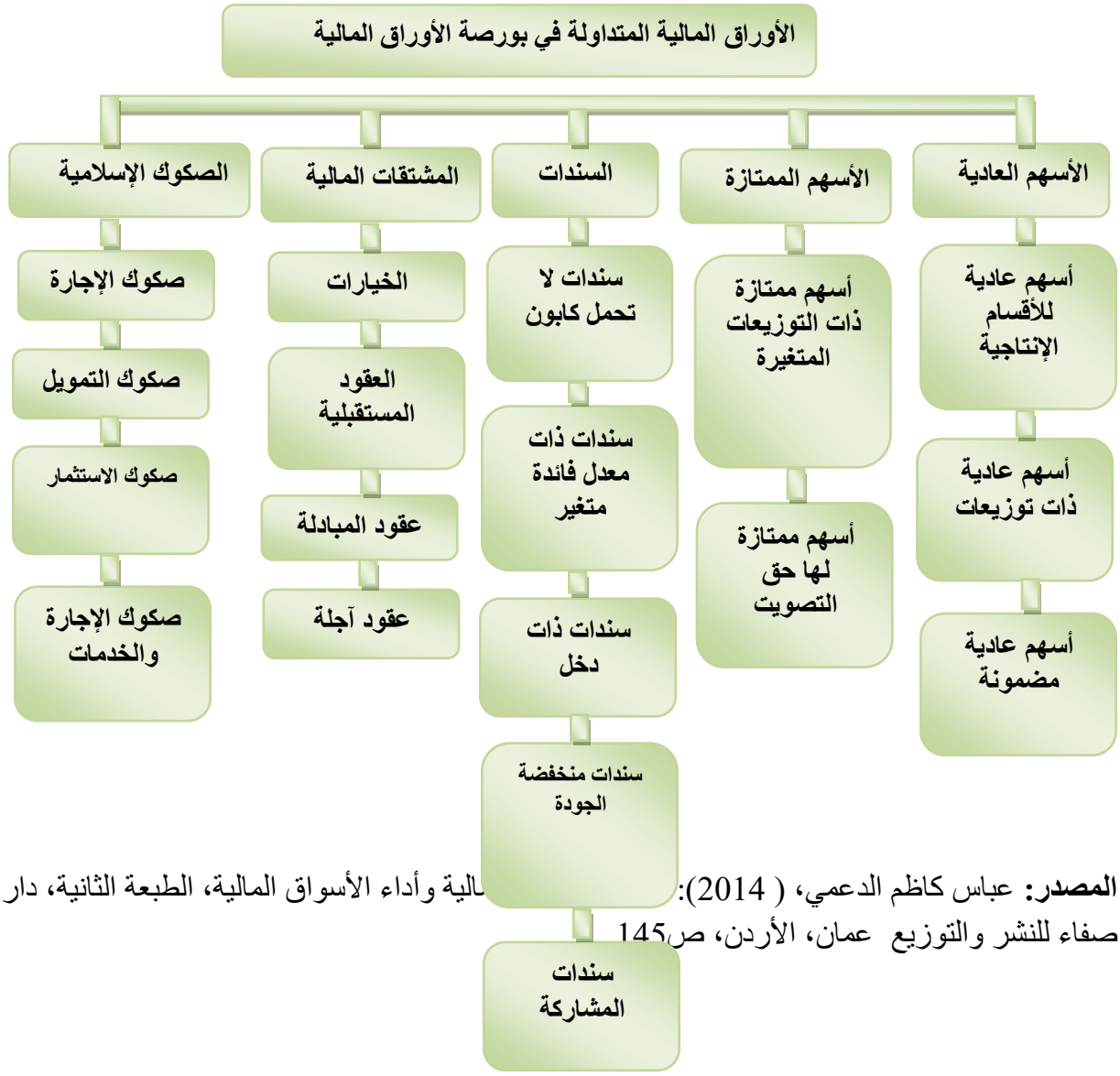
(2) نوال بن عمارة، (2011): الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه ،جامعة ورقلة، الجزائر، ص254.

(3) الضيف محمد عدنان، (2012): المرجع سبق ذكره، ص233.

(4) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، (2014): الصكوك الإسلامية كأداة تمويل 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 و06 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص ص 06-07.

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

الشكل رقم (1- 6) : أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعمي، (2014): [illegible] المالية وأداء الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، الأردن، ص145

3.2. إجراءات التداول في بورصة الأوراق المالية:

يجري التعامل داخل البورصات من خلال شركات أو أفراد يعملون في مجال الوساطة والسمسرة المالية، حيث يمثلون حلقة وصل بين البائعين و المستثمرين، ويجب على من يتعامل في مجال الوساطة والسمسرة أن يكون مرخص له بذلك وفق قوانين السوق وأنظمته وتعليماته[1].

1.2.3.الوساطة المالية:

هي عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل: الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بعرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى[2].

أ. تعريف الوسيط المالي: يعرف الوسيط المالي على أنه الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالي، وأنظمته وتعليماته، يقوم بأعمال محددة تهيؤه، لأن يكون حلقة وصل فعال بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، ويتقاض عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين، ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات[3].

كما يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقترضين النهائيين[4].

ب. شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة:

هذه الشروط يجب أن تتوفر في الشخص المعنوي (مؤسسة الوساطة) والشخص الطبيعي وسوف يتم التطرق إليها فيما يلي[5]:

- **شروط تتعلق بالشخص الطبيعي:**
  - الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي، أو ما شابه ذلك؛
  - أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية؛
  - إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية، و أن لا تكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف؛
  - أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات، ولا مستشار أو خبير بها أو بإحدى المصاريف؛
  - اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.

وفي الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعي أن يكون الوسيط ملما بالمحاور الأساسية التالية:التحليل الاقتصادي الكلي والتحليل الاقتصادي الجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم

---

(1) أنس البكري، (2009): الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ص34.

(2) محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، (1998): المؤسسات المالية (البورصة، والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص203.

(3) محمد الصرفي، (2008): المرجع سبق ذكره، ص 43، 44.

(4) حسين بن هاني، (2002): الأسواق المالية، (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، ص32.

(5) خالد عيجولي، (2006): المرجع سبق ذكره، ص62.

المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة...الخ.

- **شروط تتعلق بالشخص المعنوي:** سواء كانت شركات عادية أو شركات مساهمة فالشروط هي:
  - أن تكون شركة وطنية؛
  - الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة؛
  - أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن المبلغ المحدد مع تقييم الضمانات اللازمة؛
  - القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم؛
  - توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن.

يعتبر الوسيط القلب النابض في البورصة، فهو يلعب دورا جوهريا في هذا المجال، إذ أنه يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة في إتمام التسجيل الفعلي بعده، فنستطيع القول بأن نجاح أو فشل عملية دخول المؤسسة إلى البورصة، يتوقف بنسبة كبيرة على مهارة وكفاءة الوسيط الذي يتكفل بها.

فنجد مختلف المتعاملين بالبورصة يلجئون إلى الوسطاء في عمليات البورصة، لتنفيذ أوامرهم بيعا أو شراء والاستفادة من مختلف الخدمات التي يقدمها هؤلاء وذلك نظرا للأهمية التي يحتلها الوسطاء في مجال التعامل بالأوراق المالية والتي يمكن تلخيصها في[1]:

- **الخبرة والتخصص:** حيث يتمتع الوسطاء بالخبرة العالية في عمليات البورصة وعمليات تسيير وتوظيف الأموال.
- **التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات:** عادة ما يحتاج المتعاملين بالأوراق المالية بيعا وشراء إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة حالتها المالية، سمعتها، تقلبات الأسعار،و الوسيط يتميز بالدراية الكاملة بمختلف هذه المعلومات والقدرة على اتخاذ القرار المناسب من شأنه أن يقلل من حدة تكلفة هذه العملية.
- **اقتصاد الوقت:** يسمح اللجوء إلى الوسطاء في عمليات البورصة إلى المستثمرين في هذا المجال باقتصاد الوقت، سواء الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يصنعون وقت في البحث عن مستثمرين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة ثم إعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد.

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.

---

[1] وليد أحمد الصافي، (2002، 2003):الأسواق المالية العربية "الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص35.

أ. الأوامر في بورصة الأوراق المالية: يعتبر أمر البورصة بمثابة وكالة يمنحها المستثمر الأمر للوسيط المنفذ له، كي يبيع أو يشتري له، بورصة أوراق مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعول إلا إذا أعطى الشخص المختص أي الوسيط، ويجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة[1].

ففي حالة إرسال لأمر البورصة كتابيا، يجب أن يكتب وفقا لنموذج وشكل معين، وأن يوقع من طرف الأمر ويجب أن تتضمن أوامر البورصة البيانات التالية:

- بيان اتجاه العملية شراء أو بيع؛
- مدة صلاحية الأمر، يوم، شهر، مفتوح[2]؛
- عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛
- طبيعة الورقة، سهم، سند..؛
- نوع السوق فورية، أجلة.

أما في حالة إرسال أمر البورصة عن طريق الهاتف، فيجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا، وتختلف أوامر بورصة الأوراق المالية باختلاف سعر وزمن التنفيذ، سواء كانت أوامر بيع أو أوامر شراء، كما تؤثر آليات الإيقاف والاستمرار في تحديد نوع الأمر، وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى عدة أشكال، وأهم هذه الأشكال ما يلي:

- **أوامر تتعلق بسعر التنفيذ:** ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يصنعه العميل هو الأساس في تنفيذ الصفقة من عدمها، وفي هذه الحالة يوجد بديلين من الأوامر، أمر يطلب فيه العميل للسمسار أن ينفذ الصفقة بأحسن سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، وأمر يشترط فيه العميل سعرا محددا للتنفيذ[3].
- **الأمر المحدد:** إن الأمر بسعر محدد هو الذي يصدره الزبون، مع تحديد السعر أي أن المشتري يحدد السعر الأقصى الذي يكون مستعدا لدفعه، ويحدد البائع السعر الأدنى الذي يقبل مقابله أن يتنازل عن صكوكه، وهنا قد ينفذ السعر جزئي أو لا ينفذ بتاتا، وكما يبدو فإن أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر مقارنة بأمر السوق، إن المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، إلا أنه لا يكون متأكد من إمكانية تنفيذ الأمر نتيجة لعدم توافق سعر السوق مع السعر المحدد، وعليه فإن إصدار هذا النوع من الأوامر لا بد أن يستند إلى مؤثرات مؤكدة نسبيا[4].

---

(1) سليم جابو، (2001، 2002): المرجع سبق ذكره، ص ص33، 34.

(2) نصيرة تواتي، (2013): ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري ـ دراسة مقارنة ـ، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود تيزي وزو، الجزائر، ص 207.

(3) منير إبراهيم هندي، (1997): المرجع سبق ذكره، ص60.

(4) محمد يوسف ياسين، (2004): المرجع سبق ذكره، ص103.

- **أوامر الإيقاف:** وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الأسهم مستوى معين أو تعداه، وتبعا لهذا النوع من الأوامر يوجد نوعين من أوامر الإيقاف: أوامر تتعلق بالبيع وأخرى تتعلق بالشراء، ففيما يتعلق بالبيع يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم المستوى المحدد أو انخفض عنه، أما لأمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فيقضي بأن يقوم السمسار بشراء أسهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو زاد عنه، فلو أن توقعات المستثمر تشير إلى مستقبل مبشر بشراء أسهم منشأة ما أو أنه قد سبق له إبرام صفقة بيع على المكشوف، حينئذ يمكنه إصدار أمر التوقف[1].
- **أوامر التنفيذ حسب مقتضي الأموال "الأمر المطلق":** على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الأمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه، فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي السمار الحق في إبرام الصفقة و إجراء العمليات حسب توقعاته، إذ بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسمسار في بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها لمصلحة المستثمر من حيث نوع الأوراق وعددها وسعرها والوقت المناسب لتنفيذ الأمر[2].

ب- أنظمة التسعير في بورصة الأوراق المالية:للوصول إلى سعر معين في بورصة الأوراق المالية لا بد من توافر بائعين ومشترين لأسهم معينة، وتجنب فورقات كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة بورصات الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاما خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا تتجاوز فيه نسبا معينة تنص عليها لوائح تلك البورصات[3].

وهناك وسائل مختلفة لتحديد سعر السوق من أهمها[4]:

- **التسعير المستمر:** وتعتمد هذه الطريقة أساسا على السرعة في تنفيذ الأوامر ومتابعة تطور السوق وذلك باستخدام التقنيات والوسائل الحديثة والمتطورة وهي نوعان:

- **التسعيرة المستمرة بالإعلام لآلي:** تعتمد هذه الطريقة أساسا على نظام المعلوماتية في تحديد السعر وتتمثل في المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة مباشرة من طرف الوسطاء في البورصة في التسعيرة الالكترونية المضبوطة من طرف الحاسوب المركزي، الذي يقوم بتحديد سعر التوازن عند تلاقي العرض بالطلب ووفقا لهذه التقنية يمر على مرحلتين هما:

---

(1) عصام حسين، (2008): أسواق الأوراق المالية، البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ص89.

(2) مبارك بن سلمان بن محمد أل سليمان، (2005): أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية ص61.

(3) صلاح الدين حسن السيسي، (2014): المرجع سبق ذكره، ص18.

(4) عبد الله عالم، عبد الغني ربوخ، (2008): دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الاقتصاد العالمي، المركز الجامعي الوادي الجزائر، ص188.

- ✓ **مرحلة قبل افتتاح الجلسة:** يتم تجميع أوامر البيع قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للبورصة، والذي يقوم بحساب سعر الافتتاح نظري بحسب أوامر العرض والطلب على الأوراق المالية، ولا يتم التداول في هذه المرحلة.
- ✓ **مرحلة بعد افتتاح الجلسة:** إن عملية التبادل تبدأ بسعر الافتتاح الذي يحقق التوازن بين أوامر العرض وأوامر الطلب، وما دامت الأوامر مستمرة على مدار اليوم فيتولى النظام الآلي باستمرار تخزين جميع الأوامر في ذاكرته، ويقوم بالبحث دون توقف على مقابلة أوامر العروض والطلابيات.

- **التسعير الثابت:** هو وسيلة لتحديد أسعار الأدوات المالية القائمة مرة واحدة أو أكثر في جلسة شراء أو بيع الأوامر التي يتم عرضها في السوق، نظام التسعير الثابت يمكن أن يكون بسيط (تحديده مرة واحدة في كل دورة)، أو مزدوج (تحديد مزدوج في كل دورة)، أو أكثر (نظام التسعير الثابت المتعددة) ويتم تجميع الأوامر دون التنفيذ، يتم استخدام سعر محدد لتنفيذ الحد الأقصى للأوامر، يمكن أن تتكرر هذه العملية اختياريا عدة مرات في الجلسة الواحدة.

3 ـ بورصة الأوراق المالية: كفاءة مؤشرات وأهم البورصات العالمية

إن مصطلح الكفاءة مصطلح واسع الانتشار ، ولقد تم استخدامه في العديد من المجالات العلمية و الاجتماعية كذا الاقتصادية ولقد تم استخدامه في قياس كفاءة المؤسسات الاقتصادية، من أجل زيادة الإنتاجية وكذا استخدامه في الأسواق المالية، وهذا من اجل الرفع من عوائد المستثمرين وتحسين أداء المستثمرين وكأسلوب يتم من خلاله إعطاء صورة على مستوى ومكانة السوق المالي.

1.3.أنظمة المقاصة والتسوية في البورصة:

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

1.1.3.تسويـــة الصفقـات:

تجري تسوية الصفقات بأن يطلب العميل من السمسار الذي يرغب في التعامل معه أن يشتري أو يبيع له أسهم معينة مسجلة للتداول في البورصة، يقوم السمسار بتسجيل المعلومات عن الأمر ثم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت 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 بالتنفيذ وبمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار تقرير عنه مباشرة إلى الإدارة التجارية لبيت السمسرة بنفس الطريقة التي استلمه بها[1].

2.1.3.المقاصــة :

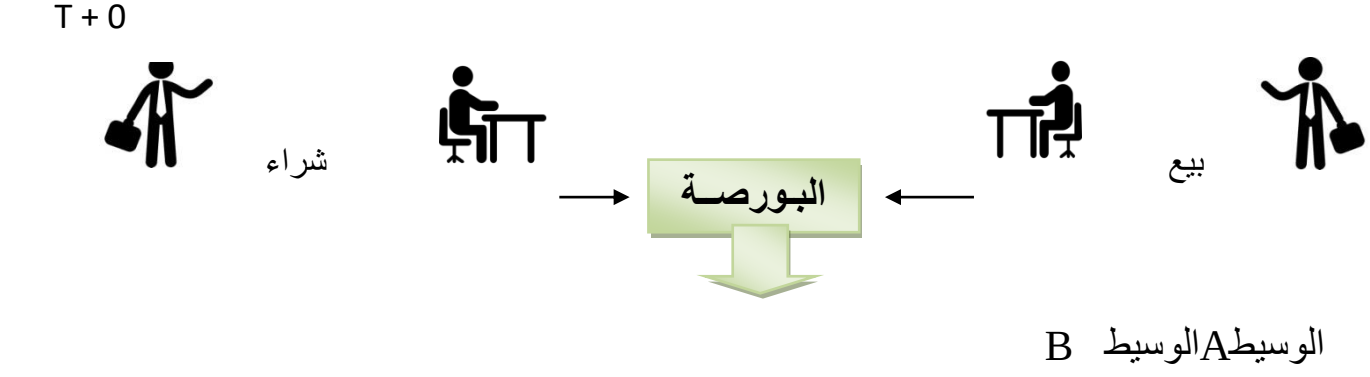
المقصود بالمقاصة المالية هي خصم قيمة الأوامر المنفذة من الحساب الجاري للشركة، وكذلك إضافة إلى قيمة الأوامر المنفذة على البيع إلى الحساب الجاري للشركـة[2].

وفي هذه الحالة بيت المقاصة يتلقى يوميا سجل تعليمات الأعضاء. وفي نهاية اليوم يتم مقارنة بيانات طرفي كل عملية للتأكد من اتساق البيانات المقدمة، 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].

3.1.3.العلاقة بين المقاصة والتسوية:

تقوم جهة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي بإجراء عمليات المقاصة في الأوراق المالية لحساب أعضاء الإبداع 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 يتجاوز الفترة بين إجراء عملية التداول وإتمام التسوية الخاصة بها خارج المدة المحددة لذلك (T+3)، على أن تكون الجهة القائمة بنشاط المقاصة والتسوية والحفظ المركزي مستقلة وذاتية التشريع وتقوم بالنظم اللازمة لضمان تنفيذ أعضاء الإبداع المركزي لالتزاماتهم المتعلقة بالتسوية في الأوراق المالية[4].

الشكل رقم (7.1): كيفية التداول في البورصة

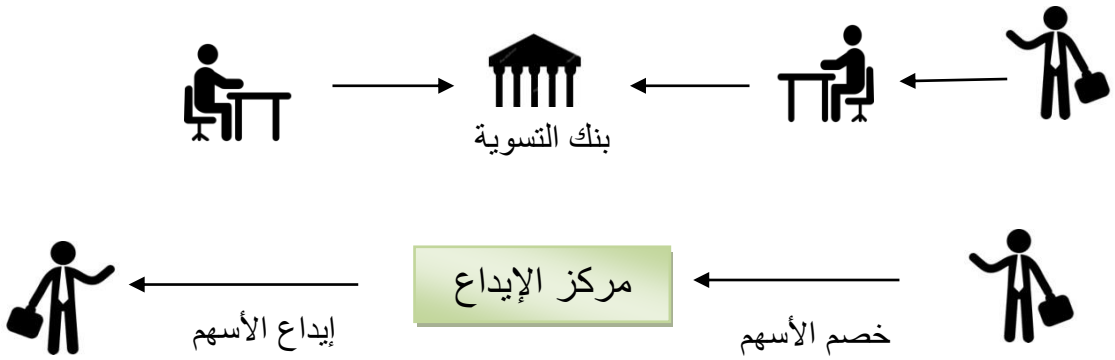


(1) أشرف محمد دوابة، (2009):تكامل الأسواق المالية العربية- آفاق وتحديات، مؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة خلال الفترة من 14-15 أفريل، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، ص10.

(2) محمد عبد المجيد عطية، (2011): الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص93.

(3) محمد صالح الحيناوي، جلال إبراهيم، (2002): بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص72.

(4) محمد الصيرفي، (2008): المرجع سبق ذكره، ص103.



المصدر: عباس كاظم الدعمي، (2014): المصدر سبق ذكره، ص 212.

3- 3 ـ كفاءة بورصة الأوراق المالية:

1.3.3.تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية:

تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية، وخاصة الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتاحة لدى المتعاملين، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى أخر قدرة السوق على تقييما لأوراق المالية بقسمتها الحقيقية وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه، وبنفس النوعية و الكمية وبتكلفة منخفضة[1].

ففي السوق الكفء تستجيب الأسعار وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيها، بحيث تدفعهم للشراء أو البيع.

وبالتالي السوق الكفء هو الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، كما يمكن القول بأن السوق الكفء تكون فيه القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادية، تعكس تماما القيمة الحقيقية له[2].

السوق الكفء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصصا كفأ للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا، يعتبر السوق كفء عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية إلى قيمته الحقيقية.

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[3].

2.2.3. السمات الأساسية لكفاءة بورصة الأوراق المالية:

أ. الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية): يقصد بالكفاءة التسعيرة سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، دون أن يتكبدوا في سبيل الحصول على هذه المعلومات

---

(1) أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص26،

(2) مصطفى يوسف كافي، (2009): المرجع سيق ذكره، ص50.

(3) محمد الصرفي، (2008): المرجع سبق ذكره، ص31.

تكاليف باهضة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مبادرة أو لعبة عادة، فالجميع يملك نفس فرص تحقيق الأرباح غير عادة على حساب الآخرين[1].

ب. الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية): الكفاءة التشغيلية أو الكفاءة الداخلية هي قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق(التجار والمتخصصين)، فرصة لتحقيق هامش ربح كبير.

فإذا كانت عملية التداول تتم بسرعة كبيرة وبتكاليف زهيدة فإن السوق تعتبر ذات كفاءة تشغيل عالية والعكس صحيح[2].

3.2.3. مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

أ. مستوى الكفاءة الضعيفة: 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 ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته وتماثل وجودها معه، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغيير في الأسعار[3].

ب . مستوى الكفاءة شبه القوي: هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية، أو الظروف الاقتصادية المحلية أو ظروف الصناعة أو الشركة ذات العلاقة، بجانب التقارير المالية والتحليلات المتاحة للجمهور، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قريب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية، أو مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة[4].

جـ. مستوى الكفاءة القوية: هي الأسواق تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكار لهذه المعلومات، وعدم تماثل وجوده، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية (السهم)، تغيرات عشوائية مستقلة، وإذا كان هناك من يملك معلومات خاصة (سوية)، فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات.

ووفقا لما تضمنته الصيغ الثلاثة للكفاءة، فإنه يمكن القول أن مجاميع المعلومات ذات صلة بكل صيغة تتدرج من حيث السعة والشمول، من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل للكفاءة والشكل الموالي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة.

---

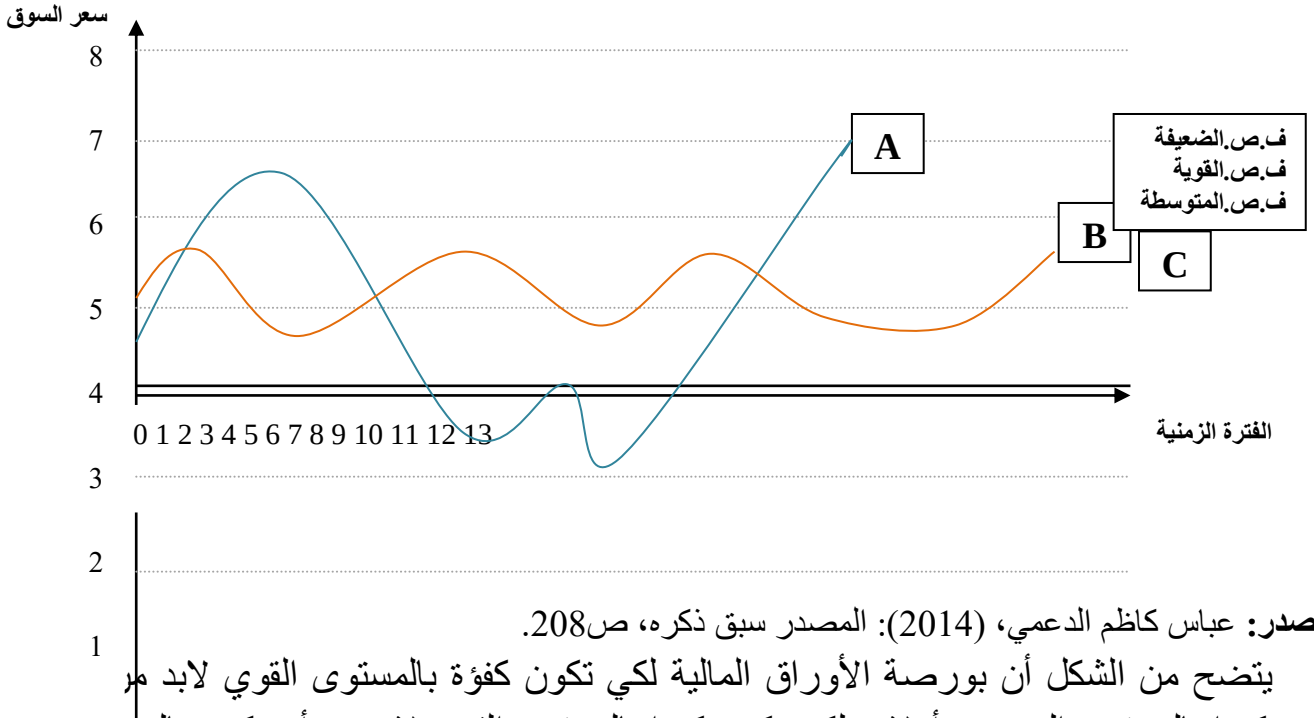
(1) محمد صحيح، (1996): التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، مصر، ص 111.

(2) منير إبراهيم هندي، (1997): المرجع سبق ذكره، ص502.

(3) صلاح فيصل، محمود الشواورة، (2000): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص50..

(4) أسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية، تحليا وإدارة، دار المسيرة للطبع والنشر و التوزيع، الأردن، ص ص 142، 146.

الشكل رقم (1 - 8) العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث



المصدر: عباس كاظم الدعمي، (2014): المصدر سبق ذكره، ص208.

يتضح من الشكل أن بورصة الأوراق المالية لكي تكون كفؤة بالمستوى القوي لابد من أن يكون كفؤا بالمستوى الضعيف أولا، ولكي يكون كفؤا 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 جدا بين سعر الورقة في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية (تباين صغير /المستوى شبه المنحرف)، ففي حين يكاد التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقة مساويا صفرا، فإن بورصة الأوراق المالية تكون كفؤة بقوة أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر، طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي تعكسها الخط المستقيم[1].

4.2.3. مؤشرات بورصات الأوراق المالية:

تمثل مؤشرات البورصة مقياسا شاملا لاتجاه السوق، تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية وبالخصوص الأسهم، لذلك يمثل المؤشر البورصي مستوى مرجعي للمستثمر المهتم بسوق المال والأصول المالية، وتستخدم مؤشرات سوق الأوراق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية.

5.2.3. دور مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

يتمثل دور المؤشر فيما يلي[2]:

---

[1] عباس كاظم الدعمي، (2010): المصدر سبق ذكره، ص ص 208- 209.

[2] رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص215.

- المؤشر يعتبر أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى، أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى؛
- مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي؛
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة؛
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق؛
- يعمل على تقدير مخاطر المحفظة المالية؛
- يساهم في علاقات المتغيرات الاقتصادية بالمؤشر السوقي.

ويمكن أن نحكم على المؤشرات بأنها بكل بساطة إذا ما كانت تعكس حالة الاقتصاد الوطني بصورة مقاربة للواقع، وهذا طبعا لا يتوافر إلا إذا كانت البورصة الموجودة بالبلد تتسم بالكفاءة والنشاط وتحتوي على معظم المؤسسات التي تعكس حقيقة هذا الاقتصاد سواء كانت عمومية أو خاصة، ففي هذه الحالة تكون المؤشرات ذات أهمية بالغة في الاقتصاديات.

6.2.3. 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 [1]منطقة جغرافية دولة (الو.م.أ وبريطانيا واليابان وفرنسا....)، مجموعة من البلدان والمنطقة الاقتصادية أو النقدية (أوروبا، آسيا،...) أو حتى في العالم،قطاع اقتصادي (الأعمال المالية والصناعية والتكنولوجيا)، قيم سوقية كبيرة، متوسطة أو صغيرة.

7.2.3. أساليب بناء مؤشرات بورصة الأوراق المالية: تمثل المؤشرات البورصية مقياسا شاملا لاتجاه السوق تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، وبالخصوص الأسهم، لذلك يمثل المؤشر البورصي مستوى مرجعي للمستثمر المهتم بسوق المال والأصول الثابتة، وللحصول على مؤشرات ذو كفاءة عالية، يقتبس بشكل موضوعي أداء السوق، وجب الأخذ بعين الاعتبار عدة أسس ومعايير عند حسابه أو بناءه.

هناك العديد من الطرق لحساب مؤشرات أداء بورصة الأوراق المالية، سنتطرق إلى الأساليب الشائعة الاستعمال في حساب المؤشرات كالأتي:

- **مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA)**[2]:يحتل مؤشر djia مركزا مميزا في نظر المستثمرين بالعالم أجمع وقد تحصل على هذا الاهتمام باعتباره أبسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية، أكبر سوق مالي في العالم فهم يعتبرونه البارومتر الذي يقاس به النبض العام لسوق الأوراق المالية، بحيث يعكس للمستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق.

[2] Roland Portait, patrice Poncet, (2007) : finance de marché, Dalloz, paris, France, p 273.
[2] عبد المجيد المهبلي، (2007): التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ص61.

- **مؤشر ستاندرأندبور (INDEX ROOSP)**:تتضمن العينة التي يقوم عليها المؤشر ستاندرأندبور S&500 من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 20 منشأة نقل، 40 منشأة تعمل في مجال المالي وكلها منشأة كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو السوق غير المنظمة، حيث اشتق هذا المؤشر من أربع مؤشرات وهي: مؤشر الصناعة، مؤشر النقل، مؤشر منشآت المنافع العامة، مؤشر المنشأة المالية. (1)
- **مؤشر ناسيداك (nasdak) :** وهو مؤشر السوق غير الرسمية (أي غير البورصة) ويشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الإلكترونية.
- **مؤشر نايس (nyse):**وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية والخدمية والالكترونية.

3.3. أهم البورصات العالمية:

لاشك أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة قطعت شوطا بعيدا في هذا المجال، حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وذلك بفضل دقة المعلومات المقدمة عن الشركات المقيدة في البورصة وأوضاع السوق عامة.

إضافة إلى دور التكنولوجيا والاتصالات في معالجة المعلومات لخدمة القرارات، وتقليل المخاطر، كل هذه المميزات تسمح بقيام بورصات مالية متطورة التي تعمل في الأخير لصالح الاقتصاد وتنميته.

سنتطرق فيما يلي إلى أهم البورصات العالمية، والتي يمكن تقسيمها طبقا للمعيار الجغرافي إلى: البورصات الأمريكية، البورصات الأوروبية، والبورصات العربية.

1.3.3. البورصات الأمريكية:

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي أيضا على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة.

ويشهد على ما هو موجود في وول ستريت stock exchange American ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board Trade، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبليات والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينات.

(1) منير إبراهيم الهندي، (1997): المرجع سبق ذكره، ص269.

وتجدر الإشارة إلى أهم بورصات أمريكية، بورصة نيويورك NYSE، بورصة NASDAQ البورصة الأمريكية AMEX[1].

2.3.3. البورصات الأوروبية:

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

أ. بورصة بريطانيا: سوق الأوراق المالية مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص و مقفل، فالجمهور لا يقبل فيه، ولا بالدخول إليه، ينحصر فقط في أعضاء STOCKEXCHANGE ، على رأس البورصة يوجد منذ عام 1948، ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضوا يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنويا ثلث (1-3) الأعضاء لهذا المجلس سنويا من قبل أعضائه السابقين[2].

ب. بورصة ألمانيا: يوجد في ألمانيا ثمانية بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسيا، دورفشت وتجارب هامبورج، هانوقو، وست بيرلين، وتتميز البورصات الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة ومن أهم خصائصها:

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة؛
- يتركز دورا لأوراق المالية على 04 بورصات فقط من أصل ثمانية؛
- ارتفاع الرسوم على الأسهم الألمانية[3].

ج . بورصة فرنسا: تتمثل هذه السوق بشكل رئيسي في بورصة باريس، حيث يتم تداول الأوراق المالية عن طريق شركات الأعضاء البورصة الذين يطلق عليهم societies de bourse، إن الذي يميز السوق الفرنسي هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر: في المدن الفرنسية باريس، (باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، ناسي ونانت)، وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملا تخضع لنفس السلطات ولنفس القواعد ونشر البيانات، وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام الكتروني مركزي يعرف باسم كاك CAK.

وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد[4].

3.3.3. البورصات العربية:

---

[1] عبد الغفار حنفي، (2005): المرجع سبق ذكره، ص291.

[2] وليد صافي، أنس البكري، (2012): المرجع سبق ذكره، ص83

[3] كاوي ناديه وأبو فخر، (2001): اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة، ص92.

[4] عبد النافع عبد الله الزرري و غازي توفيق فرج، (2001): الأسواق المالية، الطبعة الأولى، وائل للنشر ، عمان، الأردن، ص58.

تعتبر معظم الدول العربية حديثة العهد بأسواق الأوراق المالية، ولم تتشكل داخل الدولة العربية بورصات منظمة إلا في بداية التسعينات من القرن الماضي باستثناء البورصة المصرية، وقد شهدت الدول العربية في الثمانيات والتسعينات موجة واسعة في إقامة بورصات شملت أغلب الدول العربية.

أ ـ البورصة المصرية: تعد البورصة المصرية أول بورصة للأوراق المالية، ظهرت داخل الوطن العربي حيث تعود نشأتها إلى نهاية القرن التاسع عشر، فقد أنشأت بورصة الإسكندرية في سنة 1883م، ثم بورصة القاهرة في سنة 1890م، وقد أصدرت الحكومة أول لوائح سوق الأوراق المالية في سنة 1909م[1].

وكان التداول بين المستثمرين غير رسميا وبعد إنشاء بنك مصر عام 1920، تم تكوين أول شركات قابضة ساعدت على تنشيط البورصة [2]، ومنذ سنة 1971م وإعلان الدولة عن انتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادي، أعتبر بمثابة اعتراف صريح بأهمية القطاع الخاص، وضرورة الاستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع ومدخراته، ويبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية 306 شركة برأس مال سوقي مقداره مليار جينه مصري تبعا لإحصائيات 2013[3].

ب. بورصة بيروت: تعتبر بورصة بيروت من أوائل البورصات التي ظهرت داخل الوطن العربي، حيث تأسست في 03 جويلية 1920م، ونظرا لقلة عدد الشركات المدرجة بها فإن دورها الحقيقي لم يتضح إلا بعد صدور قانون جديد لأسواق الأوراق المالية سنة 1945م، وقد ألحق به النظام الداخلي الذي ينظم عملياتها غير أن نشاطها توقف بعد اندلاعا لحرب الأهلية في منتصف السبعينات (1975)، وكانت تضم في ذلك الوقت 45 شركة، وقد استأنفت عملياتها في 1995م[4].

ج. بورصة عمان: قبل تأسيس بورصة عمان (سوق عمان المالي سابقا) في نهاية السبعينات كان تداول الأسهم يتم بشكل غير منتظم عن طريق بعض المكاتب العقارية، وبعض الوسطاء الغير متفرغين، ولم يكن هناك عمليات إعلان عن الأسعار البيع أو الشراء الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تكاليف التداول ووجود فوارق كبيرة في أسعار الصفقات[5].

د. بورصة السعودية: يوجد في السعودية سوق للأسهم فقط ولا يوجد بها سوق الأوراق المالية، وقد أصدر المرسوم المتعلق بتنظيم التداول عن طريق البنوك المحلية في نوفمبر سنة 1984م، حيث يقوم البنك المركزي (مؤسسة النقد السعودي)، بإدارة هذه السوق والقيام بعمليات التسوية و نقل الملكية، وقد ابتدأ العمل بنظام التداول الالكتروني المتطور " تداول" سنة 1990م[6].

---

(1) صلاح الدين حسن السيسي، (2014): المرجع سبق ذكره، ص43.

(2) فريد راغب النجار، (2009): أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص205.

(3) ديما وليد حنا الريضي، (2015): الأسواق المالية، تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ص97.

(4) تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا (إسكوا)، (2006): دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الاقتصادية، (دراسة حالة بورصة)، بيروت ص06.

(5) تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا (إسكوا)، (2006): دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الاقتصادية.

(6) ديما وليد حنا الريضي، (2015): المرجع سبق ذكره، ص97.

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 عموما 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.

ـ الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية المغاربية: تشخيص الواقع وتحليل الأداء ـ

تمهيـــــــد:

أصبح موضوع البورصة وتطورها مقياس التقدم الحضاري في عالمنا المعاصر، بدونها تصعب 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 بورصة ومستوى النشاط الاقتصادي، طالما أن تطور النشاط الاقتصادي ترتبط وبشكل وثيق بوجود سوق مالي 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 المغاربية 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، ولكن على الرغم من التطورات التقنية والتشريعية والفنية التي شهدتها هذه الأسواق إلا أنها تواجه العديد من المعوقات والتحديات التي تحد من تطورها. وبناءا على ما تقدم تضم الحاجة إلى إلقاء نظرة على واقع وأداء البورصات المغاربية. وهذا يتطلب بالتأكيد إعطاء جزء من الاهتمام للواقع الاقتصادي التي تنشط فيه هذه البورصات، لذا فقد تم تخصيص هذا الفصل لعرض:

1. **واقع بورصات الأوراق المالية المغاربية.**
2. **الواقع الاقتصادي للدول المغاربية.**
3. **أداء بورصات الأوراق المالية المغاربية.**

1. واقع بورصات الأوراق المالية المغاربية

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 المغاربية بعيدة عن تحقيق التطور الذي حققته نظيراتها.

1.1. نشأة وتأسيس البورصات المغاربية:

يتم التعرف على بورصات الأوراق المالية من خلال:

1.1.1. نشأة البورصات المغاربية:

أ. نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء: إن أول المبادلات للقيم المنقولة كانت في المغرب عند إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929م باقتراح من البنوك القائمة آنذاك، وعرفت بأنها مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصة القيم المنقولة، ويرجع تاريخ أول جلسة إلى 7 نوفمبر 1929م حيث كانت المبادلات تتم اسبوعيا عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول اسم الشركات غير مسجلة، خصوصا لصالح الأجانب، ثم أعطيت الصيغة القانونية "لمكتب المقاصة" سنة 1942، وقد عرفت عدة إصلاحات وفكان الإصلاح الأول سنة 1948م والذي منح لها الشخصية المعنوية وغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب "تسعيرة القيم المنقولة". أما الإصلاح الثاني فكان سنة 1967م بسبب نمو النشاط الاقتصادي بعد الاستقلال وتحقق رؤوس الأموال الأجنبية، فصدر بقرار مرسوم ملكي رقم 67-494 بتاريخ 14 نوفمبر 1967 بإنشاء بورصة القيم المنقولة وإعادة تنظيمها وإضافة تشريعات وإدخال تقنيات جديدة وعرفت على أنها مؤسسة عمومية لها شخصية معنوية تخضع لرقابة وزارة المالية[1] .

عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات، وهي [2]:

- مارس 1997، انطلاق نظام التسعير والتداول الالكتروني؛
- نوفمبر 1998، تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل؛
- جانفي 2001، اعتماد لامركزية التداول الالكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة؛
- مايو 2001، تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام؛
- جانفي 2002، إطلاق المؤشرات الجديدة مازي ومادكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المر دودية ومؤشرات العملات؛
- ديسمبر 2004، تم الأخذ بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسلمة العائمة) في طريقة حساب هذه المؤشرات؛
- أفريل 2004، بدأ تنفيذ القانون رقم 0152 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 أخر للرساميل؛

---

[1] العسري عمر، (2009): البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية:(بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط، المغرب، ص ص 168-169.

[2] الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الإطلاع 2019/02/16.

- مايو 2007، تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظهائر المعتبرة 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 بالع روض العمومية في سوق البورصة؛
- مارس 2008، اعتماد النسخة 9000 لنظام التسعير الالكتروني؛
- أفريل 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

ب. نشأة وتطور بورصة تونس: كانت سوق الأوراق المالية في تونس حرة لا تخضع لأي قانون ينظم وبضبط عمليتها، إلى أن أنشئت غرفة المقاصة سنة 1937 والتي تعمل على بيع السندات، وأصدرت شركة فرنسية عام 1939 قرضا سنديا، روج من طرف هذا الصندوق، وكانت هذه العمليات من مسؤولية البنك المرخصة.

وفي سنة 1945، تم إنشاء الديوان التونسي للقيم المنقولة الذي حل محل غرفة المقاصة بموجب أمر يلزم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية أن تمر بهذا الديوان، إلا أنه لم يبدأ عمله إلا في سنة 1946م. وفي نهاية 1969م تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس بموجب قانون 13-69 المؤرخ في 27-02-1969م كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد، وتميزت هذه الفترة بالدور المحدود لبورصة تونس في تمويل الاقتصاد الوطني، بسبب سيطرة الدولة والبنوك العمومية على التمويل، مما أدى إلى ارتفاع مستويات الإصدار النقدي والتضخم كما تميزت هذه الفترة بسهولة الحصول على القروض البنكية ومساعدة الدولة، وارتفاع العوائد على ودائع البنوك التي كانت تتمتع بالحماية والإعفاء الضريبي على التوظيفات في البورصة، وبقي هذا الوضع في ظل السياسة الاقتصادية العامة حتى سنة 1998.

أهم المحطات في تاريخ بورصة تونس:[1]

- فيفري 1969، إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية؛
- نوفمبر 1994، إعادة تنظيم السوق المالية بفضل مهام الرقابة وتسيير السوق؛
- نوفمبر 1955، إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم؛
- أكتوبر1998، انطلاق مؤشر تاندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997.

ج. نشأة وتطور بورصة الجزائر: في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1998م دخلت فكرة إنشاء مدن البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990 ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:[2]

---

[1] الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tm تاريخ الاطلاع 16/02/2019.

[2] زيدان محمد وآخرون، (2006)، دور السوق لمالي في ميدان التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والآفاق- ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 04.

- **المرحلة التقديرية (1990-1992):** نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27-03-1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية أخرى.

وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء "شركة القيم المتداولة" وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات رأس مال يقدر بـ 320000 دج موزعة بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية.[3]

وفي سنة 1992، ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأس مالها إلى 932000000 دج كما غير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والمرسوم رقم 91-170 يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

- **المرحلة الابتدائية (1993-1996):** بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية اصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة[1]، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

- **مرحلة الانطلاق الفعلية (1996- إلى الوقت الحالي):** في 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. وفي سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصة 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. أما في سنة 1998، تم بالفعل اصدرا أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998، متمثلا في القرض ألسندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي دشن للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.[1]

---

[3] المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.

[1] زيدان محمد، نورين بومدين، (2006): مداخلة بعنوان "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر" الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية يومي 22/21 نوفمبر 2006،جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص11.

2.1.1. الهياكل التنظيمية للبورصات المغاربية:

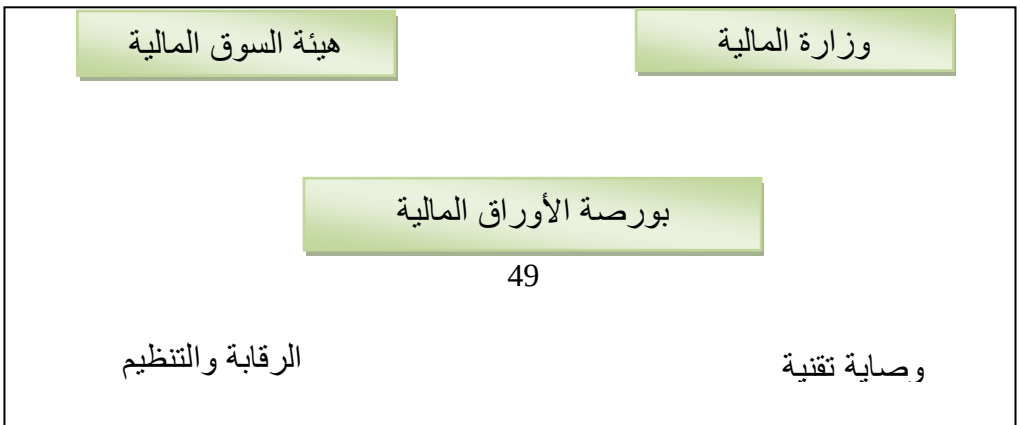
أ. بورصة الدار البيضاء:

الشكل رقم (1.2): الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com تاريخ الاطلاع: 2019/02/16.

ب. بورصة تونس:

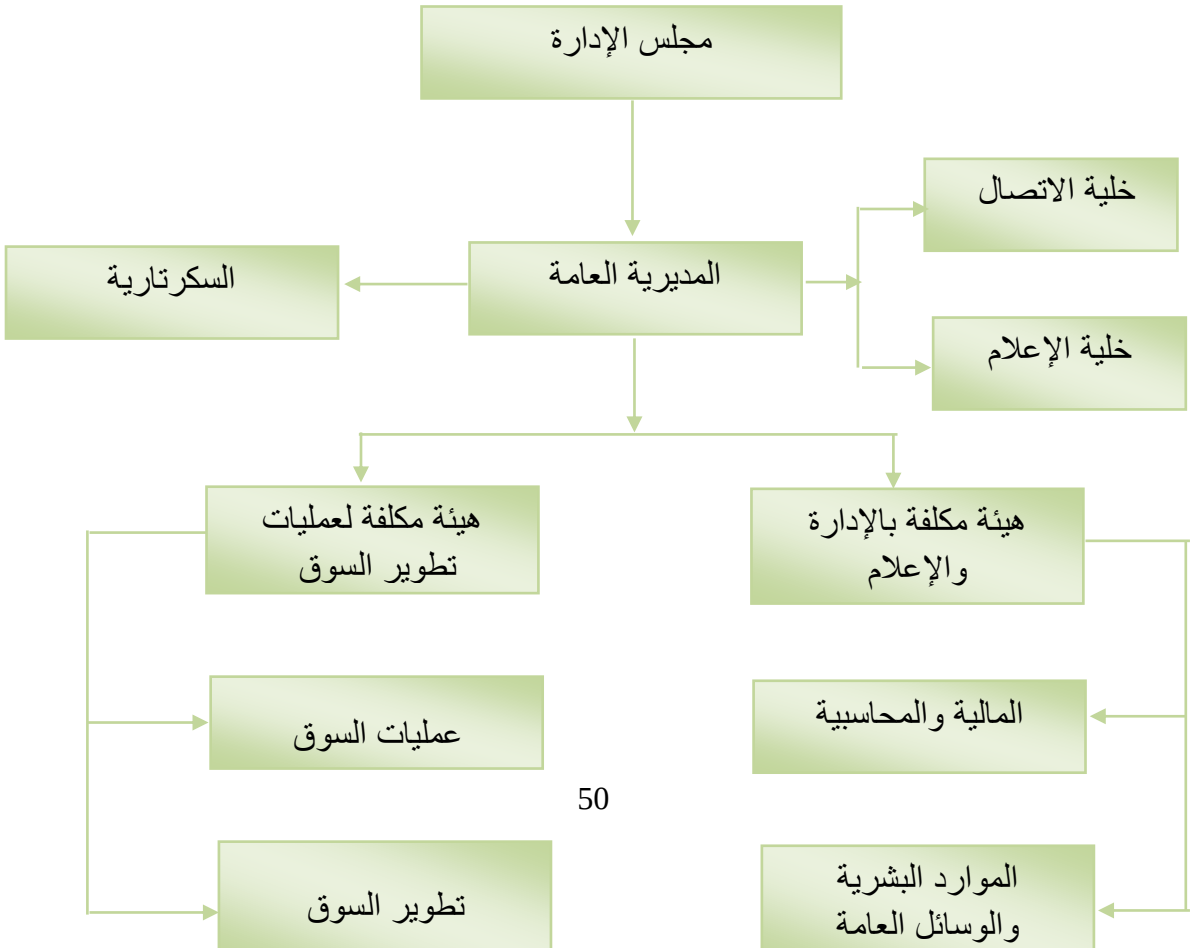
الشكل رقم (2.2): الهيكل التنظيمي لبورصة تونس



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

ج. بورصة الجزائر:

الشكل (3.2) : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر, تاريخ الإطلاع 16-02-2019.

3.1.1. الهيئات المنظمة للبورصات المغاربية:

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

أ. بورصة الدار البيضاء:

- **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 التأكد بأن الأشخاص المعنوية التي تقوم بعرض عمومي للادخار.

تنشر كل المعلومات القانونية والتنظيمية، وللمجلس وصاية على كل من بورصة الدار البيضاء، مؤسسات التوظيف الجماعي والقيام بتحريات عن المصدرين، وشركات البورصة ومسيري المحافظ ومعاقبة الأطراف المعنية في حالة المخالفة.

- **هيئة الإيداع المركزي- مار وكلير:** هو هيئة الإيداع المركز للأوراق المالية بالمغرب. وقد تم إنشاؤها بمقتضى القانون رقم 96.35 الصادرات بتاريخ 9 جويلية 1997 والذي أسس نظام تحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الالكتروني.بصفتها شركة مجهولة الاسم،تسهر ماروكلير على حفظ وتداول وإدارة الأوراق المالية لحساب أعضائها. وتتجلى أهم مهامها في [2]:

---

[1] الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com بتاريخ الاطلاع: 2019/02/16.

* CDVM :Conseil Déontologique Des Valeurs Mobilières.

[2] الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء www.casablanca-bourse.com تاريخ الاطلاع 17-02-2019.

-مركز حفظ الأوراق المالية في الحسابات الجارية المفتوحة حصريا بأسماء المهنيين (بنوك، شركات، بورصة، جهات مصدرة). وهي لا تتواصل بأي شكل من الأشكال مع العموم؛

-إدارة أنظمة الدفع مقابل تسليم الأوراق المالية؛

-تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

ب .بورصة تونس:

- **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 [1] ، ويتكون المجلس من تسعة أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من الوسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك يهدف إلى إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القانون وإصدار عقوبات للمخالفين[2] ، 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 [3].
- **الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية:** تأسست لتونسية للمقاصة في 28 ديسمبر 1993 تحت تسمية "الشركة التونسية بين المهنين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية". وقد جاء القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ليؤكد وجودها القانوني ويحدد مهامها، يساهم في رأس مال الشركة بصفة متكافئة وسطاء البورصة 23 و07 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 [4]. 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[5].
- **صندوق ضمان عمليات السوق:** هدف إحداث هذا السوق 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[6].

ج. بورصة الجزائر:

---

[1] موقع الهيئة العامة www.cmf.org.tn تاريخ الإطلاع 2019/02/20.

[2] عمر العسيري، (2009): البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، جامعة محمد الخامس السويسي الرباط، المغرب، ص 182.

[3] قانون إعادة تنظيم السوق التونسية رقم 117، (1994): المادة 23، تونس.

[4] الموقع التونسي للمقاصة www.tunisieclearing.com تاريخ الاطلاع 2019/02/20.

[5] بوكساني رشيد، (2006-2005): معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 226.

[6] الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tm تاريخ الاطلاع 2019/02/22.

- **لجنة تنظيم: عمليات البورصة ومراقبتها *(COSOB):** تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 10-93 سنة 1993 وتتمتع هذه اللجنة باستقلالية الإدارية والمالية [7] تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكيد 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 أو تأشيرة لصالح شركة سونا طراك للسماح لها بإصدار سندات الاقتراض والاكتتاب العام في 18-11-1997 ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في الأسهم في 31-03-1998 لإنشاء شركة الاستثمارات ذات رأس مال متغير SICAV [1].
- **شركة تسيير القيم المنقولة ** (SGBV):** وتقوم أساسا بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات، فهي عبارة عن شركة ذات أسهم، ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس مال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجري في البورصة[2].
- **المؤتمن المركزي:** تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، ويعني المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية[3]:

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

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على التقليل 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 فيها يناط الدور

* **COSOB :**commission d organisation et de surveillance des opérations de bourse.
[7] **COSOB** :guide de la bourse, édition MTP,Alger,p6
[1] Guide De Vqleurs ;Obilieres, (1998) : Bourse D'alger ,P07.
** SGBV : Société de gestion de la bourse des vazleurs mobiliéres
[2] mansour mansouri ,(2002) : la bourse de vazleurs mobiliéres d'alger, edition distribution houma : Alger, Algérie, p 56.
[3] الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 20 /2019/02 .

التنفيذي ببورصة الأوراق المالية مثل بورصة الدار البيضاء وتونس. أما بورصة الجزائر تقوم بالدور الرقابي والدور التنفيذي معا.

2.1. تقسيمات أسواق البورصات المغاربية:

1.2.1. أسواق البورصات المغاربية:

أ. بورصة الدار البيضاء: تتكون من سوقين كما يوضحه الجدول رقم (1.2):

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: **الجزء الأول:** يدعى بالسوق الأول وهو مخصص للشركات الكبرى إذ أن شروط القبول فيه هي أن يكون رأسمال الشركة لابد وأن يساوي على الأقل 15 مليون درهم **الجزء الثاني:** 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 لابد ألا يقل عن 10 ملايين درهم. **الجزء الثالث:** يتكون أساسا من المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تستطيع أن تلبي شروط السوقين الأول والثاني.	حيث يسكن، بالتراضي المباشر، أجراء عمليات تداول متعلقة بقيم منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء، والتي يساوي أو يتجاوز حجمها الحجم الكتل حسب الشروط الخاصة بالأسعار المنبثقة من السوق المركزي. ●نظرا لغياب مقابل كافي في ورقة السوق حين تقديمها للمفاوضة فإن بعض الأوامر المهمة للمستثمرين المؤسساتيين لا يتم تنفيذ ما كليا في السوق المركزي بل تتم في سوق أخر هو شوق الكتل الذي أنشئ في 02-11-1998 ولتتم العمليات في سوق الكتل ●يجب أن تكون الشركة قد حققت ربحا خلال آخر دورة. وزعت على الأقل مرة واحدة ربحيان خلال السنتين الماضيتين. ● 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 للصفات

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca.bourse.com تاريخ الإطلاع: 19-02-2019.

ب. بورصة تونس:

الجدول رقم (2.2): أسواق بورصة تونس

السوق الأولى	السوق الثاني
مفتوح للشركات ذات الصحة المالية الممتازة إذا لكي يتم تسعيرة 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 سنوات المحاسبية	مفتوح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها أن تلبي شروط الشوق الأول وأهم ما تطلبه 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 وزعت على الأقل مرة واحدة ربحيان خلال السنتين الماضيتين. وتبقى مساهمة هذا السوق في التمويل الاقتصادي التونسي بالنظر إلى السوق الأول جد محدودة

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية www.bomtcom.tn تاريخ الإطلاع: 19-02-2019

ج. بورصة الجزائر: تتكون من سوقين كما هو موضح في الجدول رقم **(3.2)**:

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 في عام 1999. السوق الغير منظمة: ويتم بها إلى حد الآن تبادل سندات الجزئية

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر:www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 19-02-2019

2.2.1. الإدراج في البورصات المغاربية:

أ. بورصة الدار البيضاء: بالإمكان أن تقوم بإدراج شركتك في بورصة الدار البيضاء من خلال:

- **في سوق الأسهم:** تصبح شركتك مقبولة للإدراج في أحد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي وسوق التطوير وسوق النمو) إذا كانت تستوفي الشروط التالية:

ـ الشروط الأساسية:

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

حجم الشركات	الشركات الكبرى	الشركات متوسطة الحجم	الشركات ذات نمو سريع

رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)	50 مليون درهم	لم يتم وضع اي حد أدنى	ضع اي حد أدنى
رقم المعاملات الأدنى (مليون درهم)	لم يتم وضع أي حد أدنى	أكثر من 50 مليون درهم	1 مليون درهم
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-bource.com تاريخ الاطلاع 19-02-2019.

ـ 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 مليون درهم
اتفاقية التنشيط	غير إلزامية	سنة واحدة	3 سنوات

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء www.casablance-bource.com تاريخ الإطلاع 19-02-2019

(*): المبلغ الأدنى إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة. وهو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد.

- **في سوق السندات:** بالنسبة لهذه السوق تتمثل الشروط في:

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

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

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء www.casablance-bource.com تاريخ الاطلاع 2019/02/19.

(*): مدة الاستحقاق الدنيا هي المدة الدنيا للإقراض السندي

ب. بورصة تونس: يتعين على الشركة المرشحة للإدراج بالبورصة اختيار السوق الذي تريد دخوله. وتتضمن البورصة سوقين لسندات رأس المال: سوق رئيسة وسوق بديلة. ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:

- **شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال:**

ـ نشر القوائم المالية السنوية للشركة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين؛

-توزيع نسبة لا تقل عن 10% 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 الصرف؛
-تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات؛
-تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

- **الشروط الخاصة:**

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

السوق الرئيسة	السوق 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 الأرباح
توزيع الأسهم بين العموم* على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد	توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسساتيين وذلك في تاريخ القيد
توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد	لا يشترط رأسمال أدنى
توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد	لا يشترط رأسمال أدنى
	• يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسساتيين 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) في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية
	•تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعنايات المستوحية منها في إطار عملية الإدراج. •تعيين الشركة للمؤسسة راعية طولا مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنيتين.

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn تاريخ الاطلاع 2019/02/19.

(*): يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0.5 % من رأس المال بالنسبة لغير المؤسساتيين ونسبة أقصاها 5% بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين.

ج. بورصة الجزائر: للإدراج في بورصة الجزائر يجب[1]:

- أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (CPA) ؛

[1] الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 2019/02/19.

- أن يكون لديها رأسمال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5.000.000 دينار جزائري) ؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على ألا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، مالم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحول 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 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 مال يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس مال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

3.2.1. الأوراق المالية المتداولة في البورصات المغاربية:

سنقوم بعرض أنواع الأدوات المالية المتوفرة بالبورصات المغاربية ومختلف خصائصها.

أ. بورصة الدار البيضاء: تتمثل القيم المنقولة في بورصة الدار البيضاء في[1]:

- **الأسهم:** قد تكون مسجلة لحامليها أو اسمية وفي هذه الحالة تكون هوية المساهم معروفة لدى المصدر.
- **سندات الاقتراض:** يمكن أن تتخذ سندات الاقتراض أشكالا عديدة يحدها المصدر بناء على الأهداف التي ارتسمها بالنسبة للتمويل والمستهدفين (سعر الفائدة ثابت وسعر قابل للتغيير أو سندات قابلة للتحويل).
- **هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:** تعتبر هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة مؤسسة مالية يتم توظيف الأموال المستثمرة فيها في القيم المنقولة وفي السيول. هناك نوعان

[1] موقع الهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.cdvm.ma تاريخ الاطلاع 2019/02/20.

من حيث الشكل القانوني لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير وصناديق التوظيف المشترك.

- **هيئات توظيف الأموال بالمجازفة:** تشمل هيئات توظيف الأموال بالمجازفة. شركات رأس المال المجازفة والصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة يتم تعرف نشاط رأس مال المجازفة الذي تقوم به هيئات توظيف الأموال بالمجازفة على أنه تمويل لرأس مال المقاولات الصغرى والمتوسطة على شكل سندات رأس مال أو على شكل سندات الديون قابلة أولا للتحويل إلى سندات رأس مال وكذا على شكل تسبيقات من الحساب الجاري للشركات. 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 النوع، يساهم في تعميم الاستثمار في البورصة. حيث يوفر فرص حقيقية لكل أنواع المستثمرين صغارا وكبارا خواصا أو مؤسساتيين، وهي[2]:

- **سندات رأس المال:**

- **الأسهم العادية:** تمثل الأسهم شهادة ملكية في الشركة، كل سهم يمثل جزءا من رأس مال هذه الشركة.
- **الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الاقتراع:** للشركة إمكانية عند توفر بعض الشروط، إصدار أو إحداث أسهم ذات أولوية في الربح. ويمكن لها ذلك عند الرفع في رأس مال أو في إطار عملية تحويل أسهم ما عادية تم إصدارها من قبل.
- **شهادة الاستثمار:** هي سهم بدون حق الاقتراع الشركة المدرجة من تعبئة الأموال دون تغيير تركيبة المساهمين على أن إصدار شهادات الاستثمار لا يمكنه أن يتجاوز ثلث رأس مال الشركة.

- **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.
- **الأوراق المالية الهجينة:** يمكن للشركات أيضا إصدار ما يسمى بأوراق مالية هجينة باعتبارها تأخذ بعض خصائصها من الرقاع والبعض الآخر من الأسهم. وهكذا فإن

[2] دليل المالية، (2012): بورصة تونس، ص ص 2 – 11، بتصرف.

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: تتمكن بورصة الجزائر من تداول أدوات مالية مختلفة، وهي :[1]

- **الأسهم:** يحدد القانون الجزائري أنواع الأسهم التالية:

ـ الأسهم العادية ؛

ـ أسهم التمتع؛

ـ الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح؛

ـ الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في الأسهم؛

ـ السهم الخصوصي الذي تم إدخاله بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133 المحدد لشروط وكيفيات ممارسة السهم الخصوص.

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

ـ سندات عادية؛

ـ سندات المشاركة؛

ـ سندات ذات العائد الثابت؛

ـ سندات ذات العائد المتغير.

- **قيم منقولة أخرى**: تتمثل في:

ـ شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت؛

ـ سندات المساهمة؛

ـ سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم؛

ـ سندات الدين ذات قسيما اكتتاب بالأسهم.

- **صكوك هيئات التوظيف الجماعي:** بناءا على الأمر 93-08 المؤرخ في جانفي 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، تتكون هذه الهيئات من:

ـ الصناديق المشتركة للتوظيف FCP؛

ـ مؤسسة الاستثمار ذات رأس المال المتغير SIAV.

تقتصر الأدوات المالية على الأسهم والسندات لدى معظم البورصات المغاربية وضعف واضح في سوق المشتقات والصكوك الإسلامية. مع وجود بعض الأدوات المالية الجديدة مثل صناديق الاستثمار والوقائع.

3.1. إجراءات التداول في البورصات المغاربية:

[1] موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: www.cosob.org تاريخ الاطلاع 2019/02/20.

تختلف الإجراءات التنظيمية لا سواق تداول الأوراق المالية من بلد لآخر. 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 NSC900 (نظام التسعير الجديد صيغة 900) التي تعتمد التسيير الآلي لحصص التداول. وهي منصة طورتها أتوس أورونيكست* Ator Euronexet. ويمكن نظام NSC900 من النقل التلقائي لأوامر البورصة ومن إبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحديدها مسبقا. ويتم 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 البورصات التي يسجلها مفاوضي شركات البورصة طبقا لقاعدتين لتحديد الأولوية:[1]

- أولوية السعر؛
- أولوية وقت استلام أمر البورصة.

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

- القيم الأقل سيولة وفق طريقة التسعير الثابت ؛
- القيم الأكثر سيولة وفق طريقة 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 التداول بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. في ختام الحصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء في عدد كبير من الأسهم والسندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق.

تعتبر بورصة الجزائر 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 الإنترنت من أجل إطلاع الجمهور

---

[1] الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca.com تاريخ الاطلاع 2019/02/18

* نظام أتوس أورونكست: 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.

عليها، بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشترات. ويتم إجراء العمليتين 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 الكترونية متطورة. تمكنت من تطبيق نظام التداول الفرنسي NSC-UNIX والمطبق في عدد كبير من البورصات العالمية مثل باريس وأمستردام وبروكسل. وتطبيق الجزائر نظام خاص بها.

2.3.1. الوساطة المالية في البورصات المغاربية:

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 ؛
- 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:
- 1.500.000درهم بالنسبة لشركات البورصة التي هدفها الرئيسي هو مداولة قيم لحساب أطراف ثالثة واستشارة ومسعى ومشاورة الزبائن لشراء أو بيع القيم المنقولة؛
- 5.000.000 درهم بالنسبة لشركات البورصة بالإضافة إلى العمليات المذكورة أعلاه تهدف إلى القيام بعمليات البيع والشراء بالوكالة سواء الحفظ وتدبير المحفظة أو توظيف السندات تم إصدارها من طرف شركات لجأت للادخار العام؛
- يجب أن تتوفر في المسيرون والمتصرفون بشركة البورصة المذكورة شروط السمعة المشرفة كما هو مشار إلية بالمادة 56 من قانون سنة 1993. المتعلق ببورصة القيم. كل شخص ينتمي للفريق المسير أو لمستخدمي الشركة المذكورة يجب أن يكون عضوا بمجلس إدارة شركة تسوم سنداتها بالبورصة أو أن يمارس بها وظائف مقابل آخر.

ب. بورصة تونس: على الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة بالبورصة.[3]

- أن يكونوا من ذوي الجنسية 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؛
- أن تكون لهم خبرة لا تقل عن خمس سنوات في ميدان الوساطة بالبورصة؛

---

(1) الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 2019/02/19.

(2) موقع الهيئة المغربية لسوق الرساميل:www.cdvm.gov.ma تاريخ الاطلاع 2019/02/19 .

(3) الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية www.bomtcom.ton تاريخ الاطلاع: 2019/02/22.

- أن يكونوا قد اجتازوا بنجاح وتحت إشراف هيئة السوق المالية اختبارا في الكفاءة المهنية ينظمه هيكل تقوم باختياره؛
- أن يلتزموا بأن يتعاطوا بقطع النظر عن النشاطات المنصوص عليها بالفصل 65 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 كالآتي[1]:

- **بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:**

-ألا يقل عمرهم عن 25 سنة؛

-أن يكون لديهم محل واضح وملائم لممارسة نشاطهم؛

-التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين؛

-التمتع بتكوين عالي في هذا المجال؛

-تقديم ضمان كافي يقدر بـ 500000 دينار جزائري.

- **بالنسبة للأشخاص المعنويين:** بالإضافة للشروط اللازمة المكلفة في المكلف بإدارة شؤون الشركة (شروط الشخص الطبيعي) فإنه يجب امتلاك على الأقل 1000000 دينار جزائري. حيث 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 المغاربية لازال يقتصر بشكل كبير على البنوك. وتضاؤل دور شركات الوساطة العاملة في مجال الأوراق المالية.

3.3.1. مؤشرات البورصات المغاربية:

تستخدم معظم بورصات الأوراق المالية مؤشرات إحصائية لقياس التحركات في أشعار 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

[1] موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها www.cosob.org تاريخ الاطلاع 2019/02/22.

تم اعتماد الرسملة العائمة في حساب المؤشرات.[1] مبدأ الرسملة العائمة. أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجة المتداول في السوق، وليس برأسمال الشركة المصدرة.[2]

ب. بورصة تونس:

- **مؤشر تونانداكس TUNINDEX:** هو مؤشر بين الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية. أعطيت له بقيمة أساس 1000 نقطة في 31 ديسمبر 1997. ويتكون المؤشر من عينة من الأسهم المتداولة بالبورصة التي لا تقل فترة تداولها عن 6 أشهر.[3] وهو مؤشر إحصائي يقيس الاتجاه العام للأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهو متاح أيضا ويجب بالدولار الأمريكي واليورو.[4]
- **موشر تونانداكس TUNINDEX20:** يمثل مؤشر توناندكس 20 أداء أكبر أسهم 20 شركة مدرجة في بورصة تونس، هو مؤشر بين الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية، أعطيت قيمة أساس 1000 نقطة. في ديسمبر 2006 ويتم حسابه بنفس طريقة حساب مؤشر تونانداكس.[5]

2. الواقع الاقتصادي للدول المغاربية

إن معظم التحليلات الأساسية تشير إلى وجوب القيام بتحليل ظواهر الاقتصاد الكلي للمفاضلة بين عدة أسواق والاختيار فيما بينها، فلوم أن مستثمرا يرغب في المفاصلة بين بورصات الأوراق المالية في المغرب، وتونس والجزائر فإن تحليل بيئة النشاط الاقتصادي الكلي الثلاثة هي التي تمكن من اختيار الفرصة الأفضل.

1.2. التحليل الاقتصادي لأثر العوامل الاقتصادية على أداء البورصات:

لا شك أن الأداء الكلّي للنشاط الاقتصادي بعد بمثابة الوعاء الأهم التي تعمل عباءته بورصة الأوراق المالية، وتؤكد الأدبيات على وجود اتجاه تبادلي بين أداء النشاط الاقتصادي الكلي

(1) الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، تاريخ الاطلاع: 19-02-2019.

(2) jacques hamon, (2008) : Bourse et gestion de portefeuille, Economica 4ème edition, Paris, France, p 112.

(3) la bourse des valeurs mobilières de Tunis : repères de gouvernance et piste de résilience pour un milleur financement de l'économie, op.cite. p2.-

(4) - guide des indices bousières, (2012) : bourse de Tunis, P2.

(5) guide des indices bousières, op.cit. p 12.

وبورصة الأوراق المالية. وعليه فإن التأكد من سلامة البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها بورصة الأوراق المالية يعد عنصرا موضوعيا لاتخاذ قرار الاستثمار [1].

حيث يتم البدء باتجاهات الاقتصادية العامة مثل مؤشر الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم وأسعار الصرف، حيث يحاول المحللون عن طرق دراسة الأوضاع الاقتصادية في أي بلد التنبؤ باتخاذ سوق البورصة فيه، فمن المعروف أن البورصات تتجه بشكل عام للصعود في فترات النمو الاقتصادي والهبوط في فترات الركود الاقتصادي فنتائج التحليل تساعد المستثمرة على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم والخروج منه[2].

1.1.2. علاقة المؤشرات الاقتصادية بأداء البورصات:

تتأثر حركة أسعار الأسهم والسندات في البورصة بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهنات والتوقعات في السوق، مثل حالة الإعلان عن ميزانية مالية ضخمة أو نهج استثماري طموح، والذي ينبغي توضح ارتفاع الأسعار بشكل تام، كما أن القيام بضخ أموال إضافية للسوق من شأنه أن ينعكس على حالة وأوضاع الأوراق المالية في البورصة 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 [3].

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

أ. الناتج المحلي الإجمالي: يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الموجهة بين النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار بعض الأوراق المالية وخاصة الأسهم، على أساس أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سيكون لو أثر إيجابي في طلب الأسهم، إذا أن زيادة الدخول الحقيقية للأفراد يساعدهم على إدخال كميات أكبر من الأموال، مما يدفع بهم إلى استثمار هذا الفائض الادخاري، النقدي في شراء الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها [1].

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[2].

---

[1] محمد محمود شلبي، (2013): علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي لأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعرف للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص71-72.

[2] بن عمر بن حاسيس، (2013-2012): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، الجزائر، ص91.

[3] عبد الرسول عبد جاسم، (2006): سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستئثار، موقع مركز المستقبل للدراسات والبحوث.

[1] محمود صالح عطية، (2012) : تحصيل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، محلة دبالي، العدد 54، ص12

[2] ناجي جمال علي، (2012): مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ص 136.

ج. معدل التضخم: إن الارتفاع المستمر في معدلات التضخم سوق يدفع الدول إلى الاتخاذ العديد من الإجراءات الخاصة بها، منها فرض الضرائب على الشركات التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أرباح وعوائد الشركات المصدرة للأسهم ومن ثم القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والذي يؤدي إلى انخفاض أداء البورصات[3].

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 الارتفاع 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 لا شك فيه أنه سيحقن أثر إيجابيا على سوق الأسهم[4].

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 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، وتقوم البورصة بدورها الخاص سد جانب الطلب حيث تتدفق المدخرات طلبا للاستثمار وهنا يتضح دورها في تدعيم عملية الخصخصة ومن هنا يتطلب الأمر توفر بورصات ذات قوة من جانب الأطر القانونية والتشريعية والوسطاء الماليون وقواعد تعامل تهدف إلى حماية المستثمرين.

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 سوق مستمرا لتداول الأوراق المالية، كما ويشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الأقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولى، كما تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها [1].

2.2. أهم المؤشرات الاقتصادية للدول المغاربية:

---

[3] وسام حسين علي، (2013): أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005، 2010) باستخدام نموذج متجه نحو تصحيح الأخطاء، مجلة جامعة الأخبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 10، ص79.

[4] محمد محمود شلبي، (2013): المرجع سبق ذكره، ص162.

[1] حسن العمري، (2007): الاستثمار الأجنبي وأثره على تقييم الأداء في السوق المالي، مجلة دراسات شرق أرسطية.

لدراسة أهم المؤشرات الاقتصادية للدول المغاربية (المغرب، تونس، الجزائر) تم الاعتماد على تحليل البيانات المستخرجة من موقع البنك الدولي، وذلك خلال الفترة الدراسية الممتدة ما بين (2000 – 2017).

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، والجدول التالي يمثل تطوير الناتج المحلي الإجمالي للدولة المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017):

الجدول رقم (8.2): تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)

(الوحدة:%)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
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
2015	4.53	1.15	3.76
2016	1.12	1.10	3.3
2017	4.08	1.95	1.6

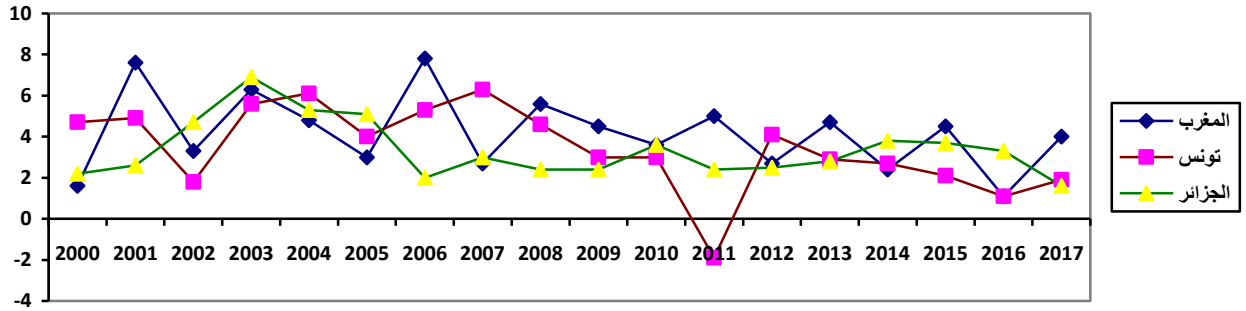
المصدر: www banque moundiale org تاريخ الاطلاع 07-05-2019

قدر معدل الناتج المحلي الإجمالي في المغرب سنة 2000 بـ 16% وبفضل الأداء الممتاز للقطاع الزراعي في سنة 2003 سجل هذا المعدل ارتفاعا بلغ 6.3% وخلال سنة 2006 سجل أعلى قيمة له والتي قدرت بـ 7.8 3% ليعاود الانخفاض سنة 2010 إلى 3.6%. أما في سنة 2014 سجل فيها معدل النمو انخفاضا قدر بـ 24% إلا أنه عاود هذا المعدل بارتفاع سنة 2017 وقدر بـ 4.08 %.

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 ارتفاع ليصل ذروته سنة 2007 بنسبة 6.3% إلا أنه سجل أكبر انخفاضا له سنة 2011 قدرت بـ 1.9%.حيث تأثر باضطرابات السياسية التي شهدتها تونس خلال الفترة ليعاود الارتفاع من جديد سنة 2014 ليصل إلى 2.7% نتيجة لبدأ التعافي من تبعات الظروف السياسية إلا أنه سجل انخفاض مجددا سنة 2017 ليصل إلى 1.95% نظرا لتأثير الظروف السياسية على الوضع الاقتصادي.

أما فيما يتعلق بالجزائر فقد بلغ معدل الناتج المحلي الإجمالي 22% سنة 2000 وحققت الجزائر على معدل نمو سنة 2003 بنسبة 6.9% بفضل ارتفاع عوائد النفط. أما في سنة 2006 سجل هذا الأخير تراجعا بنسبة 02% 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 تقريبا على نفس المعدل سنة 2016 بمعدل 3.3% إلا أنه سجل أكبر انخفاض سنة 2017 بنسبة 1.6% نتيجة التراجع الكبير في أسعار النفط وانخفاضا شديدا في قيمة العملة الوطنية.

الشكل رقم (4.2): تطور الناتج المحلي الإجمالي للدول المغاربية خلال الفترة 2000-2017



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

2.2.2. معـدل الادخار:

معدل الادخار هو جزء من الناتج القومي الذي لم ينفق على الاستهلاك ويتم توجيهه للاستثمار أو الاستهلاك لاحقا، والجدول التالي يمثل تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017):

الجدول رقم (9.2): تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)

الوحدة:(%)

السنوات	المغرب	تونس	الجزائر
2000	24	22	-
2001	30	22	27
2002	30	20	15
2003	31	20	16
2004	31	21	19
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
2015	29	10	41
2016	32	14	46
2017	31	16	49

المصدر: www banque moundiale org تاريخ الاطلاع 07-05-2019.

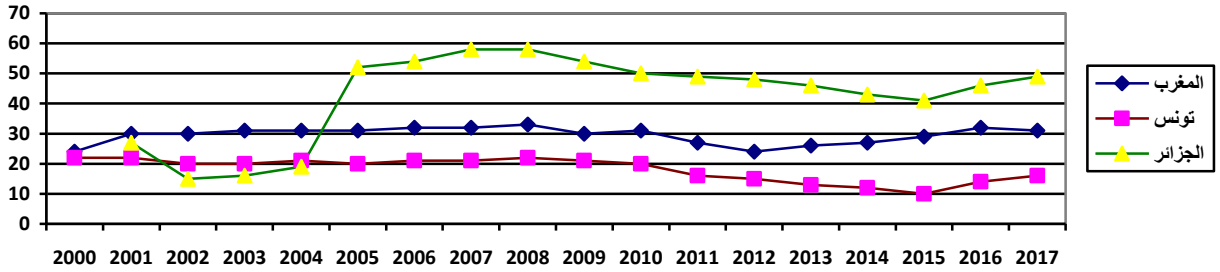
في المغرب، سجل معدل الادخار نمو بوتيرة متزايدة إذا بلغت نسبة 30%، سنة 2001 مقابل 24 %سنة 2000 ليسجل أعلى قيمة له سنة 2008 بنسبة 33%، وسيمكن هذا المستوى من الادخار من تغطية جزء كبير من الاستثمار الإجمالي. سجل معدل الادخار تراجعا سنة 2011 الى27% وواصل انخفاض إلى 26 %سنة 2013 ثم عاود ارتفاع إلى أن وصل نسبة 31 %سنة 2017 مما يودي إلى تحسين الوضع الاقتصادي.

وفي تونس، بلغ معدل الادخار سنة 2000 نسبة 22 %لينخفض سنة 2005 إلى 20%، وقد بقيت هده النسبة تقريبا مستقرة إلى غاية سنة 2010 ومن هنا سجل معدل الادخار تراجع كبير إلى أن وصل 10 %سنة 2015 وعاود ارتفاع نوعا ما حيث بلغت نسبته 16% سنة 2017.

أما فيما يخص الجزائر فقد سلك معدل الادخار الاتجاه الموجب مند سنة 2005 بنسبة 52% وقد وصل ذروته سنتي 2007،2008 على التوالي 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 ببطيء وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على صعوبة تحويل الموارد من الادخار للاستثمار.

الشكل رقم (5.2): تطور معدل الادخار للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)



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

3.2.2. معـدل التضخـــم:

يعتبر معدل التضخم عن المعدل الإجمالي لزيادة أسعار السلع والخدمات في اقتصاد ما وخلال مدة زمنية معين الذي يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود. ويوضح الجدول التالي تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017).

الجدول رقم (10.2): تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)

الوحدة:(%)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
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
2015	1.56	4.86	4.78
2016	1.64	3.71	6.40
2017	0.75	5.33	5.59

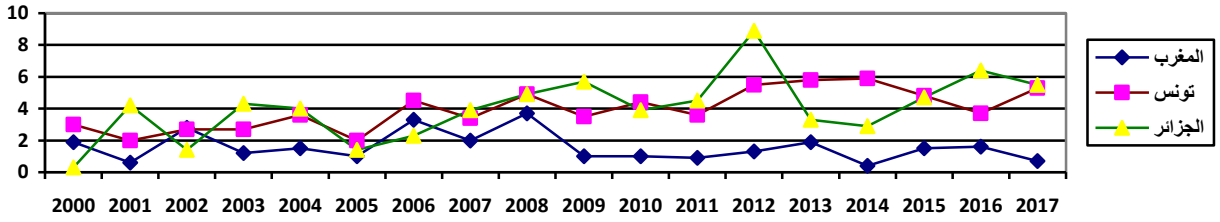
المصدر: www.banque mondiale.org، تاريخ الاطلاع: 2019/05/07.

تم ضبط معدل التضخم في المغرب الذي انخفض من معدل 1.9 % في سنة 2000 إلى 0.6 % سنة 2001 إذ تتبع السلطات المغربية سياسة درهم فوري من أجل ضبط التضخم ليواصل هذا الأخير الانخفاض سنة 2005 إلى 1 % بسبب إتباع المغرب سياسة اقتصادية أدت إلى انخفاض معدلات التضخم. وسجل أعلى نسبة له سنة 2008 قدرت بـ 3.7% ليعاود الانخفاض سنة 2011 بنسبة 0.9% وقد سجل أقل قيمة له سنة 2014 بمعدل 0.4% ويرتفع ارتفاع طفيف سنة 2017 بنسبة 0.75%.

في تونس، قدر معدل التضخم بـ 3% سنة 2000 لينخفض إلى 2% سنة 2005 فيما سجل معدل التضخم ارتفاعا خلال سنة 2009 بنسبة 5.7% وبعد الهدوء النسبي المسجل في سنة 2011 نسبة قدرها 3.6% عاد معدل التضخم للارتفاع من جديد بوتيرة متسارعة حيث سجل في سنة 2013 ازديادا تقريبا بـ 5.8% في المعدل ثم انخفض انخفاضا طفيفا جدا سنة 2017 بنسبة 5.33% نظرا لبقاء الأسعار العالمية للنفط مرتفعة وبتأثير الزيادة في مستويات الطلب الناتج عن ارتفاع مستويات الاتفاق الاستهلاكي.

أما في الجزائر، سجل معدل التضخم انخفاضا محسوس سنة 2000 مقاربة بالسنوات اللاحقة حيث بلغت نسبته 0.3% وهو معدل تجاز ذلك السائد في الدول المغاربية الأخرى، حيث تميزت مدة الفترة بعودة الحياة الاقتصادية والراحة المالية للبلدة نتيجة موضوعية ضخمة ثم عاد معدل التضخم ليرتفع قليل 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 بنسبة 8.9% وهو أعلى معدل يسجله لينخفض سنة 2014 إلى 2.9% ثم يعاود الارتفاع تدريجيا سنة 2017 بنسبة 5.59 %.

الشكل رقم (6.2) : تطور معدل التضخم للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017)



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

4.2.2. سعر الصرف:

سعر الصرف هو ثمن العملة الوطنية معبر عنه بالعملة الأجنبية، وتعتبر سعر صرف العملات بناء على تغيرات ميزان المدفوعات، والجدول التالي يوضح تطور سعر صرف عملات للدول المغاربية خلال الفترة (2000 – 2017).

الجدول رقم (11.2): تطور سعر صرف عملات للدول المغاربية خلال الفترة (2000-2017)
الوحدة: (العملات مقابل الدولار)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
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
2015	9.864	2.0409	107.1
2016	10.1268	4.3718	109.6
2017	9.3440	2.4680	114.7

المصدر: www.banque mondiale.org، تاريخ الاطلاع: 2019/05/07.

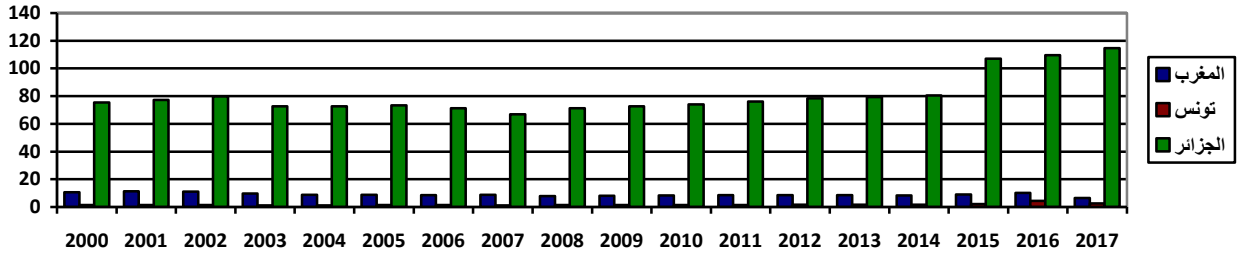
في المغرب، حدد سعر صرف الدرهم سنة 2000 بـ 10.6267 مقابل الدولار الأمريكي، في حين سجل سعر الصرف خلال سنة 2004 تحسنا ملحوظا قدر بـ 8.8680 وهذا ما يفسر تحسن سعر الصرف الحقيقي للدرهم المغربي مقارنة بالدولار ليسجل أقل قيمة له سنة 2008 بقيمة 7.7500 واستقر سعر صرف الدرهم المغربي منذ سنة 2009 إلى غاية سنة 2014 بمتوسط قدره 8.4055 ثم ارتفع ارتفاع ملحوظ سنة 2016 بقيمة 10.1268 ويعاود استقرار في سنة 2017 على التوالي بقيمة 9.3440.

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 ليخفض 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 الصرف الدينار التونسي إلى مستويات جعلت العديد من الخبراء الاقتصاديين يطلقون صيحات الفزع باعتبار أن سم صرف الدينار التونسي بلغ 1.701 نسبة للدولار ثم ارتفع إلى أن وصل سنة 2016 إلى 4.3718 نسبة الدولار واستقر في سنة 2017 على التوالي بـ 2.6488 نسبة للدولار.

هذا وقد سجل سعر صرف الدينار الجزائري مستويات ما بين 75.34 و73.38 مقابل الدولار الأمريكي سنتي 2000 و2005 على التوالي، وخلال الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2013

استقر سعر الصرف الدينار الجزائري بمتوسط قدره 79.3684 باستثناء الانخفاض الوحيد الذي سجل سنة 2006 إذ قدر بـ 66.83 ليرتفع سنة 2017 إلى 114.7.

الشكل رقم (7.2): تطور سعر صرف عملات للدول المغاربية خلال الفترة (2000-2017)



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

3.2. أساليب الخصخصة وواقع الاستثمار الأجنبي في الدول المغاربية:

1.3.2. أساليب الخصخصة في الدول المغاربية:

انطلق برنامج الخصخصة في المغرب سنة 1989 حيث صادقت الحكومة على القانون رقم 93 الذي آذن ببيع 112 مؤسسة، منها 37 مؤسسة فندقية و75 مؤسسة تعمل في قطاعات مختلفة. في تونس بدأ تنفيذ برنامج الخصخصة سنة 1989م لأثر مصادقة مجلس النواب على القانون رقم 9-89 في إطار برامج الإصلاح الخاص وتبني مسار الخصخصة وقد حدد القانون الصادر عن الحكومة سنة 1995م أهداف ووسائل الخصخصة [1]. ومع تقدم برنامج الخصخصة عدلت الحكومات سياستها لتشجيع عملية الخصخصة، أما عن أساليب الخصخصة في الدول المغاربية الثلاث فهي كالآتي:

أ. أساليب الخصخصة في المغرب: لقد حدد القانون رقم (2-90-402) ثلاثة 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 وهيكلة السوق، ويمكن أن تأخذ الأشكال التالية:

- بيع الأصول وتخص هذه الطريقة المؤسسات التي تعاني من اختلال هيكلها المالي[3]؛

---

[1] تطورات وإنجازات الخصخصة في الدول العربية (2001): قاعدة بيانات الخصخصة، البنك الدولي، ص ص 162، 163.
[2] بوته نسرين، (2015-2014): الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية 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، (2010-2009): الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها: دراسة بعض التجارب المغاربية "مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، ص 108.

- بيع عدد من الأسهم عبر طلب عروض على أساس دفتر شروط أو من خلال المزايدة في البورصة؛
- فتح رأسمال المؤسسة، وتخص هذه الطريقة المؤسسات الكبيرة؛
- التزام 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.

عرفت جميع العمليات في المغرب وتونس نجاحا كبيرا وإقبالا جماهيريا واسعا أما بورصة الجزائر والتي كانت نشأتها في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي فقد عرفت انطلاقة صعبة أعاقت البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين وجمهور المستثمرين بسبب حداثة الفكرة لديهم وعدم وضوحها[2]. وسيتم التطرق لاحقا إلى دراسة أثر عمليات الخصخصة على البورصات المغاربية 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 التالي يوضح صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال (2000 – 2017):

الجدول رقم (12.2) يوضح صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال (2000 – 2017)

الوحدة: (مليون دولار)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
2000	220	752	2801
2001	143	451	1107
2002	79	790	1065
2003	2313	540	633
2004	787	593	881
2005	1670	712	1156
2006	2460	3239	1841
2007	2825	1115	1686
2008	2466	2600	2638

[1] بوعاملي ياسين، (2009-2010): المرجع سبق ذكره، ص 144.
[2] بوعاملي ياسين، (2009-2010): المرجع نفسه، ص144.

2009	1970	1525	2747
2010	1240	1334	2300
2011	2521	432	2571
2012	2841	1554	1500
2013	3360	1058	1689
2014	3582	1004	1504
2015	3675	1147	1469
2016	4798	1498	1239
2017	4362	1230	1877

المصدر: www.banque mondiale.org، تاريخ الاطلاع: 2019/05/07.

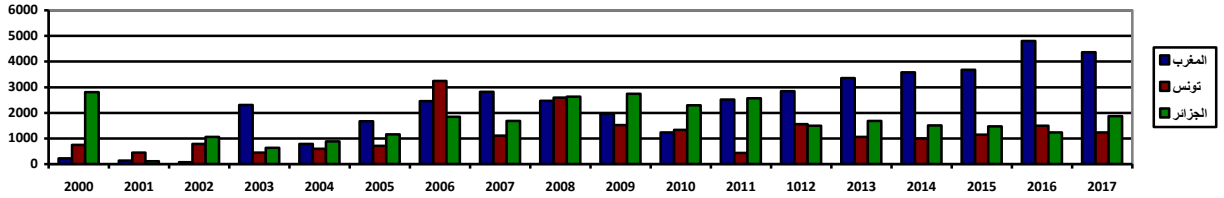
عرف الاستثمار الأجنبي في المغرب زيادة مستمرة إذا بلغ 220 مليون دولار سنة 2000 ليصل سنة 2004 إلا 787 مليون دولار، وابتداء من سنة 2005 عرف المغرب انتعاشا اقتصاديا جيدا جعله يحقق معدلات متزايدة ومتتابعة بانتظام وصلت قيمتها سنة 2008 تقريبا إلى 2466 مليون دولار وكان تأثر الاقتصاد ألمغاربي أكثر عمقا بتبعات الأزمة العالمية حيث تراجعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى المغرب لتبلغ ادني مستوياتها 1240 مليون دولار سنة 2010 ثم عاودت الارتفاع لتصل أعلى قيمة لها سنة 2017 بقيمة 4362 مليون دولار .

سجلت تدفقات الاستثمارية ألاجني المباشرة في تونس تحسنا مند سنة 2000 إلى غاية 2005،حيث سجلت 712 مليون دولار وعلى الرغم من التذبذب في بعض السنوات إلى انه وبشكل عام قد ازداد، إلا أنها حققت قفزة نوعية جعلتها تتصدر قائمة الدول المغاربية من حيث حصيلة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة لسنة 2006، حيث حققت 3239 مليون دولار.

مع ظهور الأزمة العالمية سجل الاقتصاد التونسي انخفاض كبيرا بلغ 1515 مليون دولار سنة 2007 ليصل إلى 432 مليون دولار سنة 2011 بسبب الظروف السياسية في تونس ومن ثم تحسن في السنوات الأخيرة حيث بلغ في سنة 2017 قيمة قدرها 1230 مليون دولار.

حققت التدفقات الاستثمارية الواردة إلى الجزائر انخفاضا معتبرا، إذا انتقلت قيمتها من 2801 مليون دولار سنة 2000 إلى 633 مليون دولار سنة 2003،ثم عرفت زيادة محسوسة في قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الجزائر بسبب الازمة العالمية، إلا أنه لم يكن كبير جدا مقارنة بباقي الاقتصاديات المغاربية والعالمية ويرجع ذلك كون الاقتصاد الجزائري لا يرتبط كثيرا باستثمارات العالمية بقدر ارتباطه بالأسعار العالمية للبترول،حيث سرعان ما استعادت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الجزائر نسق التزايد لتحقق 2571 مليون دولار سنة 2011 لتعاود انخفاض سنة 2017 إلى 1877 مليون دولار.

الشكل رقم (8.2): صافي التدفقات الاستثمارية الواردة للدول المغاربية خلال (2000 – 2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول(12.2).

3.23.2. نسبة المستثمرين الأجانب في البورصات المغاربية:

أ. بورصة الدار البيضاء: فيما يخص الاستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء ليس هناك أي شرط للاستثمار في رأسمال 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 فيما 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 الوساطة الأجنبية وقيامها بعمليات التداول في البورصة فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بافتتاح فرع لها بالمغرب [1].

ب. بورصة تونس: 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 مواقف الهيئة العليا للاستثمار، وفي إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي في البورصة التونسية، يسمح للمستثمرين الأجانب تحويل الاستثمار الأصلي والأرباح بكل حرية مع إعفاء المداخيل المتأتية من هذا الاستثمار من الضرائب [2].

الجدول رقم (13.2): حصة الأجانب من رأس المال في بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال الفترة 2005-2017.

الوحدة:(%)

السنة	المغرب	تونس
2005	16.38	28.20
2006	17	27.62
2007	5.92	28.00
2008	14.23	24.74

[1] مفتاح صالح، بوعبد الله علي، (2013): واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، ص80.

[2] الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvrt.com.tn تاريخ الاطلاع 18-04-2019.

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
2015	32.44	33.96
2016	29.32	24.45
2017	30.02	23.30

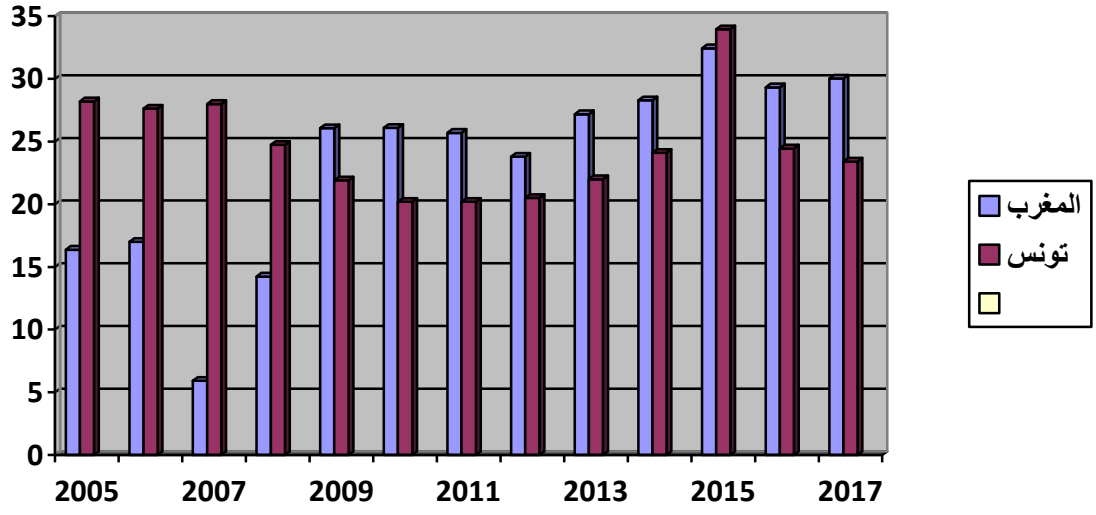
المصدر: - التقارير السنوي لمجلس القيم المنقولة لبورصة الدار البيضاء، أعدد متفرقة 2005-2017.
- التقارير السنوية لبورصة تونس، أعدد متفرقة 2005-2017.

شهدت تعاملات المستثمرين في بورصة الدار البيضاء تطورا خلال الفترة الدراسية،حيث بلغت سنة 2005 نسبة 16.38%، لتخفيض 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 2017 إلى 30.02%.

أما حصة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة تونس قدرت سنة 2005 ب28.2%، وبقيت هذه النسبة تقريبا مستقرة إلى غاية سنة 2007، ثم عرفت ارتفاعا إلى أن بلغت سنة 2010 إلى 20.20%، وهذا راجع إلى خروج بعض المستثمرين الأجانب من الاستثمار في بورصة تونس بسبب الأوضاع السائدة أنذالك، لتشهد بعد ذلك ارتفاع قدر ب 23.45% سنة 2017.

تواجه بورصة الجزائر تحديات في جذب التدفقات النقدية الأجنبية بسبب محدودية الفرص الاستثمارية وقلق 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 2005-2017.



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على معطيات الجدول(13.2)

3. أداء بورصات الأوراق المالية المغاربية

لدراسة أداء البورصات المغاربية (بورصة الدار البيضاء – بورصة تونس-بورصة الجزائر)، ثم اعتماد على نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي خلال الفترة الممتدة من 2000 – 2017.

1.3. مؤشرات حجم السوق:

1.1.3. مؤشر عدد الشركات المدرجة:

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المفيدة في بورصة الأوراق المالية [1]. ويوضح الجدول التالي عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة 2000-2017.

الجدول رقم (14.2): عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
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
2015	75	78	2
2016	75	79	2
2017	74	81	2

المصدر: www.banque mondiale.org، تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.

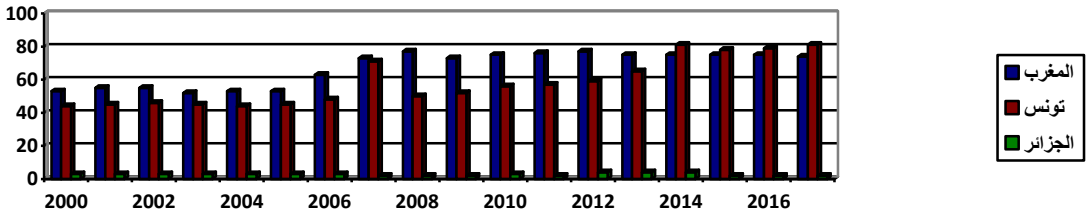
بلغ عدد الشركات المسجلة في بورصة الدار البيضاء 53 شركة سنة 2000، وعرفت البورصة نموا ايجابيا حيث ارتفع عدد الشركات سنة 2006 إلى 63 شركة، وهو الأمر الذي يدل على وجود اتجاه نحو اتساع السوق نتيجة زيادة عدد الشركات.استمر في الارتفاع حتى 77 شركة سنة2008، لينخفض إلى 75 شركة سنة 2013،ووصل انخفاضه حتى وصل سنة 2017 إلى 74 شركة.

[1] عباس كاظم الدعمي، (2010): المرجع سبق ذكره، ص 178.

فيما يتعلق ببوصة 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 حيث يسجل قفزة نوعية ب81 شركة في سنة 2014 ، نتيجة التطور السريع الذي شهدته البورصة لكن سرعان ما انخفضت سنة 2015 إلى 78 إلا أنها عاودت الاستدراك وارتفعت سنة 2017 إلى 81 شركة.

أما بورصة الجزائر، فقد اقتصرت على وجود 3 شركات خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2005، وهي صيدال، الاوراسي وشركة رياض سطيف.وفي سنة 2006 ومع خروج رياض سطيف من البورصة انخفض عدد الشركات إلى شركتين صيدال والاوراس. ليرتفع إلا 3 شركات سنة 2010 بسبب إدراج شركة أليانس للتأمينات أسهمها في البورصة، وبدخل شركة روبية سنة 2012وصل عدد الشركات المدرجة إلى 04 شركات ثم انخفض عدد الشركات المدرجة إلا أن وصل شركتين سنة 2017.

الشكل رقم (10.2): عدد الشركات المدرجة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول (14.2).

2.1.3. مؤشر القيمة السوقية: القيمة السوقية (الرسملة السوقية) هي سعر السهم مضروبا في عدد الأسهم المتداولة، ويستخدم هذا المؤشر لقياس حجم السوق الكلي وهو ما يعادل نسبة القيمة للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي[1].

الجدول رقم (15.2): القيمة السوقية في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة: (مليون دولار)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
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

[1] شذا الخطيب، (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 82.

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
2015	45,956.6	8,736.3	90.6
2016	57,607.6	8,7621	88.7
2017	67,098.2	8,854.3	84.6

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2017.

فيما يتعلق بالرسملة السوقية حققت بورصة الدار البيضاء نتائج ايجابي، حيث ارتفعت الرسملة السوقية إذا بلغت 29.657.4 مليون دولار سنة2005 مقابل 10.875.84 مليون دولار سجلت سنة 2000،وقد بلغت أعلى قيمة لها قدرت سنة 2007ب 75.494.5 مليون دولار.فارتفاع رأس المال السوقي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات،وكذلك زيادة تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر وزيادة الاصدرات الجديدة.في سنة2010 سجلت انخفاض طفيف بقيمة 69.386.1 مليون دولار، لتصل سنة 2015 إلى 45.956.6 لتعاود ارتفاع حتى تصل سنة 2017 67.098.2 مليون دولار.إلا أن القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء تبقى معتبرة إذا ما قورنت بالبورصات المغاربية الأخرى.

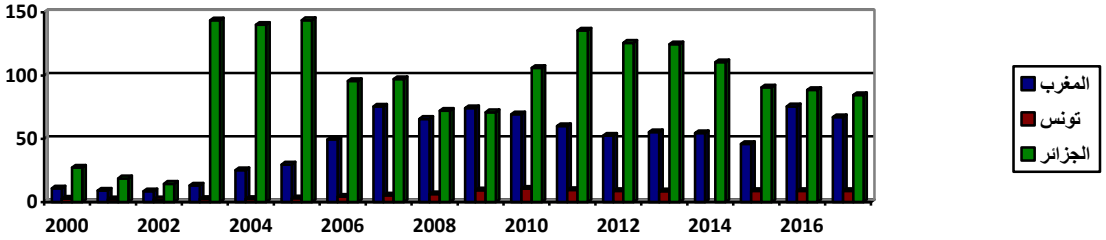
أما في بورصة تونس، ارتفعت القيمة السوقية إلى 2.970.22 مليون دولار سنة 2005 مقارنة مع 2.809.12 مليون دولار سنة 2000، وسجلت أعلى قيمة لها سنة 2010 بقيمة 10.612.4 مليون دولار، نسبة نمو القيمة السوقية لبورصة تونس تبقي مشجعة ويرجع ذلك إلى ارتفاع الأسعار، ارتفاع عدد الشركات المدرجة وكبر حجم الشركات التي أدرجت في البورصة ،وصلت القيمة إلى نحو 9.295.0 مليون دولار سنة 2014، إلا انه وفي سنة 2017 انخفضت انخفاض طفيف واصل إلا 80854.3 مليون دولار ومما لا شك فيه إن ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى 81 شركة قد ساهم في الوصل إلا هذه القيم.

قدرت القيمة السوقية في بورصة الجزائر سنة 2000 ب 27.30 ألف دولار نتيجة إدراج قيم الاوراسي، لتبلغ 143.85 ألف دولار سنة2005، لكن هذه القيمة تراجعت الى95.7 ألف دولار سنة 2006، ويرجع ذلك

إلى انسحاب شركة رياض سطيف.وسجلت سنة 2011 ارتفاع طفيف بقيمة 135.6 ألف دولار، لتعاود الانخفاض

إلى 84.6الف دولار في سنة 2017.وقد أسهم في تسجيل هذه القيم المحدودة 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 المغاربية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين 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 استخدمته حجم التداول ومعدل الدوران كمؤشرين لتحديدها. فعلى الرغم من أنّ 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 وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذا 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 المغاربية خلال الفترة (2000-2017)
الوحدة: (مليون دولار)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
2000	1210.90	686.78	0.00
2001	840.75	342.05	0.00
2002	1440.46	246.47	0.00
2003	2.443.46	188.52	0.23
2004	3.757.02	256.65	0.12
2005	78.59.3	528.8	0.06
2006	9.109.9	563.3	0.33

[1] شذا الخطيب، (2008): المرجع سبق ذكره، ص83.
[2] عباس كاظم الدعمي، (2010): المرجع سبق ذكره، ص179.

2007	22.009.3	726.3	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
2015	24.392	141.565	8.803
2016	115.446	465.130	14.121
2017	24.852	486.27	53.75

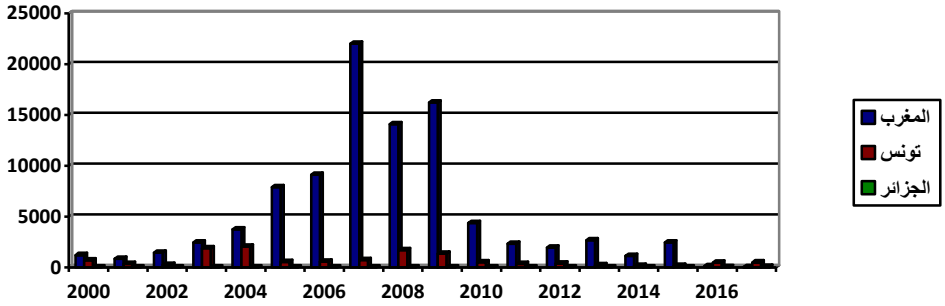
المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2017.

إن حجم التداول في بورصة الدار البيضاء عرف نموا ايجابيا إذا انتقلت قيمته من 1.210.90 مليون دولار سنة 2000 ليبلغ 7859.3 مليون دولار سنة 2005، واخذ حجم التداول الاتجاه نحو الزيادة وصولا إلى 22.009.3 مليون دولار سنة 2007 كحد أعلى، إذ يعكس ارتفاع حجم التداول الارتفاع إن البورصة تعرف زيادة في سيولتها هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية الذي يعبر عن حجم السوق، ثم تراجع إلى 4.365.6 مليون دولار سنة 2010، ليواصل انخفاض إلى 1.134.6 سنة 2014 كحد ادني ثم يعاود ارتفاع إلا 24.852 سنة 2017.

بلغ حجم التداول في بورصة تونس سنة 2000 ما قيمته 686.78 مليون دولار، وعرف هذا الأخير انخفاض بلغ 528.8مليون دولار سنة2005، ويرجع ذلك إلى حركة التصحيح التي عرفها مؤشر.....،إلا إن هذه القيمة أخدت 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 إنها عاودت بالانخفاض إلى 497.8 مليون دولار سنة 2010 لتصل إلى 486.27 مليون دولار سنة 2017.

سجل حجم التداول في بورصة الجزائر ارتفاعا متتاليا طيلة فترة الدراسة، لكن بالغم من ذلك تعد هذه النسبة منخفضة، حيث بلغ 230 ألف دولار سنة2003 و330 ألف دولار سنة 2006، ليواصل التذبذب بين الارتفاع والانخفاض فينخفض سنة 2010 إلى 460 ألف دولار ثم يسجل حجم التداول اكبر قيمة له خلال سنوات الدراسة، بقيمة 5375 ألف دولار سنة 2017. ويرجع انخفاض أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي البورصات المغاربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك إلى تدني عدد أيام التداول والذي يقتصر على يوم واحد في أسبوع.

الشكل رقم(12.2) : حجم التداول في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول (16.2).

2.2.3. عدد الأسهم المتداولة:

وهو مؤشر يعطي قياسيا القيمة الحقيقية لعدد أسهم مجموعة من الشركات التي يتم تداولها في البورصة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنــة.

الجدول رقم (17.2) عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة: (مليون سهم)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
2000	16.45	28.89	0.00
2001	15.83	21.28	0.00
2002	22.44	17.12	0.00
2003	35.24	21.18	0.04
2004	179.67	41.43	0.02
2005	438.75	56.0	0.01
2006	178.7	69.7	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
2015	110.5	162.8	33.1
2016	129.3	534.9	46.6
2017	101.4	1.369.0	86.0

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2017.

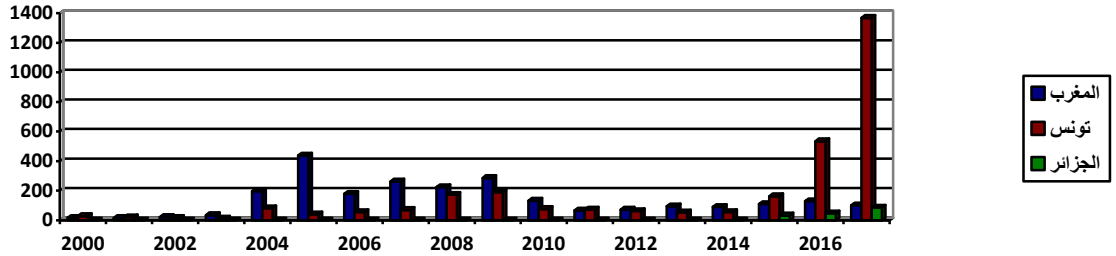
إن التطور الكبير الذي لم يسبق له مثيل في تاريخ بورصة الدار البيضاء قد حصل في عدد الأسهم المتداولة تقريبا 438 مليون سهم سنة 2005 نتيجة تخفيض العمولات على الإصدار وإلغاء كافة القيود على الاستثمارات الأجنبي في الأوراق المالية، بعد إن كان لا يتجاوز 16.45 مليون

سهم سنة 2000، سجل انخفاضا متتالية، حيث وصل إلى 132.5 مليون سهم سنة 2010، ليستمر الانخفاض إلى 101.4 مليون سهم سنة 2017.

كما أن الأسهم المتداولة في بورصة تونس عرف ارتفاعا متتالية، ففي سنة 2000 تم تسجيل ارتفاع من 28.89 مليون سهم سنة 2005، ويعني هذا إلى زيادة اتجاه الشركات نحو البورصة لتغطية احتياجاتها المالية، ولقد سجل أعلى نسبة نمو سنة 2009 حيث بلغ 189.6 مليون سهم ويرجع هذا كون عدد الأسهم المتداولة تتناسب طرديا مع عدد الشركات المدرجة فبينما يزداد عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس،فان عدد الأسهم المتداولة يزاد كذالك، ثم اخفض خلال السنوات اللاحقة ليصل إلى 56.25 مليون سهم سنة 2014 وسرعان ما يرتفع ليصل سنة 2017 إلا 1.369.0 مليون سهم.

وفيما يتعلق ببورصة الجزائر بلغ عدد الأسهم 40 ألف سهم سنة 2003 لينخفض سنة 2005 إلى 10 ألاف 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 لتسجل ارتفاعا سنة 2017 بمقدار 81.2 ألف سهم.

الشكل رقم (13.2): عدد الأسهم المتداولة في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين 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 كلّها في سوق التداول [1]. وبحسب معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية [2].

[1] مصطفى كافي يوسف، (2009): المرجع سبق ذكره، ص293.
[2] عباس كاظم الدعمي، (2010): المرجع سبق ذكره، ص179.

الجدول رقم (18.2): معدل الدوران في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)
الوحدة: (%)

السنوات	المغـــــرب	تونـــس	الجزائـــر
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	9.20	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
2015	2.40	18.63	0.36
2016	2.24	61.04	0.52
2017	1.51	0.15	1.01

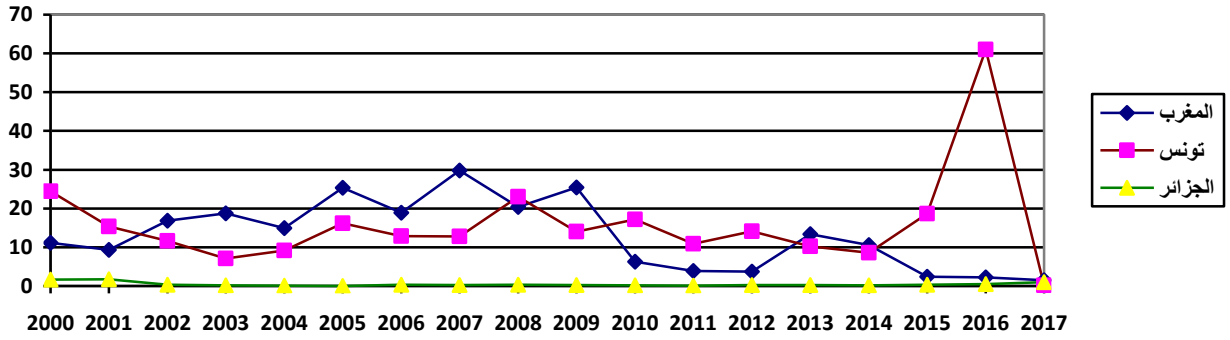
المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2017.

سجل معدل دوران السهم في بورصة الدار البيضاء ارتفاع سنة 2000 من11.13%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%سنة2014 لينخفض ويسجل اقل نسبة له سنة 2017 بمقدار 1.51%هذا وان كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع ولانخفاض من فترة لأخرى، فان 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 اثر الارتفاع الكبير في أسعار النفط العالمية. ثم ارتفع في سنة 2005 إلى16.17%، ليسجل ما قيمته 23.06% سنة 2008 وهي أعلى قيمة له من سنة 2000 ثم انخفض إلى أقل قيمة خلال سنوات الدراسة بمقدار 0.15% سنة 2017.

بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، فقد أخذ الاتجاه التنازلي حيث انخفض من1.63.%سنة2003،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 1.01% سنة2017. وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة.

الشكل رقم (14.2): معدل الدوران في البورصات المغاربية خلال الفترة (2000-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول (18.2).

3.3. المؤشر العام لأسعار الأسهـــم:

يبين الجدول المدون أسفله تطور مؤشر مازي وتناتكس خلال الفترة 2002-2017:

الجدول رقم (19.2): تطور مؤشر مازي وتناتكس خلال الفترة (2002-2017)

السنوات	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس
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

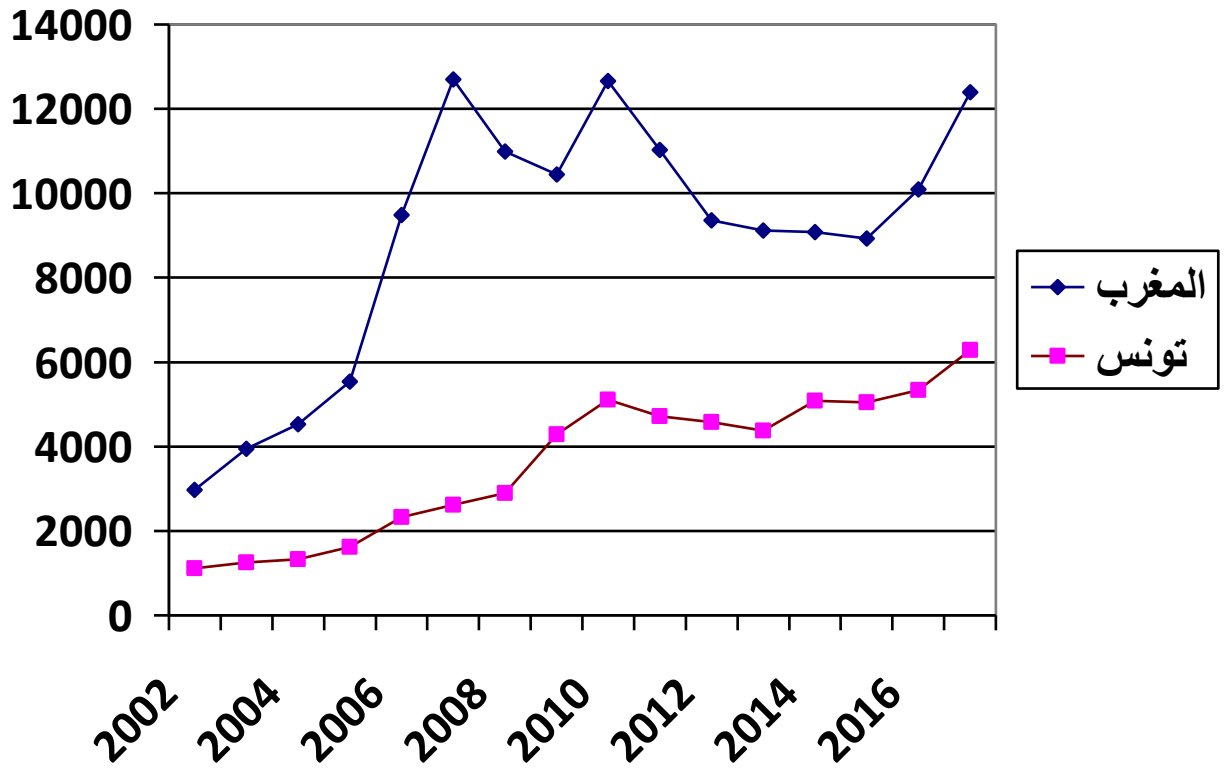
4.376.70	9.114.10	**2013**
5.090.00	9.077.30	**2014**
5.042.2	8.925.7	**2015**
5.341.6	10.039.1	**2016**
6.281.8	12.388.8	**2017**

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد متفرقة، 2000-2017.

من خلال البيانات الواردة في الجدول السابق، يتضح أنّ مؤشر بورصة الدار البيضاء "مازي" كان ذو اتجاه تصاعدي خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2010، إذ استمر المؤشر بارتفاع حتى وصل إلى 5.539.13 سنة 2005. بعد أن كان سنة 2000 بقدر بـ 2.970.00 ليواصل الارتفاع سنة 2010 بقيمة 12.655.20 الأمر الذي يعكس الاتجاه التصاعدي للمؤشر ليتراجع المؤشر إلى 8.925.7 سنة 2015 ومن ثم يعاود في الاتجاه التصاعدي إلى أن يصل سنة 2017 إلى12.388.8.

أظهر مؤشر بورصة تونس "تناندكس" تزايدا خلال سنوات الدراسة، فقد ازداد من 1.119.15 سنة 2002 ليرتفع إلى 2.970.00 سنة 2005 واستمر المؤشر لارتفاع ليبلغ سنة 2010 ما قيمته 5.112.52 ثم أخذ المؤشر الاتجاه النزولي إلى 4.376.70 سنة 2013 ثم عاود بالارتفاع سنة 2017 إلى6.281.8.

الشكل رقم (15.2): تطور مؤشر مازي وتناتكس خلال الفترة (2002-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على معطيات الجدول(19-2)

خلاصـــة الفصل الثاني:

تتشابه البورصات المغاربية إلى حد كبير في أهم خصائصها وتوجد العديد من العوائق، يرجع ذلك إلى الطريقة البدائية التي تسير بها البورصات وانخفاض مستوى وعي المستثمرين وضعف الخبرة الفتية لدى الوسطاء ورغم الاختلاف وتباين الوضعية الاقتصادية للدول المغاربية وتنوع مواردها فإنه وفق منظور متكاملا سيتيح فرصة لتوفير بيئة استثمارية ملائمة.

يمكن تقييم نشاط البورصات المغاربية بتحقيق نتائج غير كافية في مستوى أداءها ويظهر ذلك جليا في انخفاض عدد الشركات المدرجة بالبورصات مما أدى إلى انخفاض حجم التداول وعدم قدرتها على تحقيق السيولة الكافية واللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمة وتدني قيمتها ما يعكس الحجم الفعلي لهذه البورصات ودرجة نشاطها.

وبالرغم من التطور الملحوظ في بورصة الدار البيضاء وتونس مقارنة ببورصة الجزائر، إلا أن أداءها ظل دون تطلعات المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء كون البورصات المغاربية لم يعد لها أي تأثير في ظل التحولات الاقتصادية العالمية بسبب حجمها المتدني الذي لا يساعدها على جلب المستثمرين حتم ضرورة التفكير في وضع استراتيجية كفيلة لتصحيح الأوضاع.

لذلك فإن تنمية البورصات المغاربية وإيجاد وسائل للربط بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال الأموال المغاربية واستثمارها في داخل المغرب العربي، حيث أن تطوير وانفتاح هذه الأسواق سيشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية المغاربية المشتركة وتعزيز التكامل المالي المغاربي.

ـ الفصل الثالث: تكامل البورصات المغاربية في ظل التكامل المالي المغاربي ـ

تمهيـــــــــد:

في ظل ما يشهده العالماليوم من اتجاه نحو العولمة والاندماج وزيادة الترابط والتشابك بين اقتصاديات الدول اتجهت مجموعة عديدة من الدول لإقامة تكتلات اقتصادية لمواجهة تحديات العولمة ولثبات 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 لابد لها من مراجعة الماضي من حيث الإيجابيات والسلبيات،ثم تحليل الحاضر،وبالتالي اقتراح الحلول للمستقبل. وقد آن الأوان أن تقف البورصات المغاربية على قدم المساواة مع البورصات الدولية والاستفادة من تجاربها،وبالرغم من التحديات التي تواجهها لابد أن تتيح لها فرصة التكامل والتعاون.

يهدف هذا الفصل إلى تقييم مستوى التكامل المالي بين الدول المغاربية 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 بوصات الأوراق المالية.**
2. **تجارب الربط والتكامل بين بورصات الأوراق المالية.**
3. **استراتيجية لربط وتكامل البورصات المغاربية.**

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 التكاملالاقتصادي ،عن طريق وضع الترتيبات الإقليمية والجهود الدولية لإعادة تشكيل النظام المالي العالمي،وذلك تخفيفا من حدة انتقال أثار 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 ل **BAD "التكامل المالي يعني زيادة في تدفقات رأس المال وارتفاع اتجاه الأسعار والعوائد على رؤوس أموال المتداولة في الدول الأعضاء للمنطقة المتكاملة و التسوية بنفس النمط"[2].

عرف حبيب بن يحي [3] التكامل المالي:"كعملية من خلالها تستطيع الأسواق المالية في العديد من الدول إلغاء القيود على التدفقات عبر حدود التجارة وكذا على التدفقات الأجنبية الواردة، حتى يتسنى لجميع المشاركين المحليين والأجنبيين المحتملين في السوق ،الخضوع لنفس القواعد ونفس الشروط".

من خلال ما تقدم،يمكن تحديد تعريف التكامل المالي على أنه: "بمثابة العملية التي يتم بموجبهادمج الأسواق المالية لدولة ما مع تلك الموجودة في دول أخرى لتحقيق توزيع أفضل للمدخرات ،تعبئة رأس المال وكفاءة عالية للنظام المالي"،استخدم أحمد هاشم اليوشع[4]مصطلح " التكامل المالي" كبديل لمصطلح حركة رؤوس الأموال،وفقا 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.

2.1.1. قياس التكامل المالي:

---

*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 financièreetlagouvernance régionale en Afrique du Nord, (2012),Nations Unies :Casablanca, Maroc, p45.

[3]Habib BEN YAHIA ,(2006) : L'Entreprise Maghrébine : Concurrence et complémentarité ,211éme session :Tunisie ,2006,p 04.

[4] أحمد هاشم اليوشع،(2003): عولمة الاقتصاد الخليجي: قراءة للتجربة البحرينية ،المؤسسة العربية للدراسات والنشر،عمان،الأردن،ص 35.

قد تكونمؤشرات الاقتصاد الكلي من الادخار والاستثمار عرضة للتوضيح مسألة التكامل المالي،في هذا الإطار (Feldestin et Horioka,1980) أظهرا الاستثمارات المحلية ينبغي أنلاتعاني 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[1].

$$\left(\frac{\mathrm{I}}{\mathrm{Y}}\right)\mathrm{i} = \alpha + \beta\left(\frac{\mathrm{S}}{\mathrm{Y}}\right)\mathrm{i} + \varepsilon_{\mathrm{t}}$$

حيث:

I:الاستثمار

S:الادخار

Y: الناتج القومي الإجمالي للمنطقةi.

من خلال تكامل مالي وحركة رؤوس أموال مثالية،وزيادة معدل الادخار في المنطلقة i،يجب بالضرورة أن يكون ذلك مصحوبا بزيادة الاستثمار في جميع المنطقة وليس فقط في الإقليمi. وعندما تكونB قريبة إلى (1)، هذا يعنيأ ن النظام المالي مجزأ للغاية .

واقترحLaneو Milesi-ferretti سنة (2006) قياس حجم التكامل المالي الدولي وفق المعادلة التالية[2]:

$$IFI_{PIBit} = \frac{(\mathrm{AE} + \mathrm{EE})}{\mathrm{BIP}}$$

.حيث :

AE : مخزونالأصول الأجنبية للدولة I السنة في t.

EE: مخزون الالتزامات الأجنبية للدولة I السنة في t.

PIB_{it} : الناتج الداخلي الخام للدولة I السنة في t.

تبعا Melka et Longueville(2012)، يقاس التكامل المالي لبلد ما حسب الأصول الأجنبية الواردةفي الناتج المحلي الإجمالي. ويتم حساب قيمة Z بحساب التغير في التكامل المالي لبلد معين مقارنة مع المعدل العام [1]:

$$Z_{fit} = \frac{(x_{fit} - \times_{\mathrm{fit}})}{\sigma_{fit}}$$

حيث:

[1]L'intégration du système financier de la CEDEAO, (2011): Opportunités, Défis et Perspectives, Agence monétaire de l'Afrique de L'Ouest, p8

[2]حاج موسى نسيمة،(2009-2008): الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة أحمد بوقرة:بومرداس،الجزائر، ص 92.

X_f: نسبة التدفقات الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي للبلاد أو في الزمن t.
Xf:متوسط نسبة المجهودات الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي للبلاد i وفي الزمن t.
σ_{fit}:الانحراف المعياري.
قيمة Z للبلد i تقيس مدى بعد الانحراف للبلد i من المتوسط العام.إذا كانت قيمة Z إيجابية تشير إلى أن التكامل المالي في البلادهو أعلى من المتوسط العام.

3.1.1. مراحل التكامل المالي:

للوصول إلى تكامل مالي في منطلقة ما،لابد من المرور بعدة مراحل أهمها:[1]

أ.مرحلة تحضيرية: ينبغي للبلدان الأعضاء تحديث أنظمتها المالية من خلال:

- **إجراءات وطنية**: يجب على الدول الأعضاء أن تتخذ إجراءات لـ:
  - تحسين استقرار الاقتصاد الكلي؛
  - تطبيق معايير التقارير المالية الدولية (IFRS).

ب. إجراءات إقليمية:على المستوى الإقليمي،فإنه من الضروري:

- وضع اللمسات 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؛
- وضع اتفاقات الثنائية والإقليمية لتقديم المساعدة التقنية إلى الدول الأقل تقدما في المجتمع لتطوير نظامها المالية.

ج.مرحلة التوافق: يجب على الدول الأعضاء مزاولة تحديث أنظمتها المالية.وينبغي تنفيذ الخطوات العملية على المستويات الوطنية والإقليمية لتطوير وتنسيق السياسات والمؤسسات المالية الإقليمية والقواعدواللوائح.

- **إجراءات وطنية** على المستوى الوطني،ينبغي اتخاذ التدابير التالية:

- توسيع نظم الدفع الوطنية بما في ذلك التحويل الالكتروني للأموال.وأنظمة ضمان الودائع ومنظومة مفتاح الدفع PaymentSwitch ؛
- 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 القواعدوالأنظمة والإشراف الحالي لأسواق الأوراق المالية؛

[1]L'intégration du secteur financière dans trois régiond'Afrique, (2010): Banque africaine de développement : Tunis, Twsisie.pp37-38.

- استكمال وتحديث النظم المالية الوطنية من خلال التركيز على الأسواق القوية.

- **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 الدفع الوطنية في نظام الدفع الإقليمي؛
  - إنشاء هيئات استشارية من القطاع المالي الخاص والبني التحتية الإقليمية المادية المطلوبة.

د.مرحلة التعاون: في هذه الخطوة من الضروري أن تقوم الدول الأعضاء بذل جهد كبير من أجل تنسيق وربط السياسات المالية، وتطوير آليات المراقبة والرصد الإقليمية داخل المنطقة:

- **إجراءات وطنية:**على كل دول 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.
- **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 وإلزامه مع آلية مناسبة للرصد؛
  - ضمان توحيد معايير المحاسبة التنظيمية والإشراف عليها؛
  - إنشاء ترخيص واحد من الإجراءات المصرفية بين الدول الأعضاء؛
  - تطوير بيانات المعلومات الائتمانية مركزية وكذلك الأوراق المالية الإقليمية والبنية التحتية التنظيمية في سوق الصرف.

ه. 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.

- **إجراءات وطنية**: يجب على البلدان الأعضاء:
  - التكيف وتعديل متطلبات التشريعات التنظيمية؛
  - تعديل الهيكل المؤسسي ليتوافق متطلبات هذه الخطوة للتكامل.
- **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.

و. مرحلة التوحيد:في هذه المرحلة للدول الأعضاء نبذ سيادتها فيما يتعلق بالسياسات النقدية والمالية للسلطة الإقليمية.

- **إجراءات وطنية**:هنا يجب:
  - التخلي على العملة المحلية لصالح عملة إقليمية؛
  - التسبب (توظيف) من احتياطات الدول الأعضاء في العملة الموحدة.
- **إجراءات إقليمية:** على السلطة النقدية الإقليمية ،تفعيل هذه الخطوة ،لاسيما عندما تكون مصحوبة:
  - إنشاء مجتمع اقتصادي حقيقي؛
  - تنفيذ ترتيبات مؤسسة ملموسة لتسهيل الانتقال من العملات الوطنية،وأسعار الصرف والبنوك المركزية إلى نظام موحد؛
  - إنشاء لجان تقنية إقليمية من شأنها أنتوفر المدخلات في عملية صنع القرار.

2.1. تكامل بورصات الأوراق المالية:

لقد أدت عمليات الانفتاح والتحرير المالي التي شهدتها العديد من دول العالم إلى زيادة حركة التدفقات المالية عبر الحدود، ما أدى لزيادة درجة الترابط بين البورصات في العالم وساهم في زيادة درجة تكاملها وعولمتها .وقد تعددت الدراسات التي اهتمت بموضوع التكامل بين البورصات وسبل الربط ما بينها والآثار المترتبة عليها،ومن المهم ونحن بصدد وضع الإطار النظري لعملية التكامل تحديد مفهوم التكامل بين البورصات.

1.2.1. تعريف تكامل البورصات:

من خلال دراسة جبار محفوظالذي استعانة بتعريف كل من[1]:

عرف epiper&Vogel (1987) الأسواق المالية المتكاملة والمترابطة 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 "وترفع درجة التأثر والتأثير بين هذه البورصات كلما ارتفعت درجة الارتباط والتكامل فيما بينها".

ويرىRouveTalbatoni& (1988) أنه داخل الأسواق المرطبة والمتكاملة "تتساوى كافة الأصول المالية،التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقيدها أو التعامل بها خاصة أن عمليات المرابحة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لآخر.

---

[1]جبار محفوظ، (2007): تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق،دراسة حالة بعض الأسواق العربية ،الملتقى الدولي الثاني –التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق يومي 17-17 أفريل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر،ص 173.

تعرف رسمية أبو موسى أحمد تكامل البورصات الأوراق المالية: "حيث يستطيع المستثمر الاستثمار في الأسواق المالية غير سوقه المحلي،كما أنه يستطيع الاستثمار في سوق متخصص الاستثمارات المالية كسوق الخيارات مثلا والتي يوفرها سوقه المحلي. فالاستثمار في الأسواق المالية لميعد مقتصرا على سوق وحيد".[2]

ترى شذا جمال الخطيب، ونقلا عن دراسة فارتزماكلوب أنتكامل بورصات الأوراق المالية قد يكون عملا تكميليا مهما لتكامل السلع والعمالة،ويفترض هذا التكامل تحقيق قابلية العملات الوطنية للتحويل ،وإزالة القيود على تدفقا ترأس المال عبر الحدود الوطنية،ويتطلب ذلك تحديد الأولويات الوطنية لكل قطر والتي تنسجم أولويات الأقطار الأخرى، علاوة على تنسيق الهياكل والمؤسسات المالية.[1]

يقصد بتكامل بورصات الأوراق المالية كذلك :توحيد قوانين الأسواق المالية والنظم المحاسبية و المعادلات النمطية للبورصات، توحيد معايير التداول في الأسواق المالية وتأسيس الاتحادات والجمعيات الإقليمية والدولية لتكون مسؤولة عنتطور الأسواق المالية وتنظيم وتدول الأوراق المالية [2].

من خلال ما تقدم، تكامل بورصات الأوراق المالية بغي أن المستثمرين يستطيعون شراء وبيع الأوراق المالية في أي سوق مالية بدون قيود ويتم إصدار وتداول الأوراق المالية المتشابهة في كافة الأسواق بنفس الأسعار (مع الأخذ بعين الاعتبار في ورقات أسعار الصرف). بمعنى آخر أن يتم التداول في هذه الأسواق وكأنها سوق واحدة.

2.2.1. المنافع الاقتصادية لعملية تكامل البورصات:

عملية التكامل المالي الإقليمي *(IFR) هي عملية لتوسيع وتعميق العلاقات المالية في المنطلقة،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 المنطلقة. ولكنها يمكن أن تنطوي أيضا على توحيد الإطار القانونية والسياسات والمؤسسات لتعزيز تكامل البورصات المحلية إلى بورصة إقليمية موحدة[2]. عملية تكامل البورصات تنشأ عنها مجموعة من المنافع الاقتصادية، نذكر أهمها:

أ. توزيع أفضل لرأس المال: في الاقتصاديات المتكاملة ماليا،لا توجد أية قيود على تحركات رأس المال،بحيث حركة الأموال تتجه نحو أعلى عائد محتمل.وفقا للنماذج التي بقي أساس النظرية النيوكلاسيكية،ينبغيأن تتبع تدفق رأس المال من الاقتصاديات منخفضة الإنتاجية ورأس مال مرتفع

---

[2]رسمية أحمد أبو موسى، (2005)، المرجع سبق ذكره،ص 30.

[1]خبابة عبد الله، (2013): الاقتصاد المعرفي (النقود – البنوك التجارية – البنوك الإسلامية – السياسة النقدية – الأزمة المالية)، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، ص 152.

* IFR : Intégration Régionale financière

[2]Gabriel Mougani,(2014) : Défis de L'intégration financière régionale et de la coordination monétaire dans la zone monétaire de l'Afrique de l'ouest st dans la communauté de l'Afrique de l'est-analyse et recommandations ,Banque Africaine de Développement N3, p 3.

[3]M.de Sola Perea,Ch. Vannieuwenhuyze,(2014) : Intégration et fragmentation financières dans la zone euro.

إلى اقتصاديات منخفضة رأس المال وذات إنتاجية عالية، بتحقيق تكافؤ العوائد من رأس المال وهذا يخلق المزيد من النمو الاقتصادي.

ب. إزالة الحواجز الجمركية وإنشاء بورصة إقليمية أوسع[3]:تصبح المنطلقة أكثر جذب 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 الفكرية،وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي.

ج. زيادة حيوية البورصات: ارتبط التكامل المالي مع تطور أكثر حيوية لقطاع بورصات الأوراق المالية،بتشجيع زيادة المنافسة وتخفيض تكلفة الوساطة المالية. وفي حالة الاقتصادياتالأقل استقرار وأسواق رأس المال المفتوحة تخضع السياسة الداخلية إلى انضباط السوق الخارجي، الذي يمكن أن يحقق الاستقرار.

د.تنويع الأدوات المالية[1]: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 محافظة 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.

ه. رفع الكفاءة: يعمل تكامل البورصات على خفض التباين الحاصل بين العناصر المتطابقة من الأصول المالية ،ومن هنا فهو شرطا لازم من شروط الكفاءة،كما أن الأسواق المالية النامية تتصف بالجمود في العرض،وكلها يمكن أن تعالج و تخف إلى حد كبير من خلال التكامل.بالإضافة إلى تنشيط الأوراق الضعيفة التي تنتشر في معظم البورصات بلا استثناء،وزيادةرواج المنتجات، إضافة إلى تنمية المدخرات وتطوير أداء الاستثمارات والتجارة البينية.

و. نقاسم المخاطر: التكامل المالي يسمح بالفصل 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 القوميبالإضافة،الخيار الأكثر من حيث الفرص الاستثمارية (في الخارج) يوفر تنوعا أكبرا في الأصول المالية،مما يجعل الاستهلاك أقل تقلبا وأقل تأثرا للصدمات للدخل القومي.

3.2.1. العوامل التي ساعدت على تكامل البورصات:

يتفق العديد من الاقتصاديين على أن الوتيرة التي تشهدها عولمة بورصات الأوراق المالية ستكون أكبر في السنوات القليلة القادة، لذلك من المهم ونحن في هذه المرحلة من الدراسة أن نتطرق إلى العوامل التي ساعدت على عولمة الأسواق المالية ومن بينها بورصات الأوراق المالية كما ساهمت في تعزيز عمليات الاندماج والتكامل فيما بينها والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

- تحرير الأسواق وأنشطة المشاركين في الأسواق من القيود والحواجز المحلية والعالمية؛

- ❖ خصوصية الإبداع المالي: زيادة دور المنظم وتقيد دور البورصة بمجموعة من التشريعات والقوانين ساهم في زيادة حجم 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 المشاركين. وإن زيادة حدة المنافسة والتطورات في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، هي الأسباب الرئيسية التي دعت المتعاملين في البورصات إلى هذا الإبداع؛
- ❖ التقدم التكنولوجي زاد من تكامل البورصات وكفاءتها،وتبلور ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات؛
- ❖ زيادة مؤسسيةالأسواق 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،وأصولها محليا وعالميا؛
- ❖ دراسة الأنظمة الخاصة لمعالجة التعامل في الأوراق المالية بناءا على معلومات داخلية والممارسات المحظورة وتعارض المصالح في سوق الأوراق المالية.[1]

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 بينهما،حيث سمحت هذه العملية بتوفير الكثير من البدائل أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية وفقا لمبدأ العائد والمخاطرة.

1.3.1. نماذج الربط بين البورصات:

يمكن ربط البورصات بأساليب مختلفة،ويمكن استخدام عدة نماذج للربط في ضوء مدى تجانس والاختلاف بين البورصات المطلوب الربط بينهما، وفيمايلي أهم أساليب الربط بين البورصات:[2]

أ. الربط الحاسوبي للبورصات[3]: ويقصد وجود شبكة من الحواسب الإلكترونية في البورصات يتم الربط بينهما عن طريق الشبكة القومية للمعلومات، أو شبكات التليفون ويمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى إما بصفة مستمرة أو لعدد من ساعات اليومية،ويشترط ذلك توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة مع توفير ضمانات لأمن المعلومات.

---

[1] محمد بن ناصر الجديد، (2007): تكامل الأسواق المالية العربية ،صحيفة اقتصادية إلكترونية،العدد 73 49، الخميس 24 مايو 2007، متوفرة على الموقع الالكتروني التالي: http:/www.aleqt.com/2009/05/24،تاريخ الاطلاع 2009/01/29.

[2] النجار فريد،(2009): إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 235 .

[3] رشام كهينة،(2009-2008): المرجع سبق ذكره ،ص135.

ب. الربط بالوسطاء الماليون[1]: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[2]: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.

د. الربط التنظيمي[3]**:**تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية للبورصات الأخرى المستهدف الربط معها،مما ينبغي أن جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك البورصات.

ه. الربط التشريعي[4]: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[5]: تلعب الشركات المشتركة دورا استراتيجيا مهما في ربط البورصات من خلال فروعها المتعددة والمتواجدة في أماكن جغرافية مختلفة ما يسهل عملية تسجيل في العديد من البورصات،من التطورات التي شهدتها صناعة الأوراق المالية قيام الشركات إلى إدراج أسهمها في البورصات الكبيرة ذات التنظيم والرقابة الجيدين ،والتي تتمتع بالسيولة العالية،وأثبتت التجارب العالمية أن الإدراج المشترك يساهم في تقييم أعلى أسهم الشركات المدرجة في غير سوقها الأم وكذلك يؤدي إلى تحسين الحوكمة المؤسسية فيها وزيادة قدرتها على الحصول على التمويل المطلوب.

ز. ربط شركات المقاصة والتسوية[6]: الهدف من وراء ربط شركات المقاصة والتسوية والحفظ هو أساسا تسهيل تنقل رؤوس الأموال عبر الحدود (crossborder,transfrontalier) ومزيد تدفق الأموال نحو البورصات بما تتيحه هذه الأخيرة من فرص استثمار وذلك عبر رفع العوائق وخاصة منها تلك المرتبطة بالبنية التحتية للبورصات.هناك نوعين رئيسيين للربط بين أنظمة التداول و التسوية:

2.3.1. أساليب التكامل بين البورصات:

يتم التكامل بين البورصات من خلال تطبيق نموذج من نماذج التكامل التالية[1]:

---

[1]بن دحان حسان الأزهر،(2012-2013): دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، رسالةماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة محمد خيضر، بسكرة،الجزائر،ص 121.

[2]النجار فريد (1998): البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص 173.

[3]رشام كهينة، (2008-2009): المرجع سبق ذكره، ص ص153-154.

[4]النجار فريد، (2009): المرجع سبق ذكره،ص 175.

[5]بن دحان حسان الأزهر، (2012-2013): المرجع سبق ذكره،ص 122.

[6]سامي حطاب،(2007): دور الإدراج المشترك للأوراق المالية وإيصالات الإيداع الدولية 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.

[1] فريد النجار، (2008): المرجع سبق ذكره، ص ص 163-164.

أ. منصة التداول المشترك:تتم عمليات التداول من خلال منصة مركزية تهيأ فرص التعاملات بصورة جماعية فيالأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق البلدان المتكاملة،وتتفق البورصات المشاركة في هذه المنصة على شروط الإدراج وتحدد الإجراءات المنظمة لعمليات التداول وشروط عضوية الوسطاء، ويتم التداول عبر هذه المنصة من خلال:

- **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.
- **نظام توجيه الطلبات**: لا يحتاج هذا النموذج نظام مركزي للتداول يكفي الاتفاق على نظام معين للتداول أوإيجاد اتصال مشترك بينها وتشارك كافة البورصات الأعضاء في إدارة هذه المنصة والتي تكون في شكل هيئة اعتبارية.

ب. العضوية المقابلة(التداول عبر الحدود):تتيح هذه الطريقة للمستثمر الأجنبي إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وتشجيع العديد من البورصات الدولية،هذا النوع من التداول من خلال تيسير عمليات تنفيذ أوامر المستثمرين من كافة مناطق العمل داخل بورصاتها، ويستوجب هذا النموذج قبول عضوية الأعضاء في البورصات الأجنبية داخل البورصة المحلية ليتيح ذلك بمؤسسات الوساطة المالية الأجنبية التعامل داخل البورصة المحلية والأجنبية بشكل مباشر وفي ذات الوقت،ويطبق هذا النموذج من خلا طريقتين:

- **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 للتقليل من المشاكل التي يمكن أن تعيق عمليات التسوية في ظل الاختلاف ممارسات التسوية والمقاصة بين مختلف بورصات العالم ويتكون أعضاء التسوية والمقاصة في حالة العضوية عن بعد من المستودعات المركزية.
- **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 طرف مباشرا 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 تناولانه 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.

الجدول رقم (1.3): الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي

النظام	العضوية عن بعد	عن طريق الوسيط المحلي

التداول والتعامل	يفتح المستودع المركزي حساب باسم العضو عن بعد أو المستودع المركزي تابع له في البلد الأجنبي	التعامل يكون من خلال وسيط محلي
أعضاء التسوية	- الوسيط المحلي - المستودع المركزي التابع له الوسيط الأجنبي	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 تتم به التعامل

المصدر: محمد قمر الإسلام، (2004):تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات،مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا،العدد 42،ص42.

ج. إدراج الشركات المشترك: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 بورصتها المحلية، وتشجيع البورصات المحلية هذه العملية من خلال فتحها الباب لتسجيل الأوراق المالية المسجلة في بورصات أخرى.

3.3.1. مقومات التكامل بينالبورصات:

لقد توافرت جملة من المقومات التي ساعدت على الربط بين البورصات ومن بينها نذكر:[1]

أ. تطور تكنولوجيا لربط 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 تغيرات 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 والاتصالاتوالكمبيوتر، 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 ربطالبورصات بالحواسب 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 المالية ونظام التلكس ونظام سياج.

ج. خدمات البريد الإلكتروني:ويتم ربط هذا النظام بكل من الحاسبات الشخصية المرفقة بالشبكات العمومية لتوصل المعطيات ويستخدم هذا النظام في المجالات التالية: تصدير الرسائل

[1]بوكساني رشيد،(2005- 2006): المرجع سبق ذكره، صص 152-153

إلى المستخدمين، تصدر 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 طريق 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 للمشتركين.

2. تجارب الربط والتكامل بين البورصات الأوراق المالية

لقد كان لحركات التحرير المالي التي شهدها العالم سببا في ظهور عمليات ربط وتكامل البورصات الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي.إن التكامل بين بورصات الأوراق المالية المغاربية سيكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار لذلك فإن تنمية البورصات المغربية وإيجاد الوسائل للربط بينهما تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال الأموال المغاربية 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 وتكامل البورصات:

عملت المنظمات والهيئات المتخصصة على تحقيق التنسيق ودعم التعاون بين البورصات الأوراق المالية بينهما وصولا إلى التكامل فيما بينهما.

1.1.2. المنظمات الدولية:

أ.الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية:منذ إنشائه سنة1961 شهد نمو مستثمرا بحيث أصبح يضم في عضويته 56 بورصة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من

79% من رسملة البورصات العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق استثمارها المكتتبة وسنداتها. [1]

كما توجد 9 بورصات أخرى منتمية و35بورصلة مراسلة*. يمثل الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية المنظمة التجارية لأوراق 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 الحداثة بهدف 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 فيها ومنذ تأسيسه دأب الاتحاد بانتظام على عقد اجتماعات لجان وجمعيات عامة ومؤشرات، كما نظم ورشات عمل متخصصة بما يمكن أعضائه من نقل الدرجة الفنية وتبادل الخبرات فيما بينهم، ويناقش الاتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية تقريبا سواء كانت فنية أوتجاريةأوقانونية أو اقتصادية.[2]

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 اتخاذ تعاوني دولي، وتتخذ من العاصمة الاسبانية مدريد مقرا لها وتضم 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[1]:

- 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 المستثمرين 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.

2.1.2. المنظمات الأوروبية والأسيوية:

---

[1]بوكساني رشيد، (2005- 2006)، المرجع سبق ذكره، ص 156.

*بورصة مراسلة: هي البورصات الغير مؤهلة بعد صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للانضمام على عضوية الاتحاد.

[2]محمد قمر الإسلام، (2004):تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات،مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا،العدد 42،ص 30.

[1]موقع المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق الماليةwww.iosco .ovg تاريخ الإطلاع 2019/05/12.

أ. اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية:اتخاذ 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 المشاريع البنية التحتية التي تحتاج للنمو وخلق فرص العمل، من خلال الجمع بين الادخار والنمو وسوف توفر فرصا جديدة للمدخرين والمستثمرين .[2]اتخاذ أسواق رأس المال هو خليط من المبادرات التي تهدف إلى تطوير الإقراض غير المصرفية والتمويل من خلال أسواق رأس المال في ّأوروبا.[3]ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية ومركزه بروكسل أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الاستثمارية الصادرة 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 اتحاد أوروبا بالإضافة إلى 6 بورصات منتسبة و4 بورصات مراسلة.

ب.اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية: تأسست اتحاد أسواق الأوراق المالية الاورو آسيوية ومقره اسطنبول في عام 1995 بمبادرة من سوق اسطنبول للأوراق المالية، ويتألف كافة الأعضاء الأنثى عشر من أسواق ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية وعضوية الاتحاد الأساسية مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا و أسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعية العامة ويضم الاتحاد 22 بورصة تمثل أكثر من 9000 شركة[1] بينما تقتصر العضوية الفرعية على مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي التي تعمل في نفس المناطق.تتمثل مهمة اتحاد البورصات الاورو آسيوية في خلق مناخ يرسخ مبادئ العدالة والكفاءة والشفافية في الأسواق الأعضاء مع تقليل أو إزالة عوائق التداول بين هذه الأسواق وذلك نحو تحقيق التطوير والانفتاحبين بورصات المنطقةوقد قام الاتحاد من إنشاءه بنشاط ملحوظ مكنه من تحقيق خططه الموضوعية وذلك منخلال العمل الجاد للجانه التنفيذية والعاملة وفرق العمل المتخصصة مع التطلع الدائم للمزيد من النجاح والتقدم، ومن أهم انجازات اتحاد البورصات الاورو 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 وذلك بالإضافة إلى أنشطة خاصة تعمل على تنمية البورصات مثل برامج تبادل العاملين بالبورصات المختلفة وإنشاء مركز تدريبي للاتحاد هذا بجانب

[2]L'union des marchés de capitaux en 5 questions, (2015) : finance watch : brucelles,Belgique , p 04

[3]محمد قمر الإسلام، (2004): المرجع سبق ذكره،ص3.

المشروعات المشتركة بين اتحاد البورصات،اليورو أسيوية مع الجمعيات والمنظمات الدولية مثل البنك الدولي، واتحاد البورصات العالمية ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.[2]

3.1.2. المنظمات الأمريكية والإفريقية:

أ. اتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية:تأسس بمدينة ري ودي جيني رو البرازيلية في 27 سبتمبر 1973 وتضم البلدان الأعضاء التي لديها بورصات منظمة كل من الأرجنتين،البرازيل، شيلي، كولومبيا، كوستاريكا،أكوادور السلفادور اسبانيا،بيرو، البرتغال الاوروغواي وتتمثل أهداف الرئيسية للاتحاد فيما يلي[3]:

- 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.

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 فيها بين أعضائها، وقد بدأ الاتحاد ببورصة نيروبي كأول عضو في سنة 1993 تليها بورصة موريشيوس وأوغندا ودار السلام (تنزانيا) خلال فترة التسعينات، وقد بلغ عدد البورصات الأعضاء 25 بورصة من27 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 ومساعدتهم في المحافل الوطنية والدولية.

2.2. تجارب التكامل بين البورصات في العالم:

---

[1]موقع اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الأسيوية www.feas.orgتاريخ الاطلاع: 2019/05/12.

[2]محمد قمر الإسلام، (2004): المرجع سبق ذكره،ص 39.

[3]محمد قمر الإسلام، (2004): المرجع نفسه، ص ص 35 – 36.

[1]موقع جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية www.african-eschang.org، تاريخ الاطلاع 2019/05/12.

[2]محمد قمر الإسلام،(2004):المرجع سبق ذكره، ص ص 57-58.

شهدت بورصات الأوراق المالية عبر العالم موجه من التحالفات والتكتلات التي تسعى إلى إقامة اتحادات إقليمية وتعتبر تجربة الاتحاد الأوروبي من التجارب الناجحة في دمج البورصات الذي يمكن تعزيز التعاون بين بلدان المغرب العربي باعتماد على خبرته الواسعة في دمج البورصات وبالنظر إلى كونه أفضل شريك للمنطقة المغاربية.

1.2.2. التجربة الأوروبية لتكامل البورصات: بورصة اورونكست هي نتيجة الاندماج في 22 سبتمبر 2000،وتحققت من خلال تحالف البورصات التي قررت تنسيق عملها[3].يجمعها نظام الكتروني بربط البورصات فيما بينها موجه بأوامر.[4]

هي أول بورصة أوروبية موحدة تشمل مجموعة من البورصات باريس وبروكسيل وأمستردام،تعتبر بورصة باريس من أهم بورصاتها، تضم أكثر من 1500 شركة مدرجة وبقيمة سوقيةتبلغ 1900 مليار أورو وفقا لبنك ABN-AMRO فإن لكل بورصة من البورصات الثلاثة حصة اورونكست.على النحو التالي:

- ❖ باريس 60%؛
- ❖ أمستردام 32% ؛
- ❖ بروكسل 8 % .

بالإضافة إلى ذلك تمت اورونكست توسيع نشاطها في منتجات المشتقات من خلال الاستحواذ على بورصة لندن LIFEE في أكتوبر 2001.

انضمت إلى هذه البورصات، بورصة لشبونة في جانفي 2002 وفي جوان 2006 تم دمج بورصة اورونكست مع بورصة نيويورك تعمل بورصة اورونكست لتحقيق العديد من المزايا.

- ❖ مجموعة كاملة من الخدمات للعمل؛
- ❖ تكنولوجيا متقدمة؛
- ❖ القدرة على التغلب على الانقسامات الوطنية؛
- ❖ هج تجاري متقدم.

تعد الأورونكست قوة الدفع الرئيسية لعملية اندماج البورصات الأوروبية وتستمد قوتها من قوة البورصات الأعضاء،وقد جاء تأسيس الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين الأسواق المالية 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 بينهما من خلال:

- ❖ القضاء على عقبة نقص المعلومات المتاحة عن كل بورصة؛

---

[3]Erwan LE SAOUT ,(2008):Introduction aux marchés financiers , 2e édition , Economica:Paris, France , p144.

[4]PascalChevelot,(2010-2011) : La bourse « Tout comprendre pour gagner » ,mieux vivre ARG Edition Paris, France,p85.

- ❖ 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 .

أ. بورصة نيويورك – اورونكستNYS-EURONEXT : شهدت السنوات الأخيرة أكبر عملية دمج بين البورصات اندماج بورصة اورونكست مع بورصة نيويورك -اورونكست هي الشركة القابضة 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. تهدف إلى تسهيل عمليات البورصة (التداول و المقاصة والتسوية) بورصة نيويورك-اورونكست، تدار من قبل إحدى عشرة إداري لكل مقر بورصي، ويمنع الشركات المدرجة في بورصة اورونكست أن تعمل بالأنظمة المعمول بها في الولايات المتحدة، متوسط الرسملة السوقية اليومية بقدر ب 100مليار دولار، في 4 أفريل 2007 بدأت عملية التداول في بورصة نيويورك اورونكست لأول مرة،بعد نجاح تبادل العرض العام لبورصة نيويورك في بورصة اورونكست.

ب.سوق الأوراق المالية لدول الشمال (NOREX): في جانفي 1998 وقعت كل بورصة ستوكهولم وبورصة كوبنهاجن اتفاقية تعاون لتشكل سوق النوركس سنة 2000 أنظمت بورصة ايسلاندا وبورصة أسلو للنوركسالنوركس:"تمثل تحالفا استراتيجيا بين بورصات منطقة شمال أوروبا" ،تغطي هذه البورصات 80% من تعاملات الأسهم و90% من تعاملات السندات في الدول الإسكندنافية[1]. تشمل أكثر من 800 شركة، تستخدم النوركس منصة التداول الإلكترونية *SAXESS التي توفر للأعضاء استخدام دفتر أوامر واحد لشراء وبيع كل ورقة مالية[2]. وهذا التكامل يسعى لتوحيد الأنظمة المتداولة وتوحيد الإطار التنظيمي للبورصات الأربعة من خلال:

- نموذج العضوية المقابلة أوالمشتركة،حيث تشجع الشركات المدرجة في البورصات الأربعة على تسجيل أوراقها المالية في كل البورصات الأعضاء؛
- 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 واتساعها؛

---

(1) Rapport de l'étude de la création de la bourse africaine des valeurs , (2008) : Union Africain, département des affaires économiques, p40.

(2)Kurihara, Yytaka, Sadayoshi Takaya, Nobuyoshi, Yamori, (2006) : Global Information Technology and Competitive Financial Alliances, IDEA Group publishing ,London, England, p140.

- إطار تنظيمي موحد، في ما يخص التعاملات وتسجيل أوراقها المالية ومتطلبات العضوية.

2.2.2. التجربة الأسيوية في تكامل البورصات:

أ. تكامل بورصات الآسيانASEAN: نشأت رابطة دول جنوب شرق آسيا كنوع من الحلف السياسي لمواجهة الشيوعية في جنوب شرق آسيا[1].بموجب تصريح بانكوك الصادرة سنة 1967 والذي تبنته اندونيسيا، ماليزيا الفلبين ،سنغافورا و تايلاند،وانضمت دولة بروناي إليها في نهاية سمة 1983 [2].

ورابطة **ASEAN**هي التعاون من التبادلات بين البورصات ماليزيا،فتنام،إندونيسيا، الفلبين،تايلاندوسنغافورة لتعزيز نمو سوق رأس المال الأسيوي من خلال توفير المزيد من الفرص الاستثمارية الآسيوية ،لمزيد من المستثمرين تعتبر بورصة سنغافورا من بين البورصات الأعضاء الوحيدة ذات الطراز العالمي تحتل المرتبة الرابعة في ترتيب البورصات بعد بورصة نيويورك ولندن هونغ كونغ ،ولكن قيمتها السوقية هي خمسة مرات أقل من المرتبة الثالثة [3]. أنشأ فريق العمل في إطار رابطة **ASEAN**لرصد وتعزيز عملية إصلاح النظم المالية وخاصة العمل على تنسيق الأنظمة والتشريعات،ثم تأسيس منتدى سوق رأس المال ،أيضا في الاجتماع السنوي لوزراء دول الآسيان المالية في سنة 2004 في سنغافورا 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 (التصويت) وتحسين نوعية التقييم وتعزيز حوكمة الشركات والشفافية وتجتمع مجموعة العمل على الأقل مرتين في السنة ورئيس المجموعة يتغير وفقا للترتيب الأبجدي للدول الأعضاء في الرابطة[4].

3.2.2. تجربة أمريكا اللاتينية وإفريقيا في تكامل البورصات:

أ. سوق أمريكيا المتكاملة*(MILA):في 01 ماي 2011تم إعلان عن سوق أمريكيا 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 بديل حقيقيا لأمريكا اللاتينية في سياق الأزمة الاقتصادية في البلدان الصناعية سياسيا، نموذج التكامل الإقليمي مرتبط دائما بإدارة الدول.

ب.بورصة الأوراق المالية الإقليمية*(BRVN): هي بورصة إقليمية مكونة من الدول الأعضاء في الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا **(VEMOA) بوركينافاسو،ساحل

---

(1)Rapport de L'étude de la faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs, op.cit, p42

(2)خلفي علي، رميدي عبد الوهاب رابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN) نموذج الدول النامية للإقليمية المنفتحة،مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا العدد السادس،ص 82.

(3) جمال جويدان الجمل،(2002):الأسواقالماليةوالنقدية،دارصفاءللنشروالتوزيع،الطبعةالأولى: عمان،الأردن،ص 75.

(4)fabien ARNAUD ,L'AESAN. (2011-2012) : Une zone hétérogène en quête d'intégration, ESCEM , Mémoire de spécialité appliquée , 2011-2012, p 14.

العاجل ، غينا، مالي، النيجر، السنغال والطوغو [1] تأسست في 1998 ويقع مقرها الرئيسي في أبيدجان (ساحل العاج) وممثلة في كل بلد من قبل الفرع، 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 تقل وتنفيذ الأوامر إلى المحور المركزي الأبيدجان.منذ نشأتها والبورصة تعمل بانتظام وتجذب دائما مستثمري القطاعين العام والخاص، وهي مسؤولة عن تنظيم وضمان إتمام المعاملات في الأوراق المالية وإعلام الجمهور.وتقوم بالمهام التالية[2]:

- تنظيم السوق؛
- قيد وتداول الأوراق المالية ونشر الأسعار والمعلومات عن الأوراق المالية؛
- تعزيز وتطوير سوق الأوراق المالية.

يمثل نشاط البورصة مؤشرين مؤشر BRVMالذي يضم أسهم كل الشركات المدرجة في البورصة ومؤشر BRVM 10 الذي يضم عشر شركات الأكثر نشاطا في البورصة [3].

3.2. التجربة العربية في الربط بين البورصات:

تسعى الهيئات والمنظمات المالية العربية لتحقيق التعاون والربط بين بورصات بين الأوراق المالية العربية عن طريق إبرام اتفاقيات الشراكةومذكرات 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. الاتحاد العربي للبورصات: بدأت الدول العربية الخطوات العلمية بإنشاء اتحاد 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.

تجسيدا لذلك الاهتمام وثمرة للجهود القومية الهادفة إلى تدعيم أوامر التعاون المالي بين الدول العربية وتنفيذ توصية 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 تتعرض الاستثمار العربي تنويع أدواته وتشجيع إدراج وتبادل الأوراق المالية العربية في الوطن العربي وتسيير وتوظيف رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة هذا وإن كان هدف الاتحاد الأكبر شمولا هو إنشاء سوق مالية عربية تسهل انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل الوطن العربي ،ووصولا إلى الأهداف المرجوة من إنشاء اتحاد البورصات العربية، نص النظام الأساسي على أن يسهم الاتحاد في إنجاز عدد من المهام بأني على قائمتها

---

[1] الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالية الإقليمية: www.brvm.org، تاريخ الاطلاع 2019/05/13.

[2] الموقع الرسمي الأوراق المالية الإقليمية www.brvm.org، تاريخ الاطلاع 2019/05/31.

[3] Doubibritra, (2011) : banque, finance & bourse. l'arménien : paris, France, pp 66-67.

تطوير الأعمال العربية القطرية ودور الوساطة المالية ورفع كفاءة أدائهاقطريا وعربيا وإيجاد قنوات الاتصال بين البورصات وهيئات سوق المال العربية المنظمة للاتحاد.[1]

ب. صندوق النقد العربي:سعى الصندوق في بداية عمله للتعرف عن كثب 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 وبناءا 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 والمؤسسات 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 الاقتصاديات العربية، فقد أنشأ الصندوق لاحقا آلية متخصصة لتقديم خدمات تقييم الملاءة الائتمانية وتوسع في تقديم العون المادي والفني للإصلاحات الاقتصادية الكلية بصورة عامة وكذلك الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي في إطار تسهيل التصحيح الهيكلي.

ج.الشركة العربية للمقاصة: قرر اتحاد البورصات العربية ضمن جهوده لإيجاد آليات تدعيم عملية الربط بين البورصات العربية،إنشاء المؤسسة العربية للمقاصة خلال فعاليات المؤتمر التاسع عشر في شرم الشيخ والذي عقد 14.16 نوفمبر1999 بمصر[2].

تعتبر أول شركة مقاصة عربية برأسمال 10 ملايين 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[1].وقد حددت لهذه المؤسسة المهام التالية:

- القيام بأعمال التسوية والمقاصة للتعاملات في مختلف البورصات العربية؛
- أداء مهام مركز الإبداع والسجل المركزي؛
- تسيير العمليات المتعلقة بإدراج المشترك وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

د. شبكة معلومات أسواق المال: قام الاتحاد بخطوة أخرى تهدف للتغلب مع ضعف حجم التعاملات عبر الحدود داخل الوطن العربي والذي يرجعه العديد من المحليين لنقص المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين حول البورصات العربية فقام الاتحاد بإنشاء "شبكة معلومات أسواق المال "عبر شبكة الإنترنتوتستخدم هذه الشبكة لتوحيد قاعدة المعلومات والبيانات وتسمح

---

[1]شذا الخطيب،(2008):المرجع سبق ذكره، صص 106-107.

[2]بوكساني رشيد، (2006-2005):المرجع سبق ذكره،ص141

[1]حسين عبد المطلب الأسرج، (2002): المرجع سبق ذكره،ص46.

للمستثمرين العرب بمتابعة المتداولات 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 اللوائح الداخلية[2].

2.3.2. اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية:

تبنت 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 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 أفريل 1996 وانضم لبنان إليها في سبتمبر 1996 وقد استهدف هذا الاتفاق تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء فيما يخص تنظيم عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية وشده على أن تعمل جميع الأطراف على تنسيق وتسيير الإجراءات والمتطلبات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية في بورصاتها، 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 عملية 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]:

- توسيع نطاق السوق؛
- السماح للمواطنين العرب بشراء أسهم مطروحة للبيع في أي دولة من الدول الثلاث بها 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.

---

[2] بوكساني رشيد، (2006-2005): المرجع سبق ذكره،ص142.
[1] شذا الخطيب،(2008): المرجع سبق ذكره،ص109.
[2] صلاح الدين السيسي،(2003): المرجع سبق ذكره،ص38.

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 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 في بلدان الخليج الأمر الذي سيرفع من الفوائد والمنافع المشتركة.

ج. اتفاقية التعاون ميدكلير 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 في نطاق عمله كلما وضعت هذه الاتفاقية القواعد والأسس المنظمة لعمليات التعاون بين شركات المقاصة، وقد اتبعت هذه الاتفاقية بإجماع المدراء التنفيذيين لشركات المقاصة في نوفمبر 1996 بلبنان وأسفر هذا الاجتماع على وضع إجراءات والقواعد التنفيذية المنظمة لعملية المقاصة والتسوية في البورصات الثلاث، ومن بين هذه الإجراءات المتفق عليها [1]:

- توحيد نموذج التراسل بين الشركات المقاصة وشركات الوساطة لتأكيد عملية تنفيذ الأمر المسمى (إخطار تأكيد التنفيذ)؛
- الاتفاق على استخدام الفاكس كوسيلة للتراسل بين الشركات المقاصة وشركات الوساطة على أن تدرس في ما بعد إمكانية الاستفادة من التراسل الالكتروني؛
- فتح حسابات نقدية وأخرى للأوراقالمالية في كل شركات المقاصة باسم شركات المقاصة المناظرة في الدول الأطراف في هذه الاتفاقية؛
- تحديد عمولة للتعاون بين البورصات الثلاث وتضاف لها حوافز أخرى تمييزا لها عن التعامل في البورصة المحلية لخلق تدفقات استثمارية بين البورصات الأطراف ولتشجيع التعاون فيها 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 أفريل 1996 والتي انضمت إليها بورصة بيروت في مرحلة تالية لتصبح اتفاقية

[1]شذا الخطيب، (2008):المرجع سبق ذكره،ص111.

ثلاثية نشرف 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]

- **اتفاقية التعاون المشترك بين بورصتي الأردن والبحرين:**تم التوقيع عليها في أكتوبر 1997 تهدف إلى المساهمة في تشجيع الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية والبحرين وتسهيل إجراءات التعامل لمواطني البلدين في الأوراق المالية لتلك الشركات مما يسهم في تعزيز أواصر التعاون بين البلدين.
- **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 وتقليل العقبات أمام تدفقات الاستثمار في الأوراق بين البورصتين.
- **اتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال المصري:** تم توقيعها خلال سنة 2000 وبموجب هذه الاتفاقية ستعمل الهيئات 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 الإرادات للجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس وتتولى هذه اللجنة مهمة التنسيق وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية وترفع هذه اللجنة توصياتها للمجلس الوزاري [1].
- **اتفاق تعاون سوق دبي المالي وشركة مصر المقاصة:**وقع سوق دبي المالي وشركة مصر للمقاصة والإبداع والقيد 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 المزايا العديدة التي يوفرها الجانبان علاوة على تعزيز أواصر التعاون المشترك بين الطرفين في مجالات 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.
- **بورصة البحرين توقع اتفاقية من الشركة الكويتية للمقاصة:** وقعت بورصة البحرين اتفاق مع الشركة الكويتية المقاصة بتاريخ: 5 ماي 2014 في مقر الشركة الكويتية للمقاصة في الكويت ،وقع الاتفاق الشيخ خليفة إبراهيمآل خليفة نائب الرئيس التنفيذي

[2]حسين عبد المطلب الأسرج، (2003):المرجع سبق ذكره،ص51.
[1]وقع اتحاد البورصات العربية www.arab,exchanges.ovg، تاريخ الاطلاع2019/05/13.
[2]وقع اتحاد البورصات العربية www.arab,exchanges.ovg، تاريخ الاطلاع2019/05/13.

ومدير العمليات في بورصة البحرين والسيد عثمان إبراهيم العيسى الرئيس التنفيذي لشركة الكويتية للمقاصة، يتضمن هذا الاتفاق الترتيبات والإجراءات التي تنفذ آلية الالكترونية لنقل أسهم الشركات البحرينية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وكذلك أسهم الشركات الكويتية المدرجة في بورصة البحرين.

- **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 عشرة لاجتماعات اللجنة السعودية الجزائرية المشتركة المنعقدة في العاصمة الرياض، تهدف هذه المذكرة إلى وضع عمل لتعزيز الجهود الاتصالات والتشاور بين السوقين وذلك من خلال تبادل الخبرات والمعلومات وتطوير الموظفين والبحث في فرص العمل المشترك مستقبل في جميع المجالات[2].

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 الاقتصاديات الدول العربية النفطية باستثناء العراق والجزائر محدودة ولا تسمح باستثمار الفوائض داخلها[1].

مر إنشاء بورصة عربية موحدة بعدة مراحل نوجز فيما يلي:

أ.المرحلة الأولى: وبدأت سنة 1982 حيث تم إنشاء اتحاد البورصات 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 توسيع قاعدة العضوية وتشجيع إقامة بورصات جديدة ونشر الوعي بعمل البورصة بين المواطنين 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 الربط وقد كشفت هذه المرحلة عن بعض المعوقات، أهمها اختلاف شروط القيد للشركات وتباين القوانين المنظمة للعمليات التداول.

ج.المرحلة الثالثة:وشهدت 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 أفريل 1996 والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة تالية لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف على تنفيذها لجنة فنية ثلاثية وبمشاركة ممثل عن إتحاد البورصات وتم تدعيم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق التعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في جانفي 1997 ،وقد لوحظ أن الدول العربية الأخرى لم

---

[1]شذا الخطيب، (2008): المرجع سبق ذكره،ص106.

تنظم 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: وفيما اتخذ الاتحاد العربي للبورصات قرارا بإنشاء أول شركة مقاصة عربية برأسمال 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 نقله 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 مثل 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.

ه.المرحلة الخامسة: نظرا لما كشفه 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 الانترنت ويتم من خلال هذه الشركة توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات ليتوفر المتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعة التعاملات في أي عربية، في التوقيت نفسه وبدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001.

و.المرحلة السادسة:مع شهر سبتمبر تم الاتفاق بين الدول العربية تنفيذا لقرار مجلس إدارة اتخاذ 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 المعينة لإدراج الشركات بهذه البورصة منها رأس المال وربحية الشركات في الخمس السنوات الأخيرة ودوران الأسهم ...الخ، وقد تم اختيار شركة مصر للمقاصة للقيام بدور المقاصة ومركز الإيداع للبورصة العربية، وبنك HSBC كبنك المقاصة إذ أن له فرع في معظم البلدان العربية،حيث يتم تسوية المعاملات المالية بين المتعاملين العرب في البورصة في التوقيعات المحددة له.[1]

في عام 2005 حررت اتفاقية إنشاء وإدارة البورصةالمغربية بين اتحاد 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 أستاذ الطرف الثاني مجتمعين مسؤوليين إدارة وتشغيل وتمويل البورصة العربية ويكون لها كافة الشؤون المالية والإدارية اللازمة لتنفيذ المشروع لقاء حصولهم على جزء

[1]حسين عبد المطلب الأسرج، (2003): المرجع سبق ذكره،ص ص 51-52.

من مواردها على أن تكون شركة مصر للمقاصة ممثل لهم في علاقتهم بالطرف الأول باعتبارها مديرا فنيا للمشروع.

وقد أوضحت الاتفاقية أن البورصة العربية جهاز تابع للاتحاد أسواق المال العربية ومرتبط به ويعمل في إطاره وفقا لأحكام النظام الأساسي للبورصة العربية لجنة عليا للإشراف والرقابة على أعمالها وفقا للصلاحيات المنصوص عليها وتشكل اللجنة من الأمين العام ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بمصر ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بسلطة عمان [2].

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، و أن ما واجهه مشروع البورصة الموحدة قرر الاتحادإنشاء شبكة معلومات لأسواق المال عبر شبكة الانترنت، بحيث يتم توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات للمتعاملين بالأوراق المالية في الدول العربية. وإن تعزيز هذه الشبكة يلعب دورا في الوصول إلى عملية الربط بين البورصات العربية وتحقيق التكامل المنشود وإنشاء بورصة عربية موحدة[1].

[2]ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، (2007): الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة الاقتصادية، مؤتمر أسواق المالية والبورصات ،المؤتمر العلمي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 48.

[1]فادي خلف، (2013): الربط بين البورصات العربية ورحلة البحث عن التكامل، مجلة سوق المال، العدد 29، ص 8.

3. استراتيجية لربط وتكامل البورصات المغاربية

في إطار مسعى متجدد لإعطاء الاندماج المغاربي بعدا مناسبا، توجها 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 مغاربي 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، واعتبار الكون تحقيق اندماج شامل ليس مؤولا إلى الدول وحدها، وإنما كذلك إلى الفاعلين الاقتصاديين ،وإلى القطاع الخاص،تم عقد العديد من الاجتماعات والمؤتمرات بين رؤساء كفدراليات أرباب العمل المغاربيين،إنشاء "إتحاد مغاربي". ومن بين أهدافه تنمية المبادلات التجارية المغاربية البينية ودعم الاستثمارات والمقاولات لجعل المنطلقة المغاربية أكثر اندماجا واستيعاب للاستثمارات الخارجية [1].

1.3. لمحة عن منطقة المغرب العربي:

1.1.3. نشأةاتحاد المغرب العربي:

في 23 جويلية 1990 بزرالدة الجزائرية، التقى قادة الدول الخمسة في قمة خرجت بتبنياستراتيجية مشتركة لتنمية اقتصادية تضع القواعد لتكامل إقليمي حقيقي، وصار هدف الاتحاد المغاربي تشكيل وحدة اقتصادية بين البلدان الأعضاء، على الرغم أن يتم الوصول إلى هذه الوحدة، حسب هذه الاستراتيجية،عبر ثلاثة مراحل ابتدائي: [2]

أ.المرحلة الأولى:(1995-1996): إنشاء منطلقة تبادل حر عبر الإعفاء من الحقوق الجمركية والإلغاء التدريجي للحواجز غير التعريفية.

ب.المرحلة الثانية:(1996-1999): إنشاء اتحاد جمركي،يتم من خلاله وضع تعريفه خارجية مشتركة، تسمح بحماية الإنتاج المحلي بالنسبة للسوق الخارجية. وقد قامت اللجنة الاقتصادية المغاربية مشروع إطار يتضمن الإعفاء من الحقوق الجمركية والرسوم المماثلة، الإلغاء التدريجي للحواجز غبر التعريفية. وضع سياسة التجارة الخارجية والاتفاق على مدونة تعريفية موحدة.

ج.المرحلة الثالثة:ابتداء من سنة 2000، تم تأسيس اتحاد اقتصاديفي بلدان المغرب العربي الذي يعتبر المرحلةالنهائية لنسق التكامل، والذي سيتجسد باتحاد وتنسيق السياسات الاقتصادية وبرمج التنمية في البلدان الأعضاء.

د.إتحاد *UMA في أرقام:

---

[1] الحبيب بن يحي، (2006):مؤتمر الإصلاحات في القطاع المالي والاندماج المالي في دول اتحاد المغرب العربي الرباط،المغرب،ص 2.

[2] جمال عبد الناصر مانع، (2004): إتحاد المغرب العربي، دار العلوم للنشر والتوزيع عنابة، الجزائر،ص 96.

- تاريخ الإنشاء: 1989/02/19 في مراكش؛
- الأعضاء: ليبيا، تونس، الجزائر، المغرب ومريتانيا؛
- المساحة: 2.000.000.6كم؛
- عدد السكان: 90 مليون نسمة؛
- الموارد الطبيعية: النفط والغاز والفوسفات والحديد واليورانيوم ،وصيد الأسماك ،...الخ.

ه.أهداف اتحاد المغرب العربي:باعتباره منطقة 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 سياسية 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 الاقتصادي المغرب العربي، فإنها تظهر عادة نفس الخصائص المحددة للبلدان النامية:[2]

- ❖ التكامل المحدود في الاقتصاد العالمي؛
- ❖ لا يزال يعتمد على الموارد الطبيعية (النفط والتعدين والمجتمعات الزراعية،...)؛
- ❖ الوضع الاقتصادي الكلي المستقرنسيا،ولكن هذا لا يسمح لنمو كاف ومستمرلاستيعاب 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.

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 ؛

---

[1]جمال عبد الناصر مانع، (2004): المرجع سبق ذكره،ص 96.

[2]les enjeux de L'intégration Maghrébine, (2003) : ministèredesfinancier et de la privatisation, document de travail N°90, Maroc, p9.

***UMA** : Union du Maghreb Arabe.

[1]Amor Tahari, Patricia Benenner, Erit de Vrijer, Maria Moretti, Abdelhak ,Gabriel Sensenbrenner, and Juan Solé (2007) : Financial Sector Reforins and Prospects for financial Integration in Maghreb Goutries, IMF Working paper ,International Moiretary fund, p4.

- ❖ الانفتاح المحدود للقطاع المالي في بعض البلدان؛
- ❖ سلامة البنوك إلى تعرض مسويات 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 تطورابشكل 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 تماما أهمية تحديث القطاعات المالية بها وقد عملت على تنفيذ بعض الإصلاحات لبعض الوقت، مع تحقيق نتائج مشجعة، وعلى الرغم من التقدم الذي ثم 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:

حذر سيمون غراي، مدير قسم المغرب العربي بالبنك الدولي منذ أن "المغرب العربي الموحد لم يعد خيارا فحسب وإنما يعتبر ضرورة إذا كانت المنظمة ترغب في اللحاق بقطار العولمة[2]. بالرغم من توفر المقومات لقيام هذا التكفل فإن مجموعة من المعوقات تحول دون قيامه وتفعيله حتى يكون في مستوى آمال وتطلعات الشعوب المغاربية،وفي مستولى الاستجابة للتحديات التي تواجهها المنطقة.

1.2.3. مقومات التكامل المالي المغاربي:

تمتلك الدول المغاربية من مقومات التكامل المغاربية 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[1]؛
- ❖ بلداناتحاد 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؛

---

[2]موقع جريدة الرأي المغربية www.abraiy.comنشر يوم 2014/08/20، تاريخ الاطلاع 2019/05/13.

[1]عادل مساوي عبد العلي حامي الدين، (2010): المغرب العربي –التفاعلات المحلية والإقليمية والإسلامية مركز البيان للبحوث والدراسات، ص 379.

- ❖ 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 استغلال يمكن أن تلعب دورا أساسيا في عملية التنمية الاقتصادية ولاسيما في مجال التكامل الأفقي في المنطقة؛
- ❖ القرب من الأسواق الأوروبية والإفريقية؛
- ❖ إن المداخيل النفطية الهائلة لدول المغرب العربي المنتجة للنفط لكل من الجزائر وليبيا ،يجب أن يستفاد منها في تنمية المنطقة بدلا من تكديسها في مصاريف عالمية وتدويرها في أسواق أخرى[2] ؛

ورغم 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 والتمعن في تطوير اقتصاديات المعرفة وتطور الثقافة الحديثة وتأثيرات العولمة، ومبادرات الشركة الإقليمية والدولية وشروط التبادل الدولي والمنافسة غير العادلة تبين بوضوح أن ملف التكامل أصبح ضرورة ملحة يتطلب اعتبار أولية على أجندة القادة المغاربة[3].

- ❖ غياب الاندماج المغاربي حسب ما تشير بعض الدراسات يكلف كل دولة مغاربية خسارة على مستوى نسبة نموها تقدر بـ2% بالنسبة لنتائجها الداخلي المحلي ،وذلك عجز في مواطن الشغل يقدر بـ 20.000 ألف فرصة عمل سنويا؛
- ❖ إن اقتصاديات دول المغرب العربي من اقتصاديات مبادلة الدول الصناعية ومع التغيرات الكبيرة التي تتعرض لها شروط التبادل العالمي ،ستزداد هذه الاقتصاديات للصدمات الخارجية وصعوبة مقوماتها على المستوى القطري؛
- ❖ إن مؤشرات النشاط الاقتصادي كلها تشير بوضوح إلى تجدر التبعية الاقتصاديات الدول المتقدمة وبالتالي فإن الفكاك من هذه التبعية لا يمكن أن يكون إلا بترتيبات إقليمية؛
- ❖ حسب الأمانة العامة لاتحاد المغرب العربي ،فإن تعطيل مسلسل الاندماج المغاربي كلف كل من بلدان الاتحاد2% من معدل نموها السنوي من جهتها تعتبر اللجنة الاقتصادية لإفريقيا أن وجود اتحاد مغاربي سيمكن دول الاتحاد من ربح ما يعادل 5%من ناتجها الداخلي الخام. وبدوره يرى البنك الدولي أن وجود اندماج مغاربي موسع أكثر (يأخذ بعين الاعتبار تحرير الخدمات وصلاح مناخ الاستثمار)،سيرفع الناتج الداخلي الخام الحقيقي لكل مواطن على مدى عشر سنوات بحوالي 24% إلى 34%،وحسب البنك الدولي فإن بإمكان

---

[2]محمد الشكري، (2007): تجربة التكامل الاقتصادي لدول اتحاد المغرب العربي ،المؤتمر المصرفي العربي السنوي: الدوحة ،قطر، ص11

[3]محمد الشكري، (2007): المرجعنفسه، ص 6.

إتحاد المغرب العربي على الأقل مضاعفة معدله الحالي، فوفقا لدراسة أنجزتها مؤخرا هذه المؤسسة المالية الدولية فإن

عدم الاندماج الاقتصادي،يكلف ما بين 3و9 مليار دولار سنويا،وفي المجمل يكلف عدم الاندماج اقتصاديات الدول المغاربية ما بين نقطتين و3 نقاط من الناتج الداخلي الخام 5ل سنة[1].

3.2.3. معوقات التكامل المالي المغاربي:

- ❖ يعد العامل السياسي أهم ما أخر الاندماج المغاربي وعلى وجه الخصوص وجود العديد من الصراعات الحقيقية التي شكلت عوائق مهمة أمام تقارب سياسي وأي تعاون اقتصادي ذو طابع جدي، إن 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 الدول[1]؛
- ❖ أخذت الدول المغاربية في تجربتها التكاملية بقاعدة الإجماع ولكن هذا الأمر ترتب عنه أثار سلبية على العمل المغاربي المشترك نتيجة عدم اتخاذ القرارات لاشتراطها موافقة كل الدول الأعضاء. الأمر الذي لا يتحقق، مما يعرقل المشاريع ويعطل الإنجازات و هذه القاعدة كانت وراء فشل الكثير من المشاريع وإفساد المبادرات[2]؛
- ❖ عدم وجود تعريفة جمركية موحدة ولا قانون اقتصادي يمنح امتيازات وتشجيعات لتنشيط حركة التجارة بين البلدان المغاربية على غرار ماهو معروف عند المجموعات والتكتلات الاقتصادية الأخرى يعتبر عائقا أمام تحقيق نسب عالمية من تجارة مغاربية بينية متطورة؛
- ❖ 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 واردتها من المشتقات النفطية في حين يستورد ما تزيد قيمته عند 5,2 مليون درهم، من نفس السلعة من الخارج وتستورد الجزائر أقل من 2% من الحوامض من المغرب في حين تستورد ما قيمته 5ملايين دولار من السلع الغذائية من الاتحاد الأوروبي؛
- ❖ ضعف العلاقات الاقتصادية بين هذه البلدان الفادح يجعلنا أما رقم مخيف حيث لا تمثل المبادلات التجارية بينها إلا 2% وهو الرقم الأضعف في العالم إذا نظرنا إلى حجم

---

[1]موقع جريدة الرأي المغربية www.abraiy.com، نشر يوم 2014/08/20 ، تاريخ الاطلاع 2019/05/13.

*فرض الخطر الجوي على ليبيا لإتمامها بتفجير الطائرة الأمريكية فوق بلدة لوكاربيباباسكتلندا عام 1988 حيث طالبت ليبيا من الدول المغاربية الوقوف إلى جانبها مستندة إلى المادة 14من معاهدة اتحاد المغرب العربي التي تنص على"أن كل اعتداء تتعرض له دولة من الدول الأعضاء يعتبر اعتداء على الدول الأخرى" إلا أن الدول المغاربية طبقت الخطر الجوي على ليبيا و أمام هذه الوضعية تعاملت ليبيا على الدول المغاربية الأخرى بتحفظ.

[1]جمال عبد الناصر مانع، (2004):المرجع سبق ذكره،ص265

[2]العجال المجال محمد لمين،(2010): معوقات التكامل في إطار الاتحاد المغاربي وسبل تجاوز ذلك، مجلة المفكر،العدد 05،ص 32.

المبادلات التجارية بين بلدان المنطقة الواحدة كبلدان الاتحاد الأوروبي أو جنوب شرق أسيا وأمريكا اللاتينية؛

- ❖ كل دولة مغاربية لها عملة نقدية خاصة بها، مع التعامل والاحتفاظ بالعملات الصعبة بما فيها الاورو و الدولار دون الاعتماد على العملات المغاربية.

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 الزمنأي الأمة التي لا تتقدم تتراجع حتما، ولا يمكن أن يتحقق هذا الحلم إلا إذا وعندما تنظر البلدان المغاربية رؤية مشتركة لمستقبلهم[2].

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 تدريجا 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 قادمت إلى حد بعيد نشاطات الخصخصة ومن المرجح أن الدمج سيستغرق وقت في ظل النظم المالية الداخلية التي لا تزال هشة نسبيا.

الهدف من عملية التكامل هو إقامة اتحاد مالي التي من خلال توحيد تنسيق السياسات والخطط على أسس مشتركة وأهداف المشتركة، نظرا للحاجة إلى تقوية الفجوات التنموية داخل دول اتحاد المغرب العربي فيما بينهم[1].ومن بين الاهتمامات التي تسعى دول المغرب العربي إلى تحقيقها هي تحويل نظمها المالية من نظام مغلق إلى نظام مفتوح، لتحويل اقتصادياتهم من اقتصاديات الديون إلى اقتصاديات التمويل، عملية التكامل المالي في منطقة المغرب العربي تهدف إلى: [2]

- ❖ حرية رؤوس الأموال، الخدمات، السلع والأشخاص بين الدول الأعضاء؛
- ❖ 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 تعريفة خارجية مشتركة إزاء بقية العالم؛
- ❖ تعزيز الشراكة الاقتصادية بين البلدان المغاربية.

---

[1]Habib BEN YAHIA, (2006): L'Entreprise Maghrébine : Concurrence et complémentarité,211éme session, Tunisie (2006)p4.

[2]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 162-163.

تعد الأسواق المالية المغاربية ناشئة أو سطحية، وتعد المؤسسات المالية البنكية أكثر تطورا بوجه عام. وتتطلب عملية التكامل المالي المغاربي 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 المغاربي البنكي نجد:

أ. فروع لبنوك مغربية في تونس:

- **بنك التجاري وفا:** مجموعة التجاري وفا بنك، أول مجموعة بنكية ومالية في المغرب العربي، مع 6.8 مليون عميل و16081 موظف، تأسس البنك التجاري وفا في المغرب ويعمل في 23 بلدا إفريقيا (تونس، السنغال، بوركينافاسو, غينيا، بيساو، مالي، موريتانيا، ساحل العاج، الكونغو، الغابون، الكاميرون، النيجر وطوغو) وفي أوروبا (بلجيكا، فرنسا، ألمانيا، هولندا، إيطاليا وإسبانيا).
- 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:

- **بنك الأمان:**قدم بنك الأمان ملف للبنك المركزي التونسي لطلب إجازة لتقدم طلبا إلى السلطات الجزائرية لفتح بنك تجاري في الجزائر.
- **MLA) Maghreb leaxing Algérie):** وضعت المجموعة في الجزائر منذ عام 2006 من خلال شركة تابعة في الجزائر (MLA).

ج. طلب الحصول على الموافقة من البنك المغربي في الجزائر:

- **بنك التجاري وفا**: البنك المغربي التجاري وفا بنك لازال ينتظر موافقة لفتح فروع له في الجزائر.

2.3.3. في مجال البورصات:

ثم إحراز تقدم فى منطقة المغرب العربي من أجل تحقيق التكامل المالي، لكن هذا يقتصر النظام المصرفي،على الرغم من النمو السريع لبورصةالدار البيضاءوبورصة تونس الذي يرسل إشارة قوية على تطور في بورصات المنطقة. في مجال التعاون بين البورصات المغاربية نجد:

أ. **اتفاقية شراكة بين بورصة تونس وبورصة الدار البيضاء:** على إثر الزيارة التي أدائها جلالة الملك محمدالسادس ملك المغرب إلى تونس وقعت بورصة تونس يوم الجمعة 30مای 2014 اتفاقية شراكة مع بورصة الدار البيضاء تهدف إلى تعزيز علاقات التعاون بين الساحتين الماليتين تتعلق بالمحاور الأساسية التالية[1]:

- ❖ تبادل المعلومات الخبرات؛
- ❖ التكوين والتدريب التقني؛
- ❖ تكوين الثقافة المالية؛
- ❖ تطوير الإدراج المشترك.

ب. بروتوكولاتفاق بين بورصة تونس والجرائر:أعلنت بورصتا الجزائر وتونس في بيان مشترك عن التوقيع على بروتوكولأتفاق يوم22ماي 2014 يهدف إلى تفعيل التعاون بين البورصتين.ويتعلق الاتفاق الذي وقع بتونس على هامش الطبعة الثانية لصالون البورصة والخدمات المالية "انفيساINVESTIA" بتبادل المعلومات والتجارب بين بورصتي الجزائر وتونس، ويتضمن كذلك تعزيز علاقات التعاون في مجالات التكوين والمساعدة التقنية وترقية ثقافة البورصة وتطوير التسعيرات المزدوحية[2].

ج. توقيع اتفاقية شراكة بين بورصة تونس والجزائر:في إطار تجسيم اتفاقية الشراكة المالية "انفستيا"الذي انتظم في شهر ماي 2014، شارك وقد يمثل مختلف المتدخلين السوق المالية التونسية (وزارة المالية، بورصة تونس، هيئة السوق المالية، التونسية للمقاصة، وسطاء بالبورصة وشركة تصرف)،يوم 11جوان 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 إلى إحداث لجنة لمتابعة وتنفيذ مختلف بنود الاتفاقية [3].

3.3.3. نحو بورصة مغاربية موحدة:

[1]موقع إتحاد البورصات العرب www.arab.exchanges.org،تاريخ الاطلاع 2019/05/13.

[2]موقع وكالة الأنباء الجزائرية www.ops.dz، تاريخالاطلاع 2019/05/13.

[3]موقع إتحاد البورصات العرب www.arab.exchanges.orgتاريخ الاطلاع 2019/05/13.

أ. النموذج المقترح لبورصة مغاربية موحدة: تم اقتراح نموذج لتأسيس بورصة مغاربيةموحدة، عبر ربط البورصات المغاربية فنيا وتقنيا على شكل شركات مساهمة وربطها ببورصة مغاربية موحدة، بمنظومة تنظم إجراءات التداول والمقاصة والتسويات وشركات الوساطة حسب المواصفات الدولية.

بورصة مغاربية موحدة تتخذ من العاصمة المغربية مقرا لها، لتوفر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب البورصة،يقترح أن يتولى رئاستها رئيس وأعضاء مجلس الإدارة ممثلين من البلدان المغاربية.يتم المصادقة على ميثاقها وانتخاب هياكلها ومؤسساتها. وتكون الرئاسة فيها بالتناوب وفقا للترتيب الأبجدي للدول الأعضاء، تخضع لأحكام وتشريعات وتنظيم قانوني مناسب، وتديرها لجنة مدة ولايتها أربع سنوات.

سيكون للبورصةحضورإقليميودوليمنخلالعضويتها فيالعديدمنالاتحاداتالمتخصصةبالأسواقالمالية،فهيستكون عضوفي:

- اتحادالبورصاتالعربية؛
- اتحادالبورصاتالعالمية WFE؛
- ملتقىبورصاتالدولالإسلامية؛
- مؤسسةالإيداعلدولأفريقياوالشرقالأوسط AMEDA.

ب. مميزات بورصة مغاربية 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.

ج. طموحات بورصة مغاربية 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 المغاربي؛
- رقم قياسيفيإدراجالشركات، تحقيق أعلىحجمتداول،زيادةعمقوسيولةالسوقوتوسيعقاعدتهاالاستثمارية؛
- تعزيز حوكمة السوق(تشريعات، ولوائح، وأنظمة، وإجراءات تنفيذية، وأمن معلومات، وإدارة) وتطوير مفاهيم وآليات العمل والانتقال بها نحو آفاق جديدة؛
- استقطاب مستثمر ينمح ليينو إقليميين (أفراد وصناديق استثمارية) للاستثمار في أسهم الشركات المدرجة؛

- تعزيز علاقات السوق المحلية والإقليمية والدولية والحصول على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي.

د. خطوات بورصة مغاربية موحدة:

فيما يلي البنود الرئيسية لاستراتيجية العمل المحددة في:

- تشكيل فريق عمل لوضع التصورات وخطط العمل الخاصة ببورصة مغاربية موحدة بالتعاون مع مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة وهيئة السوق المالية التونسية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- استكمال الأطر القانونية لبورصات الأوراق المالية المغاربية 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 المغاربية 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.

و. الهيئات المنظمة لبورصة مغاربية موحدة: يقترح إنشاء هيئات تقوم بالإشراف والرقابة على بورصة مغاربية موحدة، مثل:

- **اتحاد البورصات المغاربية:** الاتحاد مؤسسة مغاربية 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.

- **هيئة لبورصة مغارربية موحدة**: هيئة لبورصة مغاربية موحدة، هيئة عليا يعهد إليها الإشراف على بورصة مغاربية 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
- **شركة مغاربية للمقاصة:** شركة مغاربية للمقاصة والتسوية تقوم بدور مؤسسة التقاصة لبورصة مغاربية 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 المغاربي المشترك في مجال الربطبين البورصات المغاربية، حيث سترفع من حجم التداولات في الأوراق المالية عبر البورصات وتشجع انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغاربية، كما تضمنت سوية حقوق المستثمرين بكفاءة وسرعة عالية.

ز. **معوقات ومقومات تكامل البورصات المغاربية:**

بورصة أكثر ثراء تحتوي على المزيد من السيولة وهكذا استقرار أوسع وأكثر

يمكن إيجازها في الشكل التالي:

الشكل رقم (1.3): معوقات ومقومات تكامل البورصات المغاربية

المصدر: العجال المجال محمد لمين،(2010): معوقات التكامل في إطار الاتحاد المغاربي وسبل تجاوز ذلك، مجلة المفكر،العدد 05،ص 38.

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 إلى المستوى المقبول.

في إطار إدارة تشجيع استحداث فضاء مالي مغاربي منسجم كفيل بمضاعفة فرص الاستثمارات للمتعاملين المحليين والمستثمرين الأجانب، والعمل على مضاعفة جهودنا لتوفير شروط اندماج أحسن لأسواقنا المالية، وأصبح من الضروري التفكير وبشكل جدي في إنشاء بورصة مغاربية موحدة. تتركز الفكرة على تكوين اتحاد إقليمي مغاربي يعمل على ربط وتكامل البورصات المغاربية 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 المغاربية. 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 المغاربي والشركات التي ستدرج فيها ويعزز نشاطها.

ـ الخاتمة ـ

أصبحت بورصات الأوراق المالية تمثل أحد أهم الآليات التي تستخدمها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في تعبئة مواردها المالية لأجل تمويل الاستثمارات، ولجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال فهي تمثل لمصدر الأوراق المالية مصدرا لتمويل استثماراتهم والمدخرين منفذا لاستثمار مدخراتهم ، وقد تعاظم دورها داخل هذه الاقتصاديات من خلال قدراتها على التخصيص الأمثل للموارد المالية في مختلف القطاعات.

إن فكرة إنشاء بورصة مغاربية موحدة مشروع طموح من نشأته أن يعزز فرص الاستفادة من موارد الدول المغاربية، 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 التغيرات الاقتصادية المتلاحقة.

بوصة مغاربية موحدة لم تعد خيارا بل حتمية لا بد من تحقيقها للنهوض بالبورصات. وقد آن الأوان لأخذ خطوات فعلية لقيامها اعتمادا على إن التنسيق بين البورصات المحلية، وباستفادة من التجارب العالمية في هذا المجال.

وان نؤمن انه مهما عظمت الصعوبات فان العزيمة والإصرار، كفيلة بالتغلب عليها وان نجاح هذه الخطوة سيعطي دفعة للتعاون في مجالات أخرى آملين في نجاح مشروع التكامل بين البورصات المغاربية وصولا إلى تكامل البوصات العربية.

-نتائج البحث:

بناءا على ما تقدم خلص البحث إلى جملة النتائج التالية:

- ❖ تعتبر عملية التكامل بين البورصات المغاربية وسيلة لحرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغاربية زيادة التعاون فيما بينها وتعزيز جاذبيتها للاستثمار؛
- ❖ لكل بورصة مغاربية خصوصيتها التي تشتق من ظروف نشأتها ونمط تشريعاتها ونظمها وهياكلها حيث تشترك البورصات المغاربية في العديد من الخصائصقلة عدد الشركات المدرجة، ضعف السيولة، صغر القيمة السوقية وحجم التداول؛
- ❖ وجود مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نمو البورصات المغاربية وحدة من كفاءة أدائها، كغياب الوعي الكافي لدى جمهور المستثمرين، ضعف الإمكانات الفنية لدى البورصات، ومحدودية وضعف تنوع الأوراق المالية؛
- ❖ الاختلاف في التشريعات المنظمة للبورصات المغاربية، وبطء الإطار التشريعي لا يتناسب ومتطلبات البورصات المغاربية ومؤسستها؛
- ❖ الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للبورصات المغاربية وغياب الشفافية، الأمر الذي أدى إلى عدم القدرة على استيعاب القدرة على استيعاب الفوائض المالية وهجرة أموالها نحو بورصات عالمية أكثر تقدما؛
- ❖ قلة الاتصال بين البورصات المغاربية، وضعف الإرادة السياسية من أهم الأسباب التي عرقلت تكامل البورصات المغاربية؛

❖ ضيق نطاق البورصات المغاربية على المستوى الفردي، وتباين ملحوظ في مستوى أدائها؛

❖ بورصة مغاربية موحدة ستؤمن العديد من البدائل الاستثمارية أمام المستثمر المغاربي ما يلبي حاجته في تتبع استثماراته، سواء من حيث الأدوات المالية المتاحة أو من حيث القطاعات المدرجة والتي تتباين في البورصات المغاربية.

- اختبار الفرضيات:

ف

ي ظل جملة النتائج المتوصل إليها تم اختبار الفرضيات كالتالي:

❖ تم اثبات الفرضية الأولى التي جاء في فحواها **"لا يلعب المناخ الاستثماري دورا هاما في عملية تنمية اقتصاديات الدول المغاربية "**مما يدل على أن المناخ الاستثماري له تأثير في جذب المستثمرين وأن المناخ الاستثماري المغاربي لا يعد ملائما في الوقت الحالي ويتضح ذلك من خلال عزوف المستثمرين المغاربة للاستثمار في البورصات المغاربية.

❖ كما تم إثبات الفرضية الثانية التي تنص على **' أن عملية التكامل بين البورصات المغاربية تتطلب وجود مؤسسات تختص في عمليات الوساطة المالية والمقاصة يشمل نطاق عملها كافة الدول المغاربية '.**

❖ وبخصوص الفرضية الثالثة فقد تم إثباتها حيث تنص على**'أن عملية التكامل بين البورصات المغاربية توفر السيولة اللازمة لعملية التبادل التجاري بين الدول المغاربية ما يعمق العلاقات الاقتصادية المغاربية ويجعلها تشكل بيئة أساسية في عملية التكامل المغاربي '.**

- اقتراحات البحث:

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 المغاربية، 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 مغاربية موحدة سيكون في مصلحة الجميع، ولابد من إزالة القيود السياسية وتعميم المصالح الاقتصادية على المصالح السياسية، ورفع القيود الواقفة أمام الاتحادالمغاربي؛

❖ التنسيق بين المؤسسات المالية وتكثيف الجهود وتعزيز التعاون بين دول المغرب العربي، لتقديم خدمات أكثر تطورا تتماشى وتطلعات المستثمر المغاربي؛

❖ 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 المغاربية؛

❖ الأخذ بتجارب الدول الرائدة في مجال تكامل البورصات التي تحدت المفاهيم التكامل وتكوين بورصات مشتركة مثل بورصة الأوروبية (Euronex1)؛

❖ عمل الحملات الترويجية في الترويجية في الخارج للترويج بالبورصة الموحدة، والترويح أيضا الشركات الجيدة بتلك الحملات إلى دول العالم التي تتركز بها رؤوس الأموال؛

❖ إقامة بورصة مقرها المغرب كونها الأنشط ماليا مغاربيا، مجلس الإدارة من مختلف الدول العربية، أنظمة وتشريعات موحدة الالكتروني، وأنه بإمكان المواطن المغاربي أنظمة وتشريعات موحدة مع هيكل تنظيمي واضح، مؤشر موحد Maghreb، تبني مفهوم التناول الالكتروني وأنه بإمكان المواطن المغاربي تداول أي سهم من أي بقعة في العالم؛

❖ ضرورة العمل على تشجيع الاستثمارات الأجنبية بشكل عام من قبل الحكومة بطرق مختلفة، كما أنه يجب متخذي القرار والمسؤولين في سوق الأوراق المالية العمل على تسهيل عملية الاستثمار الأجنبي في السوق، ولذلك تأثره ،ولذلك تأثيره الايجابي على مؤشرات الأداء بشكل عام، مما يساعد على بناء سوق أوراق مالية قوي وذو كفاءة.

ـ قائمة المراجع ـ

❖ **المراجع باللغة العربية:**

أ. الكتب:

1. أحمد هاشم اليوشع،(2003): عولمة الاقتصاد الخليجي: قراءة للتجربة البحرينية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر،عمان،الأردن.
2. إدوارد جلباتريك، (2008): الاستثمار في البورصة، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، القاهرة.
3. أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
4. أسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية، تحليا وإدارة، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، الأردن.
5. جمال جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
6. جمال عبد الناصر مانع، (2004): إتحاد المغرب العربي ، دار العلوم للنشر والتوزيع عنابة، الجزائر.
7. حسن وفاء محمد عبد الباسط، (1996): بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر.
8. حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، (2013): الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، زهران للنشر و التوزيع، عمان، الأردن.
9. حسين بن هاني، (2002): الأسواق المالية، (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي عمان.
10. حمد صالح الحيناوي، جلال إبراهيم، (2012): بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
11. حمدي عبد العظيم،(2012): اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة.
12. رائد عبد الخالق العبيدي، خالد أبو فرحان المشهداني، عباس خضير الجنابي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
13. رائد عبد الخالق عبد الله العبيد بن خالد أحمد فرحان الشهداني، عباس خضير الخبائي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
14. رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
15. رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن.
16. زياد رمضان، (1999): الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، لبنان.

17. سعد عبد الحميد مطاوع، (2001): الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى بالمنصورة، مصر.
18. سمير عبد الحميد رضوان، (1996): أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الفكر الإسلامي مصر.
19. شذا الخطيب (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
20. شعبان محمد إسلام البرواري، (2002): بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، مصر.
21. صلاح الدين حسن السيمي، (2014): البورصات والأسواق المالية "دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية" دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر
22. صلاح فيصل، محمود الشواورة، (2000): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
23. الضيف محمد عدنان، (2012): مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النقاش للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
24. عباس كاظم الدعمي،(2010): السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع.
25. عباس كاظم الدعمي،(2014): السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان، الأردن.
26. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، (2002): البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، مصر.
27. عبد المجيد المهبلي، (2007): التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن.
28. عبد النافع زراري، وفرج غازي، (2001): الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
29. عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، (2001): الأسواق المالية، الطبعة الأولى، وائل للنشر، عمان الأردن.
30. عصام حسين، (2008): أسواق الأوراق المالية، البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن.
31. علاء فرحات طالب، (2015): حيدر يونس الموسري، محمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية، مدخل فكري معاصر، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
32. مبارك بن سلمان بن محمد أل سليمان، (2005): أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية.

33. متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون عمان، الأردن.
34. محمد إبراهيم عبد الرحيم، (2014): اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعلم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع الإسكندرية.
35. محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.
36. محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، (1998): المؤسسات المالية (البورصة، والبنوك)، الدار الجامعية ،مصر.
37. محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، (1998): المؤسسات المالية (البورصة، والبنوك التجارية) الدار الجامعية، الإسكندرية.
38. محمد صالح الحنوي، نهال مصطفى جلال، إبراهيم العيد، (2005): الاستثمارات في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والقي، دار الجامعية، الإسكندرية.
39. محمد صحيح، (1996): التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، مصر.
40. محمد عبد المجيد عطية، (2011): الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع الإسكندرية.
41. محمد علي سويلم، (2013): أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية للنشر ولتوزيع، الإسكندرية، مصر.
42. محمد محمود شلبي، (2013): علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف للنشر والتوزيع بالقاهرة، مصر.
43. محمد مطر، (2009): إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر عمان، الأردن.
44. مختار حميدة، (2013): الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان.
45. مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا.
46. منير إبراهيم هندي، (1997): أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف الإسكندرية.
47. مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، مكتبة الجامعة الشارقة للنشر والتوزيع،عمان، الأردن.
48. ناجي جمال،(1998): إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان.
49. ناجي جمال، (2012): مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، لبنان.

50. النجار فريد، (1998): البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية.
51. النجار فريد،(2009): إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
52. هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
53. وليد صافي، أنس البكري، (2012): الأسواق المالية للدولة، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

ب. المقالاتوالمجالات:

54. أديب قاسم شندي، (2013): الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد.
55. حسن العمر، (2007): الاستثمار الاجنبي وأثره على تقييم الأداء في السوق المالي ، مجلة دراسات شرق أرسطة.
56. خلفي علي، رميدي عبد الوهاب رابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN) نموذج الدول النامية للإقليمية المنفتحة،مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا العدد السادس.
57. ديما وليد حنا الريضي، (2015): الأسواق المالية، تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر.
58. عادل مساوي عبد العلي حامي الدين (2010): المغرب العربي –التفاعلات المحلية والإقليمية والإسلامية مركز البيان للبحوث والدراسات.
59. عبد الله عالم، عبد الغني ربوخ، (2008): دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الاقتصاد العالمي، المركز الجامعي الوادي، الجزائر.
60. العجال المجال محمد لمين،(2010): معوقات التكامل في إطار الاتحاد المغاربي وسبل تجاوز ذلك، مجلة المفكر ،العدد 05.
61. فادي خلف (2013)، الربط بين البورصات العربية ورحلة البحث عن التكامل، مجلة سوق المال، العدد 29.
62. كاوي ناديه وأبو فخر، (2001): اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة.
63. محمود صالح عطية (2012): تحصيل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، محلة دبالي.
64. مفتاح صالح، بوعبد الله علي، (2013): واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14.
65. وسام حسين علي (2013): أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005، 2010) باستخدام نموذج متجه نحو تصحيح الأخطاء، مجلة جامعة الأخبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 10.

ج. الملتقيات والمنتديات:

66. أشرف محمد دوابة، (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.

67. جبار محفوظ (2007): تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق ،دراسة حالة بعض الأسواق العربية ،الملتقى الدولي الثاني –التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق يومي 17-17 أفريل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر.

68. خبابة عبد الله: (2013): الاقتصاد المعرفي (النقود – البنوك التجارية – البنوك الإسلامية – السياسة النقدية – الأزمة المالية)، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية ، مصر.

69. زيدان محمد وآخرون،(2006): دور السوق لمالي في ميدان التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق- ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية.

70. سامي حطاب،(2007): دور الإدراج المشترك للأوراق المالية وإيصالات الإيداع الدولية في تكامل أسواق رأس المال العربية،ملتقى أسواق رأس المال العربية تحت عنوان تكامل أسواق رأس المال العربية والتحديات 17-19 فبراير عمان،الأردن.

71. سامي حطاب ،(2008): تطور الأسواق المالية العربية :فرص التكامل و التنافس ،الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني.

72. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، (2014): الصكوك الإسلامية كأداة تمويل 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 و06 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

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

74. العسري عمر،(2009):البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية:(بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، جامعة محمد الخامس السويسي : الرباط، المغرب.

75.كاميل ساري،(2015):بلدان المغرب العربي في العالم بـ2% المبادلات التجارية، مركز الدراسات الاستراتيجية والدبلوماسية.

76. محمد الشكري، (2007): تجربة التكامل الاقتصادي لدول اتحاد المغرب العربي ،المؤتمر المصرفي العربي السنوي: الدوحة ،قطر.

77. ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، (2007): ،الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة الاقتصادية، مؤتمر أسواق المالية والبورصات ،المؤتمر العلمي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

د. دوريات غير منشورة:

78.أحلام عنكوش، (2013، 2014): سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة شهادة ماستير في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر.

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

80.بلجيلية سمية، (2010، 2011): أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.

81. بن دحان حسان الأزهر،(2013-2012): 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.

82. بن عمر بن حاسيس، (2012 – 2013)،: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أب بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.

83. بوته نسرين (2015-2014): الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.

84. بوعاملي ياسين، (2010-2009): الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها: دراسة بعض التجارب المغاربية "مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر.

85. بوكساني رشيد، (2006-2005): معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

86. حاج موسى نسيمة،(2009-2008): 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.

87.خالد عيجولي، (2006): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.

88. رشام كهينة،(2009-2008) : واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي ،مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير،كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس،الجزائر.

89.زكريا جرادي، (2015، 2016): دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.

90.سليم جابو، (2001، 2002): تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
91.سميحة بن محياوي، (2014، 2015): دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
92.غنية الجوزي، (2012): أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر.
93. نصيرة تواتي، (2013): ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري ـ دراسة مقارنة ـ، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود تيزي وزو، الجزائر.
94. نوال بن عمارة، (2011): الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه،جامعة ورقلة، الجزائر.
95. وليد أحمد الصافي، (2002، 2003):الأسواق المالية العربية "الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

ه. التقارير والمراسيم:

96. تطورات وإنجازات الخصخصة في الدول العربية، (2001): قاعدة بيانات الخصخصة، البنك الدولي.
97. تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا (إسكوا)، (2006): دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الاقتصادية، (دراسة حالة بورصة)، بيروت.
98. تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا (إسكوا)، (2006): دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الاقتصادية..
99. دليل المالية، (2012): بورصة تونس.
100. قانون إعادة تنظيم السوق التونسية رقم 117، (1994): المادة 23، تونس.
101. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.
102. مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية (2003) ،صندوق النقد العربي.
103. الهام وحيد دحام، (2013): فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر.

❖ **المراجع باللغة الأجنبية:**

A. Les ouvrages :

104. Alain chainel, gerarrouyer (2002), le marchéfinancier structure et acteurs-, revue banque edition paris, France.
105. Doubibritra, (201): banque, finance & bourse l'armalten: paris, France.
106. Erwan le saout.(2008): introduction aux marches financiers, 2 Edition, économico: paris, France.
107. Jacques hamon, (2007): bourse et gestion de portefeuilles économico, 4 Edition paris, France.
108. Jean-françoissusbille, (2001): comprendre la bourse sur internet, éditions d'organisation - paris, france. Genalham berk peter de marzo (2008) - finance d'entreprise pearsoneducation paris, France.
109. Mansolirmansouri ,(2002); la bourse des valeurs mobilièresd'Alger, Edition distribution homma:alger, Algérie
110. Pascal chevelot, robo-lam): la bourse a tout comprend pour gagner, wiewsc vivre argEdition paris, France.
111. Philippe spiesser, (2007). La bourse vuibert, . 3 Edition paris, France.
112. Roland portait patrice poncet, (2008) finance de marche, dalloz - paris France.

B. Les articles :

113. Abderrahmane MEB TOUL, (2012): Face à la mandi la mondialisation, le renforcement de la coopération allégro marocaine passe par l'intégration maghrébine Rabat, Maroc Paris, France.
114. Cabrielhougani, (2014):Befis de laategrationsfinancièrerégionale de la coordination
115. Christophe banten, (2013): la difficile montéeen puissance de l'union du Maghreb arabe observatoire d'étudesgéopolitiques : new york, usa.
116. Consolidation of EuropeanStook Stock Exchanges, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, Volume 8, numéro 6,England.
117. De solaperea, ch. Van nieuwenhuyze, (2014): intégration et fragmentation financières dans la zone euro, bnb revue économique.
118. Estelle BRADCK, (2008) : le projet d'union monétaire maghrétaire maghrébine Banque Stratégie ne 262, Paris, France.
119. Fabien ARNALID, L'ASEAN (2011-2012): pliquée.
120. Gabriel mougani, (2014): défis de l'intégrationFina financièrerégionale 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

121. Habib ben jahia, (2006): l'entreprise. Maghrébine: concurrence et omplementarite',2m mission : Sousse, Tunisie.

c. les rapports :

122. AmorTahari, Patricia Brenner Erik De Vrijer Marina Moretti, AbdelhakSenhadji, Gabriel Sensenbrenner, , and Juan Solé, (2007): Financial SectorReforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries, IMF WorkingPaper, International MonetaryFund.

123. James Mcandrews and Chris Stefanadis, The

Kurihara, Jutaka. Sa dayoshiTakayaNobuyoshi Semeru, (2006) - Global .124 Information Technology and Ganpetitive Financial Alliances, IDEA Group publishing, London.

125. Guide de valeurs mobilières, (1998): Bourse d'Ale

126. GUIDE DES INDICES BAIRSIERS (2012) bourse de Tunis.

127. L'intégration du secteur financière dans trois région d'Afrique,(2010) : banque africain de développement m Tunis, twiste

128. La bourse des valeurs mobilières de Tunis, (2014) Repères de gouvernance et pistes de résilience pour un meilleur financement de l'économie.

129. Les enjeux de l'intégration Maghrébine, (2003): Ministère des finances et de la privatisation, document de Savail u 90. The Maroc.

130. L'intégration du Système financier de la CEDEAO (2011): Opportunités, Défis et Perspective, Agence monétaire de l'Afrique de l'Ouest.

131. L'union des marchés de capitaux en 5 questions, 2018). Finance Watch : Brucelles, Belgique.

132. Nouveaus Indices MASI Flottant et MADEX Flottant, (2014): bourse de Casablanca.

133. Rapport de l'étude de la création de la bourse africaine des valeurs » (2008) Union thricain département des affaires économiques.

134. Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, 2012), Nations Unies. Casablanca, Maroc.

D.les Thèses:

135. Ben RosalHINH , (2007) : Développement financier et croissance économique : le cas principauté pays de A l'ASE AN et du Cambodge, thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques et gestion, UniversitéLumière Lyon 2: Lyon, France.

136. 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 séances économiques, université' de Tlemcen: Tlemcen Algérie.

❖ **المواقع الالكترونية:**

137. موقع اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الأسيوية www.feas.org.
138. موقع إتحاد البورصات العرب www.arab.exchanges.org.
139. الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالية الإقليمية: www.brvm.org.
140. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر:www.sgbv.dz.
141. الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com.
142. الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية www.bomtcom.tn.
143. موقع المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية www.iosco .ovg.
144. موقع الهيئة العامة www.cmf.org.tn.
145. الموقع الهيئة العامة لسوق الرساميل www.cdvm.na.
146. موقع جريدة الرأي المغربية www.abraiy.com.
147. موقع جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية www.african-eschang.org.
148. موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها www.cosob.org.
149. موقع وكالة الأنباء الجزائرية www.ops.dz.
150. محمد بن ناصر الجديد،تكامل الأسواق المالية العربية ،صحيفة اقتصادية إلكترونية،العدد 73 49، الخميس 24 مايو 2007 على الموقع http:/www.aleqt.com/2009/05/24.