

واقع الإصلاحات ونمو أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي -قراءة وتحليل

نوال بن لكحل¹¹ أستاذ محاضر "أ"، مخبر الاقتصاد والتنمية، المركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة، الجزائر،

benlakehal.nawel@cu-tipaza.dz

تاريخ الاستلام: 2020/2/15

تاريخ القبول: 2020/6/1

تاريخ النشر: 2021/1/1

ملخص:

تتجلى مشكلة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي منها بلدان المغرب العربي، في محدودية أدائها، وانعدام الخبرة والرؤى الواقعية لاقتصاديات هذه الدول مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لأسواق مالية تتميز باستمراريته وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويلها للقطاعات الإنتاجية والخدماتية.

نحاول من خلال دراستنا، إبراز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية والآليات التي تمكن من تفعيله، بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين .

في إطار المنافسة الشديدة، أصبح على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها، أن تولي اهتماما كبيرا للأسواق المالية، وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات: الإدارية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة.

سيتم التركيز من خلال هذه الدراسة، على تطور الأسواق المالية في دول المغرب العربي: الجزائر المغرب وتونس، من حيث أدائها وأهم المعوقات التي تعترض السوق المالي الجزائري للقيام بالدور المنوط به.

كلمات مفتاحية: الأسواق المالية، المؤشرات البورصية، الأداء المالي

Resumé :

Le problème des marchés boursiers dans les pays en développement, y compris les pays du Maghreb, se reflète dans leurs performances limitées et le manque d'expérience et de vision réaliste de leurs économies, qui ont empêché d'établir des bases solides pour les marchés financiers caractérisés par leur persistance et leur efficacité à attirer des investissements nationaux et étrangers et à financer les secteurs de la production et des services.

Nous avons essayé par notre étude, de mettre en exergue le rôle du marché financier dans le financement des économies nationales et les mécanismes qui leur permettent de le faire, permettant la diversification des sources de financement aux agents économiques.

Pour ce faire Dans le cadre d'une concurrence intense, chaque pays, pour réaliser son développement économique et maintenir sa position, doit prêter une grande attention aux marchés financiers, les développer et les moderniser à tous les niveaux : Instruments administratifs, législatifs et administratifs, l'augmentation et la diversification des instruments financiers en circulation.

L'étude se concentrera sur le développement des marchés financiers dans les pays du Maghreb : l'Algérie, le Maroc et la Tunisie, en termes de performance et les obstacles les plus importants auxquels le marché financier algérien est confronté pour jouer son rôle.

Mots clé: marchés financiers, indices boursiers, performance financière

نوال بن لكحل: nawel.benlakehal@yahoo.fr

1. مقدمة:

يرتبط تطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين و نمت أسواق الأسهم و السندات. ولتحديد مدى تطور الأسواق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد اقتصاديون على مجموعة من المؤشرات التي من شأنها أن تسهل فهم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليين من جهة، وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي من جهة أخرى. كما تسمح للاقتصاديين و أصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم و إجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور الأسواق المالية بها.

رغم قدم كل من السوق المالي المغربي ونظيره التونسي إلا أنهما لم يكونا فاعلين إلى أن عرفا الإصلاحات بداية التسعينيات، أي الفترة التي تزامنت ونشأة السوق المالي الجزائري حتى يتسنى لنا القيام بذلك، يمكن صياغة الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي: هل أقدمية السوق المالي في كل من تونس والمغرب مقارنة بالسوق المالي الجزائري، يعد مبررا لأداء أحسن من طرف هذه الأسواق؟ ماهي أهم المؤشرات لدراسة العلاقة بين أداء الأسواق المالية المغربية والتنمية الاقتصادية؟ لذلك وفي إطار المقارنة بين تطور الأسواق للأوراق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتونس اعتمدنا المؤشرات التالية لتحليل الأداء:

- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

حجم الإصدار

تطور عدد الشركات المدرجة

- تطور المؤشر البورصي

- مؤشر سيولة السوق ويتحدد عن طريق:

نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي

تركيز السوق

حدود الدراسة :

تخص هذه الدراسة أسواق الأوراق المالية المغربية، المختصرة في الدول الثلاثة: الجزائر،

المغرب تونس

بينما فترة الدراسة فقد ارتأينا توحيدها، كون أن السوق المغربي والتونسي يعتبران أسواقا قديمة، ولم تلعبا دورها حتى بعد الإصلاحات التي شهدتها، والتي تتزامن مع فترة إنشاء السوق المالي في الجزائر لذلك نجد فترة الدراسة المختارة تتمحور حول فترة تمتد من بداية الإصلاحات في كل من تونس والمغرب والنشأة بالنسبة لسوق الجزائر.

2. حجم سوق الأوراق المالية في البلدان المغربية الثلاثة

سنقوم بدراسة حجم وعمق السوق من خلال النقاط التالية:

1.2 تطور سوق الإصدار في الدول الثلاث:

إن الهدف من وجود البورصة كسوق ثانوي، ليس فقط من أجل التداول وإنما لتشجيع سوق الإصدار، بحيث نرى من خلال سوق الإصدار، تطور التمويل المباشر باللجوء إلى السوق المالي، والمتمثل أساسا في الطلب العمومي للدخار والمكون من مجموع عمليات التمويل المباشر، أي العمليات التي تتمكن من خلالها الجهة المصدرة (جهة عمومية أو خاصة) من تجميع رؤوس الأموال من الجمهور على شكل دين (بطرح سندات جديدة)، أو مساهمات في رأس المال (بطرح أسهم جديدة). يعتبر سوق الإصدار، أحد أهم المؤشرات التي يمكن أن نحكم بها على مدى نمو سوق الأوراق المالية وتطوره.

1.1.2 تطور سوق الإصدار في الجزائر:

يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالضعف، ويتجلى ذلك من خلال محدودية عدد الشركات المدرجة في البورصة، حيث يمكن تلخيص إجمالي الإصدارات التي عرفها السوق المالي الجزائري في مايلي: كانت أول عملية إصدار لشركة سوناطراك وشركة رياض سطيف عام 1998، ليتبعه بعد ذلك إصدار لشركة صايدال والأوراسي في عام 1999، لتشهد بعد ذلك البورصة توقفا لعمليات الإصدار إلى غاية 2003، عندما أصدرت شركة إعادة تمويل الرهن العقاري سندات دين مؤسساتي، وفي سنة

2004 قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية وشركة سونلغاز، بتدعيم سوق السندات عن طريق تسجيل إصدار سندات دين كليهما، وفي سنة 2005 شهد سوق السندات إصدارات لسبع (07) قروض سندية بمبلغ 62.72 مليار دينار، مقابل مبلغ 44.89 مليار دينار في سنة 2004، أي تسجيل ارتفاع نسبته 39.7%،

تجدر الإشارة هنا أنه خلال نفس السنة، تم سحب سند رأسمال الرياض سطيف من البورصة بتاريخ 6 ديسمبر 2006 بطلب من المصدر، الذي قدم ملف عرض علني للإنسحاب، طبقا للتشريع المعمول به، وجاء هذا الطلب إثر قرار مجلس مساهمات الدولة سحب الشركة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص.

على غرار سنة 2005 وسنة 2006 فقد دعم سوق السندات سنة 2007 بإصدار ثلاثة قروض سندية أخرى، رغم انخفاض قيمتها بالمقارنة مع سنتي 2005 و 2006.

لم تسجل سنة 2008 أي إصدار جديد فيما يتعلق بقيم رأس المال، حيث أصبح قسم بورصة الجزائر يضم سهمين اثنين: مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة صايدال. ينبغي التذكير بأن سهم رياض سطيف سبق أن كان موضوع طلب علني للإنسحاب سنة 2006، وقد تحقق هذا الطلب.

سلّمت اللجنة أثناء سنة 2008 ثلاث تأشيرات لثلاث قروض سندية (نفس العدد من التأشيرات في سنة 2007)، غير أن مبلغ الأموال التي تم رفعها، وصلت إلى 36 مليار دينار مقابل 7.8 مليار دينار سنة 2007، وأخذت مجموعة سونلغاز حصة الأسد بمبلغ 30 مليار دينار.

يندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية، التي بادرت بها وزارة المالية، بهدف تطوير سوق رؤوس الأموال التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل المصرفي.

سلّمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة خلال سنة 2009، تأشيرتين بناء على مذكرتين إعلاميتين تتعلقان بمبلغ قدره 31 مليار دج، حيث تم تسليم التأشيرة الأولى لمؤسسة سونلغاز على مبلغ إصدار قدره 25 مليار دج؛ وأما التأشيرة الثانية فقد تم تسليمها لمجموعة مؤسسة الأشغال العمومية "حداد" التي دخلت للمرة الأولى إلى سوق القروض السندية لرفع مبلغ قدره ستة (06) ملايين دينار. كما سجّلت السنة المالية 2009 ثلاثة (03) إصدارات جديدة لسندات استحقاق شبيهة للخرينة بآجال 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة الممثلة في الجدول التالي:

الجدول 1: سندات استحقاق شبيهة للخرينة المصدرة سنة 2009

صنف السندات	العدد	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
07 سنوات	01	2009/01/21	2016/01/24
10 سنوات	01	2009/02/18	2019/02/20

2024/03/18	2009/03/18	01	15 سنة
------------	------------	----	--------

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2009، ص 39

تميزت سنة 2010 بإدراج سهم جديد لشركة أليانس للتأمينات، بتاريخ 02 نوفمبر 2010، ويجدر بنا الإشارة هنا أنه يعتبر أول إدراج لسهم منذ سنة 1999 (وهو تاريخ إدراج سهم صايدال). كما سلّمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، خلال سنة 2010، تأشيرة واحدة تتعلق بملياري (02) دينار تخص المؤسسة المالية "الاتئمان الإيجاري المغاربي بالجرائر"، مدة إنضاجه خمس (05) سنوات، إضافة إلى أنها سجّلت ثلاثة (03) إصدارات جديدة متعلقة بسندات استحقاق شبيهة للخزينة بأجال 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة، بقيمة إجمالية 19.9 مليار دينار. يمكن تقديم هذا الإصدار حسب الجدول التالي الجدول التالي:

الجدول 2: سندات استحقاق شبيهة للخزينة المصدرة سنة 2010

صنف السندات	العدد	القيمة (دج)	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
07 سنوات	01	5000.000	2010/11/03	2017/03/05
10 سنوات	01	5000.000	2010/03/17	2020/03/18
15 سنة	01	4990.000	2010/04/07	2025/04/07

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2010

لم تشهد سنة 2011 إلا مُصدرا واحدا، يتمثل في الخزينة العمومية التي قامت بإصدار 3 خطوط بقيمة إجمالية تقدر بـ 15 مليار دج.

الجدول 3: سندات استحقاق شبيهة للخزينة المصدرة سنة 2011

صنف السندات	القيمة (مليون دج)	العدد	تاريخ الإصدار
07 سنوات	5000.000	01	11/04/06
10 سنوات	5.000.000	01	11/05/04
15 سنة	5.000.000	01	11/06/01

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2011

الجدول 4: معدل تطور سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (2011-2005) (%)

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
-	-	+	+	-	-	+	Σ الإصدارات
36	90	72	1814	83	29	27.24	

المصدر: من إعداد الباحثة

عرف سوق السندات في الجزائر تراجعاً "معتبراً" سنة 2011، حيث بلغ قيمة إجمالية قدرها 32.36 مليار دج، مقابل 69.85 مليار دج سنة 2010 (6.53 %)، كما أن هذا التراجع يعود إلى غياب عمليات تجديد وتمويل السوق عقب انتهاء أجل 3 قروض من ضمن القروض السندية الخمسة المؤشرة في البورصة.

يتعلق الأمر بالقرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية المقدّر بـ 14.1 مليار دج، الذي انتهى أجله في ديسمبر 2010، والقرض السندي سونلغاز المقدّر بـ 15.9 مليار دج، الذي انتهى أجله في ماي 2010، والقرض السندي لاتصالات الجزائر المقدّر بـ 21.5 مليار دج الذي انتهى أجله في أكتوبر 2011. كما تم تعويض بين سنتي 2009 و 2011 أكثر من 50 مليار دج، دون أن تكون هناك عملية واحدة لتمويل هذه السوق.

يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالعشوائية، بحيث نلتبس أن كل الإصدارات التي شهدتها بورصة الجزائر، لا تندرج تحت أي خطة اقتصادية أو مالية، فأمام عزوف الشركات العمومية والخاصة عن الانضمام للتعامل على مستوى السوق، بقي السوق يحرك بشكل أساسي من طرف الخزينة بإصدارها لسندات استحقاق شبيهة للخزينة، إذ تهدف السلطات الحكومية من خلال هذا الإجراء إعادة تفعيل سوق البورصة الوطني، عبر تزويده بسندات سيادية على المدينين المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضاً بإعداد منحى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة، كما يسمح إدخال سندات استحقاق شبيهة للخزينة إلى البورصة، للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة وأمنة، بحيث يكون الهدف المنشود من خلال هذه العملية إعطاء عمقا لسوق قيم الدولة والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على مستوى بورصة الجزائر.

2.1.2 تطور سوق الإصدار في المغرب:

عرف سوق الإصدار سنة 1999، إصدارات مقدرة بـ 3.8 مليار درهم، مسجلاً انخفاضاً بنسبة 11 % مقارنة بسنة 1998، في حين سجّلت الأسهم مضاعفتها بثلاث مرات، نتيجة لعمليات الدمج والامتصاص. بينما بقيت إصدارات السندات الخاصة جد محدودة وإصدارات سندات الخزينة باتجاه

الانخفاض، بينما القروض العمومية تقلصت بـ 50% أين انتقلت من 2 مليار درهم سنة 1998 إلى 791 مليون درهم لسنة 1999 .

تميزت سنة 2000 بارتفاع إصدارات السندات بنسبة 211% مقارنة بالسنة السابقة، ويرجع هذا أساسا إلى:

- أول إصدار لسندات قابلة للتحويل إلى أسهم والمتعلقة بالشركات المغفلة بقيمة 400 مليون درهم.
- إصدار CIH إصدارين بقيمة 291 و 50 مليون درهم على التوالي، من أجل تمويل السكن الاجتماعي.

تبقى الإصدارات السنوية سنة 2001، بمعناها طلب القرض باللجوء إلى السوق المالي، جد ضعيفة (6.5% من المخصص الإجمالي لرأس المال الثابت)، مقارنة باستعمال القروض البنكية، غير أنه عرف ارتفاعا نسبته 70% هذه السنة مقارنة بالسنة الماضية.

عرف سوق الإصدار المغربي تطورا كبيرا ومهما خلال سنة 2010، ليرقى إلى قيمة إجمالية تفوق 71 مليار درهم مغربي، أي ارتفاع بنسبة 73.1% مقارنة بالسنة السابقة.

يرجع هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة الإصدارات على مستوى السوق المتوسط وطويل الأجل (+71.8%)، الذي عوّض انخفاض إصدار السوق قصيرة الأجل من سندات الخزينة (-1.7%).

على غرار سنة 2009، لم يشهد السوق المالي المغربي خلال سنة 2010 أي عملية إدراج لأسهم جديدة.

ارتفعت إصدارات السوق الإجمالية سنة 2011 إلى قيمة تفوق 75 مليار درهم، أي ارتفاعا بنسبة (6.4%) مقارنة بسنة 2010. من أهم عوامل هذا الارتفاع نذكر:

- ارتفاع الإصدارات على مستوى السوق المتوسط وطويل الأجل (+4.1%)، إضافة إلى ارتفاع إصدارات شهادات الإيداع (+1.7 مليار درهم)، وإلى إصدار سندات مؤسسات التمويل (+1.6 مليار درهم)

- ارتفاع الإصدارات على مستوى السوق القصير الأجل (+60.9%)، من خلال إصدار سندات الخزينة (+2.1 مليار درهم)؛

- كل هذا مع ثبات ارتفاع إصدار الأسهم عند القيمة 7.3 مليار درهم.

الجدول 5: تطور سوق الإصدار في المغرب خلال الفترة (2007-2011)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011
إصدار الأسهم (مليار درهم)	4.76	3.77	2.5	7.34	7.33
%	18	8	6	11	10
إصدار السندات (مليار درهم)	21.72	48.91	41.67	63.8	68.39
%	82	92	94	89	90
مجموع الإصدارات	26.48	52.68	44.17	71.14	75.72

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول أعلاه، يظهر جليا هيمنة سوق إصدار السندات مقارنة بسوق إصدار الأسهم. كذلك تطور إصدار السندات يتضاعف وبحجم كبير من سنة لأخرى، مقارنة بالتطور البطيء الذي يعرفه سوق إصدار الأسهم، الذي انتقلت قيمته خلال الفترة (2001-2011) من 0.67 مليار درهم إلى 7.33 مليار درهم، أي ارتفاع خلال الفترة بنسبة (994%)، في حين عرف سوق إصدار السندات ارتفاعا خلال نفس الفترة من 5.54 مليار إلى 68.39 مليار درهم، أي بنسبة (1134%)، كل هذه الارتفاعات كان لها الأثر الإيجابي على تطور سوق الإصدار إجمالا، والذي انتقل خلال نفس الفترة من 6.2 مليار درهم إلى 75.72 مليار درهم، أي تطور بنسبة (1121%).

3.1.2 تطور سوق الإصدار في تونس:

يتضمن سوق الإصدار في تونس على مجموعة مختلفة من الشركات، وإن كانت تتميز نوعا ما بقلّة عددها مقارنة ببعض البورصات العالمية أو حتى العربية، حيث يبلغ عدد الشركات المقيدة 57 شركة عام 2011. كما يتميز عدد الشركات المقيدة بالتقلب وعدم الثبات من سنة لأخرى، ما جعل إجمالي قيمة الإصدارات الأولية يتقلب هو الآخر من سنة لأخرى، حيث وبعد تسجيل ما قيمته 279 مليون دينار من الإصدارات الأولية عام 2002 تراجعت هذه القيمة إلى 182 مليون دينار عام 2003، لتعاود الارتفاع إلى 204 مليون دينار عام 2004، لتتخفض مرة أخرى إلى 188 مليون دينار عام 2005 لتحقق فيما بعد وفي سنة 2006 ما قيمته 463 مليون دينار مع إدراج ثلاث (03) شركات جديدة في البورصة، إلا أن هذه القيمة تراجعت سنة 2007 إلى 394 مليون دينار، رغم إدراج ثلاث شركات أخرى جديدة، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول 6: تطور سوق الإصدار في تونس خلال الفترة (2007-2011)

2011	2010	2009	2008	2007	
154	290	404	311	140	الأسهم
46	43	38	45	36	م
180	615	656	374	254	السند
54	67	62	55	64	ات
334	905	1060	685	394	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة

بلغت قيمة إصدارات الشركات التونسية عن طريق المساهمة العامة، باعتبار عمليات رفع في رأس المال بإدماج الاحتياطي، 685 مليون دينار مقابل 394 مليون دينار سنة 2007 مسجلة بذلك تطورا بنسبة 73.9%. يرجع التطور المسجل إلى ارتفاع قيمة الإصدارات المتعلقة برفع رأس المال وبنسبة 122.4%.

بلغت حصة إصدارات سندات الدين المؤشر عليها 55% من مجموع الإصدارات خلال سنة 2008 مقابل 64% سنة 2007.

بعد الإدراج الأول بالبورصة لشركة الإنتاج الفالحي، في السوق البديل لتسعييرة البورصة في شهر نوفمبر 2007، تم الإدراج الثاني في هذا السوق في شهر جوان 2009، يخص هذا الإدراج شركة سرفيكوم التي تم قيدها على إثر زيادة في رأس مالها بواسطة عرض عمومي للاكتتاب بقيمة 3.25 مليون دينار.

بلغ عدد الإصدارات الجديدة لمختلف أنواع سندات الشركات المدرجة سنة 2010 33 عملية بقيمة بلغت 905 مليون دينار مقابل 34 عملية بقيمة 1060 مليون دينار سنة 2009.

شملت إصدارات سندات رأس المال 18 عملية بقيمة بلغت 290.2 مليون دينار، وهو ما يعادل إصدار 115 مليون سهم، وبلغت عمليات الرفع في رأس المال نقدا ست (06) عمليات بقيمة 238.7 مليون دينار مقابل إحدى عشرة (11) عملية عن طريق إدماج الاحتياطي بقيمة 50.7 مليون دينار. ونشير أيضا في هذا الباب حصول الاتحاد الدولي للصناعة والتجارة في نهاية سنة 2010 على ترخيص هيئة السوق المالية لتحقيق عملية دمج عن طريق امتصاص أربعة من فروعها بقيمة 0.759 مليون دينار تم إنجازها خلال شهر مارس 2011.

شملت الإصدارات السنوية خمسة عشر (15) قرصاً سندي بقيمة 615 مليون دينار مقابل 16 إصدار و655 مليون دينار سنة 2009 .

أ- الإصدارات في ظل الأزمة: اتسم السوق المالي الأولي خلال سنة 2011 بتدعيم إصدارات الخزينة، تبعاً لتفاقم عجز الميزانية وازدياد الحاجيات من السيولة. في المقابل، واجهت الشركات التي تلجأ إلى التمويل المباشر صعوبات في تعبئة الأموال من السوق جراء تقلص السيولة ومناخ الحذر السائد، فضلاً عن تردّي شروط الإصدار الذي تم تسجيله في بعض الحالات.

ب- إصدارات الدولة: تضاعفت سحوبات الخزينة في سنة 2011 حيث انتقلت من 635 مليون دينار في سنة 2010 إلى 1335 مليون دينار، منها 72.1 % في شكل سندات خزينة قابلة للتنظيم، أي بحجم يماثل تقريباً المبلغ المتوقع للإصدارات.

بعد أن اضطرت إلى اللجوء للتمويل قصير الأجل في بداية السنة، توجهت الخزينة فيما بعد نحو إستراتيجية تمويل ذات أجل أطول، مع تركّز السحوبات على خطوط التمويل متوسط الأجل، التي أثارت اهتمام المكتتبين، نظراً للفارق الضعيف بين المردود الذي توفره هذه التوظيفات وتلك ذات أجل استحقاق أطول.

ج . إصدارات الشركات بطرح أوراقها للمساهمة العامة: اتسم السوق الأولي خلال سنة 2011 بشبه غياب إصدارات سندات رأس المال من قبل الشركات، في حين كانت الإصدارات في القسم السندي التي احتكرتها مؤسسات القرض غير منتظمة، ومركزة بشكل خاص على نهاية السنة.

تعكس هذه الوضعية الصعوبات بشأن تعبئة الأموال عبر طرح الأوراق للمساهمة العامة، في ظل مناخ متسم بحالة ترقب راجعة إلى عدم وضوح الرؤية وتقلص السيولة. ظلت مساهمة السوق المالية في تمويل الاقتصاد هامشية قياساً بالتمويل المصرفي، إذ اقتصرَت الأموال المعبأة على مبلغ 293 مليون دينار مقابل 989 مليون في سنة 2010.

في هذا الإطار، بلغ حجم الأموال الجديدة التي تم ضخها في شكل ترقيع رأس المال ستة (06) ملايين دينار؛ منها 4.8 مليون دينار متعلقة بزيادة رأس مال شركة " تلنات القابضة"، العاملة في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال، المدرجة حديثاً بالبورصة.

اتسم القسم السندي، من ناحية أخرى، بتركّز الإصدارات على شهر ديسمبر 2011 الذي سجل منح تأشيرة هيئة السوق المالي لستة (06) قروض، بحجم إجمالي قدره 260 مليون دينار، علماً أن المبلغ السنوي الإجمالي للقروض المؤشر عليها يساوي 440 مليون دينار. بلغت بذلك الأموال المعبأة في هذا

القسم 287 مليون دينار خلال سنة 2011، منها 110 ملايين تتعلق بقروض مؤشرا عليها في سنة 2010.

تجدر الإشارة إلى أن الشركات واجهت بعض الصعوبات في تعبئة الموارد طويلة الأجل في السوق السندي، وتظهر هذه الصعوبات، حسب الحالة، من خلال التمديد في الفترة الزمنية اللازمة لتعبئة بعض القروض السندية أو التعبئة الجزئية للمبالغ المؤشر عليها، علاوة على قيام بعض المصدرين بالترفيغ في مستوى تأجير قروضهم، نظرا بالخصوص للظرف الاقتصادي السائد والضغط المسلطة على نسب الفائدة طويلة الأجل المطبقة على سندات الخزينة.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة السندات المصدرة خلال الفترة (2002-2011) على العموم أكبر من قيمة الأسهم المطروحة. بدون وجود فرق كبير. كما نلاحظ تأثير الأزمة السياسية على نشاط السوق المالي الذي تدهور بشكل كبير خلال سنة 2011، من أجل ذلك سوف نستثني سنة 2011 من تحليل تطور النشاط، كون الظرف السائدة استثنائية، إذ تطور سوق إصدار الأسهم خلال الفترة (2002-2010) منتقلا من 46 مليون دينار إلى 290 مليون دينار، أي حقق نسبة ارتفاع 530%.

ارتفعت قيمة السندات المصدرة خلال فترة الدراسة من 233 مليون دينار إلى 615 مليون دينار أي تحقيق نمو نسبته 136%. كما يمكن تقييم تطور سوق الإصدار للفترة بارتفاع قيمته من 279 مليون دينار إلى 905 مليون أي تحقيق نسبة نمو 224%.

4.1.2 قراءة وتحليل:

يعتبر مؤشر إصدارات السوق، من أهم المؤشرات التي تبين مدى حيوية السوق، كون أن وفود قيم جديدة إليه يسمح بتجديده وتنويعه.

يعتبر حجم الإصدار في البلدان الثلاثة متواضعا مقارنة بالأسواق العالمية المتطورة، غير أنه يبدو جليا أن سوق الإصدار المغربي في مرتبة أحسن من سوق الإصدار التونسي، من حيث التنوع والنمو السريع للإصدارات من سنة لأخرى، وكونه حقق خلال عشر سنوات من انطلاقه، تضاعفا كبيرا يفوق 1100%. في حين نجد سوق الإصدار التونسي، في تقدم من سنة لأخرى بشكل بطيء، ليعرف تدهورا كبيرا نتيجة الأزمة السياسية التي تعرضت إليها البلاد. أما سوق الإصدار في الجزائر يتميز بالركود وذلك منذ انطلاقه الفعلي في أواخر سنة 1999 حتى سنة 2003، بعدها بقي دائما ضعيفا، إلا أنه عرف بعضا من الحركة ليحقق زيادة بمعدل 2161% سنة 2004 بقيمة 49.29 مليار دينار جزائري، ليحقق بعد ذلك قيمة أكبر من الإصدارات الجديدة عام 2005 بقيمة 62.72 مليار دج، ثم عرفت سنة 2007 ترجعا وتدهورا بنسبة 83% لتنكمش قيمة الإصدارات إلى 7.8 مليار دج.

يجب ذكر كذلك انعدام إصدارات جديدة لقيم الأسهم، أي أنه ومنذ سنة 1998 إلى سنة 2008 لم يشهد السوق المالي الجزائري إلا ثلاث إصدارات للأسهم، ثم انسحاب سهم الرياض سطيف وبقاء تداول سهمين فقط، ليتم إصدار سهمين جديداً لليانس للتأمينات. كما تجدر الإشارة إلى هيمنة إصدارات سندات استحقاق شبيهة للخزينة والسندات العادية مقارنة بإصدارات الأسهم.

كما تم تسجيل ملاحظة العناصر المشتركة التالية على مستوى كل من الأسواق الثلاثة كما يلي:

- هيمنة سندات الدين في السوق مقارنة بسندات رأس المال، فالسوق المالي في كل من دول المغرب العربي، يعتبر جذاباً من أجل تمويلات على شكل قروض بدرجة أكبر من انجذاب المستثمرين نحو رفع رأس المال.

- اللجوء إلى السوق المالي أقل وضعيف بالنسبة إلى التمويل البنكي.
- تعتبر خزانة الدولة أهم مصدر في السوق، حتى أنها في المغرب سندات تمثل 90 % من مجموع الديون المطروحة للجمهور المغربي.

2.2 مؤشر عدد الشركات المدرجة

في الوقت الذي تفرض فيه العولمة نفسها وتزول فيه الحدود وتتنامى المنافسة، وأين يجب العمل بدون انقطاع على كسب حصص جديدة في الأسواق، غالباً ما يصطدم تحقيق ذلك الهدف بضعف الموارد المالية الضرورية لتنفيذ الإستراتيجيات الكفيلة بتحقيق نمو الشركة، ويمثل الإدراج بالبورصة في هذا السياق فرصة حقيقية، إذ يوفر مزايا أخرى عديدة لا يدركها دائماً أصحاب الشركات والمساهمون.

قد ينظر لعملية الإدراج بالبورصة على أنها عملية معقدة، وأحياناً على أنها مكلفة أيضاً، ومع ذلك فهي تشكل مرحلة بالغة التأثير والأهمية في مسيرة الشركة.

1.2.2 مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائري: نبين ذلك من خلال ما يلي:

الجدول 7: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1998-2011)

السنة	2005-1999	2009-2006	2011-2009
عدد الشركات المدرجة	03	02	03

المصدر: من إعداد الباحثة

نلاحظ بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، وجود في قائمة التسعيرة ثلاث شركات فقط: مجمع صايدال ورياض سطيف وسلسلة فنادق الأوراسي، خلال كل الفترة الممتدة من سنة 1998 إلى سنة 2006 .

بعد توقيف تداول سهم شركة الرياض سطيف في سنة 2006، بسبب انهيار الشركة وبيعها للقطاع الخاص، بقيت فقط مؤسستين مسعرتين خلال الفترة (2006-2010)، إلى أن تعرف سنة 2010 حدثا مهما في تاريخ البورصة، التي لم تعرف إدراجا منذ سنة 1999 أي لأكثر من عشر (10) سنوات، بإدراج شركة خاصة هي شركة أليانس للتأمينات، ليبقى بعد ذلك عدد المؤسسات المتداولة في سوق الأسهم الجزائري ثلاث (03) شركات.

تعد بورصة الجزائر، نتيجة لضآلة عدد الإدراجات فيها، أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.

2.2.2 مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المغربي: يتضح من خلال الجدول أدناه، أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء، قد تطور خلال فترة الدراسة : (1993-2011) بنسبة 20%.

1

لجدول 8:تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (1993-2011)

الس	عدد الشركات المدرجة	عدد الشركات المدرجة في السنة المعنية	عدد الشركات المشطوبة في السنة المعنية	معدل نمو عدد الشركات المدرجة (%)
199	65	02	05	--
199	61	00	04	6.1-
199	44	04	21	27.86-
199	47	04	01	6.81
199	48	04	03	2.12
199	53	05	00	10.41
199	54	03	02	1.88
200	53	01	02	1.85-

3.77	00	02	55	200
00	00	00	55	200
5.45-	03	00	52	200
1.92	01	02	53	200
1.89	02	03	54	200
16.67	01	10	63	200
15.87	00	10	73	200
5.48	01	05	77	200
1.29-	01	00	76	200
2.63-	02	02	74	201
5.40	01	04	78	201

Source: élaboré par le chercheur en utilisant la documentation suivante :

-Hicham Elalamy, CDVM, Maroc, Douala, le 29 octobre 2009

-Bulletins du fonds monétaire arabe des années 2000-2011

يمكّننا الجدول أعلاه من التمييز بين المراحل التالية:

- بين 1993 و 1995 انخفض عدد الشركات المسجلة في البورصة بشكل كبير، بسبب شطب 30 شركة لم تتمكن من التكيف مع الإصلاحات التي جرت في سنة 1993، لكن خلال هذه الفترة تم تسجيل دخول تسع (09) شركات جديدة، خمس (05) منها عن طريق الخصخصة.

- 1995 - 2004 تم تسجيل دخول 25 شركة جديدة، منها 06 عن طريق الخصخصة مقابل شطب 15 شركة.

- 2005-2011 عرف عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا بـ 24 شركة، مقابل شطب 06 شركات، يعود ذلك إلى التحفيزات الجبائية المنصوص عليها أدناه.

عرف السوق المغربي انطلاقة جيدة بإدراج 65 قيمة سنة 1993، ليعرف بعد ذلك إدراجات جديدة وتشطيبات كثيرة؛ أهمها سنة 1995 بشطب 30 مؤسسة، غير موافقة لشروط التعامل على مستوى السوق وعدم قدرتها في التكيف مع الإصلاحات، لكن رغم فتوة السوق تخلّوها عن أكثر من ثلث القيم المسعرة بعد سنتين من انطلاقتها، سرعان ما تداركت البورصة المغربية وبخطى ثابتة إدراجات جديدة يقدر عددها الإجمالي بـ 61 شركة، ليكون العدد الإجمالي للمؤسسات المدرجة في بورصة دار البيضاء منذ انطلاقتها 126 شركة، تم تشطيب منها 48 قيمة.

كما عرف السوق المغربي حيوية سنوية فيما يتعلق بالإدراجات، بمعدل ارتفاع سنوي 2.125 شركة (1995-2011)، إلا أننا لم نشهد خلال ما يقارب عقدين من الزمن إلا ارتفاعا في عدد الشركات الإجمالي يقدر بـ 13 شركة فقط.

فيما يخص الإعفاءات الجبائية، تمنح عمليات الإدراج في بورصة دار البيضاء، مزايا هامة لثلاث (03) سنوات من خلال:

- تخفيض 50% على ضريبة الشركات إذا تمت عملية الإدراج من خلال عملية رفع رأس مال الشركة بنسبة 20% على الأقل، مع التخلي عن الحق التفضيلي في الاكتتاب.
- تخفيض 25% على ضريبة الشركات، إذا تمت عملية الإدراج من خلال بيع ملكية رأس المال للعموم.

3.2.2 مؤثر تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الأوراق المالية التونسي: يتضح من خلال الجدول أدناه، أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة لتونس، قد تطور خلال فترة الدراسة.

الجدول 9: تطور عدد الشركات المدرجة في سوق البورصة التونسي (1990-2011)

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات المدرجة (%)
1990	13	--
1991	15	15.38
1992	17	13.33
1993	19	11.76
1994	21	10.52
1995	24	16.66
1996	28	16.66
1997	32	14.28
1998	38	18.75
1999	44	15.78
2000	44	00

2001	45	02
2002	46	02
2003	45	03-
2004	44	03-
2005	45	02
2006	48	6.66
2007	51	6.25
2008	50	02-
2009	52	04
2010	56	7.69
2011	57	1.78

المصدر: من إعداد الباحثة

عكس السوق المغربي الذي عرف انطلاقة بعدد مهم من إدراجات الشركات، ليتخلى في غضون سنتين بعدها عن أكثر من ثلثها، نجد السوق التونسي انطلق بإدراج 13 شركة ليعرف ارتفاعا مستمرا منذ إصلاح البورصة في بداية التسعينات، حيث حققت تطورا بمتوسط سنوي (1990-2011) يقدر بـ (02) شركتين، ليحقق ارتفاعا في عدد الإدراجات خلال نفس الفترة تقدر بـ 44 شركة، أي تحقيق نمو بـ 338 %، مع تشطيات قليلة للقيم من التسعيرة خلال نفس الفترة يعود هذا الارتفاع قبل سنة 1994 إلى دخول شركات من القطاع الخاص لتسعيرة البورصة الرسمية، أما عمليات الخصخصة عن طريق البورصة فكانت تتم من خلال بيع كتل أسهم بالمزايدة ولمتعامل واحد، أدى ذلك إلى تهميش المساهمة الواسعة وعدم تداول الأسهم في البورصة. لكن منذ تعديل قانون الخصخصة سنة 1994 وحتى سنة 2002 ساهمت الخصخصة بشكل كبير في زيادة عدد الشركات المدرجة.

تميزت سنة 2010 بتسجيل رقم قياسي في عدد الإدراجات الجديدة بالبورصة، فقد تعززت التسعيرة بخمسة (05) إدراجات، وخصت هذه العمليات شركتين من قطاع التأمين سليم والشركة التونسية لإعادة التأمين، وشركة قرطاج للإسمنت وشركة النقل والشركة العصرية للإيجار المالي. قد قامت كل من تأمينات سليم وشركة قرطاج للإسمنت والشركة العصرية للإيجار المالي، بالترفيغ في رأس المال عن طريق عرض عمومي للاكتتاب، بقيمة إجمالية بلغت 167.3 مليون دينار، وتمكنت شركة قرطاج للإسمنت لوحدها من تعبئة مبلغ 134.9 مليون دينار.

تعتبر عملية الإدراج هذه، الأولى من نوعها في تاريخ الساحة التونسية و المغربية. وفتتح هذه المبادرة آفاق جديدة للشركات التونسية لتعبئة الموارد المالية عن طريق السوق المالية المغربية أو الأوروبية مع إمكانية الانتصاب بهذه الأسواق.

كدليل على النجاح الباهر الذي حققته هذه الإدراجات، تتراوح نسب الاستجابة بين 13 و 30 مرة قيمة الإصدار المطروح بالسوق، في المقابل قامت بورصة تونس خلال شهر جانفي 2010، بشطب شركة نزل بالم بيتش من تسعيرة البورصة، على إثر قيام المساهمون الرئيسيون بعرض عمومي للسحب على

الأسهم العادية والأسهم ذات الأولوية في الربح المتبقية في رأس مال هذه الشركة، ليرتفع بذلك عدد الشركات المدرجة من 52 شركة سنة 2009 إلى 56 شركة سنة 2010.

على خلاف سنة 2010، لم تسجل سنة 2011 سوى عملية إدراج واحدة، فقد تم يوم 23 ماي 2011، إدراج تلنات القابضة التي تنشط في مجال التكنولوجيا الحديثة وإنتاج البرمجيات المتعلقة بمجالات شبكات الاتصال، بالسوق الرئيسية بتسعة البورصة، وتمت عملية الإدراج هذه بعد نجاح الشركة في رفع رأس مالها بـ 12 مليون دينار.

فيما يخص التمتع بامتيازات جبائية تفضيلية، يمكن قيد الشركة في البورصة من التمتع بنظام جبائي خصوصي وتفاضلي.

إن فتح رأس المال للعموم قبل وفي شهر ديسمبر 2009 يكون التخفيض بـ 33% أو 40% من نسبة الضريبة على الشركات، حيث تتحول هذه النسبة من 30% أو 35% حسب القطاع إلى 20% خلال الخمس سنوات الموالية للقيد بالبورصة.

أما بالنسبة للمساهمين القدامى، فتمتع مداخلكهم المتأتبة من التفويت في الأسهم في إطار عملية الإدراج بالإعفاء التام من الضرائب.

4.2.2 قراءة وتحليل :

من خلال ما سبق وفيما يتعلق بمؤشر الإدراجات في أسواق البلدان الثلاثة، تأتي بورصة المغرب في الترتيب الأول من حيث عدد الشركات المسعرة لديها، مقارنة مع بورصة الجزائر وبورصة تونس، غير أن عمليات شطب المؤسسات من تسعيرة البورصة كونها لا تستجيب لمعايير القبول المفروضة من خلال إصلاحات بورصة الدار البيضاء قد أضعف عدد الشركات المقبولة للتسعيرة لتقف عند 78 شركة، يعتبر هذا العدد جد متواضعا مقارنة بالأسواق العربية (373 شركة مسعرة في بورصة القاهرة) أو الناشئة (767 شركة مسعرة سنغافورة) ناهيك عن أسواق الدول المتقدمة (3576 شركة مسعرة في بورصة مدريد و3011 شركة في بورصة نيويورك).

يعرف السوق التونسي وبعده إدراجات أقل، تطورا مهما في عدد الشركات المسعرة على مستواها، حيث حققت معدل نمو خلال الفترة 1995-2011 يقدر بـ 137%.

3.2 الرسملة السوقية في كل من البلدان الثلاثة

يعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة، والذي يعرف بمعدل رسملة البورصة $\text{Ratio of Market Capitalization}$ من أهم مؤشرات قياس حجم البورصة، وتساوي هذه النسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام حسب الصيغة الآتية:

$$\text{MCR} = \text{CM} / \text{GDP}$$

حيث: MCR معدل رسملة البورصة.

CM: رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة).

GDP : الناتج المحلي الخام.

لتحديد أهمية البورصة في الاقتصاد، يتم الربط بين رسملة البورصة والنتائج المحلي الإجمالي، كمؤشر للنشاط

لم تتجاوز هذه النسبة الواحد حتى نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية القرن العشرين، حيث فاقت هذه النسبة مرتين الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول مثل: هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى الولايات المتحدة الأمريكية واليابان.

لا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أن الفرضية المستخدمة حول المؤشر، هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر.

من أوجه قصور هذا المعيار عدم أخذه بعين الاعتبار بعض الأسهم غير المدرجة في البورصة، والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية، على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

بينما السوق المالي الجزائري الذي انطلق سنة 1998 بأول إدراج للقيم ، بقى خلال فترة تفوق العشر سنوات ينشط بتداول ثلاث قيم، لتعدّ بذلك بورصة الجزائر أصغر سوق مالي من ناحية عدد الإدراجات على المستوى المغربي، العربي والدولي.

يرجع قلة عدد الإدراجات في كل من الأسواق الثلاثة، عموما إلى عزوف الشركات عن التعامل داخل البورصة، رغم أنها تحقق كل الشروط المطلوبة.

3. المؤشر البورصوي في أسواق الأوراق المالية لكل من البلدان الثلاثة

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية بطريقة مستمرة ومنظمة ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة ما، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

تبين مؤشرات الأسواق المالية علاقة تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء السوق، أو قطاع اقتصادي معين، أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.

من هذا المفهوم نستنتج أن هناك نوعين من المؤشرات:

- مؤشر عام، يقيس حالة السوق بصفة عامة، وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي؛
 - مؤشر جزئي (قطاعي)، يقيس حالة السوق في قطاع معين.
- يتم حساب المؤشرات البورصوية بطريقة علمية، على أساس عينة تمثيلية من الأسهم الأساسية من ناحية الوزن، والأكثر استقرارا والمسعرة على مستوى البورصة.

1.3 المؤشر البورصي في سوق الجزائر للأوراق المالية

لا يتوفر في الوقت الراهن مؤشر مرجعي أساسي لقياس مهارات وتطورات سوق الأوراق المالية بالجزائر، بحيث نجد أنه يتم احتساب مؤشرا نظريا يعنى بتقديم اتجاه تطور السوق. نتيجة لغياب مؤشر بورصة الجزائر، فإنه يتم احتساب محفظة مرجحة متكونة من ثلاث (03) قيم (حتى نهاية 2011 تضم بورصة الجزائر ثلاث أوراق مسعرة)، حيث تقدم مردودية المحفظة من خلال العلاقة التالية:

$$rpt = 1/N \sum_{i=1}^3 ni \cdot rit$$

t : مردودية المؤشر في الزمن rpt

t في الزمن i : مردودية متوسطة للقيمة rit

ni : عدد الأسهم للشركة المصدرة على مستوى السوق i

N : العدد الإجمالي للأسهم المتداولة على مستوى السوق.

يتبين من خلال هذه العلاقة، أن المردودية المتوسطة المجمعلة لمحفظة، توافق المجموع المستمر للمردوديات المتوسطة والمحقة من خلال هذه المحفظة.

2.3 تطور المؤشر البورصي في المغرب:

كانت بورصة الدار البيضاء، وحتى سنة 2002، تتعامل بالمؤشر العام للبورصة IGB والذي يحمل اللامساواة في القيم المسعرة، بمعنى إجمالي القيم في البورصة، ولا يميز بين القيم القوية والقيم الضعيفة في احتسابه، وبالتالي لا يتبنى أي معايير للتصنيف.

الجدول رقم 10: تطور مؤشر IGB

السنة	IGB تطور	نمو (%)
1990	158.7	--
1991	181.1	29.4
1992	201.9	14.1
1993	259.8	11.5
1994	342.3	28.7
1995	342.4	31.8
1996	447.1	30.600
1997	667.5	49.3
1998	803.7	20.4
1999	777.1	3.3-
2000	658.4	15.3-
2001	609.7	7.4-

Source: Calcul de la DEPF sur la base de données de la bourse de Casablanca

عرف المؤشر العام للبورصة تطورا إيجابيا بنسبة 22.8% خلال الفترة 1990-1997 ثم تطورا سلبيا بنسبة 2.2% خلال الفترة 1998-2002.

MASI: يشمل كل القيم المسعرة على مستوى سوق المغرب، ويعتبر بالتالي مؤشرا واسعا يسمح بمتابعة تطور إجمالي فئة القيم للتسعير، يتطور عدد القيم المكونة له تبعا للإدراجات للتسعيرة، للشطب، عمليات الدمج، الامتصاص.... ويعد مؤشر عام لبورصة الدار البيضاء، إذ يسمح بقياس التطور الإجمالي للبورصة على أساس حجم أعمال محقق خلال مدة محددة، ويحسب يوميا بعد كل حصة تسعيرة.

MADEX: هو مؤشر بورصي مضغوط، مكون من القيم الأكثر نشاطا في التسعيرة فيما يتعلق بالسيولة، ويتلاءم وتسيير المحافظ.

يعتبر هذان المؤشران الأهم، وهما متداخلان، حيث يسمحان بتقديم صورة أوضح فيما يتعلق بالرسومات المختلفة

كما ظهرت مؤشرات أخرى كامنعة قطاعية، يتم الإعلان عنها عند الإغلاق، حيث قامت بورصة القيم للدار البيضاء بمراجعة مصطلحاتها الاقتصادية، بإدخال تصنيف قطاعي جديد، إذ تقسم القيم إلى 10 مجموعات اقتصادية و 39 قطاع صناعي، وهذا يعتبر نفس التصنيف المستعمل على مستوى بورصات باريس، لندن، هونغ كونج.

تعريف العائِم: يعرف العائِم الذي تحسب على أساسه المؤشرات، بأنه يأخذ إجمالي القيم المسعرة بعد حذف العناصر التالية:

المراقبة الذاتية: تشمل أسهم الشركة المسعرة والمحكمة من طرف الشركات تحت سيطرة الشركة المسعرة.

مساهمات الدولة: نخص بها المساهمات المباشرة وكذلك المساهمات عن طريق المؤسسات العمومية وأيضا المساهمات المملوكة من طرف الشركات تحت سيطرة الدولة.

مساهمات الدائمة للمؤسسين: نقصد بها الأسهم المملوكة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف المؤسسين، الذين لهم تأثير على التسيير والسيطرة على المؤسسة (المسيرون، السيطرة عند الانتخاب، تأثير معترف به....)

المساهمات المستقرة: نقصد بها المساهمات (على الأقل 5%) المستقرة منذ 3 سنوات، أي التي لم تتدهور بشكل حساس (-1% خارج الانحلال)، كما تشمل المساهمات الأقل أهمية للمساهمين، الذين لهم مع المؤسسة المسعرة اتفاقيات صناعية أو إستراتيجية خلال فترة.

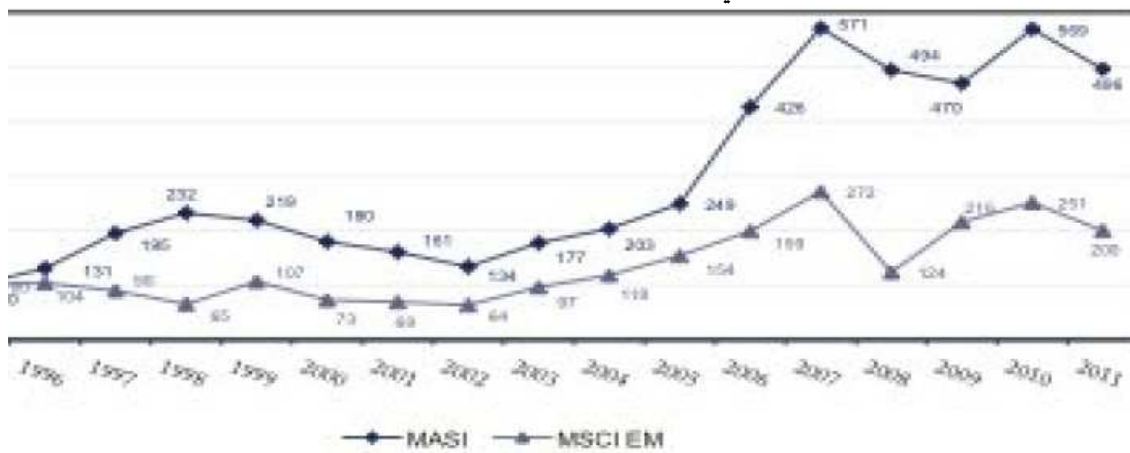
مع بداية سنة 2008 تحولت بورصة الدار البيضاء إلى نظام NSC V900، وهو نظام التسعيرة المطبق على مستوى EURONEXT

الجدول 11: تطور مؤشر MASI وMADEX

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
11027	12655	10444	10984	12695	9479	5539	4522	3944	3180	3807	MA SI
-12.86	+21.2	-4.9	-13.5	+33.9	+71.1	+22.5	+14.7	+24	-16.5		(%)
9011	10335	8464	9061	10464	7744	4359	3522	3175	2241	2963	MADEX
-12.81	+22.1	-6.6	-13.4	+35.1	+77.7	+23.7	+11.0	+41.7	-24.4		(%)

Source : Calcul de la DEPF sur la base de données de la bourse de Casablanca

الشكل البياني 1: تطور مؤشر MASI وMADEX



Source : CDVM, rapport annuel 2011 P19

تطور MASI خلال الفترة 2003-2007 بمعدل متوسط سنوي 25.95 %
كما تطور خلال الفترة 2003-2007 بمعدل متوسط سنوي بنسبة 27.46 %

- عرف MADEX تطورا بعد التطورات الجيدة التي شهدتها بورصة الدار البيضاء والجلية، من خلال المؤشرات، غير أنه ونتيجة للأزمة المالية العالمية 2008، التي كان لها انعكاسا سلبيا على أداء بورصة المغرب، التي شهدت تدهورا خلال سنة 2008 ليستمر التدهور سنة 2009، غير أن المغرب شهد تطورات إيجابية على كل المستويات الاقتصادية والمالية سنة 2010 الذي حقق فيه ناتجا داخليا إجماليا يفوق 779 مليار درهم بمعدل نمو 3.7%، كذلك انعكس على المؤشرات التي عرفت نسبة نمو معتبرة نتيجة للنشاط الجيد والإجراءات الكثيفة التي اتخذتها بورصة الدار البيضاء (2010)، غير أن تداعيات الأزمة الدولية وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، أدى إلى تراجع المؤشرين سنة 2011 .

كما شهدت سنة 2010 انطلاق نوع جديد من المؤشرات، حيث تم إنشاء FTSE Group بالتعاون مع مؤشرين مطابقة للمعايير الدولية، المحسوبة والمبثة كل 15 ثانية، بحيث يسمح برؤية أحسن للسوق المغربي من طرف المستثمرين الأجانب. ويتمثل المؤشران في :

FTSE -CSE Morocco 15 المتكون من الخمس عشرة (15) قيمة الأكثر سيولة والمسعرة على مستوى بورصة الدار البيضاء.

TSE CSE Morocco All Liquid Index وهو مؤشر مرجعي يرسم تطورات كل القيم السائلة لبورصة الدار البيضاء .

في حين نجد المؤشر FTSE CSE Morocco 15 قد حقق ارتفاعا في سنة 2010 بـ 35.8% وانخفض بـ 1.4 نقطة خلال سنة 2011.

يقدم المؤشر البورصي تلخيصا لحركة السوق عقب مجموعة من العمليات وخلال فترة محددة ، فلا بد من التدقيق فيه حتى يتسنى أن يقدم أكبر معلومات فيه، لذلك نجد أن بورصة الدار البيضاء ومنذ مارس 1997 تبنت نظام التسعيرة الالكترونية وطبقته على أربع (04) قيم لتعممه في جوان 1998 على كل التسعيرات، لتقدم تشكيلة من المؤشرات حول الوضعية العامة للسوق، أو حول الأسهم الأكثر نشاطا، أو الأكثر سيولة حسب القطاعات، حول الاستثمار الأجنبي.

3.3 مؤشر سوق الأوراق المالية بتونس

يعتبر BVMT أول مؤشر للسوق التونسي والذي تم إنشاؤه في 30 سبتمبر 1990، بعدها تم إصدار مؤشر تونانداكس الذي بأساس قدره 1000 نقطة يوم 31 ديسمبر 1997، الذي أصبح يمثل المؤشر المرجعي لبورصة تونس، ليقرر مجلس المؤشرات البورصية ابتداء من 02 جانفي 2009 بعدم نشر BVMT .

كما تم تغيير طرق حساب مؤشر تونانداكس الذي لم يعد مرجحا بالرسمة السوقية الإجمالية، وإنما يرجح بالرسمة العائمة، وتم أيضا تغيير المكونات الداخلة في تركيبة هذا المؤشر لدى اجتماع

لجنة مؤشرات البورصة بتاريخ 07 جويلية 2011، حيث أصبح يضم كل القيم المدرجة في أحد أسواق سندات رأس المال من تسعيرة البورصة والتي تفوق مدة بقائها شهرا واحدا (من تاريخ المداولات)، مع التذكير أن العينة المكونة لمؤشر تونانداكس، كانت تضم القيم المدرجة باعتبار أسهمها العادية باستثناء شركات الاستثمار، والتي لا تقل مدة بقائها بأحد أسواق التسعيرة عن ستة (06) أشهر.

أما المؤشرات القطاعية التي تم إصدارها يوم 31 ديسمبر 2005 مع أساس قدره 1000 نقطة، فإن منهجية وطرق احتسابها وكذلك صيغ تعديلها، هي نفسها المطبقة على مؤشر تونانداكس.

تتمثل المؤشرات القطاعية التي يتم إصدارها في نشرة البورصة، في تلك المكونة على الأقل من أربع (04) قيم، والتي تمثل رسمتها في البورصة ما يزيد عن 2 % من رسملة مؤشر تونانداكس، ويوجد اثنتي عشر (12) مؤشرا قطاعيا يتم نشرها، علما أن سنة 2011 قد سجلت نشر مؤشرين جديدين يمثلان القطاعين الممتازين "8500- التأمين" و "3500- الصناعات الغذائية والمشروبات".

علاوة على ذلك، سجلت سنة 2011 إصدار مؤشر جديد يسمى "تونانداكس 20" وهو يمثل أداء أكبر عشرين (20) قيمة الأكثر سيولة والمدرجة في أسواق سندات رأس المال بالبورصة. وقد نم وضع هذا المؤشر بغرض مماثلته واستخدامه كمؤشر مرجعي.

يتمثل مجال هذا المؤشر الجديد في ذلك المتعلق بأول خمسة وعشرون (25) رسملة بورصة عائمة، التي تم إدراجها في أسواق سندات رأس المال بالبورصة والمسعرة بصفة متواصلة وتنفق مدة بقائها شهرا واحدا. انطلاقا من هذا المجال، يتم اختيار أكبر خمس عشرة (15) قيمة تحقق نسبة دوران دنيا لتدخل في عينة المؤشر. وتصنف القيم العشر المتبقية حسب حجمها (رسملة البورصة العائمة)، وسيولتها (الحجم ونسبة الدوران وتواتر التداول والمجال في السوق). ويتم منح رتبة نهائية لكل معيار وتضاف الخمس (05) قيم الأولى إلى عينة المؤشر

تم وضع وفي جانب مواز، صيغة أسعار تسمى "تونانداكس أسعار 20" لا تأخذ بعين الاعتبار إعادة استثمار الأرباح.

بالإضافة إلى ذلك ويهدف الاستجابة لمتطلبات المتصرفين، يتم احتساب مؤشر مردودية "PAWVNT20" وفقا للسعر الوسطي المرجح.

يتم ترجيح هذه المؤشرات الجديدة من خلال رسملة البورصة العائمة، بنفس الطريقة المستخدمة بالنسبة للمؤشر تونانداكس.

تجدر الإشارة بالإضافة إلى ذلك، أن المؤشرات تونانداكس وتونانداكس 20 وتونانداكس أسعار 20 يتم احتسابها بالدينار التونسي ومتوفرة أيضا بالدولار الأمريكي وبالأورو.

كذلك اتبع PER مسارا نحو الارتفاع خلال المرحلة 2006-2010 حيث انتقل من 13.7X في سبتمبر 2006 إلى 15.9 X في سبتمبر 2010 و إلى 14.8X في 31 ديسمبر 2010.

كما قدّر معدل نمو الأرباح (PEG (price earning to growth بحوالي 20% من أجل نسبة 0.6 % الذي يدل على وجود فرص كثيرة وذات جاذبية للاستثمار.

في بداية سنة 2010 وفي إطار تحقيق مهارات استمرت إلى غاية سبتمبر، أين وصل إلى ذروته عند 5.681 نقطة أي ارتفاعا بنسبة 32.38% منذ بداية السنة فقط.

بعدها عرف السوق حركة انخفاض، نتيجة لأزمة ثقة مدعمة من خلال ترويج معلومات وتقديرات معلقة بقانون المالية لسنة 2011 أين يتوقع فرض ضرائب على القيم المضافة عند التنازل عن الأسهم، حيث تقرر المادتين 35 و 36 من مشروع قانون المالية اقتطاع رسم نسبته 10 % على كل قيمة مضافة محققة تفوق عشرة (10) آلاف دينار تونسي على مستوى البورصة، وخلال مدة أقل من سنة.

عاود توننداكس، في أول جلسة من سنة 2011، الارتفاع محققا نموا بنسبة 0.31% أي 5.128 نقطة، لينتقل بعدها إلى 5.217 نقطة بتاريخ 2011/01/07 أي محققا ارتفاعا بنسبة 2.05 % ليعاود الانخفاض نتيجة الاضطرابات السياسية التي شهدها المغرب أين وصل الانخفاض إلى 12.74 %.

جدول قم 12: التطور السنوي لمؤشر توننداكس

ال سنة	/12/31 2011	/01/14 2011	2 010	2 009	2 008	2 007	2 006	2 005	2 004
ال تغير (%)	7.63 -	10.95 -	- 10.95	- 10.95	- 10.95	- 10.95	- 10.95	- 10.95	- 10.95

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال النشرات الفصلية لتقارير صندوق النقد العربي

من مزايا هذا المؤشر تشجيع الاستثمار في الصناديق المشتركة للتوظيف في القيم المنقولة، حسب مردود المؤشر وهذا بتخفيض المخاطر.

كذلك هناك مشروع يستهدف استقطاب مستثمرين أجانب جدد، بمشاركة الممثلين الدوليين لمؤشرات البورصات الكبرى العالمية مثل "ستاندار أند بور" و "الداون جونز".

4.3 قراءة وتحليل

عكس الجرائر التي تقدّم مؤشرا نظريا ليعكس تطورات السوق خلال مرحلة معينة، نجد أن كلا من بورصتي الدار البيضاء والتونسية، تقدمان تشكيلة من المؤشرات حول الوضعية العامة للسوق، وتتفرع هذه المؤشرات مساندة للمؤشر الرئيسي من أجل إعطاء صورة أدق حول تطور السوق أو حول الأسهم الأكثر نشاطا، أو الأكثر سيولة، حسب القطاعات وحول الاستثمار الأجنبي...

كما أنه تم اعتماد في كل من بورصة الدار البيضاء أو بورصة تونس للقيم المنقولة، في حساب المؤشرات على الطرق العالمية، التي تحسب بها أكبر المؤشرات في البورصات العالمية. كما يتم مراجعة باستمرار هذه المؤشرات واستحداثها على مستوى كل من بورصتي الدار البيضاء والتونسية، من جهة كي تعطي تمثيلا واقعيًا لمردودية السوق، وتسهيل المقارنة في التوظيفات لفئة المستثمرين .

كما تم تبني السوق المالي المغربي ونظيره التونسي تقنيات لمؤشرات بالعملة الأجنبية (الأورو والدولار) من أجل استقطاب الاستثمارات الأجنبية وتمكين مقارنة أداء المحافظ على المستوى المحلي والدولي.

4. مؤشر السيولة والتركيز

تعتبر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، وتعتبر مؤشرا هاما لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة.

تسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال، كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة، كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات محافظهم المالية.

يبين مؤشر درجة تركيز السوق مدى سيطرة أكبر العشر شركات الكبرى المسعرة على رسملة السوق .

1.4 سيولة وتركيز سوق الجزائر للقيم المنقولة

سوف نحلل سيولة وتركيز سوق الأوراق المالية الجزائري كمايلي:

1.1.4 سيولة بورصة الجزائر للقيم المنقولة: سنحاول دراسة سيولة السوق من خلال تتبع قيمة

التداول، ومعدل دوران السهم خلال فترة (2000-2011) ، من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 13: تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

السنوات	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل الدوران (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2001	533,217	00	----
2002	112,060	00	79-
2003	17,257	0.16	85-
2004	8,432	0.09	51-
2005	4,188	0.04	50-
2006	149	0.35	3457.7
2007	960	0.22	544
2008	1218	0.31	26.8
2009	896	0.21	26.4-
2010	670	0.04	25.2-

2011	321	0.45	52-5
------	-----	------	------

المصدر: من إعداد الباحثة: بالاعتماد على معطيات البنك الدولي وصندوق النقد العربي

يتبين من خلال الجدول أعلاه، أن التداول عند بداية نشاط بورصة الجزائر عرف حيوية سريعة خاصة بعد التحاق سهم الأوراسي، أين عرفت قيمة التداول سنة 2000 ارتفاعا يقدر بـ 555%. لكن نتيجة لجمود البورصة وتداول فقط الأربع قيم على مستواها، عرفت البورصة تدهورا لدرجة السقوط الحر، إذ انخفض عدد الأوامر من 1.896.140 سنة 2000 إلى 299.369 سنة 2005، وعدد المبادلات من 323490 سنة 2000 إلى 13487 سنة 2005. إلا أنه وابتداء من سنة 2006 عرف السوق بعد خمس سنوات من الركود إصدارات لسندات جديدة، مما أعطى نفسا جديدا ضعيفا لإعادة بعث أو إبقاء التداول جاريا على مستوى السوق، بضح مجموعة من القيم السندية، حتى سنة 2008 التي شهدت أكبر ارتفاع للتداولات من حيث العدد ومن حيث القيمة؛ إذ شهدت هذه السنة تداول سهمين وأربع قيم سندية، إضافة إلى أول إصدار للسندات الشبيهة للخرينة، فعرفت هذه السنة ارتفاعا قَدْر بنسبة 30350 % مقارنة بسنة 2005. عاد سوق القيم المنقولة ليعرف تدهور القيمة المتبادلة على مستواه خلال الفترة (2009-2011) نتيجة استيفاء آجال استحقاق السندات القديمة، وإدراج قيم جديدة بقيمة أقل، إلى أن نصل إلى سنة 2011 التي لم تعرف إلا إطلاق جديد للسندات الشبيهة للخرينة.

2.1.4 تركيز سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن الهدف من حساب مؤشر التركيز، هو تحديد مدى سيطرة العشر أكبر شركات في تحديد اتجاه السوق، من خلال نسبة رسملتها مقارنة بإجمالي الرسملة السوقية، وبالتالي ليس لهذا المؤشر أي معنى بالنسبة للسوق المالي الجزائري، لأنه أصلا لا يملك إلا ثلاث قيم، التي تمثل وتحدد اتجاه السوق، ومنه ليست العشر أكبر شركات ما يسيطر على حركة السوق، إنما الثلاث مؤسسات وحدها لا غير وبدرجة تركيز عالية تمثل 100 %. وعليه يعتبر السوق الجزائري الأكثر تركيزا على المستوى العالمي.

2.4 سيولة وتركيز سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء

سوف نحلل سيولة وتركيز سوق الأوراق المالية المغربي كما يلي:

1.2.4 سيولة سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء: نستخدم بيانات إحصائية لتبين ذلك.

الجدول 14: تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

السنوات	قيمة التداول (مليون درهم)	قيمة تداول الأسهم (مليون درهم)	معدل الدوران (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
---------	---------------------------	--------------------------------	------------------	---------------------------

63-	15	---	34.600	2000
23-	19	19.724	26.722	2001
15-	23	20.420	22.458	2002
122	39	45.289	53.695	2003
33.64	11.9	64.683	71.763	2004
107	21.2	144.185	148.517	2005
12	18.6	157.834	166.421	2006
116	29.2	349.731	359.778	2007
33-	16.6	222.053	244.164	2008
40-	10.7	124.274	144.421	2009
12-	20.1	108.874	119.932	2010
-14	9.59	93.858	0103.30	2011

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي وإصدارات بورصة الدار البيضاء

يلاحظ أن تداول الأسهم يمثل الأغلبية الساحقة للتداول، بنسبة تدور حول 90 % تقريبا خلال كل الفترة.

شهدت سنة 2003 ارتفاع معدل الدوران (قيمة الأسهم/ الرسملة البورصية) ويرجع هذا إلى تطور قيمة تداول الأسهم، الذي ارتفع سنة 2003 بنسبة 122 % ، واستمر هذا الارتفاع بشكل كبير ليصل إلى رقمه القياسي سنة 2007 محققا نسبة تطور مقارنة بسنة 2002 تقدر بنسبة 1500 % وهذا راجع لموجة الإدراجات التي عرفها السوق لهذه السنة. بعدها شهدت تراجع متتالية إلى أن تصل إلى حد الخطر في سنة 2011 .

تدرك السلطات المغربية خطورة نقص السيولة على مستوى سوقها الثانوي، و خوفا من إعادة ترتيبه على المستوى الاقليمي و بين أسواق الدول الناشئة ،نجدها مهتمة وتتباحث كيفية تسيله من خلال اشتقاق قيمة الأسهم و بالتالي مضاعفتها، و إعادة شرائها من طرف الشركة المصدرة من أجل تحريك أكبر للسوق، أو حركة إدراج مهمة كالتى حدثت سنة 2007 من شأنها إنعاش السوق. 2.2.4 تركيز سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء: نتناول ذلك من خلال إحصائيات عن الشركات المدرجة ، من أجل معرفة درجة تركيز السوق.

جدول 15: أقوى عشر شركات من حيث الرسملة البورصية (2011) (مليار درهم)

القيم	القطاع	رسملة 2011/12/31	الحصة %
ITISSALAT AL MAGHRIB	الاتصالات	119.21	23.09

13.09	67.57	البنوك	ATTIJARI Wafa BANK
7.11	36.71	البنوك	BMCE BANK
6.01	31.02	البنوك	BCP
5.25	27.08	البناء	LAFARGE CEMENTS
4.27	22.02	العقارات	DOUJA PROM ADDOHA
3.57	18.43	العقارات	CGI
2.66	13.71	البناء	CEMENTS DU MAROC
2.54	13.14	المناجم	MANAGEM
2.51	12.95	تأمينات	Wafa ASSURANCE

Source: Ecofin Finance Conseil européen en charge des affaires économiques et financières, 2012

تبقى بورصة دار البيضاء من الساحات المالية المرتفعة التركيز، حيث نلاحظ أن رسملة العشر (10) مؤسسات الأولى (من إجمالي 74 مؤسسة) تمثل 70.55% أي تقريبا الثلاثة أرباع من الرسملة الإجمالية.

كما تمثل قطاعات: البنوك (26.21%)، الاتصالات (23.09%) و البناء (7.91%)، العقارات (7.84%) قطاع المناجم (2.54%) والتأمينات (2.51%) أساس الرسملة البورصية. 3.4 سيولة وتركيز السوق التونسي للقيم المنقولة

سوف نحلل سيولة وتركيز سوق الأوراق المالية التونسي كما يلي:

1.3.4 سيولة السوق التونسي للقيم المنقولة: نستخدم بيانات إحصائية لتبيين ذلك.

الجدول 16: تطور مؤشر السيولة في بورصة تونس للقيم المنقولة

السنوات	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل الدوران (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2001	841	12.3	--
2002	1006	10	16.4-
2003	948	7.1	5.8-
2004	690	8.9	27.2-
2005	1661	16.5	140.9
2006	4606	14.3	177.3
2007	1744	13.3	62.1-
2008	4130	25.5	136
2009	3324	16.2	20-
2010	3831	17.2	15.4
2011	3139	11	18-

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال تقارير صندوق النقد العربي

نقدم فيما يلي من خلال الجدول أعلاه تطور حجم المعاملات حيث سجّل حجم التداول الإجمالي خلال سنة 2010 تطورا بنسبة 15.4 % مقارنة بسنة 2009 ليبلغ 3837 مليون دينار مقابل 3324 مليون دينار لسنة 2009. يتوزع الحجم الإجمالي للتداول بنسبة 70.4 % بتسعيرة البورصة وقيمة 2702 مليون دينار و 1.3 % بالسوق الموازية 48 مليون دينار و 28.3 % بالنسبة لعمليات التسجيل والتصريح وقيمة 1087 مليون دينار وفي نفس السياق، تطور عدد الصفقات بالبورصة بنسبة 60 % لتبلغ 634142 وحدة مقابل 396498 صفقة في 2009، في المقابل انخفض عدد الأسهم المتداولة بالبورصة سنة 2010 ليبلغ 309 مليون سهم مقابل 343 مليون سهم سنة 2009. بلغ الحجم الإجمالي للمعاملات سنة 2011 ما قدره 3139 مليون دينار مقابل 3831 مليون دينار سنة 2010، مسجلا تراجعا بنسبة 18 %، كما أن المعدل اليومي لحجم التداول قد تقلص بدوره من سنة إلى أخرى ليبلغ 7.1 مليون دينار مقابل 10.7 مليون دينار سنة 2010.

2.3.4 تركيز السوق التونسي للقيم المنقولة

نأخذ جملة من الإحصائيات ذات العلاقة التي تسمح بتحديد درجة التركيز.

الجدول 17: الشركات العشرة الأكبر من حيث رسملة السوق التونسي في 2011/12/31

اسم الشركة	رسملة السوق بالدينار	النسبة إلى قيمة السوق الإجمالية (%)
مجموعة بولينا القابضة	1.472.429.448	10.19
بنك تونس العربي الدولي	1.274.830.000	8.82
البنك التونسي	1.206000.000	8.34
شركة التبريد و معمل الجعة بتونس	8.58000.000	5.94
الاتحاد البنكي للتجارة والصناعة	666.679.464	4.61
بنك الأمان	654.000.000	4.53
التجاري بنك	630.787.500	4.36
البنك العربي لتونس	592.000.000	4.10
قرطاج للإسمنت	590.421.062	4.09
أريليكيد تونس	430.951.644	2.98
المجموع	8.376.099.118	57.96

المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقاً من جدول حركة الأسهم المدرجة سنة 2011

يتبين من خلال الجدول أعلاه، تركيز السوق المالي التونسي، حيث أنه من إجمالي 57 شركة مسجلة في بورصة تونس للقيم، نجد الشركات العشر الأولى من حيث الرسملة السوقية تحوز على حوالي 58 % من مجموع الرسملة السوقية لبورصة تونس، أي ما يعادل 8376 مليون دينار. تبقى شركة بولينا القابضة صاحبة أكبر رسملة سوقية في نهاية سنة 2011، إذ تقدر حصتها وحدها بـ 10.2 % أي ما قيمته 1472 مليون دينار. كما يظهر جليا سيطرة قطاع البنوك في الرسملة البورصية إذ وحده يمثل 44.95 %.

5. الخاتمة

تعتبر مؤشرات الأسواق المالية أداة من أدوات تحليل أداء و تطور السوق من جهة و أداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا. يظهر من خلال تحليل مؤشرات نمو الأسواق المالية المغاربية تفاوتنا في النتائج الأمر الذي يفسر ترتيب الأسواق و دورها من خلال أدائها: فنجد في المرتبة الأولى على الصعيد المغاربي سوق الدار البيضاء للأوراق المالية من حيث عدد الشركات المسجلة لديها، يليها السوق التونسي بينما يبقى السوق المالي الجزائري من أصغر الأسواق على المستوى المغاربي والدولي. كما يعتبر المغرب رائدا في تطبيق إستراتيجية الخصوصية على المستوى المغاربي ويتم اعتماد في حساب المؤشرات على الطرق العالمية، التي تحسب بها أكبر المؤشرات في البورصات العالمية ويتم مراجعتها باستمرار

واستحداثها كي تعطي تمثيلا واقعيا لمردودية السوق، وتسهيل المقارنة في التوظيفات لفئة المستثمرين من جهة أخرى.

كما تم تبني السوق المغربي و التونسي لمؤشرات بالعملة الأجنبية (الأورو والدولار) من أجل استقطاب الاستثمارات الأجنبية وتمكين مقارنة أداء المحافظ على المستوى المحلي والدولي. غير أننا نلاحظ سيطرة كبرى الشركات المغربية على ثلاث أرباع (70.5%) من رسملة السوق، و العشر أكبر شركات التونسية على أكثر من نصف الرسملة السوقية (58%) ، وهذا من شأنه إضعاف كفاءة السوق إذ أي تغير في أسعار هذه الشركات قد يؤدي إلى التأثير في مجرى السوق.

تعتبر سرعة الدوران عن سهولة تحويل الأوراق المالية إلى سيولة، و تشير إلى قدرة السوق علي استيعاب عمليات كثيرة من البيع والشراء بأسعار مناسبة وغير متفاوتة علي أي ورقة مالية. وسيولة السوق هي من أهم صفات السوق الكفاء.

كلما ارتفع هذا المؤشر كان محفزا للاستثمار في أوراق هذا السوق، بينما تعاني الأسواق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب من قلة السيولة نتيجة تباطؤ حركة التداول. بالمقابل يعاني السوق المالي الجزائري ركودا كبيرا من خلال عدد الشركات المدرجة على مستواه و من خلال قلة المبادلات إذ خلال فترة إحدى عشر سنة لم تصل قيمة معدل الدوران إلى 1.

فرغم المجهودات التي عرفتها الأسواق المالية المغربية، وخاصة منها المغربية التي أصبحت تسير بمعايير دولية، إلا أن نموها محدود من حيث صغر حجمها وقلة سيولتها.

6. قائمة المراجع

- تقرير "الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية" - مركز الأهرام للدراسات السياسية 2001
- التقارير السنوية كوسوب 2000-2011
- التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء بين 1993 و 2011
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد : 2002-2003
- تقرير الاتحاد الإفريقي حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا لسنة 2008.
- التقرير السنوي لهيئة السوق المالي التونسي، 2008
- التقرير السنوي لبورصة تونس للقيم المنقولة 2009-2011
- حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، الجزائر، 1998
- صندوق النقد العربي، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002-2004
- صندوق النقد العربي، "مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية"، أبوظبي

2003

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية ، 2002-2011
- النشرة الاقتصادية لبنك مصر، السنة الرابعة والأربعون، 2002.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 2003-2011

-نشرة الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، جانفي 2012

مواقع عبر النت:

- موقع مجلس القيم المنقولة المغربي: <http://www.cdvm.gov.ma>
- موقع بورصة الدار البيضاء: <http://www.casablanca-bourse.com>
- موقع المؤتمن المركزي للقيم المنقولة ببورصة الدار البيضاء: <http://www.maroclear.com/>
- Casablanca Finance City <http://www.casablancafinancecity.com/?Id=94&lang=ar>
- موقع هيئة السوق المالية التونسية: <http://www.cmf.org.tn>
- موقع بورصة تونس: <http://www.bvmt.com.tn>
- موقع الشركة التونسية للإيداع و المقاصة : www.sticodevam.com
- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية: <http://www.cosob.org>
- موقع بورصة الجزائر: www.sgbv.dz
- <http://libyastockmarket.com/history.asp>
- <http://www.vipmiss.com/vb/member.php>
- <http://www.annaba.org/nba59/asoq.htm>
- <http://www.arab-api.org/course9/pdf/analysis-a.pdf>
- <http://www.alreport.com/MovingAverage.aspx>
- http://www.cmf.org.tn/html/publication_cmf/rapp_annuel.htm
- <http://www.tunisienumerique.com> , le 25 novembre 2011
- <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/327094>
- <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>
- <http://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.FTOT.ZS>
- <http://www.middle-east-online.com/?id=127532> , le 22/09/2012
- <http://www.moheet.com>
- <http://www.boursomaroc.com>
- www.tunisienumerique.com du 25 novembre 2011
- <http://www.world-exchanges.org/publications/ts1%20Nbr%20of%cos.pdf>