

دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة  
**Analytical Study of International Financial Markets Integration :  
 Selected International Experiences**

د. بن معتوق صابر

جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريبيج، الجزائر

saber.addi@yahoo.com

تاريخ القبول: 2019/11/29

تاريخ الاستلام: 2018/10/27

**الملخص:** تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على ظاهرة اندماج الأسواق المالية الدولية في ظل التحولات والتغيرات الاقتصادية العالمية المعاصرة، أخذين بذلك بعض التجارب الدولية كعينة لإجراء هذه الدراسة، ومن أجل ذلك تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وقد توصلت الدراسة إلى أن خيار الاندماج بين الأسواق المالية الدولية هو أحد الاستراتيجيات الهامة للتكيف مع متطلبات التواجد في عصر العولمة والتحرير المالي وحرية تدفق رؤوس الأموال، وقد اقترحت في الأخير ضرورة دراسة عمليات الاندماج بين الأسواق المالية الدولية دراسةً شاملة، دقيقة وعميقة مع مراعاة الضوابط اللازمة لذلك، في ظل عمليات إعادة الهيكلة الواسعة التي تشهدها مختلف الأسواق في العالم.

**الكلمات المفتاحية:** الاندماج، الاستحواذ، الأسواق المالية الدولية، العولمة المالية، التآزر، الأورونكست.

**Abstract :** This study aims to shed light on the phenomenon of international Financial markets integration, in the light of the changes and shifts in contemporary global economy situation. We selected some international experiments as a sample to conduct this study, for this reason, the descriptive analytical approach was adopted, The study concluded that international Financial markets integration option is one of the important strategies to adapt to the requirements of presence in the age of globalization, financial liberalization and free flow of capital, The study suggested that mergers between international financial markets should be studied thoroughly and deeply, taking into account the necessary controls, draw lessons from them, especially in light of the extensive restructuring processes taking place in various markets in the world.

**Key Words:** Mergers, acquisitions, International Financial markets, Financial globalization, Synergy, Euronext.

**JEL Classification :** G15, G34.

\*مرسل المقال: بن معتوق صابر (saber.addi@yahoo.com).

## المقدمة:

في إطار سياسة العولمة المالية وفي ظل الوضع الحالي للنظام المالي العالمي، يُعد الاندماج بين الأسواق والبورصات العالمية وسيلة هامة لخلق كيانات مالية كبيرة قادرة على العمل والمنافسة في ظل هذه المتغيرات الجديدة، فالعولمة وما ترتب عنها من نتائج، لا تترك مجالاً للكيانات الصغيرة لتقديم خدماتها أو الاستمرار في الأسواق، لذلك يُعد الاندماج من أهم التحولات التي شهدتها القطاع المالي عالمياً باعتباره أحد المظاهر الأساسية للعولمة، وأحد التحديات للقطاع المالي الذي من شأنه أن يُعزز من القدرة التنافسية ويُدعم القدرة على الاستخدام المتزايد للتكنولوجيا المتطورة وما يتولد عنها من مُنتجات مالية مُبتكرة.

إن النظام المالي العالمي يشهد حالياً تحركاً كبيراً نحو الاندماج والتكامل لإيجاد أسواق وبورصات دولية قوية، ولم يعد النشاط المالي قاصراً على حدود محلية أو إقليمية، بل اتسع ليشمل كل العالم، ولقد تمثلت الساحة الرئيسية لهذه الاندماجات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وحتى بعض الدول العربية، من أجل مواكبة التحديات المالية العالمية المعاصرة.

**إشكالية الدراسة:** إن الإشكالية التي نسعى لمعالجتها من خلال هذا البحث تتجسد في السؤال الرئيسي التالي: ماهو واقع اندماج الأسواق المالية الدولية في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية الراهنة؟.

وتندرج تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مفهوم اندماج الأسواق المالية الدولية؟.
- ما هي أهم دوافع اندماج وتكتل الأسواق المالية على المستوى الدولي؟.
- هل أدت عمليات الاندماج التي تمت بين الأسواق المالية الدولية على المستوى العالم إلى خلق قيمة مضافة للمساهمين وأصحاب المصالح؟.

**فرضيات الدراسة:** للإجابة على الإشكالية المطروحة، والأسئلة المتفرعة عنها نطلق من الفرضيات التالية:

- يُعتبر الاندماج بين الأسواق المالية الدولية أحد الآليات الأساسية لتحقيق سوق مالية أكثر تنافسية وأكثر تكاملاً واندماجاً في ظل العولمة والتحرير المالي.
- تعتبر العولمة المالية والتطور الحاصل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات من أهم الدوافع التي أدت بالأسواق المالية الدولية إلى تنظيم عمليات اندماج فيما بينها.
- أدت معظم عمليات الاندماج التي تمت بين الأسواق المالية الدولية إلى خلق القيمة والثروة من خلال مبدأ التآزر أو التداؤب، أو ما يُعرف بقاعدة  $2+2=5$ .

**أهمية الدراسة:** تكمن أهمية هذه الدراسة في كونها تتناول موضوع حديث نسبياً في مجال الأسواق المالية، وهو التوجه المحموم لبعض الأسواق المالية الدولية للتكامل والالتحام والاندماج فيما بينها من أجل الاستفادة من مختلف المزايا المالية والتسويقية، وحتى الادارية، كما هو الحال بالنسبة لبورصة Euronext، وسوق دبي المالي.

**أهداف الدراسة:** نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف، نذكر أهمها في ما يلي:

- التعرف على الأسواق المالية الدولية وأهم الأدوات المتداولة بها؛
  - التعرف على استراتيجية اندماج الأسواق المالية الدولية، وأهم الأسباب المؤدية إلى ذلك؛
  - ابراز واقع اندماج الأسواق المالية الدولية، مثل: Euronext ، Dubai Financial Market .
- منهج الدراسة:** حتى تتمكن من الإجابة على الأسئلة المطروحة أعلاه ودراسة الإشكالية وتحليل أبعادها، والإلمام بهذا الموضوع، اعتمدنا في دراستنا هذه على المنهج الوصفي التحليلي، لكونه يلاءم طبيعة الموضوع المدروس من خلال وصف وتحليل مختلف مكوناته وأجزائه.

### 1. أساسيات حول الأسواق المالية الدولية:

تُعتبر الأسواق المالية الدولية مصدراً هاماً من مصادر التمويل لمختلف الجهات والمؤسسات والحكومات التي تُعاني من عجز في مواردها، وقد تكون هذه المصادر قصيرة الأجل (سوق النقد الدولية) أو متوسطة وطويلة الأجل (سوق رأس المال الدولية).

#### 1.1 مفهوم الأسواق المالية الدولية وخصائصها:

أ. مفهوم الأسواق المالية الدولية: قُدمت للأسواق المالية الدولية عدة تعريفات، أهمها مايلي:

- الأسواق المالية الدولية هي تلك الأسواق التي يلتقي فيها طالبي الأموال وعارضيهما على مستوى العالم ككل، وتتكون هذه الأسواق من البنوك التجارية والمتخصصة، البنوك المركزية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار والادخار، صناديق التقاعد والمعاشات، حكومات مختلف الدول، المؤسسات المالية الدولية والشركات متعددة الجنسيات (قطاف، 2005، ص 06).

- الأسواق المالية الدولية هي أسواق المساهمات والديون بما في ذلك السندات والمقومة بالعملات الأجنبية المختلفة، أهمها الدولار الأمريكي USD، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات، والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي دولة بمفردها، كما تظلم بتمويل العمليات الدولية المختلفة، كالصادرات والواردات من سلع وخدمات، إضافةً إلى العمليات الداخلية كقروض الشركات المحلية (جبار، 2011، ص 570).

صفوة القول هو أن الأسواق المالية الدولية هي ذلك الفضاء الدولي الذي يلتقي فيه الطالبين والعارضين للأموال المختلفة، من خلال تداول مجموعة من الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية والأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات الدولية، إضافة إلى القروض بعملات أجنبية مختلفة، الهدف من ذلك هو تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو القطاعات ذات العجز المالي والاستثمارات المختلفة في إطار دولي.

ب. خصائص الأسواق المالية الدولية: تتمتع الأسواق المالية الدولية بمجموعة من الخصائص، أهمها مايلي (عجم وسعد، 2014، ص 114-115):

- المتعاملون في الأسواق المالية الدولية يتمتعون بثقة إثنمانية كبيرة من الدرجة الأولى، مثل المؤسسات الكبرى العامة والخاصة، المؤسسات الدولية، حكومات الدول المختلفة؛

- لا تخضع الأسواق المالية الدولية لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي بلد بمفرده؛
- قد تصل قيمة القروض المطلوبة في هذه الأسواق إلى حوالي 500 مليون دولار، وفترات القروض تصل إلى 15 سنة، أما أسعار الفائدة فإنها تتحدد حسب درجة الثقة الائتمانية التي يوليها الدائن للمقترض؛
- شمولية وعالمية هذه الأسواق، حيث أصبح في الإمكان التعامل مع جميع الأسواق في العالم وبصفة متواصلة طيلة ساعات اليوم الواحد بإستخدام أحدث أجهزة الإتصال، وما شجع هذا التطور هو انفتاح الأسواق وإلغاء الحواجز والقيود المحلية التي تفرضها أحياناً السلطات النقدية.
- التعامل في هذه الأسواق يتم من خلال عدة عملات أجنبية، مثل الدولار الأمريكي USD، اليورو الأوربي EURO، الين الياباني JPY، الجنيه الإسترليني GBP، الفرنك السويسري CHF... الخ.

### 2.1. أنواع الأسواق المالية الدولية:

تنقسم الأسواق المالية الدولية حسب الأدوات المتداولة وأجل الاستحقاق إلى نوعين رئيسيين، هما:

أ. سوق النقد الدولية: السوق النقدية الدولية هي المكان أو الميكانيكية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لأجل قصيرة، ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل بعملات أجنبية، وبالتالي فهي مختصة بالودائع المصرفية بالعملات الدولية القابلة للتحويل، والتي يتم التعامل بها يومياً أو لفترة زمنية محددة قصيرة الأجل، ويُطلق على هذه السوق سوق القروض النقدية (مفتاح، 2005-2006، ص 159-160).

كما تُعتبر سوق النقد الدولية مصدراً من مصادر التمويل قصير الأجل، يتم فيها تداول وتبادل الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل بعملات مختلفة، كالأوراق التجارية الأوروبية، وشهادات الإيداع المصرفية الدولية (صافي والبكري، 2009، ص 102).

ب. سوق رأس المال الدولية: سوق رأس المال الدولية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون للتعامل في الأصول المالية طويلة الأجل ذات البعد الدولي، كالأسهم الدولية والسندات الدولية، حيث يتم فيها مبادلة تلك الأصول برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها (بوكساني، 2005-2006، ص 43)

سوق رأس المال الدولية هي السوق التي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل التي يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة بعملات أجنبية مختلفة، كالأسهم الدولية والسندات الدولية.

### 3.1. الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية:

تختلف الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية باختلاف نوع السوق، كما يلي:

أ. الأدوات المتداولة في سوق النقد الدولية: يتم تداول العديد من الأدوات والأصول المالية قصيرة الأجل في السوق النقدية الدولية، نذكر منها مايلي:

1.1. شهادات الإيداع المصرفية الدولية: هي شهادات تصدرها البنوك الدولية، وتُثبت فيها أن البنك يحتفظ بوديعة لحامل الشهادة، ويمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق

المدون في الشهادة، ولا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، والسبيل الوحيد لتسليمها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق النقدي الدولي (شكري و عوض، 2004، ص 74).

أ.2. الأوراق التجارية: تُعتبر الأوراق التجارية من أهم أدوات السوق النقدية الدولية، وتُصدر هذه الأوراق عادةً الشركات أو المؤسسات التي تتمتع بملاءة مالية كبيرة وسمعة تجارية طيبة لأجل أقصاها 09 أشهر، وهي قابلة للتداول وتمتاز بدرجة عالية من الأمان والسيولة، وتعتبر الأوراق التجارية الأوروبية أهم الأدوات الاستثمارية الدولية قصيرة الأجل المتوفرة تقريباً في كافة أنحاء العالم (شكري و عوض، 2004، ص 81-82).

أ.3. القبولات المصرفية: وهي عبارة عن سحوبات مقبولة من طرف بنك معين، وتُعتبر مقبولة من البنك في حالة توقيع البنك على وجهها تحت عبارة "مقبول الدفع" أو تحت كلمة "مقبول"، وقبول السحب من طرف البنك يعني تعهده بالدفع في تاريخ الاستحقاق (تقديم ضمان)، ويصبح السحب قابل للتداول في السوق النقدية الدولية إلى أن يُستحق الدفع في تاريخ الاستحقاق، وتكمن أهمية القبولات المصرفية في تمويل التجارة الدولية.

أ.4. العملات الأجنبية الأوروبية: وتضم الودائع والقروض بعملات مُعينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة، سواء كانت هذه الودائع والقروض من قبل غير المقيمين، وهو ما يمثل تدويل العملة الوطنية، أو المقيمين وهو ما يُمثل لا مكانية العملة الوطنية، وبالتالي فإن سوق العملة الأجنبية الأوروبية هي سوق الإيداع والإقراض بتلك العملات لدى البنوك المتواجدة خارج دولة إصدار تلك العملات (جبار و عمر عبده، 2008، ص 86).

ب. الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال الدولية: تتمثل أهم الأدوات والأصول المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية فيما يلي:

ب.1. السندات الدولية: وهي أداة استثمارية طويلة الأجل تسهم في إعادة توزيع المدخرات على جميع المقرضين على المستوى الدولي، وأداة ملائمة لتوظيف هذه الأموال في مجال مضمون وقليل المخاطر، وذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها إذ يمكن التنازل عنها بالبيع في السوق الثانوية (مفتاح، 2002، ص 209).

وتنقسم أسواق السندات الدولية إلى نوعين رئيسيين، هما (مفتاح، 2002، ص 209-210):

– السندات الأوروبية: هي عبارة عن سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال لدول أخرى، وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو باريس... إلخ، فإن هذه السندات يطلق عليها سندات الأورو دولار أو أورو سندات (Euro-bond).

– السندات الأجنبية: هي عبارة عن سندات دولية تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم فيها طرح السندات بها، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك فإن هذه السندات هي سندات أجنبية (Foreign Bond).

ب. **2. الأسهم الدولية:** تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في دول غير الدولة الأصلية للشركة المصدرة، أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة، ولقد انطلق التعامل في سوق الأسهم الدولية في النصف الثاني من عشرية السبعينات، أما إنشاؤها فقد تم رسمياً عام 1983، وتطور بعد ذلك، حيث سُجلت 6 إصدارات عام 1983، 10 عام 1984، 25 عام 1985، 120 إصدار عام 1986، كما أن المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات كان حوالي 100 مليون دولار أمريكي، وبالتالي فإن سوق الأسهم الدولية هي مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، خاصةً الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة كفؤة (جبار وعمر عبده، 2008، ص 78-79).

ب. **3. القروض المشتركة (القروض المجمعة):** القروض المشتركة Syndicated loans هي تلك القروض الممنوحة من طرف عدة بنوك باستعمال عملة أجنبية، أي خارج الدولة التي أصدرتها، وهي قروض متوسطة وطويلة الأجل عادة ما تكون بمبالغ ضخمة، ولهذا تُغطى من طرف مجموعة من البنوك لتقسيم وتخفيض المخاطر من جهة، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن توفيرها بمفرده من جهة ثانية (جبار، 2011، ص 577-578).

إذن القرض المشترك هو قرض كبير القيمة، ونظراً لضخامة قيمة هذه القروض فإنه يشترك في منحها مجمع "كونسورتيوم" (Consrhium) من البنوك الدولية والمؤسسات الدولية الكبرى من مختلف دول العالم، ويساهم كل منها بمبلغ معين في قيمة القرض لتوفير المبلغ المطلوب الذي قد تستحيل عملية توفيره من بنك واحد فقط نظراً لضخامة قيمة مبلغ القرض وكذلك توزيع مخاطر عدم السداد (مدحت، 2001، ص 79).

ب. **4. المشتقات المالية:** تُعتبر المشتقات المالية Derivatives من أهم وأبرز الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال الدولية، وتُعرف على أنها عقود تُعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، وقد يربط العقد الطرفين بطريقة مُلزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه (سحنون ومحسن، 2009، ص 03). وتتكون المشتقات المالية من الأدوات التالية:

– **عقود الخيارات (Options):** هي عبارة عن عقود يحق بموجبها تنفيذ عملية ما شراءً أو بيعاً لقدر معين من الأصول المالية أو العينية في تاريخ لاحق (تاريخ مستقبلي) وبسعر يُحدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة (عمولة، مكافأة) للبايع عند تحرير العقد، ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أم لم يتم تنفيذه (بن معتوق، 2017-2018، ص 76-77).

– **العقود المستقبلية (Futurs):** العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع مالي أو عيني ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصة، ومن أجل جعل التداول ممكناً تُحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد حتى تصبح عقود نمطية، ونظراً لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض

بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يُحترم (عبد العال حماد، 2001، ص 16).

– **العقود الآجلة (Forward):** وهي عقود تُبرم بين طرفين، مشتري و بائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، وهي عقود شخصية تخضع للاتفاق بين الطرفين (إبراهيم الهندي، 2003، ص 06).

– **عقود المبادلات (Swaps):** هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية في تاريخ لاحق يُطلق عليه تاريخ التسوية، على أساس سعر يتم الاتفاق عليه عند التعاقد وبطريقة تستفيد منها جميع أطراف العقد (إبراهيم العامري، 2013، ص 523).

## 2. الإطار المفاهيمي لاندماج الأسواق المالية الدولية:

في خضم الكم الهائل المتراكم من التحولات والتطورات على الصعيد العالمي، الإقليمي والمحلي سارعت العديد من الأسواق المالية الدولية إلى اعتماد الاندماج كإستراتيجية لإيجاد مزايا تنافسية عالية، وتعزيز إمكانياتها على الساحة المالية العالمية، من أجل تنشيط الأسواق المالية الدولية وجعلها أكثر ديناميكية وفاعلية.

### 1.2 مفهوم الاندماج بين الأسواق المالية الدولية:

يُعرف اندماج الأسواق المالية الدولية على أنه تحرك جماعي نحو التكتل والتعاون والتكامل ما بين سوقين ماليين أو أكثر لإحداث شكل من أشكال الاتحاد يتجاوز النمط والشكل الحالي إلى خلق سوق أكثر قدرة وفعالية على تحقيق أهداف كانت تبدو مستعصية التحقيق قبل إتمام عملية الاندماج (حسن الصرن، 2007، ص 176). كما يمكن تعريف اندماج الأسواق المالية الدولية على أنه هو اتحاد مصالح بين سوقين أو أكثر، وقد يتم هذا الاتحاد في المصالح من خلال المزج الكامل بين سوقين أو أكثر لظهور سوق جديد، أو قيام سوق مالية معينة بضم سوق أو أكثر إليها، كما قد يتم الاندماج بشكل كلي أو جزئي، وكذلك قد يتم الاندماج بشكل إرادي أو لا إرادي (أحمد التوني، 2007، ص 63).

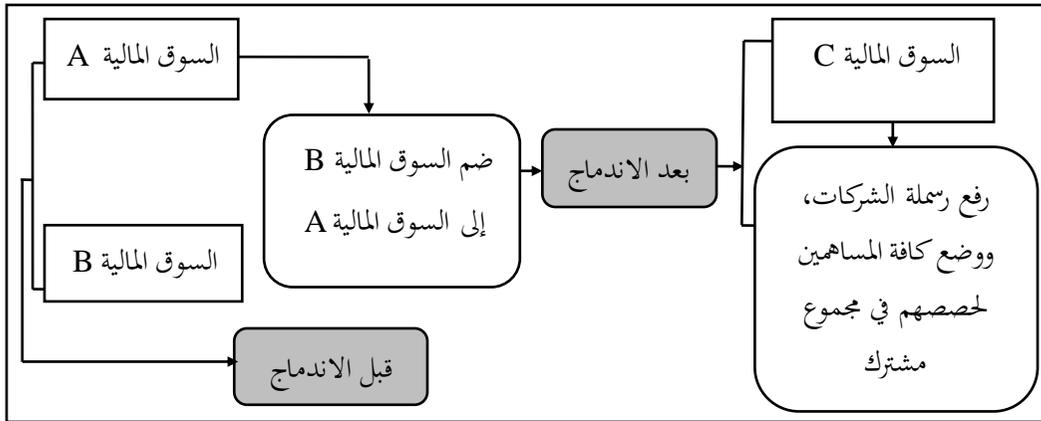
صفوة القول أن الاندماج بين الأسواق المالية الدولية هو اتفاق يؤدي إلى اتحاد سوقين ماليين أو أكثر وذوبانهما إرادياً في كيان مالي واحد، بحيث يكون الكيان الجديد ذو قدرة أعلى وفاعلية أكبر على تحقيق أهداف كان لا يمكن أن تتحقق قبل إتمام عملية تكوين السوق المالي الجديد.

بناءً على التعاريف السابقة يمكن التمييز بين مصطلحين أساسيين في اندماج الأسواق المالية الدولية، هما:

الاندماج Merger، والاستحواذ Acquisition، وفي مايلي التمييز بينهما:

أ. الاندماج (Merger): يُعرف الاندماج بين الأسواق المالية الدولية على أنه اتفاق ودي وإرادي بين سوقين ماليين أو أكثر، بحيث ينتج عن هذا الاندماج، ضم الأسواق المالية المندمجة إلى السوق المالي الدامج، وظهور كيان مالي جديد، ويمكن توضيح عملية الاندماج بين الأسواق المالية في الشكل التالي:

الشكل 01: "عملية اندماج السوق (A) مع السوق (B)"

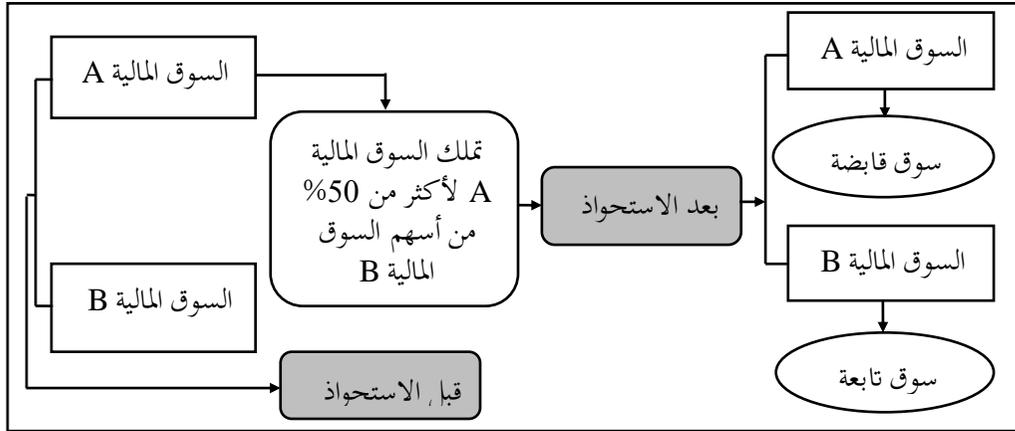


المصدر: من إعداد الباحث، بناءً على ما سبق.

نلاحظ من خلال الشكل أن صفقات الاندماج بين الأسواق المالية الدولية تؤدي إلى ذوبان الأسواق المندمجة في السوق الدامجة وظهور كيان مالي جديد يعمل على خلق الثروة للمساهمين وتحقيق أهداف أصحاب المصالح من خلال خلق وضع تنافسي أفضل للكيان السوقي الجديد تزداد فيه القدرة التنافسية للأسواق الناتجة عن الاندماج، وفرص الاستثمار وتوظيف عوائدها المتراكمة واستخدامها لاستحداث أو صناعة أسواق جديدة وتطوير أسواق قائمة، وتوفير الوسائل والأدوات اللازمة من أجل صناعة الأوضاع والظروف السوقية الملائمة، وتفعيل الموارد المتاحة لتعطي أقصى عائد لها وتحقق وفورات الحجم الكبير.

ب. الاستحواذ (Acquisition): يُعرف الاستحواذ على أنه تملك سوق مالي معين لسوق آخر مع استمرار كل منهما في الوجود، ويتم الاستحواذ عن طريق قيام سوق مالي معين بشراء غالبية أو كل الأسهم العادية لسوق مالي آخر (أكثر من 50%)، وتنشأ علاقة تبعية بين الكيانين الماليين، بحيث يُسمى السوق المستحوذ بالسوق القابض، ويُسمى السوق المستحوذ عليه بالسوق التابع، وهنا لا يصبح السوق القابض أحد المساهمين فقط في السوق التابع، ولكن يصبح المساهم الرئيس (شحاته وبدوي، 2002، ص 126)، وكمثال على ذلك نجد استحواذ بورصة الأورونكست Euronext على البورصة الأيرلندية للأوراق المالية بنسبة 100% من الأسهم وحقوق التصويت، واستمرار البورصة الأيرلندية بإسم أورونكست دبلن Euronext Dublin، ويمكن توضيح عملية الاستحواذ بين الأسواق المالية في الشكل التالي:

## الشكل 02: "عملية استحواذ السوق (A) على السوق (B)"



المصدر: من إعداد الباحث، بناءً على ماسبق.

نلاحظ من خلال الشكل أنه بعد استحواذ السوق المالية (A) على السوق المالية (B) يصبح كوحدة

مالية واقتصادية واحدة تُديرها السوق المالية المستحوذة أو القابضة.

## 2.2. دوافع الاندماج بين الأسواق المالية الدولية:

تُلخص أهم أسباب توجه الأسواق المالية الدولية إلى تنظيم عمليات الاندماج فيما بينها فيما يلي:

أ. **العولمة المالية:** لقد أدت العولمة المالية إلى زيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم في مجال الأسواق المالية، والتي يتم من خلالها تبادل وتداول الديون والأصول النقدية والمالية، كما أصبحت الأسواق المالية الدولية الأداة الأكثر ربطاً بين دول العالم، نظراً لنوع العمليات التي تشتمل عليها في كل من أسواق العملات والأسهم والسندات، والقروض، الأمر الذي شجع على تنظيم عدة عمليات اندماج في العالم بين هذه الأسواق (برودي وبلعري، ديسمبر 2004، ص 01).

ب. **تطور سوق العملة الأوروبية الدولية:** وتضم سوق الأورو دولار، وسوق العملة الأوروبية الدولية هي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار عجز ميزان المدفوعات الأمريكي في الستينات وما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية، إضافةً إلى اتساع نشاط الشركات متعددة الجنسيات، الأمر الذي فتح الباب واسعاً للأسواق المالية الدولية لتحقيق عمليات الاندماج، (بوكساني، 2005-2006، ص 132).

ج. **التطور التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات:** خلال النصف الثاني من السبعينات والثمانينات شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة، والتي نتجت عنها ثورة أخرى في عالم الاتصالات والاعلام الآلي والمعلومات والبرامج، مما ساعد على اتساع حركة العولمة وتنظيم عمليات الاندماج بين الأسواق المالية الدولية (مفتاح، 2002، ص 211).

د. **ظهور الابتكارات في الأسواق المالية الكبرى:** لقد قام المتخصصون في عالم المال والاستثمار بإبتكار العديد من الأدوات المالية التي تُدعم الإتجاه نحو الاندماج، فضلاً عن تطوير الأدوات المالية التقليدية، الأمر الذي سهل

التعامل في الأسواق المالية الدولية وشجعها على التكتل والتكامل فيما بينها، حيث أن تطوير الأدوات المالية التقليدية وإبتكار أدوات مالية جديدة أزلت الكثير من المعوقات أمام المستثمرين والمقترضين المحليين للتعامل في الأسواق المالية الدولية (بوكساني، 2005-2006، ص 132).

### 3. دراسة تجارب دولية رائدة في اندماج الأسواق المالية الدولية:

لقد امتد تيار عمليات الاندماج بين الأسواق المالية إلى كل العالم، خاصةً في الولايات المتحدة الأمريكية، وأوروبا باعتبارها مسرحاً لأضخم وأكبر صفقات الاندماج في العالم، وفيما يلي نقدم بعض التجارب الدولية الناجحة في تنظيم عمليات الاندماج بين الأسواق والبورصات العالمية.

#### 3.1 اندماج بورصات أمستردام، باريس، بروكسل، لشبونة ودبلن (بورصة الأورونكست Euronext)

تأسست الأورونكست Euronext في 22 سبتمبر 2000 بعد صفقة الاندماج بين كل من بورصة أمستردام، بورصة بروكسل وبورصة باريس من أجل الاستفادة من التنسيق والاتحاد بين الأسواق المالية في الاتحاد الأوروبي، وفي عام 2001 استحوذت الأورونكست Euronext على أسهم بورصة لندن الدولية للعقود الآجلة والخيارات LIFFE لتشكيل Euronext LIFFE، وفي عام 2002 اندمجت مع البورصة البرتغالية، من خلال ضم كل من لشبونة وبورتو، وفي 22 ماي 2006 قدمت بورصة نيويورك NYSE عرضاً لبورصة الأورونكست Euronext تُدر بـ 8 مليار أورو، أي ما يعادل 10.2 مليار دولار، على أن يتم تسديد قيمة الصفقة بمزيج من النقد والأسهم، وهذا موازاةً مع العرض الذي قدمه المنافس في 23 ماي 2006 وهو البورصة الألمانية Deutsche Bourse، حيث قدمت عرض أعلى يقدر بـ 8.6 مليار أورو، أي ما يعادل 11 مليار دولار، ورغم ذلك تم الاتفاق بين بورصة الأورونكست Euronext وبورصة نيويورك NYSE على قرار الاندماج من خلال تصويت المساهمين وقبول الجهات التنظيمية والرقابية، حيث صوت المساهمين في بورصة أورونكست بالأغلبية لصالح بورصة نيويورك بنسبة 98.2% مقابل 1.8% فقط لصالح البورصة الألمانية، وهذا في يوم 19 ديسمبر 2006، وتم اتمام صفقة الاندماج في 04 أبريل 2007، لتتشكل بذلك أول بورصة دولية تقوم بتوزيع الأموال على مستوى عالمي، وهي بورصة Euronext NYSE (Euronext, 2018).

في 27 مارس 2018 أعلنت بورصة الأورونكست Euronext عن اكتمال عملية الاستحواذ بنسبة 100% من الأسهم وحقوق التصويت في البورصة الأيرلندية للأوراق المالية بعد الحصول على موافقة الجهات التنظيمية، وبالتالي تنضم البورصة الأيرلندية رسمياً إلى مجمع أورونكست Euronext، وتُستعمل تحت الاسم التجاري أورونكست دبلن Euronext Dublin، وبذلك تُصبح أورونكست أكبر مجمع مالي دولي يحتوي على أكثر من 37000 سند و5600 سهم و1050 صندوق استثمار، الأمر الذي يعني خلق قيمة إضافية للمساهمين وأصحاب المصلحة، ولقد تم توفير أكثر من 06 مليون أورو من التآزر أو التداؤب synergy الناتج عن الاندماج، خاصةً ما تعلق بتكلفة التشغيل قبل الضرائب (Euronext, 2018).

تُعتبر بورصة الأورونكست Euronext الأكبر في العالم لعام 2018، حيث يتواجد بها أكثر من 1300 جهة إصدار وبقيمة سوقية تُقدر بـ 3.8 ترليون يورو (Euronext, 2018)، وبذلك أصبحت تمتلك قاعدة عملاء محلية ودولية عريضة ومتنوعة، وتدير أوروونكست Euronext أسواق الأسهم والأسواق المشتقة، وهي أكبر مركز لأدوات الدين والأسهم عبر العالم، وتمثل إجمالي منتجاتها في الأسهم، والسندات، والضمانات والشهادات، والمشتقات، والسلع والمؤشرات، إضافةً إلى إدارة صناديق الاستثمار.

### 2.3. اندماج بورصة الأورونكست مع بورصة نيويورك (بورصة نيز - أوروونكست NYSE Euronext)

لقد شهدت الولايات المتحدة الأمريكية توجهاً محموماً نحو تنظيم وإحداث العديد من صفقات الاندماج والاستحواذ بين بورصاتها، ومن أهم عمليات الاندماج التي حدثت بين البورصات الأمريكية، نجد خمس (05) عمليات نتجت عنها خمس (05) مجتمعات مالية، وهي كيانات مالية عملاقة، أصبح يُطلق عليها اسم الإمبراطوريات المالية لتداول الأوراق والمشتقات المالية، وتمثل هذه المجتمعات فيما يلي (جبار، 2011، ص 607-609):

**CME Group** - تُقدر رسملة هذا المجمع (Chicao Mercantile Exchange) بـ 20.5 مليار دولار، ويتركز نشاطه حول أسواق المنتجات الآجلة، خاصة العقود المستقبلية وعقود الخيارات على المستقبلية، كما أنه يتعامل بشكل محدود في بقية المشتقات، وفي عام 2007 قام هذا المجمع بشراء Chicago Board of Trade، وهي سوق متخصصة في المستقبلية على المواد الزراعية، كما اشترى في عام 2008 COMEX/ NYMEX المتخصصة في المنتجات الآجلة في مجال الطاقة والمعادن، ويقوم هذا المجمع بعقد أكثر من 12 مليون صفقة من العقود الآجلة، وهو ما يمثل 95% من مجموع الصفقات التي يتم عقدها في الأسواق المنظمة لهذه المنتجات، ويتم ذلك عبر الوسيط CME Clearing:

**NYSE Euronext** - تُقدر رسملة هذا المجمع بـ 9.5 مليار دولار، ويقوم أساساً على تبادل الأسهم والخيارات على الأسهم، وتُعتبر أكبر بورصة في العالم بكل المقاييس، لا سيما رسملة الشركات المقيدة فيها، وبالتالي فهي إمبراطور مالي دولي، ففي عام 2006 اندمجت بورصة نيويورك مع الشركة القابضة Archipelago Holding التي تستغل البورصة الالكترونية Arca Ex المتخصصة في التداول الالكتروني للأسهم والخيارات على الأسهم، كما كان لتوسيع نشاطها في اتجاه أوروبا بالاندماج مع Euronext في عام 2007 الأثر البالغ على تداولها للأسهم والخيارات والمنتجات الآجلة، خاصة بعد اندماجها أيضاً مع سوق العقود الآجلة والخيارات البريطانية NYSE LIFFE عام 2008، واندمجت أيضاً مع البورصة الأمريكية AMEX في عام 2008 مُدعمة بذلك سوقها للأسهم والخيارات على الأسهم، ومع نهاية عام 2010 أنشأ المجمع NYSE Euronext أول دار للمقاصة خاصة به، وهي The New York Portfolio Clearing، والمعروفة اختصاراً بـ NYPC، الأمر الذي سمح له بمقاصة الأدوات المشتقة على أسعار الفائدة؛

**ICE Group (البورصة العابرة للقارات):** أنشئت البورصة العابرة للقارات (InterContinental Exchange) عام 2000، حيث وصلت رسميتها إلى 9.5 مليار دولار، وهي متخصصة في المشتقات المالية على أدوات قطاع الطاقة، كما اشترى هذا المجمع في 2001 السوق اللندنية للمنتجات الآجلة لقطاع الطاقة وبورصة البترول الدولية EPE ثم سوق المستقبلات الأمريكية المعروفة بـ New York Board of Trade، ثم اشترى Climate Exchange في عام 2010؛

**مجمع NASDAQ OMX:** تأسست سوق ناسداك NASDAQ في عام 1971، وتعتبر سوق الأسهم الثانية في العالم حسب مقياس رسملة الشركات المقيدة، وتقدر رسمته بـ 05 مليار دولار، وفي عام 2007 استحوذت على OMX، وهي مجموعة تظم بورصات أوروبا الشمالية، الأمر الذي جعل NASDAQ تطور أنشطتها في أسواق الأسهم الأوروبية، ثم بعد ذلك سيطر المجمع على كل من بورصة بوسطن OMX BX المتخصصة في الأسهم وبورصة فلاديلفيا OMX PHLX المتخصصة في الخيارات على الأوراق المالية والمؤشرات والأدوات الآجلة وذلك في عام 2007، وبالموازاة مع ذلك طورت NASDAQ OMX في عام 2008 سوقاً ثانية للخيارات هي NASDAQ Options، ثم في عام 2010 سوقاً ثالثة للأسهم؛

**مجمع شيكاغو للخيارات CBOE:** تقدر رسملة هذا المجمع (Chicago Board Options Exchange) بـ 2.5 مليار دولار، وقد توسع هذا المجمع بصورة أساسية داخلياً، أي داخل الولايات المتحدة الأمريكية خلال العشرية الأخيرة، إضافةً إلى النشاط التقليدي لهذا المجمع والمتمثل في الخيارات على المؤشرات المالية، لا سيما المؤشر VIX المتخصص في رصد تذبذب أسواق الأسهم قام المجمع في عام 2004 بإنشاء سوق للأدوات الآجلة، كما طور عام 2007 قاعدته المتعددة لتداول الأسهم CBOE، ثم طور في عام 2010 سوقاً للخيارات على الأسهم.

نلاحظ من خلال ما سبق أن بورصة نيز أورونكست NYSE Euronext تُعتبر من أكبر المجمعات المالية الناتجة عن الاندماج في أمريكا، ولقد احتلت المركز الأول بين البورصات العالمية خلال النصف الأول من عام 2018، حيث قُدرت القيمة السوقية للشركات المدرجة بها أكثر من 21300 مليار دولار، وفاق عدد الشركات المدرجة بها 2400 شركة مُدرجة، كما احتلت بورصة نيز أورونكست NYSE Euronext المرتبة الأولى من حيث حجم التبادل العالمي، وحققت ما مقداره 19.3 مليار دولار من العائدات من العروض العامة الأولية، و 7.5 مليار دولار من الأصول، وخلال الفترة الممتدة من 1 جانفي إلى 30 جوان 2018، حافظت بورصة نيويورك على دورها الريادي والقيادي في زيادة رأس المال من خلال قيادتها للاكتتاب العام بـ 41 اكتتاباً أولياً بقيمة 19.3 مليار دولار، إضافةً إلى طرح 52 مليار دولار أخرى، وطرح 12 اكتتاباً دولياً عاماً بقيمة 5.2 مليار دولار والدخول بقوائم دولية جديدة تحظ الحدود الجغرافية من آسيا إلى أمريكا الجنوبية عبر مجموعة من الشركات، أهمها: شركة (NYSE/HUYA) Huya؛ (NYSE/HUD) Hudson Ltd؛ (NYSE/PAGS) Pagseguro، إضافةً إلى تقديم 09 عروض شاملة بـ 24 مليار دولار في مجال الفنادق والمنتجعات السياحية (NYSE, 2018).

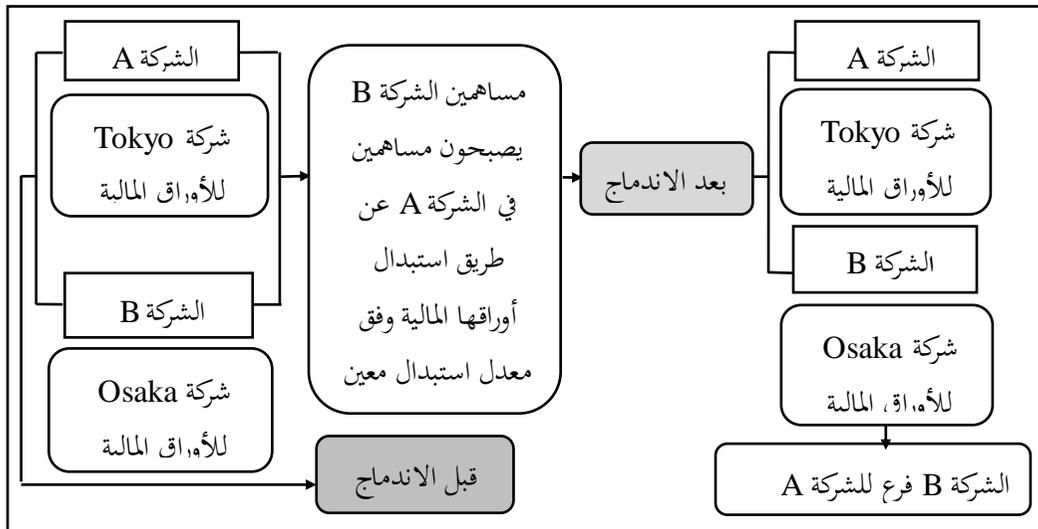
كما قامت NYSE Euronext في 23 ماي 2018 بإطلاق عقد خيار جديد خاص بالشركات ذات التكنولوجيا العالية، وهو NYSE FANG+ OPTIONS، ويسمح هذا النوع من الخيارات بالتحوط والحماية من مخاطر أكبر شركات التكنولوجيا والأنترنت وشبكات الاعلام، مثل: شركة Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Alphabets Google، ولقد لاقى هذا الخيار إقبالاً واسعاً من طرف المستثمرين الدوليين (NYSE, 2018).

خلاصة القول أن كل المزايا التي حققتها بورصة NYSE Euronext والتي جعلتها أول وأكبر بورصة عالمية هي نتيجة المزايا التي تقاسمتها مع كل الشركات والبورصات والأسواق التي اندمجت معها، مثل اندماجها مع الشركة القابضة Archipelago Holding في عام 2006، واندماجها مع بورصة Euronext في عام 2007، واندماجها مع سوق العقود الآجلة والخيارات البريطانية NYSE LIFFE عام 2008.

### 3.3 اندماج سوقى طوكيو Tokyo وأوزاكا Osaka البيانييتين للأوراق المالية

في بداية عام 2013 قامت شركتا طوكيو Tokyo للأوراق المالية وأوزاكا Osaka في اليابان بالاندماج فيما بينهما من خلال دمج مختلف عمليتهما، لتشكلا بذلك ثالث أكبر سوق للأوراق المالية في العالم، بعد مجموعة NASDAQ OMX، ومجموعة Euronext وسط تزايد المنافسة بين البورصات الدولية، وقد بلغ إجمالي القيمة السوقية للشركتين المندجتين 03 ترليون و600 مليار دولار في نهاية أكتوبر 2013، لتتجاوز بذلك سوق لندن للأوراق المالية، ودفعت شركة طوكيو للأوراق المالية مبلغ 480 000 ين (6230 دولار) لكل سهم في شركة أوزاكا للأوراق المالية في عرض المناقصة، وتسلم كل مساهم في شركة طوكيو للأوراق المالية 2019.0 سهم في شركة أوزاكا للأوراق المالية مقابل كل سهم يملكونه في شركة طوكيو للأوراق المالية (مداني، 2018، ص 236-237). ويُسمى هذا النوع من الاندماج بالاندماج عن طريق مبادلة الأسهم، ويمكن توضيح ذلك بالمخطط التالي:

الشكل 03: "الاندماج عن طريق مبادلة الأسهم"



نلاحظ من خلال الشكل أن عملية الاندماج عن طريق مبادلة الأسهم بين الشركة A (شركة طوكيو Tokyo للأوراق المالية) والشركة B (شركة أوزاكا Osaka للأوراق المالية) تتم من خلال استبدال أسهم المساهمين في الشركة B بأسهم جديدة في الشركة A، بمعنى أن المساهمين في شركة أوزاكا Osaka للأوراق المالية يصبحون مساهمين في شركة طوكيو Tokyo للأوراق المالية، بحيث تعرض الشركة A الداخلة على مساهمي الشركة B استبدال أسهمها مقابل أسهم يتم طرحها عند إتمام الصفقة وفق معدل استبدال معين، لتصبح بذلك الشركة المستهدفة فرعاً للشركة الداخلة (Olivier & Guillaume, 2006, p 69).

إن نجاح عملية الاندماج عن طريق مبادلة الأسهم تتوقف على مدى دقة وموضوعية معدل استبدال الأسهم المحدد، أي عدد الأسهم التي تصدرها الشركة A الداخلة مقابل كل سهم من أسهم الشركة B المستهدفة، ويتحدد بالأسعار النسبية لأسهم الشركة الداخلة إلى الشركة المستهدفة وفقاً للعلاقة التالية (بن منصور، 2010، ص 79-80):

$$E_R = \frac{V_{M(R)}}{V_{M(T)}}$$

حيث:  $E_R$ : معدل استبدال الأسهم؛  $V_{M(R)}$ : القيمة السوقية لأسهم الشركة الداخلة؛  $V_{M(T)}$ : القيمة السوقية لأسهم الشركة المستهدفة.

### 4.3 اندماج سوق دبي المالي Dubai Financial Market وبورصة ناسداك دبي Nasdaq Dubai

في نهاية عام 2009 أعلن سوق دبي المالي DFM على عملية الاندماج مع بورصة ناسداك دبي Nasdaq Dubai بقيمة 121.3 مليون دولار، تم دفعها على النحو التالي (Dubai Financial Market, 2018) :  
 - 80.8 مليون دولار تُدفع نقداً من سوق دبي المالي إلى بورصة دبي المحدودة؛  
 - 40 مليون سهم من أسهم شركة سوق دبي المالي بقيمة 20 مليون دولار تحول إلى شركة بورصة دبي المحدودة بالنيابة عن NASDAQ OMX؛  
 - 20 مليون دولار أخرى تدفعها شركة سوق دبي المالي إلى بورصة دبي مقابل قيام هذه الأخيرة بتحويل 40 مليون سهم من حصتها إلى NASDAQ OMX؛

وتستمر NASDAQ OMX بالسماح لناسداك دبي Nasdaq Dubai باستخدام علامتها التجارية وتقنياتها، ومشاركة NASDAQ OMX بمجلس إدارة ناسداك دبي.

ولقد أكمل سوق دبي بنجاح في عام 2010 تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد، مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين (سوق دبي المالي، 2018).

وقد أدى الاندماج إلى تخفيض التكاليف، وتبادل التكنولوجيا وتسهيل شراء المستثمرين الجدد في شتى الشركات الكبرى في الامارات، ويعتبر هذا الاندماج من أكبر عمليات الاصلاح بالقطاع المالي الاماراتي، حيث سيسهل على المستثمرين العمل في السوقين معاً، ويحفز حركة التداول ويجذب مزيداً من الاستثمار الأجنبي (بورصتي دبي وأبو ظبي، 2018).

هدفت عملية الاندماج بين سوق دبي المالي DFM وبورصة ناسداك دبي Nasdaq Dubai إلى توفير فرصة للنجاح في تعظيم ثروة الملاك (حملة الأسهم) لكل من السوقين، أو ما يُطلق عليه قاعدة (2+2=5) ، وقد عكست نتائج الصفقة قيمة متحدة للسوق الجديد الناتج عن الاندماج تتجاوز مجموع قيمة الأسواق التي اندمجت إذا نظرنا إليها منفردة، بمعنى أنه إذا كان لدينا سوق دبي المالي هو السوق (A) وسوق ناسداك دبي هو السوق (B) وقاما بعملية الاندماج، فإنه يتحقق مايلي:

$$V (A+B) > V (A) + V (B)$$

ونتجت الزيادة في القيمة من خلال بعض المزايا التي تحققت من خلال الاندماج، مثل (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2015، ص 24؛ شركة سوق دبي المالي، 2017، ص 9، 72-73):

- الزيادة في حركة التداول؛ فمثلاً في عام 2015 تم تنفيذ 1.5 مليون صفقة تقريباً من خلال تداول 98 مليار سهم بلغت قيمتها حوالي 151 مليار درهم؛
  - الزيادة في الأرباح الناتجة عن زيادة وتحسين الأصول المكتسبة؛ حيث بلغت مستوى الأرباح في عام 2017 ما مقداره 233.5 مليون درهم إماراتي، أما بالنسبة لإجمالي الأصول فقد قُدرت في نفس العام بـ 9,427.5 مليون درهم إماراتي مقارنةً بعام 2009 أين قُدرت بـ 8,220.6 مليون درهم إماراتي، وبنسبة زيادة قدرها 14.68%؛
  - زيادة القيمة السوقية الكلية للسوق الناتج عن الاندماج، بحيث وصلت في عام 2017 إلى 394 مليار درهم إماراتي مقارنةً بعام 2011 أين قُدرت بـ 182 مليار درهم إماراتي، وبمعدل نمو قدره 116.48%، وهذا ناتج عن الأثر التداؤبي أو التعاوني للاندماج بين سوق دبي المالي وبورصة ناسداك دبي؛
  - الانخفاض في المصاريف؛ حيث بلغت إجمالي المصاريف خلال عام 2017 ما مقداره 197.4 مليون درهم إماراتي مقارنةً بعام 2016 أين سجلت فيه المصاريف ما قيمته 200.4 مليون درهم إماراتي.
  - التعامل مع عملاء جدد؛ حيث وصل عدد المستثمرين في عام 2017 إلى 841 000 مستثمر.
- تسعى شركة سوق دبي المالي الناتج عن الاندماج إلى أن تصبح سوق مالية إقليمية بمعايير دولية، من خلال تحقيق مجموعة من الأهداف الاستراتيجية مستقبلاً وفق الخطة الاستراتيجية 2017-2021، وتتمثل أهم هذه الأهداف في الاتجاه نحو بورصة ذكية، من خلال توسيع قاعدة الاستعمال الذكي؛ تطوير حلول ذكية من خلال تطوير نظام التداول وإطلاق مبادرات الذكاء الاصطناعي واستخدام الـريوتات الذكية لمركز الاتصال. (سوق دبي المالي، 2017-2021، ص 13).

## الخاتمة:

نخلص من خلال هذه الورقة البحثية إلى أن اندماج الأسواق المالية الدولية أصبح ظاهرة عالمية عصرية كما يصفها بعض الاقتصاديين والمحللين الماليين، إذ أصبح اندماج الأسواق المالية على المستوى الدولي مطلباً ملحاً، خاصةً في ظل التغيرات العالمية الراهنة التي أفرزتها العولمة والتحرير المالي، بهدف مواجهة المافسة الشديدة وتحقيق اقتصاديات الحجم، وضمان البقاء والاستمرار في عصر لا بقاء فيه إلا للأضخم والأقوى.

وبعد استعراضنا لمختلف جوانب البحث، توصلنا إلى النتائج التالية:

- إن اندماج الأسواق المالية الدولية في الفكر المعاصر أصبح مبنياً على التكامل، التحالف وعلى التعاون بين المتنافسين، وهو بذلك إستراتيجية للتكيف مع متطلبات التواجد في عصر العولمة المالية وحرية تدفق رؤوس الأموال، واكتساب القدرة على التطوير والتحسين والتجديد ورفع مستوى الكفاءة؛
- من بين الأسباب التي دفعت معظم الأسواق المالية الدولية إلى تنظيم عدة عمليات اندماج فيما بينها هو الاتجاه الاقتصادي العالمي المعاصر الذي فرضته العولمة والتحرير المالي وتزايد استخدام التطور التكنولوجي، الذي أصبح يتطلب قيام كيانات اقتصادية كبيرة في كافة الأنشطة والمجالات؛
- إن الثقل الاقتصادي للكيان المالي الجديد الناتج عن اندماج عدد من الأسواق المالية الدولية لا يساوي مجرد المجموع الحسابي للثقل الاقتصادي لهذه الأسواق التي اندمجت، ولكن ينشأ عن هذا الاندماج تفاعل اقتصادي يؤدي إلى قوة اقتصادية مُضاعفة تفوق حاصل الجمع كما رأيناه في التجارب المدروسة.
- لقد حققت عمليات الاندماج بين الأسواق المالية الدولية التي تم دراستها قيمة اقتصادية مُضافة، سواء من حيث القيمة السوقية، مثل اندماج سوقي طوكيو Tokyo وأوزاكا Osaka اليابانيتين للأوراق المالية الذي وصلت فيه القيمة السوقية بعد الاندماج إلى ما مقداره 03 ترليون و600 مليار دولار، أو من حيث تحقيق الأرباح كما حصل في عملية اندماج سوق دبي المالي وبورصة ناسداك دبي، أين وصلت الأرباح في عام 2017 إلى 233.5 مليون درهم إماراتي، أو من حيث انخفاض تكاليف التشغيل كما في حالة اندماج مجمع أوروبنكست Euronext مع بورصة دبلن الأيرلندية عام 2018، حيث تم توفير ما مقداره 06 مليون أورو من التآزر والتعاون الإيجابي بين البورصتين فيما يخص تكاليف التشغيل.

و بناءً على النتائج السابقة نُقدم الاقتراحين التاليين:

- يجب دراسة الاندماج بين الأسواق المالية الدولية دراسةً شاملة، دقيقة وعميقة مع مراعاة الضوابط اللازمة لذلك قبل اتمام عمليات الاندماج، لما له من تأثير كبير على أنشطة الأسواق الداخلة في هذه العمليات؛
- بالنسبة للدول العربية يجب دراسة وتحليل مختلف الممارسات الإقليمية والدولية في مجال اندماج الأسواق المالية وإستخلاص الدروس منها، خاصةً في ظل عمليات إعادة الهيكلة الواسعة التي تشهدها مختلف الأسواق في العالم، وما تشهده كذلك من إجراءات تحديث وتطوير في الأدوات، المناهج والنظم، وحتى الأفكار.

## قائمة المراجع:

- الهندي منير إبراهيم (2003)، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، مصر.
- برودي نعيمة وبلعربي عبد القادر (ديسمبر 2004)، تيار عولمة الأسواق المالية إلى أين؟، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي - واقع وتحديات، جامعة الشلف - الجزائر.
- بن معتوق صابر (2017-2018)، مطبوعة محاضرات في مقياس المالية الدولية، موجهة لطلبة السنة الثالثة تجارة دولية وإمداد، قسم العلوم التجارية، جامعة برج بوعرييج - الجزائر.
- بن منصور موسى (2010)، دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف - الجزائر.
- بوكساني رشيد (2005-2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر. (بتصرف).
- جبار محفوظ (2011)، أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، الجزء 2، عين مليلة - الجزائر.
- جبار محفوظ وعمر عبده سامية (2008)، أسواق رأس المال الدولية - الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 03، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة - الجزائر.
- دمج بورصتي دبي وأبوظبي (2018)، تم الاسترجاع من موقع: <https://www.sarayaneews.co>
- رعد حسن الصرن (2007)، عولمة جودة الخدمة المصرفية، دار التواصل العربي، الأردن.
- سحنون محمد ومحسن سميرة (أكتوبر 2009)، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف - الجزائر.
- سوق دبي المالي (2017-2021)، سوق مالية إقليمية بمقاييس عالمية، الامارات العربية المتحدة.
- سوق دبي المالي (2018)، تم الاسترجاع من موقع: [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)
- شحاته أحمد بسيوني وبدوي محمد عباس (2002)، المحاسبة المالية المتقدمة، دار الجامعة الجديدة، مصر.
- شركة سوق دبي المالي (2017)، التقرير السنوي، الامارات العربية المتحدة.
- شكري ماهر كنج وعوض مروان (2004)، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، الأردن.
- صافي وليد وأنس البكري (2009)، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، الأردن.
- عبد العال حماد طارق (2001)، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، مصر.
- عجم هيثم وسعد علي (2014)، التمويل الدولي، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، ط1، الأردن.
- قطاف نبيل (2005)، السوق المالية الدولية، تم الاسترجاع من موقع: <https://www.scribd.com>
- محمد علي إبراهيم العامري (2013)، الإدارة المالية الدولية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن.
- محمود أحمد التوني (2007)، الاندماج المصرفي، دار الفجر، ط1، مصر.
- مداني أحمد (2018)، الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق، ط1، الأردن.

- مدحت صادق (2001)، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر.
- مفتاح صالح (2002)، العوامة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 02، جامعة بسكرة- الجزائر.
- مفتاح صالح (2005-2006)، المالية الدولية، جامعة بسكرة- الجزائر.
- هيئة الأوراق المالية والسلع (2015)، التقرير السنوي، الامارات العربية المتحدة.
- 
- Dubai Financial Market (2018), Retrieved from: [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae).
- Euronext (2018), Euronext completes the acquisition of the irish stock exchange, Retrieved from :[www.Euronext.com](http://www.Euronext.com).
- Euronext (2018), Retrieved from: <https://en.m.wikipedia.org> .
- Meir Olivier & Schier Guillaume (2006), Fusions Acquisitions, Stratégie-Finance- Management, Dunod, Paris.
- NYSE (23 MAY 2018 ), NYSE to launch FANG+ options on june11 ; offers efficient hedging and exposure to basket of key tech stocks, Retrieved from :[www.NYSE.com](http://www.NYSE.com).
- NYSE (26 JULY 2018), NYSE Completes Historic First Half of 2018, Retrieved from :[www.NYSE.com](http://www.NYSE.com).

الهوامش:

1. تعتبر حكومة دبي بمثابة الشركة الأم والطرف المسيطر، حيث تمتلك نسبة 79.63% من شركة سوق دبي المالي من خلال بورصة دبي المحدودة (الشركة الأم) وهي شركة تابعة لحكومة دبي.