

نحو تجسيد تكامل الأسواق المالية المغربية
دراسة حالة أسواق تونس، الجزائر والمغرب

**Towards embodying the integration of Maghreb Financial
Markets
Case study of the markets of Morocco, Tunisia and Algeria**

عبد المجيد قدي جامعة الجزائر 3- الجزائر phdkeddi@gmail.com	صبرينة جابلة* جامعة الجزائر 3- الجزائر Djabela.sabrina@univ-alger3.dz
--	---

تاريخ القبول: 2021/03/01

تاريخ الاستلام: 2020/12/10

الملخص

أصبح التكامل بين الأسواق المالية أمرا حتميا لمواجهة التحديات التي تفرضها التطورات العالمية، وقد أولت الدول المغربية منها الجزائر، تونس والمغرب اهتماما كبيرا ومتزايدا لتطوير أسواقها المالية والبحث عن الآليات الأساسية لتعميق درجة التعاون فيما بينها من أجل تحقيق تكامل أسواقها المالية، هذا ما تهدف إليه هذه الدراسة التي توصلنا من خلالها إلى أنه و رغم أهمية التكامل بين الأسواق المالية لهذه الدول إلا أنها لم تنجح في تحقيق ذلك لكون هذه الأسواق لا تزال ضعيفة الأداء وتشوبها العديد من المعوقات مما يجعل آليات تكاملها غير فعالة وتحتاج للعديد من التغييرات والإصلاحات لتوفير الظروف الملائمة واختيار الآلية المناسبة لإنجاح عملية تكاملها.

الكلمات المفتاحية: تكامل الأسواق المالية، الأسواق المالية المغربية، معوقات التكامل، أساليب التكامل، متطلبات إنجاح التكامل .

Abstract

Financial markets integration is imperative to face the challenges posed by global development, the Maghreb countries including Algeria, Tunisia and Morocco have given wide and increasing attention to developing their financial markets, and researching the basic mechanisms to deepen their corporation in order to integrate their financial markets, this is what this study aims for, and we concludes that the financial markets of these countries have not succeeded in achieving this because these markets are still poorly performing and faced many obstacles which made their integration mechanisms ineffective and needs many reforms to provide the appropriate conditions and selection of mechanism for the success of its integration process.

* المؤلف المرسل: جابلة صبرينة، الإيميل: djabela.sabrina@univ-alger3.dz

Keywords: The integration of financial markets; The Maghreb financial markets; the obstacles of integration; the methods of integration; the requirements for the success of the integration

مقدمة:

اكتست فكرة تحقيق التكامل بين الأسواق المالية أهمية بالغة بفعل التطورات الاقتصادية السريعة التي طبعت العلاقات الاقتصادية الدولية منذ الربع الثاني من القرن الماضي، ويعد تكامل الأسواق المالية وسيلة هامة لخلق كيانات مالية أقوى قادرة على العمل والمنافسة لتحقيق الأهداف المنشودة منها، وتطلع دول المغرب الثلاث تونس، الجزائر والمغرب كغيرها من الدول إلى تحديث وتعميق أسواقها المالية بشكل أفضل بما يتناسب مع الأحداث الاقتصادية العالمية الجديدة، إذ أصبحت عملية التكامل بين الأسواق المالية لهذه الدول الثلاث ضرورة ملحة وهدف مطلوب من أجل التخلص من العوائق التي لازمت هذه الأسواق في تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية، وحتى تتمكن هذه الدول من إنجاز عملية تكامل أسواقها المالية لابد عليها من التغلب على العوائق التي تواجه نجاح العملية، وتحسن اختيار وإتباع جملة من الآليات التي تتحول فيها الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث من إستراتيجية العمل الفردي إلى إستراتيجية العمل الجماعي حتى تجسد تكاملها على أرض الواقع .

و بناءا على ما تقدم ولإلمام أكثر بموضوع تكامل الأسواق المالية المغاربية ارتأينا صياغة إشكالية دراستنا على النحو التالي :

- ما هي آليات إنجاز عملية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث

تونس، الجزائر والمغرب؟

وللإجابة عن هذا السؤال سننطلق في دراستنا هذه من الفرضية الآتية:

تحتاج دول المغرب الثلاث لإنجاح عملية تكامل أسواقها المالية لاختيار وإتباع آلية من آليات التكامل التي تتماشى مع أوضاع أسواقها المالية، كما يجب عليها اتخاذ جملة من الإجراءات التي تهيئ من خلالها الظروف الملائمة والمواتية لإنجاح هذه العملية.

أهمية الدراسة: تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية موضوع الأسواق المالية خصوصا في الوقت الحالي المتميز بالتطور الهائل للمعاملات المالية في هذه الأسواق والإقبال الكثيف للاستثمار فيها هذا من جهة، ومن جهة أخرى ترجع أهمية الدراسة إلى أهمية الأسواق المالية كونها وسيلة من وسائل تمويل الاقتصاد وكذلك للفوائد والمزايا المرتبطة بالعملية التكاملية بين الأسواق المالية،

ونظرا لحاجة دول المغرب الثلاث تونس، الجزائر والمغرب إلى هذا النوع المعاصر من التمويل ولتباين أداء أسواقها، فهي بالتالي بحاجة للبحث عن آليات لتحقيق تكامل أسواقها المالية حتى تتمكن من الاستفادة من عوائدها ومن ثم تنمية اقتصادياتها.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة بشكل عام إلى التعرف على أهمية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث تونس، الجزائر والمغرب، بالإضافة إلى معرفة واقع هذه الأسواق المالية والإلمام بالسّمات المشتركة بينها وتحديد معوقات تكاملها، للوصول إلى صياغة أهم الآليات والإجراءات التي ستمكن دول المغرب الثلاث تونس، الجزائر والمغرب من تحقيق وإنجاح تكامل أسواقها المالية لتفعيل دورها التنموي.

منهج الدراسة: وفي محاولة للإجابة عن الإشكالية المطروحة اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يتطلب وصف لخصائص وأبعاد الظاهرة في إطار يسمح بتجميع البيانات والمعلومات اللازمة، ومنهج دراسة حالة، لأسواق المال للدول الثلاث تونس، الجزائر والمغرب من خلال إلقاء الضوء على واقع هذه الأسواق ودراسة مؤشرات أدائها خلال الفترة 2014-2018 للوصول إلى الآلية المناسبة لتحقيق تكاملها.

على ضوء ما تقدم سيتم اعتماد المحاور التالية:

- أساليب وأهمية تكامل الأسواق المالية.
- تشخيص وضعية الأسواق المالية المغاربية تونس، الجزائر والمغرب.
- معوقات وآلية إنجاح عملية تكامل الأسواق المالية للدول الثلاث تونس، الجزائر والمغرب.

1. أساليب وأهمية تكامل الأسواق المالية:

يحظى موضوع تكامل الأسواق المالية باهتمام الكثير من الباحثين، نظرا للدور المهم الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في العملية التمويلية للتنمية، وعليه لا بد من ضبط مفهوم هذه العملية وتحديد مختلف أساليب ونماذج تكامل الأسواق المالية، للوصول لمعرفة أهمية هذه العملية بالنسبة للأسواق المالية المغاربية.

1.1 مفهوم عملية تكامل الأسواق المالية:

يعرف تولون Teulon تكامل الأسواق المالية بأنها " عملية التوصيل بين الأسواق المالية الوطنية، الأمر الذي يؤدي إلى إنشاء سوق مالية دولية" (Teulon.F, 1997, p. 65) ، بعبارة أخرى تعرف الأسواق المالية المتكاملة بتلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد

معين شراء وبيع الأدوات المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكنتيجة لذلك يتم إصدار أوراق مالية موحدة ونمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار، وترتفع درجة التأثير والتأثير بين هذه الأسواق كلما ارتفعت درجة الارتباط والتكامل فيما بينها. (زودة و بوكفة، 2018، صفحة 161)

يشير تكامل الأسواق المالية إلى إمكانية المستثمرين الوصول بحرية ودون عوائق إلى الأسواق المالية التي يرغبون الاستثمار فيها، مما يعني انفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض وإلغاء القيود التي تمنع حرية الاستثمار مثل الضرائب والقيود التنظيمية. (العمار، محمود، و علي، 2009، صفحة 162)

2.1 أساليب ونماذج تكامل الأسواق المالية :

أصبح تكامل الأسواق المالية ضرورة تفرضها المتغيرات الاقتصادية الراهنة على الدول خاصة النامية منها، للتمكن من مسايرة تغيرات النظام المالي العالمي ومجابهة تحديات الأسواق العالمية، وتختلف أساليب ونماذج التكامل حسب درجة التجانس والتباين بين البورصات المراد ربطها. هناك عدة أساليب للتكامل بين الأسواق المالية نذكر البعض منها:

- منصة التداول المشترك التي تهيئ فرص التعامل بصورة جماعية في الأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق التكامل.
- التداول عبر الحدود وذلك بإتاحة الفرصة للمستثمر الأجنبي للوصول إلى الشركات المدرجة في البورصات المحلية في أية دولة كانت.
- إدراج الشركات المشترك إذ يسمح بتداول الأوراق المالية لدى البورصات المحلية في البورصات الأجنبية وتبقى هذه الأوراق المدرجة في البورصات الأجنبية خاضعة للوائح والأحكام المطبقة في بورصتها المحلية، ويعتبر هذا النموذج الأقل تكلفة وملائمة لأسواق المال لدول المغرب مثلا. (اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا الأسكوا، 2004، الصفحات 37-39).

أما فيما يخص نماذج الربط بين البورصات التي يمكن لأسواق المال إتباعها لتحقيق التكامل، فهي الأخرى مختلفة باختلاف البورصات المراد تكاملها ويمكن للدول استخدام أكثر من نموذج واحد في الربط :

- الربط الحاسوبي والذي يستوجب وجود شبكة تربط بين الحواسيب لتشكل شبكة مركزية واحدة يديرها برنامج إلكتروني واحد.
- الربط بالوسطاء الماليين وذلك من خلال السماح لهم بالتعامل في مختلف البورصات إضافة إلى البورصات المسجلين بها.

- الربط بالشركات المالية العالمية التي تملك فروعاً ومكاتب في الدول الأعضاء حتى تستفيد من الخدمات التي تقدمها تلك الشركات من استشارات وإدارة المحافظ والتداول في هذه البورصات، بالإضافة للشركات المشتركة التي تسهل عملية التسجيل في مختلف البورصات.
- الربط بمحفظة استثمار دولية تتكون من أوراق مالية مسجلة في بورصات مختلفة وبعملة مختلفة.
- الربط بالسياسات المالية من خلال توحيد السياسات المالية المتعلقة بالبورصة كسياسات الاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط إدراج الأوراق المالية.
- الربط التنظيمي وذلك بتنسيق الهياكل التنظيمية بين البورصات من توحيد الأنشطة، الإدارات وآليات التداول وكذلك الربط التشريعي من خلال توحيد التشريعات والقوانين. (النجار، 1999، صفحة 169)

3.1 أهمية تكامل الأسواق المالية المغربية:

تسعى أسواق المال في دول المغرب لتحقيق التكامل بينها نظراً لما تحققه هذه العملية من مزايا وفوائد للأسواق المالية في حد ذاتها وتمكينها من مساهمتها في توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق التنمية الاقتصادية، إذ تعد آلية سوق الأوراق المالية إحدى أهم الآليات المستخدمة في إحداث عملية التنمية، وتنبع أهمية هذه الأسواق من قدرتها على تجميع وتنمية رأس المال المدخر من مصادره المتنوعة وتوزيعه بدرجة عالية من الرشد على مجالات الاستثمار الفعالة، الأمر الذي يساعد في تنفيذ خطط وبرامج التنمية الاقتصادية، ويبدو واضحاً دور الأسواق وأهميتها في التنمية، (هندي، 1998، الصفحات 106-107) ولهذا فإن تكامل الأسواق المالية في دول المغرب الثلاث سيزيد من قوة دفع عجلة التنمية الاقتصادية لما يحمله من مزايا وفوائد ويظهر ذلك من خلال:

- إقامة سوق مالية مغربية مشتركة تعمل على إعادة توجيه الموارد المالية بكفاءة اقتصادية أعلى، وتوفر بذلك مصادر تمويل على درجة كبيرة من الوفرة يمكن أن تساهم في إحداث تغيير جوهري لواقع اقتصاديات دول المغرب، وإعطاء دفعة قوية للسوق المالي الجزائري كونه الأضعف.
- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية الموجودة على مستوى هذه الدول، وبالتالي إدخال شرائح جديدة وأكبر من المستثمرين في المشروعات التنموية لهذه الدول وإقامة شركات ومؤسسات جديدة لتصب في التنمية الشاملة، مما سيؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي في المنطقة ورفع مستويات الاقتصادات المغربية.

• المساعدة في تحقيق ما يسمى بالاعتماد الجماعي على الذات المغربية في تمويل التنمية لتكون تنمية مستقلة، خاصة في ظل العولمة والاتجاه إلى المزيد من التكتلات الاقتصادية وذلك من خلال إحداث تكامل مالي، والتوجه إلى التمويل عن طريق سوق مالية. (عبد الحميد، 2003، الصفحات 235-240)

• إتمام برامج خصخصة الشركات العمومية وتشجيع مشاركة هيئات الاستثمار الجماعية المحلية.

• التشجيع على الشراكة بين الدول الثلاث عوضا من التوجه نحو الشراكة مع الدول الأوروبية للتقليل من التبعية، كما توفر إمكانيات تقاسم المخاطر بين المناطق مما يحد من تأثير الأزمات المالية.

• يساهم التكامل بين الأسواق المالية لدول المغرب في تلبية احتياجات التنمية الاقتصادية لهذه الدول الثلاث، إذ أن البنوك التجارية فيها بإمكاناتها المعروفة لا تستطيع تحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل، كما يساهم تكامل الأسواق المالية بتقليل درجة المخاطرة الاستثمارية من خلال تمكين المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية وزيادة فرص الاستثمار المتاحة في الأسواق الثلاث. (بن ناصر الجديد، 2007)

• يؤدي تكامل الأسواق المالية لكل من الجزائر، تونس والمغرب بالنهوض بواقع هذه الأسواق، كما يعتبر عامل أساسي يدعم عودة الأموال المهاجرة أو الموجودة لدى المهاجرين المغربية خاصة أن سكان هذه الدول يفضلون استثمار أموالهم في أوطانهم الأصلية، مما يستوجب توسيع الطاقة الاستيعابية للأسواق في هذه الدول.

2. تشخيص وضعية الأسواق المالية المغربية تونس، الجزائر والمغرب:

تمتاز دول المغرب محل الدراسة (الجزائر، تونس والمغرب) بعلاقات اقتصادية وثقافية وسياسية مشتركة نسبيا، مما جعل أسواقها المالية تمتاز بخصائص مشتركة، من بينها ضعف أداء هذه الأسواق وتباينها مقارنة بالأسواق المالية الدولية الأخرى، هذا ما يعيق إمكانية تكاملها وارتباطها.

1.2 خصائص وسمات الأسواق المالية المغربية محل الدراسة :

تظهر مؤشرات الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث أن هذه الأسواق تتميز بمجموعة من الخصائص المشتركة والتي يمكن حصرها فيما يلي:

• صغر حجم الأسواق المالية وضيق نطاقها وكذا دورها المحدود في حشد الموارد وتخصيصها، ويظهر ذلك من خلال مجموع عدد الشركات المدرجة في أسواق الدول الثلاث والذي لا يتجاوز 200 شركة.

- التركيز المؤسسي لحيازة الأوراق المالية، أي تملكها مؤسسات تقليدية كالبنوك وشركات التأمين، ففي المغرب قدرت نسبة التركيز في السوق 70,4 %، كما ارتفعت درجة تركيز التداول بسبب احتفاظ كبار المستثمرين بأهم شركات القطاع العام وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة. (السيسي، 2003، صفحة 60)
- ضآلة الطلب على الأوراق المالية بمعنى قلة أوامر الشراء والبيع في هذه الأسواق بسبب عدة عوامل من بينها ضآلة معدلات الدخل والادخار وعدم ثباته، فضلا عن عامل تفضيل السيولة لدى كثير من الأفراد لمواجهة الاحتياجات الاستهلاكية، ومع انخفاض عوائد الأوراق المالية مقارنة بأشكال أخرى من الاستثمارات.
- ضعف الفرص المتاحة للتنوع فهي بورصات صغيرة الحجم وترتكز في استثماراتها على الأسهم والسندات، وهي لا تزال بعيدة عن تنوع الأدوات الاستثمارية. (اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، 2005، صفحة 51)
- ضعف السيولة في هذه الأسواق، والدليل على ذلك انخفاض عدد الصفقات التي تبرم يوميا وعدد أيام التداول في السنة، فمثلا في السوق المالي الجزائري يتم التداول في البورصة يومين فقط في الأسبوع.
- خوض هذه الأسواق جملة من الإصلاحات في السنوات الأخيرة من أجل تطويرها وتحسين أدائها لمواكبة الأسواق المالية العالمية.
- تعاني الأسواق المالية الثلاث من تركيز قاعدة المستثمرين في القطاع المصرفي، كما نجد أن المصارف التجارية تستحوذ على نسبة لا تقل عن 55% في المتوسط، ماعدا في المغرب التي تبلغ نسبة مساهمة القطاع المصرفي في أوراق الدين المطروحة حوالي 26%. (نوران، 2020، صفحة 54)

2.2 دراسة واقع الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث خلال الفترة 2014-2018 :

تختلف ظروف وتواريخ نشأة الأسواق المالية في كل من الجزائر، تونس والمغرب ومكانتها في الاقتصاد من دولة لأخرى، ورغم ضآلتها إلا أنها سجلت تطورات ملحوظة في بعض مؤشراتها خلال السنوات الأخيرة، خاصة بالنسبة لسوقي تونس والمغرب التي سجلتا تحسنا في رسمليتهما السوقية وعدد الأوراق المتداولة فيهما بالإضافة لعدد الشركات المدرجة، في حين سجلت السوق المالية الجزائرية مؤشرات ضعيفة وامتدنية مقارنة بمثيلاتها السوق المالية التونسية والمغربية، والجدول التالي يوضح تطور أهم مؤشرات الأسواق المالية في دول المغرب الثلاث خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2018:

جدول(1): تطور مؤشرات الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث خلال الفترة 2014-2018

السنوات					الأسواق
2018	2017	2016	2015	2014	
الرسملة السوقية *					
60 741,707	67 025,852	57 613,938	45 645,095	53 439,116	بورصة المغرب
8 141,780	8 797,455	8 251,740	8 774	9 308	بورصة تونس
369,42	84,59	88,7	90,6	110,7	بورصة الجزائر
عدد الشركات المدرجة					
76	74	75	75	75	بورصة المغرب
82	81	79	78	77	بورصة تونس
5	5	5	4	4	بورصة الجزائر
عدد الأسهم					
185 478	288 002	187 320	130 236	154 745	بورصة المغرب
495 967	361 270	438 327	436 982	455 254	بورصة تونس
267 505	468 145	788 860	2 212 143	1 101 165	بورصة الجزائر
قيمة الأسهم المتداولة					
4 799,871	6 803,328	4 998,175	4 089,411	4 358,401	بورصة المغرب
841,76	969,443	744,22	981,9	1389	بورصة تونس
8,4	18,24	12,41	24,05	37,71	بورصة الجزائر**

** : الوحدة مليار دينار جزائري

* : الوحدة مليون دولار.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على منشورات اتحاد البورصات العربية

و 2018-2014 Rapports d'activité de la bourse d'Alger

انطلاقاً من معطيات الجدول السابق يتضح لنا أنه خلال الفترة 2014-2018 حققت الأسواق المالية في كل من تونس والمغرب أحسن أداء وأكثر تطور من السوق المالي الجزائري، على رغم التحسن المسجل في أداء السوق المالي الجزائري خلال هذه فترة .

ومن خلال تحليلنا لمؤشرات أداء هذه الأسواق نجد أن السوق المغربية قد سجلت أكبر قيمة للرسملة السوقية خلال فترة 2014-2018 وتفقو بعدة مرات مؤشر السوق التونسية التي عرفت رسملتها السوقية نوعاً من التراجع بسبب تداعيات الأزمة السياسية التي عانت منها هذه الأخيرة، في حين تبقى قيمة الرسملة السوقية للسوق المالي الجزائري ضئيلة وممتدنية على رغم الارتفاع الكبير الذي سجلته سنة 2018 حيث عرفت زيادة تفوق نسبة 436.45% مقارنة بالسنة السابقة.

كما نلاحظ تذبذباً في قيمة الأسهم المتداولة في بورصتي تونس والمغرب خلال الفترة 2014-2018 رغم تطبيقهما وإتباعهما لنظام التداول الفرنسي NSC UNIX والمطبق في العديد من البورصات العالمية.

أما بخصوص عدد الشركات المدرجة لدى الأسواق المالية المغربية الثلاث، فإنه وعلى رغم التطورات والإصلاحات التي شهدتها هذه الأسواق خلال السنوات الأخيرة، لكنها لا تزال تتسم

بالضعف مقارنة بحجم الأسواق المالية العربية الأخرى، إذ لا يتعدى حجم الشركات المدرجة في أسواق الدول الثلاث نسبة 40% من تلك المدرجة في بورصتي القاهرة والإسكندرية وهو أقل من 10% من إجمالي الشركات المدرجة في البورصات العربية، كما لا تتعدى عدد الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية 5 شركات مما يؤكد صغر حجم السوق وضعفه في ظل محاولات هذه الأخيرة لاستدراج وجذب مؤسسات القطاعين العام والخاص للاستثمار فيها، مما لا يمكن مقارنته بأسواق مالية أخرى كسوقي تونس والمغرب.

وبالمقارنة بين هذه الأسواق الثلاث فإننا نجد أنه خلافا للسوق المالي الجزائري، تعتبر كل من المغرب وتونس إحدى الجهات الاستثمارية لرؤوس الأموال الدولية، كونها تمتاز بأسواق مالية متطورة نسبيا، وتؤثر الأحداث المرتبطة بكل دولة على مصير العلاقات بين الأسواق المالية فيها وتغير وجهة المستثمرين واختلاف درجة تكامل الأسواق فيها، وتعتبر الأحداث السياسية من بين أهم العوامل المحددة لتكامل الأسواق المالية.

وغالبا ما توصلت الدراسات إلى وجود تكامل أو ارتباط بين الأسواق المالية في منطقة المغرب العربي خاصة بين تونس والمغرب أما الجزائر فنظرا لضعف أداء سوقها المالي فلا يتم إدراجها في الدراسات، ومن خلال قراءتنا لنتائج إحدى الدراسات التطبيقية في هذا المجال والتي قام بها الباحثون رضوان العمار، ريم محمود وبشرى علي في بحثهم تحت عنوان: "القوى الدافعة لتكامل الأسواق المالية، دراسة قياسية لمجموعة من دول غرب المتوسط (مصر، تونس والمغرب)" خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2018 وذلك باستخدام عدة نماذج منها: **F-BOUNDS**

TEST و **DCC- GARCH** و **ARDL**، أظهرت النتائج أن الارتباط بين سوقي تونس والدار البيضاء (المغرب) غير مستقر حيث بدأت العلاقة إيجابية بين السوقيين لتتحول إلى علاقة سلبية بينهما في الفترة التي تلت بدء الأزمة في تونس وذلك حتى عام 2016، فقد كان لأزمة تونس أثر سلبي على درجة تكامل سوقي تونس والمغرب، ويمكن أن يعزى ذلك إلى تحول المستثمرين من سوق تونس إلى سوق المغرب نتيجة للأزمة السياسية والاضطرابات المتعددة التي تبعتها، حيث كانت المغرب مستقرة سياسيا واقتصاديا خلال الأزمة التونسية، كما أن ضعف العلاقات التجارية بين الدولتين التي تظهر من خلال معدل التجارة الثنائية كان له أثر سلبي على تكامل السوقيين الماليين لتونس والمغرب. (العمار، محمود، و علي، 2019، الصفحات 322-328)

3. معوقات وآلية إنجاح عملية تكامل الأسواق المالية لدول الثلاث تونس، الجزائر والمغرب :

تواجه عملية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث تونس، الجزائر والمغرب جملة من المعوقات التي لا بد على هذه الدول من تجاوزها جماعة من أجل إنجاح عملية تكامل أسواقها المالية باختيارها الآلية المناسبة لذلك وتوحيد جهودها لتكاملها.

1.3 معوقات نجاح عملية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث:

من خلال دراستنا نلاحظ أن عملية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث تواجه العديد من المعوقات التي تقف حائلا أمام المكاسب المتوقعة أن تعود على اقتصاديات و أسواق المال للدول الثلاث ، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال الأسواق المالية، إذ نجد أن كل من سوق تونس والمغرب أقدم بكثير من السوق المالي الجزائري الذي يعتبر الأحدث ولا يزال فتيا مقارنة بالسوقين الآخرين وأقلهما تجربة وكفاءة في التعامل، كما تبقى السوق المالية الجزائرية هي الوحيدة مقارنة بتونس والمغرب التي لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها والتعامل في سوقها على خلاف المغرب وتونس اللتان تسمحان للأجانب بالتداول فيهما.
- عدم توفر الوعي الكافي لدى المستثمرين في الدول الثلاث بنظام القيد والتداول في أسواق هذه الدول مع تخوفهم من المخاطر خاصة في ظل ضعفها كالسوق المال الجزائري أو تأثرها بالظروف السياسية للدول كإزمة تونس السياسية التي أدت إلى انتقال المستثمرين فيها إلى السوق المال المغربي.
- اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية التي تحكم عمل الأسواق الثلاث مع غياب الإرادة السياسية بين هذه الدول بسبب الاختلافات الموجودة بينها مثل الجزائر والمغرب، فضلا عن التبعية بصورة أو أخرى للقوى الدولية.
- تدني مستوى التكنولوجيا وأنظمة الإعلام المطبقة في هذه الدول مما يعيق عملية الربط الآلي بين أسواقها المالية والشركات المنفذة لعمليات التداول.
- عجز الأسواق المالية لدول المغرب عن مواجهة المنافسة الشديدة التي تتعرض لها من طرف سواء الأسواق المالية العربية كأسواق الخليج أو من طرف الأسواق المالية المتقدمة كالأسواق الأوروبية، التي تسعى لجذب المزيد من الأموال المغربية .
- انخفاض حجم الاستثمارات في الأسواق المالية المغربية مقارنة بقطاعات أخرى مع عدم وجود عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية إضافة إلى ضعف أنظمة التحويلات البنكية بين البنوك المغربية . (زودة و بوكفة، 2018، صفحة 170)
- وجود عدة قيود في البورصات منها القيود المالية المتعلقة بالرقابة على النقد الأجنبي، قيود تحويل العملات الأجنبية، فرض الضرائب على الأوراق محل التداول، ضعف حجم تداول البورصات، والقيود المعلوماتية كضعف الإفصاح المالي وتخلف الإعلام، عدم تنمية المقاييس المعلوماتية وغياب مراكز دعم القرارات بالبورصات المغربية، بالإضافة إلى القيود التنظيمية كضعف الهياكل التنظيمية وغياب البيئة المساندة للبورصات.
- ضعف القطاع الخاص واستفراد وهيمنة القطاع العام بالدور الأساس في عملية التنمية، وكذلك الحال بالنسبة لتمويل المشاريع التنموية إذ لا تتاح الفرصة للمصارف للاستفادة من

وجود سوق الأوراق المالية كمصدر مالي طويل الأجل، خاصة أن هذه الأخير أي المصارف غير قادرة على تمويل الاحتياجات المالية للمشاريع التنموية الضخمة.

- تباين البورصات من حيث درجة تطورها وعدم تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها.

(النجار، 1999، الصفحات 176-177)

2.3 متطلبات إنجاح عملية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث:

إن خيار التكامل بين الأسواق المالية هو أحد الاستراتيجيات الهامة للتكيف مع متطلبات التواجد في عصر العولمة والتحرر المالي وحرية تدفق رؤوس الأموال لتوفير السيولة اللازمة، وحتى تتمكن كل من المغرب، تونس والجزائر من تحقيق تكامل أسواقها المالية لتمويل مشاريعها التنموية بكل فعالية وكفاءة تحتاج دول المغرب الثلاث إلى إتباع جملة من الآليات لتنفيذ التكامل بين بورصاتها، وذلك من خلال اعتماد أسلوب التدرج المرهلي في عملية التكامل حيث: في مرحلة أولى يتوجب على هذه الدول الثلاث تحديد نموذج التكامل المناسب لأسواقها، لتقوم في مرحلة ثانية باختيار نموذج الربط المثالي مع مراعاة التكلفة والمكاسب في كل بورصة وكما سبق الذكر لا بد على الدول الثلاث الاشتراك الجماعي في شبكات المعلومات القومية لأنه أقل تكلفة من تعدد الاشتراكات لنفس المعلومة، خاصة وأن البورصات المغربية غير قادرة على تحمل تكاليف كبيرة، واتخاذ إجراءات معقدة يدفع بها إلى التخلي عن عملية التكامل.

لذلك قبل إجراء عملية تكامل الأسواق ينبغي على الحكومات المغربية اتخاذ جملة من الإجراءات الأساسية لتحقيق نجاح عملية التكامل كتحريك الاقتصاد وتسهيل عمل القطاع الخاص خاصة في الجزائر وإنشاء قنوات تبادل المعلومات ما بين الأسواق مما يحفز التجارة الإلكترونية، بالإضافة إلى تبني نظام ضريبي محفز إذ تعد درجة الانفتاح الاقتصادي والإمداد بالموارد المالية عاملان فاصلان في عملية التكامل.

كما يجب على السلطات العمومية خصوصا البنوك المركزية والسلطات الرقابية أن تؤسس ميكانزمات تسمح بمتابعة وتحليل هذه التحولات من أجل ضبط أفضل للمتغيرات فيما يخص الأخطار النظامية. (النجار، 1999، صفحة 175)

لكن هذه الإجراءات لا تفي بالغرض وحدها إذ لا بد على الأسواق المالية أن تنجح في عملية التطوير الذاتي من خلال مرتكزات النمو المشتركة فيما بينها، وذلك بتوفير جملة من المتطلبات كتوحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في لغة التعامل اليومي في البورصات المغربية مع وضع خطة للتعاون بين البورصات تقوم على أساس تبادل الخبرة والتجارب وإرسال بعثات إلى الخارج للتدريب والاطلاع على نظم العمل في البورصات العالمية .

كما يتوجب على دول المغرب الثلاث توحيد التشريعات واللوائح المنظمة لأسواقها المالية كإجراءات التداول والتسعير وقوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي، ووضع اتفاقيات لتجنب الازدواج الضريبي .

بالإضافة إلى ذلك فإن تعريف المستثمر المغربي بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار المالي بين الدول يبقى من المتطلبات الأساسية كونه المتعامل الأساسي في هذه الأسواق، من خلال عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري، إعداد تقارير موحدة عن أسواق المال للدول الثلاث وكيفية التعامل فيها والذي يتم تدريسه في الجامعات. (بن دحان، 2013، صفحة 149) وقبل إتمام عملية التكامل يجب على الدول الثلاث توحيد النظم المحاسبية، نظم المقاصة والتسوية وتطبيق نظم تداول كفؤ، والتي تسمح بالتنفيذ السريع للمعاملات والصفقات بشفافية تامة، وهكذا إذا تم خلق المحيط التشريعي والقانوني لنظام مالي مشترك والشروط اللازمة والضرورية لتكامل الأسواق المالية مع احترام أسس التدرج ومراعاة ظروف كل بلد على حده تضمن نجاح تحقيق تكامل الأسواق وأداء دورها الفعلي في تمويل التنمية. (سهيلي، 2017، الصفحات 51-52)

وبالتالي يمكننا القول أن نجاح عملية تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث تونس، الجزائر والمغرب يتوقف على حسن اختيار وإتباع آلية من آليات التكامل التي تتماشى مع أوضاع هذه الأسواق واتخاذ جملة من الإجراءات التي تهيئ من خلالها الظروف الملائمة والمواتية لإنجاح عملية تكامل أسواقها المالية وهو ما يؤكد فرضية الدراسة.

3.3 آفاق تفعيل تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث:

إن تعميق آليات تكامل الأسواق المالية ليس هدفا في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة لدعم خطوات الاندماج الاقتصادي المغربي وتحقيق التنمية المنشودة كونه سيعزز جاذبية الاستثمار إلى المنطقة وتسهيل انتقال رؤوس الأموال بين الدول ناهيك عن ترسيخ مكانة أسواق هذه الدول في النظام المالي العالمي، فتدني ترابط مختلف مؤشرات الأسواق الثلاث يكرس الاتجاهات القطرية لهذه الأسواق للاندماج مع الأسواق الدولية أكثر من اتجاهها نحو الاندماج البيئي، لذلك يجب على الأسواق المالية المغربية إتباع الإجراءات التالية:

- تشجيع شركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها وكذلك الشركات الخاصة على التحول إلى شركات مساهمة، وتشجيع عملية الخصخصة عن طريق الأسواق المالية وذلك لزيادة عمق وسيولة الأسواق المغربية والأسهم الحرة المتاحة للتداول، فمثلا السوق المالي الجزائري يجب عليه العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية وتسهيل إدراج الشركات الأجنبية لإحياء وزيادة سيولة السوق وتطوره، كما يجب على هذه الأسواق الاستفادة من

تجارب الأسواق المجاورة لها كتجارب دول الخليج أو مصر أي الدول العربية التي تتشابه معها.

- إيجاد قنوات الاتصال بين الدول الثلاث بما يتيح تبادل الخبرات الفنية وتقديم المساعدات الفنية خاصة بالنسبة لسوق المال الجزائري بهدف تشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية المغربية، وبالتالي تنمية هذه الأسواق، وتمثل حرية انتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الأساسية لإيجاد قنوات الاتصال بين البورصات الثلاث فتخطي هذه العقبة لا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة المعمول بها بصفة تامة، ولكن بالإمكان تطبيق المعاملة التفضيلية بين هذه الدول لأنواع معينة أو عمليات محددة.
- توفير مواد تثقيفية بشأن استخدام بورصات الأوراق المالية لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذات الملكية الأسرية.
- التطوير الذاتي للأسواق المالية قبل الشروع في التكامل مع الاهتمام بالتفكير التعاوني التكاملي وليس الجزئي التنافسي عند استحداث أي نظام جديد أو تطوير نظام قائم فيما يخص الاستثمار في الأوراق المالية، مع إعادة هيكلة القطاعات المصرفية والعمل على الزيادة التدريجية في المؤسسات المالية غير المصرفية في مقابل القطاع المصرفي.
- إن اختلاف درجة التشابه بين البورصات يؤدي إلى اختلاف درجات الاستفادة من تكامل الأسواق المالية، فكلما ازدادت درجة التشابه بين البورصات كلما انخفضت درجة الاستفادة من التكامل، وبهذا فإن تنوع الأسواق وانخفاض درجة تشابهها في دول المغرب شرط أساسي للاستفادة من تكامل أسواقها المالية.
- استكمال جهود الدول نحو تطوير وتنمية أسواقها المالية، وذلك باستكمال المشاريع المنطلق فيها والتي تم التخلي عنها عوضا من الانطلاق في مشاريع جديدة، والتي ستواجه نفس المعوقات وبالتالي نفس المصير.
- لا بد على دول المغرب محاولة تفعيل دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق التكامل بين الأسواق المالية من خلال إدراج الأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المالية المغربية خاصة بعد أن برزت المعاملات الإسلامية بشكل لافت منذ بداية الألفية والإشارات الإيجابية التي لقيتها من طرف الأسواق المالية الدولية، إضافة إلى أن النظام القيمي في هذه الدول الثلاث هو الإسلام مما سيساعد على استقطاب الفئة العازفة عن الادخار في الأدوات المالية التي تتناسب ومبادئ الشريعة الإسلامية.

الخاتمة:

لقد أوضحت فكرة تكامل أسواق المال لدول المغرب الثلاث (تونس، المغرب والجزائر) ضرورة ملحة بالنظر لما يمكن أن تعود به من منافع وفوائد على الأسواق وعلى المنطقة بحد ذاتها، و تتميز الأسواق المالية لهذه الدول بمجموعة من الخصائص المشتركة والعوامل المواتية لإنجاح عملية تكامل أسواقها المالية لكن لا تزال أسواق هذه الدول منعزلة عن بعضها البعض وتعمل بإستراتيجية فردية ولا ترتبط فيما بينها بسبب العديد من المعوقات التي تعرقل عملية تكاملها، إذ لم تستطع هذه الأسواق الثلاث تحقيق إنجازات تكاملية مشهودة، رغم تبلور فكرة التكامل لدى شعوب المنطقة، ونظرا لما للتكامل من دور هام وبارز في دعم نمو هذه الأسواق، فإنه يتوجب على هذه الدول العمل على تطوير وتحديث أسواقها حتى تتمكن من إنجاز عملية تكاملها، وذلك باختيار الآلية المناسبة لتجسيد هذا التكامل، و يمكن استعراض جملة من التوصيات الآتي ذكرها:

- ✓ اتخاذ جميع الإجراءات اللازمة للتطوير الذاتي للأسواق المالية الثلاث حتى تهيئ الفرصة لتوحيد مجهوداتها وتنسيق أنظمتها وسياساتها لتحقيق تكامل أسواقها.
- ✓ تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية من خلال نشر الثقافة البورصية وتقديم محفزات للمستثمرين كإعفاءات الضريبية والعوائد المغرية في مختلف الأسواق.
- ✓ عقد اتفاقيات تعاون بين دول المغرب الثلاث وطي الخلافات الموجودة بينها مهما كانت، خاصة الخلافات السياسية الموجودة بين الجزائر والمغرب.
- ✓ مراعاة إمكانيات الأسواق المالية للتكامل وقدرتها على التكيف مع الإصلاحات التي تفرضا آليات التكامل وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع.
- ✓ اختيار نموذج التكامل الذي يتماشى وواقع الأسواق المالية في دول المغرب الثلاث.
- ✓ وجود الإرادة السياسية عند دول المغرب الثلاث بات أمرا ضروريا لتحقيق تكامل الأسواق المالية لدول المغرب الثلاث.
- ✓ تفعيل التجربة التكاملية لدول المغرب العربي (اتحاد المغرب العربي)، التي ستعطي بدورها دفعة قوية لتحقيق تكامل الأسواق المالية في هذه الدول.

قائمة المراجع:

- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا الأسكوا. (2004). استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمي في منطقة الأسكوا. نيويورك: الأمم المتحدة.

- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا. (2005). تطوير الأسواق المالية واصلاح مؤسساتها قضايا وخيارات السياسة العامة لمنطقة الأسكوا. نيويورك: صندوق النقد الدولي.
- صلاح الدين حسن السيسي. (2003). قضايا اقتصادية معاصرة (الإصدار الأولي). مصر: عالم الكتب.
- عبد المطلب عبد الحميد. (2003). السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة. مصر: مجموعة النيل العربية.
- فريد النجار. (1999). البورصات والهندسة المالية. مصر: مؤسسة شباب الجامعة للنشر.
- منير هندي. (1998). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الاسكندرية- مصر: منشأة المعارف.
- إلياس الأزهر بن دحان. (2013). دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي. مذكرة ماجستير . الجزائر: جامعة بسكرة.
- أميرة سهيلي. (2017). تكامل الأسواق المالية وتأثيره على القطاع المالي، دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي(2003-2013). مذكرة ماستر . قالمة، الجزائر: جامعة 8 ماي 1945.
- رضوان العمار، ريم محمود، و بشرى علي. (ديسمبر، 2019). القوى الدافعة لتكامل الأسواق المالية دراسة قياسية لمجموعة من دول غرب المتوسط (مصر، تونس، المغرب). مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 6 العدد (2).
- رضوان العمار، ريم محمود، و بشرى علي. (2009). تكامل الأسواق المالية في مجموعة من دول شرق المتوسط ومجموعة من دول غرب المتوسط. مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية .
- عمار زودة، و حمزة بوكفة. (مارس، 2018). جهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية و متطلبات انجاحه. شعاع الدراسات الاقتصادية.
- يوسف نوران. (2020). دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية. الكويت: صندوق النقد الدولي.
- محمد بن ناصر الجديد. (2007). تكامل الأسواق المالية العربية. الاقتصادية جريدة العرب الاقتصادية الدولية (4973).
- Teulon.F. (1997). *Les marchés des capitaux* . édition seuil.