

تكامل البورصات المغاربية بين الواقع وآفاق التطبيق

أ.د. ربحان الشريف مقراني هاجر
جامعة باجي مختار عنابة

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على إمكانية تحقيق التكامل بين البورصات المغاربية (بورصة الدار البيضاء - بورصة تونس - بورصة الجزائر) بإنشاء بورصة مغاربية موحدة، التي ستتضمن الكثير من المزايا للشركات و المستثمرين في كل أنحاء المغرب العربي. و لتحقيق تلك الأهداف صممت إستبانه مكونة من أربعة أجزاء، وزعت على كافة الموظفين و المستثمرين و الوسطاء في البورصات الثلاث و أصحاب الاختصاص. 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.

الكلمات الدالة: البورصات المغاربية، تكامل البورصات، ربط البورصات، بورصة

موحدة.

Abstract:

The main objective of this study is to examine the advantages of the three Maghreb countries' (Morocco, Algeria and Tunisia) stock exchanges should these be integrated into one and single stock exchange. This integration will surely result in numerous benefits both to companies and individual investors all over the three named countries. In order for this study to fulfil its objective a four- part questionnaire was designed and

handed or sent to: employees; investors; middlemen and stock exchange experts. The final conclusion of our study is that should the Maghreb Stock Exchange idea be concretised it will no doubt facilitate the flow of funds within the Maghreb, which will encourage the establishment of common Maghreb investments that supports cooperation between Maghreb countries in many fields

Keywords: Maghreb stock exchanges, integration of Stock exchanges, link stock exchanges, unified stock exchange.

مقدمة:

شهدت السنوات الأخيرة عمليات دمج بورصات الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم، لأهمية هذه العملية في تكوين تكتلات مالية قادرة على توفير السيولة، و جذب الاستثمارات، و توفير الفرص للمستثمرين.

أما الدول المغاربية، فقد سعت إلى اعتماد بورصات الأوراق المالية كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية، من خلال توجيهها إلى تحرير اقتصادياتها، و لقد وظفت على غرار دول العالم مجموعة من الإصلاحات القانونية و الاقتصادية لتطوير بورصاتها، إلا أنها لم ترتقي بعد إلى المستوى المنشود الذي وصلت إليه البورصات العالمية. وقد آن الآوان لتكريس مفهوم التكامل في منطقة المغرب العربي، وإقامة بورصة مغاربية موحدة قادرة على منافسة البورصات الأخرى، و اجتذاب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية.

مشكلة الدراسة:

تعتبر فكرة التكامل بين البورصات والوصول إلى مشروع البورصة المغاربية الموحدة حلما يراود الجميع، إلى حين توفر الإرادة السياسية والاقتصادية لتحقيقها. وبالنظر إلى التجارب العالمية في مجال تكامل البورصات، و في ظل محدودية أداء البورصات المغاربية، و عدم قدرتها على منافسة البورصات العالمية، و بناء على ما سبق فإن هذه الدراسة تطرح الإشكالية التالية: ما مدى نجاح الدول المغاربية في إنشاء بورصة موحدة؟

و تتفرع عن هذه الإشكالية التساؤلات التالية:

- هل المناخ الاستثماري المغربي ملائم لتحسين وضع البورصات المغربية؟
- ما هو واقع و أداء البورصات المغربية؟
- ما هي دوافع و ايجابيات التكامل بين البورصات المغربية؟
- ماذا عن إنشاء بورصة مغربية موحدة؟

أهمية الدراسة:

تأتي هذه الدراسة لتلقي الضوء على أهمية إنشاء بورصة مغربية موحدة كخطوة في الطريق نحو التكامل المالي بين الدول المغربية، وزيادة جاذبية البورصات المغربية وقدرتها على منافسة البورصات الأجنبية، و استقطاب رؤوس الأموال المغربية من الخارج، والتي ستساهم في تحقيق هذا التكامل، ما ينعكس إيجابياً على تطوير اقتصادات الدول المغربية و تنميتها.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه عملية تكامل البورصات على اقتصاديات الدول.
- التعرف على واقع البورصات المغربية من حيث نشأتها، وتطورها، وأداؤها.
- محاولة جلب انتباه السلطات المالية و دعوتهم لتفعيل التكامل بين البورصات المغربية.
- استقصاء آراء المستثمرين و العاملين في البورصات المغربية حول إمكانية إنشاء بورصة مغربية موحدة.

فرضيات الدراسة:

للإجابة على هذه التساؤلات المطروحة، و عن ما قد يحققه التكامل بين البورصات، الذي سيساهم في تعزيز قدرة البورصات المغربية على مواجهة التحديات التي تفرضها المتغيرات الإقليمية والدولية، تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: المناخ الاستثماري المغربي غير ملائم لعمل البورصات.

الفرضية الثانية: البورصات المغربية ذات مستوى أداء ضعيف.

الفرضية الثالثة: يساهم تكامل البورصات المغربية في تحسين أدائها.

الفرضية الرابعة: البورصة المغربية الموحدة مشروع يستدعي التطبيق.

الإطار النظري:

أولا - تكامل بورصات الأوراق المالية:

1- تعريف تكامل البورصات:

بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي¹ BCE: "عملية التكامل المالي تشكل العنصر الرئيسي الذي يضمن الكفاءة على السياسة النقدية الواحدة، الاستقرار المالي وإمكانية النمو الاقتصادي"²

وفقا للبنك الإفريقي للتنمية³ BAD: "التكامل المالي يعني زيادة في تدفقات رأس المال و ارتفاع اتجاه الأسعار والعوائد على رؤوس الأموال المتداولة في الدول الأعضاء للمنطقة المتكاملة و التسوية بنفس النمط."⁴

من خلال دراسة جبار محفوظ⁵ الذي استعان بتعريف كل من:

Vogel & pieper (1897) للأسواق المالية المتكاملة والمتراطة حيث عرفاها بأنها:

"تلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد معين شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكتيجة لذلك تم إصدار أوراق مالية موحدة و نمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار."

Talbotoni & Rouve (1988) أنه داخل الأسواق المترابطة والمتكاملة "تساوى كافة الأصول المالية، التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقيدها أو التعامل بها خاصة أن عمليات المراجعة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لأخر.

كما تعرف أبو موسى رسمية أحمد⁶ تكامل بورصات الأوراق المالية: "ذلك المجال حيث يستطيع المستثمر الاستثمار في أسواق مالية غير سوقه المحلي، كما أنه يستطيع الاستثمار في سوق متخصص الاستثمارات المالية كسوق الخيارات مثلا و التي لا يوفرها سوقه المحلي. فالاستثمار في الأسواق المالية لم يعد مقتصرًا على سوق وحيد".

2- المنافع الاقتصادية لعملية تكامل البورصات:

تذكر الخطيب شذا جمال نفلا عن دراسة فارتز ماكلوب أن تكامل بورصات الأوراق المالية قد يكون عملاً تكميلياً مهماً لتكامل السلع و العمالة. و يفترض هذا التكامل المالي تحقيق قابلية العملات الوطنية للتحويل، و إزالة القيود على تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية، و يتطلب ذلك تحديد الأولويات الوطنية لكل قطر و التي تنسجم مع أولويات الأقطار الأخرى، علاوة على تنسيق الهياكل و المؤسسات المالية⁷. و يمكن القول بأن عملية تكامل البورصات تنشأ عنها مجموعة من المنافع الاقتصادية، نذكر أهمها:

1 - توزيع أفضل لرأس المال⁸: في الاقتصاديات المتكاملة ماليا، لا توجد أية قيود على تحركات رأس المال، بحيث الأموال أحرار في التحرك نحو أعلى عائد محتمل. وفقا للنماذج التي هي أساس النظرية النيوكلاسيكية، ينبغي أن تتبع تدفق رأس المال من الاقتصاديات منخفضة الإنتاجية و رأس مال مرتفع إلى الاقتصاديات منخفضة رأس المال و ذات إنتاجية عالية، بتحقيق تكافؤ العوائد مع رأس المال. وهذا يخلق المزيد من النمو في الاقتصاديات؛

2- إزالة الحواجز الجمركية وإنشاء بورصة إقليمية أوسع⁹: تصبح المنطقة أكثر جذبا للاستثمار الأجنبي المباشر. الزيادة في عدد الشركات متعددة الجنسيات

وتخصص الشركات تسمح في الحد من تكاليف الإنتاج على المستوى الإقليمي وزيادة أداء عوامل الإنتاج. بهذه الزيادة في الربحية يمكن جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر، مع كل الآثار الإيجابية على المنطقة من حيث التكنولوجيا والقدرات العقلية، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي؛

3- زيادة حيوية البورصات¹⁰: ارتبط التكامل المالي مع تطور أكثر حيوية لقطاع بورصات الأوراق المالية، وتشجيع زيادة المنافسة وتخفيض تكلفة الوساطة المالية. وفي حالة الاقتصاديات الأقل استقرارا وأسواق رأس المال مفتوحة إلى إخضاع السياسة الداخلية إلى انضباط السوق الخارجي، وربما يسمح بزيادة الاستقرار؛

4- تنوع الأدوات المالية¹¹: القدرة على اختيار المجموعة التي تناسبه من الأموال بدون الاقتصار على السوق الوطني وكذلك هو الحال بالنسبة للمدخرين الذين يكون بمقدورهم اختيار عائد أكبر عن طريق تنوع حافظة موجوداتهم من الأدوات المالية على مستوى دول الوحدة.

3- نماذج التكامل و الربط بين البورصات:

تعتبر عملية الربط خطوة أولى لتحقيق التكامل بين البورصات. لقد عرفت عملية التكامل العديد من النماذج والوسائل للربط بينه، ا حيث سمحت هذه العملية بتوفير الكثير من البدائل أمام المستثمرين لتنوع محافظهم الاستثمارية وفقا لمبدأ العائد والمخاطرة، وفي ما يلي أهم أساليب الربط بين البورصات:

1- الربط الحاسوبي للبورصات¹²: ويقصد به وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في

البورصات، يتم الربط بينها عن طريق الشبكة القومية للمعلومات، أو شبكات التلفون، ويمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى.

2- الربط بالوسطاء الماليين¹³: يستخدم هذا النموذج الوسطاء الماليين في الربط بين

البورصات من خلال السماح لهم بالتعامل في مختلف البورصات إضافة إلى البورصات المسجلين فيها؛

3- الربط بالسياسات المالية¹⁴: 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.

4- الربط التنظيمي¹⁵: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها، مما يعني أن جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك البورصات؛

5- الربط التشريعي¹⁶: تكتفي بعض البورصات الراغبة في الربط بتطبيق نفس التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية حيث يسهل ذلك تبادل التداول في الأوراق المالية المختلفة؛

6- الربط بمنصة التداول المشتركة¹⁷: تتم عمليات التداول من خلال منصة مركزية تهيئ فرص التعامل بصورة جماعية في الأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق البلدان المتكاملة، وتتفق البورصات المشاركة في هذه المنصة على شروط الإدراج وتحدد الإجراءات المنظمةة لعمليات التداول.

ثانيا- البورصات المغاربية:

1- التأسيس والنشأة:

أ- بورصة الدار البيضاء: يرجع تأسيسها إلى عام 1929 و بمباردة من القطاع البنكي الذي كان يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجنب عن طريق المقاصة الحرة. و كان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة"¹⁸، و يرجع تاريخ أول جلسة إلى 7 نوفمبر 1929 حيث كانت المبادلات تتم أسبوعيا، عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات غير المسجلة خصوصا الأجنب.¹⁹ قامت السلطات سنة 1993 بسلسلة من الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتقنية في مجال النظام المالي وأسواق الرأسمال عامة والسوق المالية والبورصة على وجه الخصوص.²⁰

ب- بورصة تونس: تم تأسيسها في سنة 1969 في شكل مؤسسة عمومية. وخلال أربعة عقود من الزمن شهدت إصلاحات متوالية وعميقة ساهمت في تحديث وسائل عملها لتجعل منها وسيلة للمساهمة في تمويل الاقتصاد²¹. تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988 بصدور القانون رقم 88/1319، بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في سنة 1989.²²

ج- بورصة الجزائر: تعتبر حديثة النشأة مقارنة بالبورصات المغربية، حيث تم تأسيسها سنة 1988. ومع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية)، استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات، عملت السلطات العمومية سنة 1990 بتحضير شروط قيام سوق مالية، حيث قررت الحكومة ومن خلال هيئة مؤهلة "الجمعية العامة لصناديق المساهمة"، إنشاء هيئة يعطى لها اسم شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة، والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة.²³

2- الهيئات المنظمة:

أ- بورصة الدار البيضاء: مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة: أنشئ هذا المجلس في جويلية 1994، بعد أن تمت المصادقة على القانون رقم 1-93-212 الصادر في 21 سبتمبر 1993²⁴. وهو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية يمثل سلطة السوق ومهامه حماية ادخار المستثمر في البورصة مهما كان شكله أو مصدره.

هيئة الإيداع المركزي-ماروكليبر: هو هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب. وقد تم إنشاؤها بمقتضى القانون رقم 96-35 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997، والذي أسس نظام تحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني. بصفتها شركة مجهولة الاسم، تسهر ماروكليبر على حفظ و تداول وإدارة الأوراق المالية لحساب أعضائها.²⁵

ب- بورصة تونس:

هيئة السوق المالية: تم تأسيسها بموجب القانون 94-114 الصادر في 14 نوفمبر 1994، في شكل مؤسسة مستقلة تسهر على تنظيم ومراقبة السوق المالية التونسية²⁶. تكلف هيئة السوق المالية بالسهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة.²⁷

الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: تأسست التونسية للمقاصة في 28 ديسمبر 1993 تحت تسمية "الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية" وقد جاء القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ليؤكد وجودها القانوني ويحدد مهامها²⁸. تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل.²⁹

ج- بورصة الجزائر: تسير من خلال:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 10-93 سنة 1993، وتتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية³⁰، وتقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، كما تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة.³¹

شركة تسيير القيم المنقولة: وتقوم أساسا بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، وتسيير 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 المال هذه الشركة، كما أنها تتلقي عمولات من العمليات التي تجري في البورصة.³²

المؤتمن المركزي: تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بفتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات المتدخلين، ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وأجال عمليات التسوية/ التسليم.³³

الدراسة التطبيقية:

1- أسلوب الدراسة: بالنظر إلى طبيعة الموضوع تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي، قصد استيعاب الإطار النظري للموضوع وذلك من خلال جمع البيانات والمعلومات حول تكامل بورصات الأوراق المالية، وتحليل أداء البورصات المغاربية. واعتمدت الدراسة على قدر معتبر من البيانات والمعلومات على النحو التالي:

البيانات الأولية: وتمثلت في البيانات اللازمة لتحقيق أهداف البحث، وتمثلت في البيانات التي سيتم الحصول عليها من خلال الدراسة الميدانية المتمثلة في توزيع الإستبانة على عينة الدراسة.

البيانات الثانوية: وقد تمثلت في مراجعة مختلف الأدبيات التي لها علاقة ببورصات الأوراق المالية، وذلك من خلال الإطلاع على الكتب والمراجع العلمية بما في ذلك البحوث والدوريات العربية والأجنبية في هذا الموضوع، مدعمة بذلك الإطار النظري للدراسة.

2- مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من 70 شركة مدرجة، 12 وسيط و 28 موظف في البورصات المغاربية الثلاث و54 أستاذ في قطاع التعليم العالي، حيث تم توزيع 200 إستبانة ولم يتمكن الباحثان من استرجاع سوى 164 إستبانة أي بنسبة 82%. تم تخصيص جزء من الإستبانة للتعرف على أهم خصائص عينة الدراسة.

جدول رقم (10): توزيع العينة حسب الخصائص الديمغرافية

المتغير	الفئات	التكرار	النسب المئوية
الجنس	ذكر	102	62%
	أنثى	62	38%
العمر	أقل من 30 سنة	12	7%
	30 - 40 سنة	59	36%
	45 - 60 سنة	85	52%
	من 60 سنة فما فوق	8	5%

9%	16	بكالوريوس	الدرجة العلمية
45%	73	ليسانس	
16%	26	ماجستير	
30%	49	دكتوراه	
39%	64	مالية	التخصص
23%	38	محاسبة	
21%	34	تسيير	
17%	28	اقتصاد	
17%	27	أستاذ	المهنة
33%	54	موظف	
7%	12	وسيط	
43%	70	مستثمر	
12%	20	أقل من 5 سنوات	الخبرة
29%	48	5 - 10 سنوات	
45%	73	10 - 20 سنة	
14%	23	من 20 سنة فما فوق	

المصدر: مستنبط من الاستبيان

يتضح من الجدول رقم (10) أن ما نسبته 62% من عينة الدراسة من الذكور و 38% من الإناث، و معظمهم أعمارهم محصور ما بين 45 - 60 سنة بنسبة 52%، و فيما يخص الدرجة العلمية، فأغلب أفراد عينة الدراسة من حملة الليسانس بنسبة 45%، و فيما يتعلق بالتخصص العلمي يتضح أن ما نسبته 39% من العينة تخصص مالية، و يتضح أن أكبر فئة وظيفية شاركت في الإجابة على أسئلة الاستبيان هي فئة المستثمرين بنسبة 43% ، أما فيما يتعلق بالخبرة العملية فقد أتضح أن 45% من العينة خبراتهم من 10 - 20 سنة.

3- الأساليب الإحصائية المستخدمة: تم جمع البيانات بعدة طرق تمثلت في كل من: مقابلة شخصية، الإستبانة و عن طريق البريد الإلكتروني. و تم تحليل البيانات ومعالجتها باستخدام برنامج الحزم الإحصائية المعروف (SPSS V 19)، وقد استخدمت الأساليب الإحصائية الوصفية والتحليلية لمعالجة البيانات، حيث تم حساب ما يلي:

- التوزيعات التكرارية وذلك لتحليل خصائص عينة الدراسة.
- المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للتعرف على اتجاهات أفراد العينة.
- كرونباخ ألفا (Chronbach's Alpha) لقياس درجة ثبات أداة القياس (الاستبيان).
- اختبار One sample T-Test لاختبار الفرضيات.

ولقد تم إتباع مقياس ليكارت الخماسي فيما يتعلق بإجابات أفراد عينة الدراسة حسب الجدول التالي:

جدول رقم (20): مقياس ليكارت الخماسي

الاستجابة	موافق	موافق تماما	محايد	معارض	معارض تماما
الدرجة	5	4	3	2	1

المصدر: عز حسن، عبد الفتاح، مقدمة في الإحصاء الوصفي و الاستدلالي، جدة، السعودية، خوارزم العلمية للنشر و التوزيع، 2008.

4- ثبات أداة الدراسة (الاستبيان): تم استخراج قيم معاملات الثبات (كرونباخ ألفا) كالتالي:

جدول رقم (30): قيم معاملات الثبات (ألفا كرونباخ) لمجالات الدراسة

الرقم	المجال	معامل الثبات
1	المناخ الاستثماري المغربي	0.860
2	واقع و أداء البورصات المغربية	0.859
3	دوافع و ايجابيات التكامل بين البورصات المغربية	0.894
4	النموذج المقترح للبورصة المغربية الموحدة	0.876
	المجموع	0.951

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

للتحقق من درجة ثبات أداة القياس (الاستبيان) تم استخراج معامل كرونباخ ألفا (Chronbach's Alpha)، وأشارت النتائج إلى أن الاستبيان ثابت وصالح للتطبيق وذلك لأن قيمة معامل الثبات بلغت (0.951).

5- تحليل نتائج الدراسة

المحور الأول: المناخ الاستثماري المغربي.

جدول رقم (40): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الأول.

الرقم	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة
1	المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية بين الدول	4.25	0.99	10
2	مناخ الاستثمار يؤثر إيجابيا على أداء البورصات المغربية	2.66	1.37	6
3	تمنح تحفيزات الضريبية للمستثمرين المحليين و الأجانب	3.19	1.24	9
4	التوسع في الخوصصة شجع على تفعيل البورصات المغربية	3.13	1.12	8
5	تساهم البنوك في تسويق الأوراق المالية	2.56	1.30	5
6	انتشار و توسع شركات المساهمة	2.44	1.21	4
7	تتسم أسعار الصرف بالدول المغربية بالاستقرار	2.05	1.11	1
8	سهولة انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية	2.18	0.97	3
9	للمستثمر المغربي ثقافة بورصية	2.97	1.40	7
10	يساهم الإعلام المغربي بالتعريف بالبورصات	2.12	0.92	2
	جميع فقرات المحور	2.75	1.16	

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن المتوسط الحسابي لجميع عبارات المحور الأول قدره بـ 2.75 و بانحراف معياري قدره 1.16. وهذا يدل على أن أفراد عينة الدراسة موافقون على أن المناخ الاستثماري المغربي غير ملائم لتكامل البورصات. المتوسط الحسابي للفقرة رقم 1 " المصالح السياسية تؤثر على العلاقة الاقتصادية بين الدول " يساوي 4.25 و بانحراف معياري قدره 0.99، مما يدل على أن أفراد عينة الدراسة وافقت بشدة على هذه العبارة، بمعنى أن الأوضاع السياسية التي تشهدها المنطقة المغربية أثرت سلباً على تكامل بورصات الأوراق المالية، و نالت عبارة " تتسم أسعار الصرف بالدول المغربية بالاستقرار " أضعف قيمة بمتوسط قدره 2.05 و انحراف معياري 1.11.

المحور الثاني: واقع وأداء البورصات المغربية

جدول رقم (50): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الثاني.

الرتبة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الفقرة	الرقم
7	1.48	3.02	وجود قوانين و تشريعات تسهل الاستثمار في البورصات	1
9	1.20	3.49	المناخ التنظيمي يساعد على عمل البورصات	2
2	0.75	2.06	تنوع الأوراق المالية و توفر أسواق آجلة	3
1	0.47	1.66	يتم التداول في البورصات يوميا	4
6	1.36	2.98	يوجد إعلان إلكتروني متجدد لحركة الأسعار في البورصات	5
8	1.47	3.03	يوجد سماسرة و وسطاء أكفاء بالبورصات	6
3	1.12	2.19	الإفصاح عن المعلومات المالية الحقيقية	7
5	1.24	2.25	وجود عدد معتبر من الشركات المدرجة بالبورصات	8
10	1.11	3.95	مؤشر البورصات يعكس وضعيتها الحقيقية	9
4	1.19	2.23	يوجد اتصال بين البورصات المغربية	10
	1.13	2.68	جميع فقرات المحور	

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن المتوسط الحسابي لجميع فقرات هذا المحور قدر بـ 2.68 و بانحراف معياري 1.13. كافة الإجابات كانت متقاربة و يغلب عليها طابع المعارضة. الفقرة رقم (2) " المناخ التنظيمي الداخلي للبورصات المغربية يساعد على العمل"، حصلت على أعلى متوسط بقيمة 3.49 و انحراف معياري 1.20، و هذا يدل على أن المناخ التنظيمي للبورصات المغربية ملائم لعمل البورصات. الفقرة رقم (4) " يتم التداول في البورصات المغربية يوميا"، سجلت أضعف متوسط بقيمة 1.66 و انحراف معياري 0.47، مما يدل على انخفاض عدد أيام التداول في البورصات المغربية.

المحور الثالث: دوافع و ايجابيات التكامل بين البورصات المغربية

جدول رقم (60): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الثالث.

الرتبة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العبرة	الرقم
8	0.70	4.28	بيئة استثمارية جاذبة تتغلب على المعوقات	1
1	1.23	3.66	الاستفادة من الفوائض المالية بالخارج	2
3	1.19	3.78	سد الثغرة التمويلية لبعض الدول المغربية	3
4	0.98	3.79	توثيق الصلة بين المؤسسات المالية المغربية	4
6	0.88	4.19	إقامة كيان مالي اقليمي بالمنطقة قادر على إزالة العوائق السياسية والاقتصادية	5
2	1.24	3.71	يعتبر تكامل البورصات (التكامل المالي) خطوة نحو التكامل الاقتصادي	6
9	0.90	4.34	تحديث البورصات المغربية و الاتجاه نحو بورصة أكثر كفاءة	7
5	1.12	4.11	زيادة ثقة المستثمر المغربي	8
10	0.41	4.74	زيادة حجم الأسواق المالية (الإصدارات) و تنمية الأسواق الثانوية (حجم التداول)	9
7	0.89	4.27	إتاحة الفرصة لإنشاء بورصة مغربية موحدة	10
	0.95	4.08	جميع فقرات المحور	

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن جميع فقرات هذا المحور قد حصلت على درجة عالية من الموافقة بمتوسط قدره 4.08 وانحراف معياري 0.95. مما يشير إلى أن أغلب أفراد الدراسة موافقون و بشدة على أن التعاون الإقليمي له آثار ستعود بالإيجاب على تكامل البورصات المغاربية. الفقرة رقم (8) "زيادة ثقة المستثمر المغاربي للتعامل بالأوراق المالية" تحصلت على متوسط قدره 4.11 وانحراف معياري قدره 1.12. مما يعني أن تكامل البورصات المغاربية سيعطي للمستثمر المغاربي اطمئنان و ثقة أكثر للاستثمار في البورصة خاصة. سجلت الفقرة رقم (2) "الاستفادة من الفوائض المالية بالخارج" أضعف متوسط حسابي و الذي بلغ 3.66 و بانحراف معياري 1.23.

المحور الرابع: النموذج المقترح للبورصة المغاربية الموحدة

جدول رقم (70): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ونتائج فقرات المحور الرابع.

الرقم	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة
1	بورصة مقرها المغرب و لها فروع ببقية الدول	3.36	1.32	1
2	إطار تشريعي موحد	4.18	0.99	4
3	أعضاء مجلس الإدارة من الدول الثلاث	4.39	0.86	6
4	موقع إلكتروني يربط البورصات المغاربية	4.20	1.11	5
5	إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة	4.49	0.88	10
6	الاتفاق على قواعد موحدة للتداول و التسعير	4.39	0.82	7
7	إطلاق مؤشر البورصة MAGHREB	3.97	1.12	2
8	شركات وساطة مؤهلة و قادرة على التكامل	4.41	0.83	8
9	شركة مغاربية للمقاصة	4.05	1.14	3
10	دليل لحوكمة الشركات المدرجة	4.44	0.74	9
جميع فقرات المحور		4.18	0.98	

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن هناك درجة موافقة كبيرة على جميع فقرات المحور الرابع بمتوسط 4.18 و انحراف معياري 0.98، مما يعكس مدى ميول عينة الدراسة على فكرة البورصة المغاربية الموحدة. الفقرة رقم (5) و التي تنص على " إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة" جاءت في المرتبة الأولى بمتوسط قدره 4.49 و بانحراف معياري 0.88. هناك بعض التحفظ لاقتراح الفقرة رقم (1) " بورصة موحدة مقرها المغرب و لها فروع ببقية الدول" بمتوسط حسابي 3.36 و انحراف معياري 1.32.

6- نتائج اختبار الفرضيات:

استخدم اختبار (One Sample T test) لاختبار فرضيات الدراسة، و قاعدة القرار هي: تقبل الفرضية البديلة (Ha) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية التي تساوي 1.96 عند مستوى دلالة 0.05، و تقبل الفرضية العدمية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية.

الفرضية الأولى: المناخ الاستثماري المغاربي غير ملائم لعمل البورصات.
جدول رقم (80): نتائج اختبار الفرضية الثانية.

الفرضية	T المحسوبة	T الجدولية	SIG	نتيجة الفرضية
الأولى	44.307	1.96	0.000	قبول الفرضية

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

نلاحظ من الجدول رقم (80) أن قيمة (T المحسوبة = 44.307) أكبر من قيمتها الجدولية (T الجدولية = 1.96)، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الأولى، وهذا يعني أن المناخ الاستثماري المغاربي غير ملائم لعمل البورصات.

الفرضية الثانية: البورصات المغاربية ذات مستوى أداء ضعيف.

جدول رقم (90): نتائج اختبار الفرضية الثانية.

الفرضية	T المحسوبة	T الجدولية	SIG	نتيجة الفرضية
الثانية	44.400	1.96	0.000	قبول الفرضية

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج الـ SPSS.

نلاحظ من الجدول رقم (90) أن قيمة (T المحسوبة = 44.400) أكبر من قيمتها الجدولية (T الجدولية = 1.96)، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الثانية، وهذا يعني أن مستوى أداء البورصات المغربية ضعيف.

الفرضية الثالثة: يساهم تكامل البورصات المغربية على تحسين أدائها.
جدول رقم (10): نتائج اختبار الفرضية الثالثة.

الفرضية	T المحسوبة	T الجدولية	SIG	نتيجة الفرضية
الثالثة	73.761	1.96	0.000	قبول الفرضية

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج ال-SPSS.

نلاحظ من الجدول رقم (10) أن قيمة (T المحسوبة = 73.761) أكبر من قيمتها الجدولية (T الجدولية = 1.96)، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الثالثة، وهذا يعني أن عملية تكامل البورصات ستساهم في تحسين أداء البورصات المغربية.

الفرضية الرابعة: البورصة المغربية الموحدة مشروع يستدعي التطبيق.
جدول رقم (11): نتائج اختبار الفرضية الرابعة.

الفرضية	T المحسوبة	T الجدولية	SIG	نتيجة الفرضية
الرابعة	80.175	1.96	0.000	قبول الفرضية

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على نتائج ال-SPSS.

نلاحظ من الجدول رقم (11) أن قيمة (T المحسوبة = 80.175) أكبر من قيمتها الجدولية (T الجدولية = 1.96)، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الرابعة، وهذا يعني أن البورصة المغربية مشروع يستدعي التطبيق.

خاتمة

نعيش اليوم عصر الكيانات والتكتلات الاقتصادية الكبرى، حيث أصبح تكامل بورصات الأوراق المالية مطلبا أساسيا تنادي به معظم البورصات للرفع من كفاءتها. لذا يعد مشروع البورصة المغربية الموحدة مشروعا طموحا، من شأنه أن يعزز فرص الاستفادة من موارد الدول المغربية، ويوسع القاعدة الاستثمارية ويرسخ مفاهيم التعاون

الاقتصادي، لكن إنشاءها سيواجه العديد من المعوقات بسبب الظروف السياسية و الاقتصادية للدول. و رغم التحديات التي تعترض هذا المشروع، إلا أن تحقيقه أصبح ضرورة ملحة لمواجهة المتغيرات الاقتصادية المتلاحقة. فالبورصة المغربية الموحدة لم تعد خيارا بل حتمية لا بد من تحقيقها للنهوض بالبورصات. و قد آن الأوان لأخذ خطوات فعلية لقيامها اعتمادا على التنسيق بين البورصات المحلية، و بالاستفادة من التجارب العالمية في هذا المجال. و لا بد أن نؤمن أنه مهما عظمت الصعوبات، فإن العزيمة والإصرار، كفيلا بالتغلب عليها، و أن نجاح هذه الخطوة سيعطي دفعة قوية للتعاون في مجالات أخرى، آمليين في أن يكون تحقق نجاح مشروع تكامل البورصات المغربية وصولا إلى تكامل البورصات العربية.

النتائج:

- و قد توصلنا إلى مجموعة من النتائج أبرزها:
- تم التركيز على الدول المغربية الثلاث (المغرب - تونس - الجزائر)، نظرا للظروف التي تمر بها كل من بورصة ليبيا و موريتانيا، آمليين بتحسين ظروفهم وضمهم في دراسات مستقبلية.
 - تعتبر عملية التكامل بين البورصات المغربية وسيلة لحرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول المغربية و زيادة التعاون فيما بينها و تعزيز جاذبيتها للاستثمار.
 - لكل بورصة مغربية خصوصيتها التي تشتق من ظروف نشأتها و نمط تشريعاتها و نظمها و هيكلها. و تشترك البورصات المغربية في العديد من الخصائص.
 - قلة الاتصال بين البورصات المغربية، و ضعف الإرادة السياسية من أهم الأسباب التي عرقلت تكامل البورصات المغربية.
 - البورصة المغربية الموحدة ستؤمن العديد من البدائل الاستثمارية أمام المستثمر المغربي مما يلبي حاجته في تنويع استثماراته، سواء من حيث الأدوات المالية المتاحة أو من حيث القطاعات المدرجة والتي تتباين في البورصات المغربية.

الاقتراحات:

و في ظل هذه المعوقات و هذه الصعوبات التي تواجه هذا المشروع، لا نملك إلا أن نقدم بعض الاقتراحات التي يمكن أن تساعد في تحقيق التكامل بين البورصات المغاربية، و لعل أبرز هذه المقترحات:

- ضرورة إيمان كل من (الحكومات، البورصات، الهيئات المنظمة) بفكرة البورصة الموحدة، و الاتفاق على تحديد متطلبات تنفيذ المشروع المقترح.
- الاقتناع بأن التكامل وإنشاء بورصة موحدة سيكون في مصلحة الجميع، و انه لا بد من إزالة القيود السياسية و تغليب المصالح الاقتصادية على المصالح السياسية.
- الأخذ بتجارب الدول الرائدة في مجال تكامل البورصات التي تبنت مفاهيم التكامل و تكوين بورصات مشتركة مثل البورصة الأوروبية (Euronext)، و خاصة تجربة الاتحاد الأوروبي كونه أفضل شريك للمنطقة.
- عمل الحملات الترويجية في الخارج للترويج للبورصة الموحدة، و الترويج أيضا للشركات الجيدة المدرجة، و التوجه بتلك الحملات إلى دول العالم التي تتركز بها رؤوس الأموال.
- إقامة بورصة مقرها المغرب كونها الأنشطة ماليا، مجلس الإدارة من مختلف الدول المغاربية. أنظمة و تشريعات موحدة مع هيكل تنظيمي واضح و مؤشر موحد Maghreb.

المراجع و الهوامش:

- 1- BCE: Banque Centrale Européenne
- 2- Christophe Boutin, La difficile montée en puissance de l'Union du Maghreb Arabe, observatoire d'études géopolitiques, New York, 2013, p2.
- 3- BAD: Banque Africaine de développement.

- 4- Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, Nations Unies, Casablanca, 2012, p45.
- 5- جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الاقتصادي العربي، الواقع و الآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 17-19 أفريل 2007، ص 173.
- 6- أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص 30.
- 7- الخطيب شذا جمال، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 105.
- 8- Ch. Van Nieuwenhuyze, M. de Sola Perea , Intégration et fragmentation financières dans la zone euro, BNB Revue économique, 2014, p 114.
- 9- Rapport sur l'intégration financière et la gouvernance régionale en Afrique du Nord, Nations Unies, Casablanca, 2012, p7.
- 10- Ch. Van Nieuwenhuyze, M. de Sola Perea , Op Cité, p 113.
- 11- الخطيب شذا جمال، مرجع سابق، ص 106.
- 12- رشام كهينة، واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص 153.
- 13- بن دحان الياس الأزهر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص 121.
- 14- النجار فريد، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 1998-1998، ص 173.
- 15- رشام كهينة، مرجع سابق، ص 153-154.

- 16- النجار فريد، مرجع سابق، ص 175.
- 17- محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، العدد 24، 2004، ص 41.
- 18- الأسرج حسين عبد المطلب، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 209، 2005، ص 90.
- 19- منصر كريمة: السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية، مذكرة ماجيستر، جامعة الجزائر، 2002، ص 85.
- 20- العسري عمر، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط - المملكة المغربية، 2009، ص ص 168-169.
- 21- العسري عمر، مرجع سابق، ص 170.
- 22- بن حاسين أعمار، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، السنة الجامعية، 2012-2013، ص 158.
- 23- شمعون شمعون، البورصة "بورصة الجزائر"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 79.
- 24- القانون رقم 1-93-212 المغربي.
- 25- الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: www.casablanca-bourse.com
- 26- عمر العسري، مرجع سابق، ص 182.
- 27- قانون إعادة تنظيم السوق المالية التونسية، رقم 117، المادة 23، تونس، 1994 / 11 / 14.
- 28- الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية: www.bvmt.com.tn
- 29- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، السنة الجامعية: 2005-2006، ص 226.

- 30- COSOB: guide de la bourse, édition MTP, Alger, p6.
- 31- Guide de valeurs mobilières, 1998, P 07.
- 32- MANSOUR Mansouri, La Bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution houma, Alger, 2002, P 24.

33- الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz