

الدكتور هشام البخفاوي

أستاذ التعليم العالي

بكلية العلوم الإقتصادية والقانونية

والإجتماعية ابن زهر باكاوير

# الوجيز في الأسواق المالية

سلسلة منشورات مجلة قانون وأعمال

سلسلة منشورات مجلة قانون وأعمال

# الوجيز في الأسواق المالية

الدكتور: هشام البخفاوي

أستاذ التعليم العالي بكلية العلوم الإقتصادية والقانونية  
والإجتماعية ابن زهر بأكادير

كتاب : سلسلة منشورات قانون وأعمال-مادة الأسواق المالية-

تأليف: هشام البخفاوي

الطبعة: الأولى 2015

الإيداع القانوني: 2011PE0044

ردمك: 20-28-66-78

الطبع:



المطبعة والوراقة الوطنية  
IMPRIMERIE PAPERIE EL WATANYA



رقعة أبو عبيدة الحجي الحمدي، النازديبات  
سراكنس - الهاتف : 05 24 30 37 74 - 05 24 30 25 91  
e-mail: lwatanyan@gmail.com 05 24 30 49 23 - فاكس

## المقدمة:

لقد عمدت معظم البلدان التي اتخذت الرأسمالية كنظام اقتصادي وحيد قادر على استغلال الأموال واستثمارها إلى اتخاذ الأسواق المالية العمود الفقري للتنمية الاقتصادية من خلال الاقتراض الداخلي الذي لا يتم إلا بتنشيط الأسواق المالية، نظراً لمخاطر الاقتراض من الدول المانحة والتي غالباً ما تصاحبها آثاراً سياسية واقتصادية، فالأسواق المالية شهدت تطوراً هاماً سواء على مستوى التقنيات أو الأدوات الأمر الذي انعكس على اقتصادياتها بحيث أصبحت رائدة في هذا المجال.

وإذا كانت الأسواق العربية لا تزال تخطو خطواتها الأولى فإنها في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية المصنعة قد خطت خطوات مهمة إذ نجحت العديد منها في تطوير أسواقها المالية من خلال تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع الاقتصادية، والتي تتم عن طريق عدة عوامل تساعد على ازدهارها كوجود وفرة من الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات مع وجود مؤسسات مالية للوساطة بين المدخرين والمشروعات للعمل على جلب المدخرات من خلال تنويع أدوات الادخار ذات المردودية العالية والأمنة<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> - عمر العسري، تحريك أسواق المال واستراتيجية تنشيط الإستثمار بالمغرب، أطروحة دكتوراه في القانون العام، المالية العامة، كلية العلوم القانونية والإقتصادية الدار البيضاء

فالاستثمار في الأدوات المالية التقليدية والحديثة يعتبر من العمليات الدقيقة والتي تحتاج إلى خبرات لما له من أهمية في تمويل المشروعات حيث قد يتم بصورة مباشرة وذلك عن طريق الاكتتاب أو بصورة غير مباشرة كما هو الحال في تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية<sup>1</sup>.

وتعتبر الدول الغربية من الدول الرائدة في مجال إدارة الأوراق المالية وقد نظم المشرع الفرنسي تنظيمات القيم المنقولة في قانون 23 ديسمبر 1988، أما في المغرب فتعد تجربة السوق المالي تجربة حديثة العهد نسبياً، بالرغم من ظهورها مع فترة الإستعمار حيث أن الإطار القانوني للسوق المالي لم ينظم إلا بعد صدور القانون بتاريخ 21 سبتمبر لسنة 1993 الخاص بسوق رأسمال والذي يعد بمثابة الإطار التشريعي المنظم لها.

فالمغرب شأنه في ذلك شأن العديد من دول العالم الثالث تتجه نحو نظام اقتصادي يقوم على آليات السوق التي تلعب فيها أسواق رأس المال دوراً حيوياً في توجيه النشاط الاقتصادي. ففي الاقتصاد الحر يتضاءل إن لم يختفي المخطط المركزي ليحل محله سوق رأس المال الذي يقع على عاتقه مسؤولية تخصيص المواد للمجالات الاستثمارية المتاحة ولكي تحقق أهداف هذا النظام حسب ما يرى

---

<sup>1</sup> - محمد سعيد الراضي، مفهوم القيم المنقولة في التشريع المغربي، أطروحة دكتوراه، في القانون الخاص، جامعة محمد الخامس، أكادال الرباط سنة 2006/2007 ص4.

البعض<sup>(1)</sup> لابد وأن تتوافر لتلك الأسواق الكفاءة والعدالة ومن أساسيات تلك السمة الحركة النشطة للسوق.

وفي هذا الإطار سنعمل على دراسة النظام القانوني للسوق المالي المغربي من خلال التطرق إلى المؤسسات المتدخلة في الإدارة الجماعية لمحافظ الأوراق المالية مع الإشارة إلى علاقته بالسوق النقدي والتي تلعب فيه الأبنك الفاعل الأساسي.

---

(1) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، دار منشأة المعارف، طبعة 1999، ص7.

## أهمية البحث

إذا كان نضج أي بحث جامعي يقاس بأهمية الموضوع الذي يعالجه فيؤثر فيها سلبا وإيجابا، فإن أهمية السوق المالي من الناحية النظرية تبرز في قلة الدراسات والأبحاث التي تناولته، مما يجعله جديرا بالبحث في عناصره والتتقيب عن أهم الإشكاليات التي يطرحها. ويرجع اختيارنا للموضوع إلى عدة أسباب من بينها :

- الأهمية العملية للسوق المالي مما حدا بالمشرع المغربي خلال العقدين الأخيرين إلى ترجمتها من خلال كثرة النصوص القانونية التي أصدرها.

أصبحت السوق المالي أمراً ضروريا ورهانا أساسيا لا يمكن التراجع عنه في ظل التكتلات الاقتصادية الجهوية والدولية بحيث تعد ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي والحريات الاقتصادية كما أنها تسعى إلى تشجيع الإدخار لدى الأفراد، من خلال تمكين صغار المستثمرين وكبارهم على حد سواء من الاستثمار في الأوراق المالية وربط المدخرات القومية لأسواق المال.

- عن طريق السوق المالية يستطيع كل الفاعلين الاقتصاديين الاستفادة من ممل توفره من مؤهلات، وكذلك

تمكين طالب التمويل من تحقيق حاجاته، والمدخرين من تنويع أدوات الادخار ذات المر دودية العالية والأمنة .  
- التمييز بين التمويل عن طريق الأبنك والتمويل عبر القيم المنقولة الذي يعكس الفرق بين السوق المالية والسوق النقدية.



## الفصل الأول:

السوق المالية النشأة ماهيتها

مكوناتها

والأطراف الفاعلة فيها

## المبحث الأول:

### السوق المالي النشأة والأهمية الاقتصادية

يرتبط تاريخ السوق المالية بالتطورات الاقتصادية والمناخ الاستثماري الذي يواكب تطورات بورصات الأوراق المالية.

وعموماً يمكن القول أن إنشاء السوق المالي ارتبط بتأسيس عدد لا بأس به من شركات الأموال (المساهمة والتوصية بالأسهم) بالإضافة إلى إقبال عدد كبير من الحكومات بالاقتراض من مواطنيها أو من الخارج لتمويل شئونها العسكرية أو بناء اقتصادها كل هذا دفع بحركة التعامل في الأوراق المالية وشجع على تداولها على أن التعامل في الأوراق المالية ثم أول على قارة الطريق ثم في المقاهي حتى استقر في مباني خاصة به<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم العائلة فان در بورسن Van der Bursen البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج Bruges مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع. وكان نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز Anvers أما في فرنسا فقد استقرت البورصة في باريس بقصر برونيار Brongniart وفي الولايات المتحدة الأمريكية بدأت البورصة بشارع وول ستريت Street Wall بمدينة نيويورك أواسط القرن الثامن عشر. الوظائف الاقتصادية للبورصة لمزيد من التفاصيل أنظر نصر على أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، ص235.

وقد استهدفت التشريعات من وراء تنظيم السوق المالي هدفين<sup>(1)</sup> :

أولهما: تنشيط حركة سوق الأوراق المالية وذلك عن

طريق توجيه المدخرات إلى مجال الأوراق المالية.

ثانيهما: السماح لصغار المدخرين بمشاركة البنوك في

استثمار أموالهم في شراء وبيع الأوراق المالية بدلا من قيام

البنوك باستثمار أموال الودائع في هذا المجال عن طريق

إدارة محافظ الأوراق المالية.

وسوف نتعرض في هذا المبحث لتاريخ نشأة سوق الأوراق

المالية في الدول الغربية على اعتبار أنها السبابة في هذا المجال ثم

نتعرض بعد ذلك لنشأتها في المغرب.

### المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي

في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي

والحريات الإقتصادية كما أنها تسعى إلى تشجيع الإدخار لدى

الأفراد، من خلال تمكين صغار المستثمرين و كبارهم على حد سواء

من الإستثمار في الأوراق المالية وربط المدخرات القومية لأسواق

المال.

---

(1) د. نادية محمد معوض - الوسيط في القانون التجارى لسنة 2005 ص 634.

## الفرع الأول: نشأة السوق المالي في الدول الغربية

تعتبر الدول الغربية السبّاقة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بالإضافة إلى ما تعرفه أسواقها اليوم من تطور بالنظر إلى الكم الهائل للتداولات اليومية حيث تستحوذ على أكثر من نصف التداولات العالمية.

### أولاً: نشأة السوق المالي بأمريكا

تعتبر الأسواق المالية الأمريكية الأحدث مقارنة بنظيرتها الغربية على اعتبار حداثة اكتشاف القارة الأمريكية على أن التحول السياسي التي عرفته أمريكا ابتداء من 1789 بدستور فيلاديفيا فرض تحو اقتصادية واجتماعية وما تلا ذلك من أعمال التمويل ومضاربات في الأوراق المالية.

وإجمالاً يمكن تقييم تطور السوق المالي في أمريكا إلى حقتين رئيسيتين :

#### 1- الحقبة الأولى قبل سنة 1920:

خلال الخمسين السنة الأولى على تأسيس الولايات المتحدة الأمريكية عرفت تحولات سياسية واقتصادية على المحيط الأطلسي الموالي لدول أوروبا الغربية فتطورت الشبكات الطرقية واكتشاف مصادر جديدة بالطاقة حتم على الولايات المتحدة إيجاد مصادر تمويل لإقامة هذه المشاريع فالتجأت إلى القروض من أجل سد

النفقات الهائلة المتولدة عن هذه المشاريع حيث تعتبر بريطانيا الممول الرئيسي لها، هذا الوضع بقي على ما هو عليه إلى حدود 1914 حيث عرفت أوروبا حرب عالمية أولى استغلتها الولايات المتحدة لتقوية إنتاجها وصناعاتها وزودت أوروبا بالعتاد والمؤن مما زاد من ارتفاع مداخلها. (1)

على أن سد هذه الحاجيات وبالنظر إلى الطلبات المتزايدة وحجم الاستهلاك وغياب المصادر المالية السريعة فرض عليها اللجوء إلى القروض الطويلة الأجل.

وبالنظر إلى تردد العديد من الوسطاء في تقديم القروض ظهرت التروستات كوسيط من أجل بيع القيم الأجنبية للمدخرين الأمريكيين فبدخول هذه الرساميل الأجنبية وتطويرها لسوق الأوراق المالية فرض على السلطات في ديسمبر 1914 إنشاء هيئة مشرفة على إنشاء ترستات الاستثمار (2)

## 2- بداية التطور حتى 1926:

مرت فكرة استعمال استثمارات مشتركة في مجال الأوراق المالية بعدة صعوبات في الفترة ما بين 1920 و 1926 بالنظر إلى تردد عدد من المستثمرين في شراء الأسهم مما أدى إلى هبوط

(1) J. Claude fafa, sociétés d'investissement et la gestion collective de lepargne (experience americque), editions Cujas, Paris 1991. p. 42.

(2) C.F.T.H. Theising The investisment as a chamel for investisment Abord U.S. federal reserve Poard Buelltim 1921 Vo 6 P. 1168-1173.

سعرها<sup>(1)</sup>. على أن الأزمة الحقيقية لأسواق المال وما تلاها من تأثير على الأسهم جاء مع أزمة وول ستريت 1929 لكن قبل ذلك جاء الأمريكيان كمجددين لهيئات الاستثمار بابتكارهم شكلاً جديداً سمي "الهيكل المفتوح لرأس المال" Open Fund الأمر الذي مكن هذه الصناديق من النجاة من إنهيار 1929 وعلى عكس الصناديق المفتوحة لم تصمد الصناديق المغلقة أمام الأزمة بسبب لجوءها إلى عمليات مضاربة<sup>(2)</sup>

وإبتداء من عام 1941 أخذت الصناديق المفتوحة مكانها في الولايات المتحدة تحت اسم الصناديق المشتركة لصناديق الاستثمار .Mutual funds

ويتكون السوق المالي الأمريكي من ثماني بورصات<sup>3</sup> :

<sup>(1)</sup>J. Claude fafa, sociétés d'investissement et la gestion collective de lepargne (experience americaine), editions Cujas, Paris 1991. p. 47.

<sup>(2)</sup>J. Claude fafa, sociétés d'investissement et la gestion collective de lepargne (experience americaine), editions Cujas, Paris 1991. p. 68.

<sup>3</sup> - بورصتين وطنيتين هما : بورصة نيويورك NYSE ، و AMEX).Americain Stock Exchange .

وتضم بورصة نيويورك أهم الشركات والجزء الأكبر من المعاملات داخل السوق المالية الأمريكية، أما أشهر الشركات المسعرة في البورصة الأمريكية فنجد أمريكان اكسبرس وكودك وجلييت ... وغيرها العديد.

-خمس بورصات جهوية، Boston Stock Exchange, cincinati SE, Midwest SE ; Pasific SE, Philadelphia.

-إضافة إلى بورصة لامركزية وهي بورصة الناذاك NASDAQ ، ويعد الناذاك السوق الثالث وهو سوق أسهم إلكتروني، تأسس في سنة 1971 من قبل الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية (نازد)، وتعد ناذاك أكبر شاشة إلكترونية للقيم المنقولة (الأسهم) في الولايات المتحدة الأمريكية، وتضم حوالي 3200 شركة لتجارة الأسهم،

## ثانياً: نشأة السوق المالي في بريطانيا:

تعتبر بريطانيا من الدول السبّاقة في إنشاء سوق الأوراق المالية بالنظر إلى تفوقها التجاري وامتلاكها لأساطيل كبيرة من السفن وكثرة مستعمراتها ففرضت سيادتها الاقتصادية إلى أوروبا والعالم وأصبحت لندن مركزاً مالياً عالمياً وظهرت بذلك البرجوازية الصناعية والتجارية مما أوجد معها مشكلة الإدخار وكيفية استغلال مدخرات وإعادة استغلالها في القروض الصغرى والكبرى، ومن هذا بدأت التفكير جدياً في تأسيس بورصات الأوراق المالية لتداول الأسهم وبالفعل تم تأسيس أول بورصة للأوراق المالية في لندن سنة 1568 وخلال الفترة السابقة على إنشاء بورصة لندن كانت تتم في المقاهي. (1)

### 1- بداية التطور ما بعد 1860:

في هذه الحقبة بدأت تتشكل ترست الاستثمار (2) على شكل مجموعات للمدخرين تحت إدارة خبراء قادرين على تحليل

---

وتعرف أكبر التداولات على الصعيد العالمي، وبدأت العمل في 8 فبراير سنة 1971، وبورصة النازداك متخصصة في القيم التكنولوجية مثل قيم شركة مايكروسوفت Microsoft وأبل... Apple التي تختار معايير سوق النازداك .

(1) نصر علي أحمد طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، طبعة 2003، ص 16.

(2) لفظ Trust معناه الاستثمار ولفظ Trustee معناه المؤتمن أو أمين الاستثمار أو المحافظ (معجم المغني الأكبر طبعة 1997) ص 1515.

المعلومات الضرورية لتأمين الإدخار كما أنهم يخضعون لرقابة جمعية المدخرين وذلك بوضع حداً للأخطار الناتجة عن التسيير. (1)

وعقب الحرب العالمية الأولى أخذت صناديق الاستثمار في الانتشار حيث تأسست unit Trust عام 1931 يدار بمعرفة شركة ترست ويخضع لرقابة مصرف أو شركة تأمين وفي عام 1966 حدث تطور رئيسي في إنجلترا مع ظهور أول شركة مفتوحة Liyods First تم تأسيسها بواسطة أحد بنوك الإيداع الكبرى هناك. وقد عرفت بورصة لندن منذ الثمانينات من القرن الماضي إلى اليوم تطور كبيراً، وذلك سعياً منها إلى إتمام دورها في خدمة الإقتصاد البريطاني، حيث أنه في سنة 1986 تم إعلان إنطلاقة البيك بان Big Ban من أجل تحرير نظام السوق المالي في إنجلترا، خاصة في مجال التشريعي و إزالة القيود المفروضة على الممارسين، واستخدام نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة.

---

(1) J. Claude fafa, sociétés d'investissement et la gestion collective de lepargne (experience amerique), editions Cujas, Paris 1991. p. 15.



## ثالثاً: نشأة السوق المال في فرنسا:

عرفت فرنسا كغيرها من الدول الأوروبية ثورة اقتصادية وصناعية وتجارية وما واكبها من إنشاء بورصات الأوراق المالية يتم فيها تداول مديخرات فردية وجماعية وكان إنشاء أول بورصة فرنسية بتولوز عام 1549 بموجب مرسوم ملكي<sup>(1)</sup>

أما بالنسبة للصكوك محل التداول في تلك البورصات فقد بدأت بالكمبيالات والسندات الإذنية والأوراق التجارية الأخرى وفي أوائل القرن التاسع عشر بدأت الأسهم والسندات تأخذ مكانها في عمليات التداول حتى أواخر القرن العشرين حيث أصبحت أسهم هي الصكوك الأساسية محل التداول في البورصة.

وفي عام 1967 ظهرت أول هيئات الإستثمار المشترك في القيم المنقولة والتي تعرف باسمها المختصر SICAV<sup>(2)</sup> كما ظهر نوع من صناديق الاستثمار عرف باسم Funds commun de placement وهي لا تختلف عن صناديق الاستثمار المعروفة باسم CICA إلا في نقطتان:

---

(1) نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظة الأوراق المالية، طبعة 2003، ص18.

(2) SICAV: Les Societes d investissement acapital variable

ويقصد بها شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير

أولاً: أنها أقل سيولة حيث يتم تسعيرها أسبوعياً بخلاف SICAV التي تسعر يومياً.

ثانياً: في أنه يمكن لSICAV شراء شركة معينة بينما لا يمكن ذلك لFCP<sup>(1)</sup>. وفي عام 1980 حدث تحديداً جوهرياً مع ظهور صناديق استثمار قصيرة الأجل على غرار MONEY MARKET FONDS في الولايات المتحدة حيث يعرض مروجي تلك الصناديق عائداً مقارباً أو يزيد عن العائد المحقق في سوق النقد ويعرف تحت إسم SICAV MONETAIRE<sup>(2)</sup>.

لقد طورت فرنسا أسواقها المالية لتجعلها مواكبة لتطورات العالمية الحديثة في مسألة الوساطة المالية ومن نتائج هذا التحديد إنشاء أسواق مالية جديدة كالأسواق المالية المستقبلية والتي صدرت في القانون 13 ديسمبر 1987 وقد عرفت البورصات الفرنسية تطورا كبيرا ابتداءً من سنة 1991 إلى سنة 2000.

(1) ( Pierre henry comae ), la régulation par la commission des opérations des bourses et la sécurité en Exchange commission, P 120.

(2) Decoopman (N), commission des opérations de bourse, Juvis classeur société traite 1510.1998.

## . الفرع الثاني: نشأة السوق المالي بالمغرب :

يقتضي الحديث عن نشأة السوق المالي في المغرب معرفة تاريخ نشأة الأسواق المالية في الوطن العربي وهو تاريخ حسبما يرى البعض<sup>(1)</sup> لا يستحق الدراسة حيث لا يمكن الاستفادة منه بالنظر إلى الوضع الاقتصادي السائد في البلاد آنذاك ولعل السبب في ذلك<sup>(2)</sup> أن الدول العربية كانت دول متخلفة اقتصادياً لخضوعها للاستعمار الغربي حقبتاً من الزمن، وقد أدت التبعية السياسية الاستعمارية إلى تبعية اقتصادية مما جعل بنيتها الاقتصادية بنية تبعية تحدثت على إثرها المبادرات الاستثمارية لتلبي طلب الأسواق الخارجية للدول الاستعمارية.<sup>(3)</sup>

وباستقلال الدول العربية في أواسط هذا القرن بدأت حركة تأسيس شركات الأموال وبرأسمال كبير مع زيادة حركة إصدارات كل ذلك ساعد على إنشاء أسواق مالية حالياً تكاد تكون منتشرة في جميع البلاد العربية<sup>4</sup>.

(1) نصر علي أحمد طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، طبعة 2003، ص 31.

(2) صادق حنين باشا، بحوث أعمال البورصة، مجلة القانون والاقتصاد، 1921 ص 21.

(3) فتح الله ولعلو، الاقتصاد العربي والمجموعة الأوروبية، دار النشر العربية، الدار البيضاء، المغرب، 1982، ص 264.

(4) تعتبر مصر سباقة في سوق الأوراق المالية وأيضاً بالنسبة لحجم تداولات التي كانت تجري بها حيث تأسست أول شركة مساهمة في مصر عام 1750 وبعد ذلك تمت عمليات تداول الأوراق المالية الخاصة بها على الأرصفة والمقاهي بدون تحديد مكان معين ودون تنظيم عملية التداول.

وفي المغرب عرفت السوق المالي المالية تطورات ابتداء منذ ظهور سمسة الأوراق المالية إلى يومنا هذا حيث عرفت سوق الأوراق المالية تحولات أثرت في تطورها وتكوينها إلى حدود ظهور القانون الجديد المنظم لسوق الأوراق المالية.

- بتاريخ 21 سبتمبر لسنة 1993 عرفت السوق المالية المغربية هيكلية كبرى والتي جاءت نتيجة للتحويلات التي عرفها المغرب في هذه الفترة بحيث كان لها أثر حاسم في التعجيل بإصلاح السوق المالي لمواكبة المستجدات الناتجة على الخصوص عن إعادة هيكلية القطاع العمومي والشروع في تنفيذ برنامج الخصصة.

انطلاقاً مما سبق يظهر أن بورصة القيم وإن ظهرت إبان فترة الإستعمار فإن تطورها لم يظهر إلا مؤخراً بالنظر إلى عدم وجود بنية اقتصادية قوية وبالنظر إلى عدم تنوعها مما انعكس على حجم الرساميل المتداولة والتي كانت ضئيلة ولا تستجيب لمتطلبات سوق

---

وفي المغرب تم إحداث مكتب المقاصة في القيم المنقولة سنة 1929 وذلك بمبادرة من البنوك الخاصة التي كانت تعقد جلسات دورية لتبادل القيم المنقولة لحساب الزبناء وبالخصوص المستثمرين الأجانب وبتاريخ 13 يوليوز 1948 تحول اسم المكتب، وأصبح اسم "مكتب تسعير القيم المنقولة وأصبح لهذا المكتب الشخصية المعنوية وجعله مؤسسة عمومية 1967 - صدر المرسوم الملكي المعتبر بمثابة قانون متعلق ببورصة القيم بتاريخ 14 نوفمبر 1967 تلاه المرسوم الملكي في 15 نوفمبر 1967 متعلق بتنظيم وسير بورصة القيم .

قوية وبالنظر كذلك إلى عدم وجود بنية تشريعية تمح التسهيلات لاسيما ضريبية منها.

وعموماً يمكن القول أن صدور مجموعة من القوانين ساعد على ظهور مجموعة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومنحها صلاحيات بإمكانها المساهمة في تطوير سوق رأس المال وبالتالي إنعاش الحياة الاقتصادية.

## المبحث الثاني

### الموقف المالي ماهيتها مكوناتها وألية اشتغالها

تعد أسواق المال الدولية بمثابة مؤشر يقاس من خلاله مدى تطور ونمو الإقتصاد الوطني لكل دولة كما أنه يعكس قدرة الدول على تنظيم اقتصادياتها وإيجاد وسائل للتمويل، وانطلاقا من هذه الأهمية ونظرا لطبيعة الدراسة فإنه يستوجب منا معرفة ماهية السوق المالية (المطلب الأول) ودورها في التنمية الإقتصادية (المطلب الثاني) ونظام تسييرها انطلاقا من النصوص التشريعية المؤطرة للسوق المالي المغربي.(المطلب الثالث)

#### المطلب الأول: ماهية السوق المالية

لقد أسهب الفقه في تعريف السوق المالية فاختلقت التعريفات باختلاف الإطار العام الذي وضعت فيه وباختلاف العناصر المعتمدة لتعريفها وقد حاول الدكتور صلاح جودة أن يجد للسوق المالية مكانا بين الأسواق الأخرى فبدأ بالسوق التمويلية بحيث عرفها "مكان التقاء عروض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (مستثمرين) وتساعد على تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة لإتمام عمليات التمويل الرأسمالي وقسم بعد ذلك السوق التمويلية إلى سوق نقدية (سوق الإقتراض) وسوق الأوراق المالية التي عرفها بأنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق

أولاً أصل مالي معين<sup>1</sup> ما يؤخذ على هذا التعريف أنه يعتبر السوق المالية سوق منظمة وهي ليست كذلك إذ توجد أسواق مالية غير منظمة كما يشترط وجود وسطاء معتمدين.

كما عرف الأستاذ سيد طه بدوي السوق الأم بالسوق التمويلية الممثلة في مجموع القنوات التي ينساب من خلالها الفائض المالي من الوحدات الإقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، فاختلاف وسيلة التمويل هي التي تميز بين هذه الأسواق فإذا كانت الوسيلة صكوك مالية متوسطة أو طويلة الأجل فإننا بصدد سوق مالية التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات وتكون العلاقة بين طرفي التعامل مباشرة وذلك عندما تقوم الوحدات ذات العجز المال بإصدار صكوك يكتتب فيها الجمهور مباشرة تم تصبح العلاقة غير مباشرة بمجرد تعامل ثان عليها<sup>2</sup>

أما الأستاذ olivier picon فقد ميز بين السوق النقدية والسوق المالية التي عرفه "بأنها تجمع بين كل المبادلات الواردة على رؤوس الأموال المستثمرة على المدى المتوسط والطويل والتي تضاف إلى القيم المالية عكس السوق النقدية التي تهتم بتداول السيولة القصيرة الأجل"<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - صلاح جودة بورصة الأوراق المالية عمليا طبعة 2000 الإسكندرية ،جمهورية مصر العربية.

<sup>2</sup> - الدكتور سيد طه بدوي عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة القاهرة سنة 2000

<sup>3</sup> PICON OLIVIER la bourse se mecanisme ger son portefeuille reussir ses placement 14 eme edition DALLOZ paris 2000P12

وتعتبر الأستاذة جافو كورين السوق المالية بأنها مكان إلتقاء العرض والطلب على أموال طويلة الأجل، تنقسم هذه السوق إلى سوق أولية تصدر فيها القيم المنقولة وسوق ثانوية تتبادل أو تتداول فيها القيم المصدرة سابقاً<sup>1</sup>.

انطلاقاً من هذه التعاريف يتبين أن السوق المالية تعتبر جزء من سوق كبيرة تسمى السوق التمويلية التي يفضل البعض تسميتها بسوق رؤوس الأموال التي تشمل كل من السوق المالية وسوق ما بين البنوك التي تحتوي على السوق النقدية وسوق الصرف، فتحدد موقع السوق المالية بين الأسواق يساعد على استبعاد الأسواق الأخرى من مجال البحث والإهتمام بالسوق المالية التي اتفق المختصون على اعتبارها السوق التي تنتج الأصول طويلة الأجل<sup>2</sup>

السوق المالية، مثل أي سوق، هي مكان للتبادل بين البائعين و المشترين. زيادة على ذلك و كما هو الحال في أي سوق، تحدد أثمانة البيع و الشراء حسب مستوى العرض و الطلب و يتعلق هذا التبادل بمنتجات أو أدوات مالية، وعن طريق السوق المالية يستطيع كل طالب التمويل من تحقيق حاجاته من المدخرين من تنويع أدوات

---

<sup>1</sup>-JAFFEUX CORYNR Bourse financement des entreprise. édition ALLOZ paris 1994p 9.

<sup>2</sup>-BONUEAUT THERRY et DRUMOND FRANCOIS droit des marches PARIS 2005



الادخار ذات المردودية العالية والأمنة<sup>1</sup> فالوحدات الاقتصادية التي تكون في حاجة إلى سيولة، من أجل تمويل مشاريعها التنموية. تلتجأ إلى من لهم سيولة وهم عموم المدخرون أو المستثمرون الذين لديهم رغبة في الاستثمار في مشاريع المقاولات أو مشاريع الدولة، إما بقرض المال أو بأن يصبحوا شركاء.

ويتم تبادل السندات عن طريق التراضي، أي بواسطة اتفاق مباشر أو بـمكان منظم معروف تحت اسم "بورصة" أو "بورصة القيم". وهي سوق منظمة ومقننة يتم فيها تداول القيم المنقولة. ويفوض تدبير هذه السوق إلى شركة خاصة بموجب دفتر التحملات. ويطلق على هذه الشركة اسم الشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء والتي من مهامها، تنظيم حصص التسعير وإدارة سيرورة الإدراج في البورصة وضمان نهاية جيدة للعمليات<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> - عمر العسري، تحريك أسواق الرساميل واستراتيجية تنشيط الإستثمار بالمغرب أطروحة دكتوراه في القانون العام المالية العامة، كلية العلوم القانونية والإقتصادية والإجتماعية الدار البيضاء 2001.2002 ص 175.

<sup>2</sup> - في هذه السوق، يساهم المستثمرون في تمويل الدولة والمقاولات بتوظيف ادخارهم. ويطلق على الأدوات المالية التي تعقد هذا الاستثمار مصطلح "سندات أو قيم منقولة". للإطلاع على المزيد من المعلومات بخصوص البورصة، زوروا الموقع الإلكتروني :

## المطلب الثاني دور السوق المالية

تخول السوق المالية للمقاولات وللدولة وللمدخرين فرصة زيادة مكاسبهم. فللمدخرين إمكانية الاستثمار في الأدوات المالية حيث يمكنهم هذا من تحويل إستهلاكهم مع الحصول على مكافأة مالية بسبب هذا التحويل، الشيء الذي يساعدهم على تنمية ادخارهم، كما أن للسوق المالية أهمية اقتصادية كبرى حيث تعمل على جلب رؤوس الأموال والمساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل المشروعات الكبرى المختلفة وتنشيط حركة التداول في بورصة الأوراق المالية.

وعموماً يمكن إجمال أهمية السوق المالية من خلال ما يلي:

### أولاً: معالجة عجز المدخر العادي:

تشجع السوق المالية على تنمية الادخار، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، فحاجيات المدخر العادي ونظراً لمحدوديتها فإن الإستثمار الأمثل للمدخرات الإستثمارية للقاعدة العريضة من المدخرين يبدو في إستثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية و يطلق عليها إسم القيم المنقولة<sup>(1)</sup> ذلك أن هذا النوع من الإستثمار يجد مزاياه في انخفاض القيمة الإسمية

<sup>(1)</sup>(Pol Didier), Droit commercial, le marché financier, les groupes de sociétés, P : 55-57.

للأسهم و السندات التي يكتب فيها المذخر ومرونة التعامل عليها في سوق الأوراق المالية وسهولة تنويع الاستثمار بإكتساب المذخر لعدد من الأسهم وعدد من السندات كما لا تقتضي على شركة الأمر واحدة الذي يضمن له في النهاية توزيع للمخاطر<sup>(1)</sup>.

### ثانيا : السوق المالية أداة تمويل:

تعتبر السوق المالية أداة تمويل وتشارك كثيراً من المؤسسة المالية كالبنوك التجارية والبنوك الاستثمارية حيث تعتبر أداة تمويل وركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي والحرية الإقتصادية بحيث تسعى إلى تشجيع الإنذار لدى الأفراد وتمميته من خلال زيادة الدخل بالنسبة للمقترضين الأمر الذي ينعكس على القدرة الإنتاجية وبالتالي انتعاش الإقتصاد الوطني ومايترتب عليه من تنمية في شتى المجالات كما أنه يمكن الدولة من تدبير عجزها بشكل جيد من خلال الإقتراض الداخلي.

فالعلاقة إذن مباشرة بين النمو الإقتصادي وزيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة وبين نمو سوق رأس المال المحلية وبصفة خاصة سوق الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> (ALFRED REAL), La C.O.B et la marches de valeur mobilier, P : 150.

<sup>(2)</sup> محمد يوسف سلس، كتاب البورصة: منشورات الجلي الحقوقية، ص: 12،

## المطلب الثالث: نظام السوق المالية

تعتبر البورصة سوق ممرضة و مسيرة بالأوامر. وتحدد فيها الأسعار من خلال تداول الأوامر عن طريق نظام إلكتروني ممرضة. كما تعتبر شركات البورصة الوسيط الحصري بهذا السوق، فهي معتمدة من طرف وزارة المالية و مراقبة من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

و يتشكل سوق البورصة من ثلاث فروع :

### - فرع التسجيل (سوق أولية) :

إنه فرع للتسجيل أو القبول بأحد الأقسام الثلاثة داخل البورصة. كما يعتبر كمرحلة لعرض و توظيف السندات. ويتميز هذا الفرع بمركزية الاكتتابات وتخصيص السندات حسب فئة المستثمرين وتحديد سعر السوم الأول.

### - فرع التفاوض (سوق ثانوية) :

خلال هذه المرحلة، تحرص الشركة المسيرة على تنظيم ومراقبة السوق وتسجيل المعاملات ومركزية العروض العمومية وتدبير العمليات على السندات وحساب المؤشرات.

تتشكل السوق الثانوية من :

- **السوق المركزية** : وهي السوق التي تواجه فيها جميع أوامر

البيع و الشراء لقيمة منقولة مدرجة ببورصة القيم؛

- **سوق الكتل** : وهي سوق يمكن فيها التفاوض، باتفاق مباشر

(بالتراضي)، حول العمليات على القيم المنقولة المسجلة بالسوم والتي

تتعلق بالكميات التي تفوق أو تساوي الحجم الأدنى للكتل وفقا لشروط

السعر الصادرة من السوق المركزية.

- **فرع الإتمام** :

وهي مرحلة التسديد النقدي مقابل تسليم السندات. ويتمحور تدخل

الشركة المسيرة حول تدبير المخاطر وضمان حسن إتمام العمليات،

وهذا يعني أنه سيتم تسليم المشترين وتسديد البائعين عند تاريخ محدد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - في كل الأسواق، نجد الجديد والمستعمل. و يصطلح على السوق الخاصة بالجديد و بإنشاء القيم أو السندات ب "السوق الأولية". أما السوق الخاصة بالمستعملات أو بتبادل القيم أو السندات التي تم إنشائها مسبقا فتعرف باسم "السوق الثانوية".



ننشئ المقاولات أو الدولة السندات، و نتحدث هنا عن إنشاء أو إصدار، و تعرضها للبيع من خلال الوسطاء الماليين إما بالتراضي أو داخل سوق البورصة. للإطلاع على المزيد من المعلومات بخصوص البورصة، زوروا الموقع الإلكتروني:

[www.casablanca-bourse.co](http://www.casablanca-bourse.co)

## المطلب الرابع: الأدوات المالية محل التداول:

الأدوات المالية محل التداول في البورصة هي محور الصفقات المالية وقد ظهرت هذه الأوراق في القرن 15 عندما لاحت في الأفق الاقتصادية شركات الأموال وخاصة شركات المساهمة والأدوات المالية هي الأسهم والسندات وحصص التأسيس ووثائق الاستثمار ... ويدخل في مفهوم الأوراق المالية الصكوك و القيم المتداولة في سوق القيم المنقولة وهي الأسهم و السندات. كما يضيف البعض إليها حصص التأسيس والأودون<sup>(1)</sup>.

وهكذا يتعين تحديد مفهوم الأوراق المالية أو القيم المنقولة

### 1- الأسهم.

الأسهم جمع سهم وتعرف بأنها صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية و التي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها. وتخول له ممارسة حقوقه في الشركة<sup>(2)</sup> كما أنه يمثل نصيب المساهم في شركات الأموال وهو يقابل حصة

(1) جون وبت، الاستثمار في الأسهم والسندات، دار الفاروق للنشر و التوزيع، ص: 133.

(2) د. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقا لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981 والقطاع العام، ص: 108.

الشريك في شركة الأشخاص ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة إكتتابه في الشركة<sup>(1)</sup>.

وللسهم قيمة إسمية و قيمة دفترية وقيمة سوقية وتتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسمية السهم أما القيمة الدفترية فتتمثل في حقوق الملكية الخاصة بالمنشأة المصدرة للأسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم. ويدرك المتعاملون على الأسهم أن لا القيمة الإسمية ولا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم ذلك أن القيمة السوقية للسهم والتي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لإمتلاك.

ومن المعروف أن مسؤولية المساهم عن ديون الشركة تكون في حدود ما اكتتب فيها من أسهم<sup>(2)</sup>. بحيث تمثل جزء من رأس مال الشركة التي تصدرها و يعتبر صاحبه مساهم يملك جزء من رأس مال الشركة بما يتناسب مع عدد الأسهم الموجودة بحوزته ويتمتع بالتالي بالحقوق المرتبطة بالسهم (حق في الإعلام، حق في التصويت، حق في الربحية الخ). قد تكون الأسهم مسجلة لحاملها أو اسمية وفي هذه الحالة

---

(1) أساتذتنا الدكتورة سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، طبعة 1993، ص: 529.

(2) د. منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال دار منشأة المعارف بالإسكندرية، طبعة 2004، ص: 29.

تكون هوية المساهم معروفة لدى المصدر ويعتبر تداول الأسهم من الخصائص الجوهرية والمميزة لشركة المساهمة حيث أن الأسهم هي صكوك قابلة للتداول بالطريقة التجارية أى بغير الطريقة التى يخضع لها حوله الحق فى القانون المدنى غير أن ذلك لا يمنع من وضع قيود قانونية بنص القانون لاعتبارات يقدرها المشرع حماية للغير كذلك لا يوجد ثمة مانع من وضع قيود انفاقية يقدرها المساهمين.

## 2- السندات .

يعرفه بعض الفقه<sup>(1)</sup> بأنه صك قابل للتداول يعطي صاحبه الحق في الفائدة المتفق عليها بالإضافة إلى قيمه الاسمية عند انتهاء مدة القرض ويعرفه البعض الآخر<sup>(2)</sup> بأنها صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول يمثل قرضا طويل الأجل عن طريق الاكتتاب فالسند هو بمثابة عقد بين المستثمر المقرض و المنشأة المقترض تتعهد فيه المنشأة برد أصل المبلغ والفوائد في تواريخ محددة. ويمتد تاريخ استحقاق السندات لفترة خمس سنوات فأقل وهي السندات قصيرة الأجل أو قد تكون

---

(1) أساتذتنا الدكتورة سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار

النهضة العربية، طبعة 1993، ص:

(2) د. كمال مصطفى طه، شركات الأموال وفقا للقانون رقم 159 لسنة 1981، مؤسسة

الثقافة الجامعية، طبعة 1982، ص: 89.



متوسطة الأجل من فترة خمس سنوات إلى عشر سنوات أو طويلة الأجل وتمتد إلى حوالي عشرين سنة أو أكثر<sup>(1)</sup>.

هذه التعريفات كل منها تتناول جانباً لم نتناوله في التعريفات الأخرى ولذلك يمكن أن نجد تعريف جامع لكافة التعريفات على النحو التالي:

السندات: هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها وتثبت حق حاملها فما قدموه من مال على سبيل الغرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما إرتباط بنتائج أعمالها ربها كانت أو خسارة واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك بين مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية وينتقل السند بطريق القيد الدفاتر التجارية أي كان إسمياً و بالتسليم للمشتري إن كان لحامله<sup>(2)</sup>. ويرى البعض أن الميزة التي اختلفت السندات دون الأسهم قد عدت من القضايا المسلم بها فأعلنت مقام السندات وهيئت سبيل الاقتراض بالفائدة المعتدلة للشركة التي تبلغ الممتلكات الثابتة مبلغاً كبيراً من موجوداتها<sup>(3)</sup>.

---

(1) د. مستشار حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصة العالمية، مؤسسة الطوبجي التجارة والصناعة والنشر، طبعة 2004، ص: 168.

(2) رسالة دكتوراه: النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، ص: 208 مقدمة من الباحث: محمود مصطفى حسن محمد.

(3) صادق حنين باشا، بحث في أعمال البورصة مجلة القانون والاقتصاد كلية الحقوق جامعة القاهرة، طبعة 1928.

وللسند عدة خصائص يتميز بها عن غيرها من الصكوك فهو  
غرض جماعي حيث تعاني الشركة أو الدولة مع مجموع المقرضين  
لا مع كل مقرض على حدة فهي تصدر عدة من السندات حيث أوجه  
القيمة مما يعادل عددا المبلغ الذي ترغب في إقتراضه كما أنها  
تصدر عادة لأجل طويل<sup>(1)</sup>.

والسند أنواع<sup>(2)</sup> فهناك السند العادي وهي التي تصدر بذات  
القيمة المبينة فيها وهناك سندات علاوة الإصدار وهي التي يتم  
إصدارها بقيمة أسمية معينة

ويعتبر حامل سندات الاقتراض دائن أو "دائن سندي" يحصل  
على فوائد طيلة المدة التي يوجد فيها سند الاقتراض بحوزته. يمكن  
أن تتخذ سندات الاقتراض أشكالا عديدة يحددها المصدر بناء على  
الأهداف التي ارتسمها بالنسبة للتمويل و للمستهدفين (سعر الفائدة  
ثابت وسعر قابل للتغيير أو سندات قابلة للتحويل الخ..).

---

(1) د. مصطفى كمال طه، شركات الأموال وفقا للقانون 159، لسنة 1981، مؤسسة  
الثقافة الجامعية، ص: 82 وما بعدها.

(2) د. محود سمير الشراقوي، الشركات التجارية في القانون المصري، طبعة 2001،  
دار النهضة العربية، ص: 543.

## المبحث الثالث: الأطراف الفاعلة

### في السوق المالي المغربي

يتدخل في السوق المالي عدة مؤسسات منها من يقوم بوظيفة تسييره وتدييره ومنها ما يقوم بالعمل على تنشيطه من خلال مايقوم به من عمليات تتعلق بالوساطة بين المدخرين وطالب التمويل سواء كان مقولة أو مؤسسة عمومية أو الدولة. وعليه فإن طبيعة الدراسة تقتضي التطرق للأحكام التي تنظم جهاز التسيير داخل السوق المالي المغربي، بالإضافة إلى معرفة الأدوار التي تقوم بها شركات الوساطة والهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة من دور فاعل في هذا الإطار، هذا بالإضافة إلى معرفة الدور الذي تقوم به الأجهزة الرقابية سواء تلك التي تمارس مهامها بصفة مباشرة أو غير مباشرة وعليه سوف نتطرق إلى هذه الأجهزة والدور الذي تقوم به داخل السوق المالي.

## المطلب الأول : الشركة المسيرة للبورصة

تعتبر الشركة المسيرة فاعل أساسي في السوق المالي المغربي خصصها المشرع المغربي بمجموعة من القواعد القانونية التي توطر تأسيسها (الفقرة الأولى) ومهامها (الفقرة الثانية )

### الفقرة الأولى :تأسيس الشركة المسيرة

نصت المادة السابعة من الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 المتعلق بالبورصة كما وقع تنميته وتغييره على أنه: "تحدث شركة مساهمة تخول الامتياز في إدارة بورصة القيم عملا بدفتر للتكاليف يوافق عليه الوزير المكلف بالمالية. ويحدد دفتر التكاليف المذكور بوجه خاص الالتزامات المتعلقة بتسيير بورصة القيم وتسجيل المعاملات وإعلانها وكذا بالآداب المهنية الواجب على مستخدمي الشركة ذات الامتياز التقيد بها. ويطلق على الشركة ذات الامتياز في باقي ظهيرنا الشريف هذا اسم "الشركة المسيرة".

بموجب هذه المادة انتقل نظام التسيير لبورصة القيم من نظام المؤسسة العمومية<sup>1</sup> إلى نظام التسيير الجديد المتمثل في الشركة المسيرة التي وهي عبارة عن شركة مساهمة تدير بورصة القيم عملا بدفتر للتكاليف يحدد الإلتزامات المتعلقة بتسيير بورصة القيم

<sup>1</sup> - نظام المؤسسة العمومية الذي كان معمولا به في إطار المرسوم الملكي 14 يونيو 1967 المعتبر بمثابة قانون يتعلق ببورصة القيم.

وتسجيل المعاملات وعن كيفية تعيين أعضاء ومسيرى هذه الشركة نجد أن المشرع نص في الفقرة الثانية من المادة العاشرة على أنه "يخضع تعيين أعضاء أجهزة إدارة وتديبر وتسيير الشركة المسيرة، وعند الاقتضاء، أعضاء مجلس رقابتها إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية الذي يجوز له أن يقلهم من انتدابهم بناء على تقرير مسبب من مندوب الحكومة أو مجلس القيم المنقولة ويعين من يقوم مقامهم إلى أن يتم انتخاب أعضاء جدد." فشكل إدارة الشركة المسيرة لبورصة القيم والمتمثل في شكل شركة مساهمة ذات مجلس الإدارة يترأسها مدير عام .

فإسناد إدارة وتسيير بورصة القيم إلى شركة مساهمة تمتلك حقا التسيير الانفرادي يهدف من ورائه المشرع المغربي الى ضبط السوق المالي ومنح الضمانات للمدخرين مع ما يتلاءم والمحافظة على المصلحة .

كما تقوم الشركة المسيرة بوضع نظام عام للشركة يحدد القواعد المنظمة لبورصة القيم<sup>1</sup> ويخضع لمصادقة سلطات الوصاية، حيث يوافق الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع مجلس الهيئة المغربية لسوق الرساميل . وتدرج ضمن النظام الأساسي للشركة المسيرة أسماء شركات كل المساهمين في الشركة المسيرة وكذا نسبة رأس المال

<sup>1</sup> - المادة 7 من الظهير الصادر 21 سبتمبر 1993 المنعلق بتنظيم السوق المالي

المملوك من طرف كل واحدة منها ويحدد السقف الذي لايجوز تجاوزه من طرف أي مساهم في الشركة المسيرة بقرار لوزير المالية بعد استطلاع الهيئة المغربية لسوق الرساميل. كما أن كل تغيير في تشكيلة رأس المال الشركة يوافق عليه وزير المالية كما يحدد المبلغ الأدنى لرأس المال الشركة المسيرة ويجب أن يدفع جميع حصص المشاركة نقدا حين الإكتتاب وفي هذا الإطار نصت الفقرة الأولى من المادة الثامنة من القانون المتعلق بالبورصة على أنه "يدفع رأس مال الشركة المسيرة بكامله من لدن شركات البورصة المعتمدة، ويكون مملوكا في كل وقت وأن لجميع شركات البورصة بحصص متساوية". ويتم الاكتتاب في أسهم الشركة المسيرة أو استردادها مقابل ثمن يحدده الهيئة المغربية لسوق الرساميل، ويتم دفع المساهمات نقداً وبصورة كاملة حين الاكتتاب في رأس مال الشركة المسيرة .

### الفقرة الثانية : مهام الشركة المسيرة

حدد المشرع للشركة المسيرة عدة مهام تتجلى في :

#### أولاً:تنظيم السوق

تقوم الشركة المسيرة بمهام تنظيم السوق المالي وفي هذا الإطار يخول لها صلاحية اتخاذ تدابير إدارية ذات صبغة تنظيمية أو فردية تهدف إلى ضمان حسن سير السوق والحفاظ على سلامة المعاملات كما يجوز لها أن تحد من تداول إحدى شركات البورصة لسند من

السندات إذا تطلب ذلك وضع السوق، وتعلل الشركة قراراتها وتحيط بها علما الهيئة المغربية لسوق الرساميل وفي هذا الإطار نصت المادة السابعة مكررة، والتي تمت إضافتها بموجب القانون رقم 34.96 القاضي بتغيير وتنظيم القانون رقم 1.93.211 المتعلق ببورصة القيم على أنه: "تحدد في نظام عام تعده الشركة المسيرة ويوافق عليه بقرار لوزير المالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة القواعد المنظمة لبورصة القيم وخصوصا :

-القواعد المتعلقة بقيد القيم المنقولة في جدول أسعار بورصة القيم وشطبها منه، طبقا للأحكام الواردة في هذا القانون،

- القواعد والإجراءات المتعلقة بطريقة سير السوق ، طبقا للأحكام الواردة في هذا القانون،

-الكيفيات المتعلقة بنقل القيم المنقولة المقيدة في جدول الأسعار من قسم إلى آخر وفقا لهذا القانون ؛

-القواعد المطبقة على مراقبة شركات البورصة في مجال تداول وإتمام المعاملات في البورصة وذلك وفقا للتشريع الجاري به العمل ؛

- القواعد المتعلقة بمراقبة الأشخاص الموجودين تحت سلطة شركات البورصة أو الشركة المسيرة أو العاملين لحسابها ، طبقا للتشريع الجاري به العمل ؛

القواعد المتعلقة بكيفية تطبيق واستعمال الضمان المشار إليه في الفقرة الثانية من المادة 33 بعده وكذا كيفيات تأسيس ودائع الضمان المنصوص عليها في الفقرة الثالثة من نفس المادة وتسييرها واستعمالها،

- الكيفيات المتعلقة بالتعويض الممنوح من لدن صندوق الضمان المشار إليه في الفصل الثالث بالباب الرابع من هذا القانون لعملاء شركات البورصة التي تمت تصفيتها،

- الوثائق الواجب على شركات البورصة تسليمها إلى الشركة المسيرة، والوثائق التي قد تطلبها الشركة المسيرة من المصدرين - ."

كما تقوم الشركة المسيرة بتأكيد المعاملات لشركة البورصة المعنية في ظرف أربع وعشرين ساعة وتسجيل المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وبحجم سندات يقل عن حجم الكتل الأدنى، وبتنظيم المقاصة وتسليم السندات وأداء المبالغ ووسائل الأداء، ويكون التسليم والأداء متلازمين ومتزامنين في يوم الإتمام، كما تضمن عمليات التحويل المباشر المذكور في سجل خاص يبين على وجه الخصوص هوية المستفيد من التحويل والشخص الذي قام بالتحويل، ويترتب على المعاملات المبرمة المبرمة بواسطة شركات البورصة صرف عمولات لقاء الخدمات



المقدمة من لدن الشركة المسيرة محددة بحد أقصى يعينه الوزير المكلف بالمالية بناء على اقتراح من الهيئة المغربية لسوق الرساميل

### ثانيا : القيد في جدول الأسعار

لقد منح المشرع الشركة المسيرة مجموعة من الصلاحيات فيما يخص إبرام المعاملات تتجلى في :

-البث في قيد القيم المنقولة بجدول أسعار بورصة القيم وشطبها منه؛

-السهر على مطابقة عمليات تداول وإتمام المعاملات التي تقوم بها شركات البورصة للقوانين والأنظمة الخاضعة لها العمليات المذكورة .

### ثالثا: سلطة رقابية وضبطية

في إطار المهام الرقابية والعقابية التي خولها المشرع للشركة المسيرة فإنه يجوز للشركة المسيرة أن توقف تسعير واحدة أو أكثر من القيم المنقولة لمدة معينة إذا طرأ على أسعار هذه القيم خلال جلسة بورصة واحدة تغيير من حيث الزيادة أو النقصان يزيد على حد يعينه مجلس القيم المنقولة، ولا يمكن أن يفوق الحد المذكور 10% من السعر المرجعي للقيم المعنية بالأمر، كما يمكن للشركة المسيرة أن توقف التسعير وذلك بطلب من مجلس الهيئة المغربية لسوق الرساميل عندما يقتضي الأمر إطلاع الجمهور على معلومات قد يكون لها تأثير ملموس

في الأسعار كما يجب عليها إطلاع الهيئة المغربية لسوق الرساميل على كل مخالفة تثبت ارتكابها في أثناء مزاولة مهمتها.

كما أن للشركة المسيرة سلطة رقابية وعقابية، ففي حالة إخلال إحدى شركات البورصة إخلالاً شديداً بأمن أو سلامة السوق أمكن لها أن توقف مؤقتاً ولوج شركة البورصة السوق وأن تخطر الهيئة المغربية لسوق الرساميل بذلك وأن تعلم الجمعية المهنية لشركات البورصة المشار إليها في المادة 82، كما يمكن للشركة المسيرة إلغاء سعر مسجل وبالتالي إلغاء مجموع المعاملات المنجزة، بذلك السعر، كما يمكنها إلغاء معاملة من المعاملات إما :

- بطلب من شركة من شركات البورصة إذا ارتكبت خطأ في تبليغ الأمر إذا تبث حسن نيتها، ولا يمكن أن تتم إلا بموافقة مجموع شركات البورصة المشاركة في العملية.
- بمسعى من الشركة المسيرة إثر حدوث طارئ تقني أو خطأ ارتكبه الشركة المسيرة في مقياس التسعير.

## المطلب الثاني: شركات البورصة

تعتبر شركات البورصة الوسيط الذي منحه المشرع المغربي حق استثنائي فيما يخص تداول القيم المنقولة في البورصة وهكذا نصت المادة 18 من القانون رقم 1.93.211 الصادر بتاريخ (21 سبتمبر 1993) المتعلق ببورصة القيم حق إحتكار إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار البورصة، ويهدف المشرع المغربي من وراء ذلك الى الرغبة في ضمان جودة الخدمات المقدمة من طرف الوسطاء وتوفير الحماية اللازمة للسوق المالية وللمدخرين، وعليه سوف نتطرق الى شكل وتأسيس شركات البورصة (المطلب الأول) بالإضافة الى رأسمالها (المطلب الثاني) ومهامها (المطلب الثالث)

## الفقرة الأولى: شكل وتأسيس شركات البورصة

بصدور القانون رقم 52.01 المعدل للظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون للبورصة، حيث نص في المادة 36 الفقرة الثالثة على أنه لا تعتمد باعتبارها شركات البورصة إلا الشركات المكونة على شكل شركة مساهمة التي يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب ... وقد ألزم المشرع شركات البورصة بالحصول سلفاً على رخصة الاعتماد قبل البدء في مزاولة نشاطها، وتسلم هذه الرخصة من طرف الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي الهيئة المغربية لسوق الرساميل، حيث فرض على شركة البورصة أن تقدم الضمانات الكافية مما تتوفر عليه من وسائل تقنية ومالية، وكذلك ما لديها من خبرة وتجربة خلال مسيرتها، كما يجب على مؤسسي الشركة أن يوجهوا طلب متضمناً مجموعة من البيانات، المنصوص عليها في المادة 37 من الظهير الشريف.

وكذلك تخضع لنفس رخصة الاعتماد كل التغييرات المتعلقة بمراقبة شركة البورصة أو طبيعة الأعمال التي تزاولها على منح رخصة اعتماد جديدة يسلمها وزير المالية بعد استطلاع رأي الهيئة المغربية لسوق الرساميل ويبلغ منح أو رفض رخصة الاعتماد إلى الشركة التي طلبتها داخل أجل شهرين من تاريخ إيداع الملف، وذلك بواسطة رسالة مضمونة مع الإشعار بالتوصل، كما أن كل اندماج بين اثنين أو أكثر من شركات البورصة يتوقف على الحصول على رخصة

اعتماد يمنحها الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

ومن أجل حماية العملاء نص المشرع في المادة 56 من القانون رقم 1.93.211 المتعلق ببورصة القيم على ما يلي:

على أنه لا يجوز تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في ظهيرنا الشريف هذا المعتبر بمثابة قانون لأي شخص أن يكون مؤسساً لإحدى شركات البورصة أو عضواً في أجهزة إدارتها وتدبيرها وتسييرها أو في مجلس رقابتها أو يتولى مباشرة أو بواسطة شخص آخر مراقبة هذه الشركة أو إدارتها أو تسييرها أو تدبير شؤونها أو تمثيلها بأي وجه من الوجوه أو يتمتع بسلطة نيابة عنها :

- إذا سبق أن حكم عليه نهائياً من أجل ارتكاب جناية أو إحدى الجناح المنصوص عليها وعلى عقوبتها في المواد من 334 إلى 391 ومن 505 إلى 574 من القانون الجنائي .

- إذا سبق أن حكم عليه نهائياً من أجل مخالفة للتشريع المتعلق بالصرف؛

- إذا صدر عليه أو على المنشأة التي يديرها سواء في المغرب أو الخارج حكم بإعلان الإفلاس ولم يرد إليه اعتباره؛

- إذا صدر عليه حكم نهائي عملاً بما ورد في المادة 73 من ظهيرنا الشريف هذا المعتبر بمثابة قانون ؛

-إذا صدر عليه من محكمة أجنبية حكم اكتسب قوة الشيء المقضي به وكان يعتبر وفق القانون المغربي حكماً من أجل ارتكاب إحدى الجنايات أو الجرح الوارد ببياناتها أعلاه .

### الفقرة الثانية: رأس مال شركات البورصة

لا يمكن لشركات البورصة أن تمارس مهامها إلا بمقتضى رخصة اعتماد من الوزير المكلف بالمالية بعد إشعار الهيئة المغربية لسوق الرساميل، ولا تسلم رخصة الاعتماد لشركة البورصة إلا إذا توفرت فيها بعض المتطلبات الأساسية من ضمنها ألا يكون الرأسمال أقل من :

1.500.000 درهم بالنسبة لشركات البورصة التي هدفها الرئيسي هو مداولة قيم لحساب أطراف ثالثة، واستشارة و مسعى مشاوراة الزبائن لشراء أو بيع القيم المنقولة؛

5.000.000 درهم بالنسبة لشركات البورصة التي، بالإضافة إلى العمليات المذكورة أعلاه، تهدف إلى القيام بعمليات البيع والشراء بالوكالة و الحفظ و تدبير المحفظة أو توظيف السندات تم إصدارها من طرف شركات لجأت للاذخار العام.

وتحديد الحد الأدنى للرأس المال فيه ضمان للمتعاملين الماليين مع شركات البورصة لمواجهة الأخطار المحيطة بالسوق المالية،

بالإضافة إلى أن رأس المال يبين قدرة وكفاءة شركة البورصة على تدبير شؤون عملائها .

كما لا يمكن لأي شخص معنوي أو طبيعي أن يشارك أو يزاحم شركات البورصة في عرضها سواء أكان هذا الغرض أصليا أو ثانويا، وإلا تعرض للعقوبات الجنائية المنصوص عليها في المادة 73 من الظهير الشريف المتعلق بالبورصة.

### الفقرة الثالثة: مهام ووظائف شركات البورصة

شركات البورصة وسطاء يتمثل غرضهم الأساسي في تنفيذ المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة في البورصة و لا يجوز لهم مزاوله نشاطهم إلا بعد الحصول على رخصة الاعتماد من الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع الهيئة المغربية لسوق الرساميل<sup>1</sup>. وقد نصت

<sup>1</sup> قائمة شركات البورصة

شركات البورصة	رقم رخصة الاعتماد	تاريخ رخصة الاعتماد
<u>Alma Finance Group</u>	N° 3-8555	23/11/2006
Artbourse	N° 3-31080	27/04/2007
<u>Atlas Capital Bourse</u>	N° 3-9212	25/10/2002
<u>Attijari Intermédiation</u>	N° 3/19	28/10/1994
<u>BMCE Capital Bourse</u>	N° 3/26	28/10/1994
<u>BMCI Bourse</u>	N° 3/17	26/06/1995
<u>Capital Trust Securities</u>	N° 3-156	09/01/2009
<u>CDG Capital Bourse</u>	N° 3-25	28/10/1994
CFG Marchés	N° 3/20	28/10/1994
<u>Crédit du Maroc Capital</u>	N° 3/18	26/06/1995

المادة 34 من الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون للبورصة على وظائف شركات البورصة ومنها: أن تساهم شركات البورصة في توظيف السندات الصادرة عن أشخاص معنوية تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها؛ وأن تتولى حراسة السندات؛ وأن تدير محفظات القيم عملاً بوكالة؛ وأن ترشد العملاء وتقوم بمساع لديهم قصد شراء أو بيع قيم منقولة؛ وأن تساعد الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها قصد إعداد وثائق المعلومات المخصصة للجمهور، وأن تنشط سوق القيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم.

<u>Eurobourse</u>	N° 3/6156	17/07/1998
<u>ICF Al Wassit</u>	N° 3/16	28/10/1994
<u>Mena .C.P.</u>	N° 3-5927	23/08/2007
<u>MSIN</u>	N° 3/24	28/10/1994
<u>Sogécapital Bourse</u>	N° 03 / 22	28/10/1994
<u>Upline Securities</u>	N° 3/23	28/10/1994
<u>Wafabourse</u>	N° 310192	28/10/1994



وبحسب نص المادة 34 فإن مهام شركات البورصة تتجلى في

ما يلي:

### أولاً: توظيف السندات ومسك الحسابات

تقوم شركات البورصة التي تم إنشاؤها باحتكار الوساطة بالبورصة بحيث تعتبر العنصر الوحيد المخول له تنفيذ المعاملات بالقيم المنقولة المسجلة ببورصة القيم كما أنه تعتبر الحامل الوحيد لأسهم بورصة الدار البيضاء و التي تمتلك حصصاً متساوية لمجموع الرأسمال.

ويجوز لشركات البورصة أن تساهم في توظيف السندات الصادرة عن أشخاص معنوية تدعو الجمهور إلى الادخار، وتخضع شركات البورصة لمراقبة الهيئة المغربية لسوق الرساميل طيلة مدة وجودها.

### ثانياً: تدبير المحفظات

يجوز أن يفوض الزبناء إلى شركة البورصة اقتناء ونفويت قيم منقولة لحسابهم. وتقوم شركات البورصة بإدارة محفظة عملائها عملاً بالوكالة، وإدارة محفظة العملاء هي عبارة عن وكالة تسمح بواسطتها للمستثمرين بشراء أسهم أو سندات متداولة في البورصة بحيث تلتزم شركة البورصة ببذل كل الجهود في إدارة المحفظة إلى جانب الالتزام بتقديم تقرير بعد انتهاء من أعمال الإدارة.

ويعتبر عقد الوكالة وثيقة أساسية في العلاقة بين شركة البورصة (الوكيل) والعميل (الموكل) حيث يبين كل حقوق والتزامات الأطراف المتعاقدة، وبالتالي يجب أن يكون دقيقاً في تحديده كل شروط العقد بما في ذلك المعاملات المحظورة .

وتجدر الإشارة الى أن للعميل ثلاث خيارات في إدارة محفظة الأوراق المالية وهي إما الإدارة الحرة، أو التدبير المساعد، أو التدبير المنتدب :

الإدارة الحرة : إذا اختار العميل أسلوب الإدارة الحرة فهو في هذه الحالة يقوم بتكوين وإدارة محفظته المالية بنفسه، ويأخذ كذلك كل قرارات البيع وشراء الأسهم بنفسه، ويقتصر دور المستشار المالي - شركة البورصة- بتنفيذ الأوامر المرسلة إليها، ومن الناحية العملية هذا النوع من الإدارة يشكل مجازفة بالنسبة للمبتدئين .

التدبير المساعد : في هذا النمط من الإدارة تقوم شركة البورصة بتقديم النصح للعميل بالعمليات الواجب إجراؤها ويترك له الحق اتخاذ القرارات التي تناسبه .

التدبير المنتدب أو المفوض في هذا النوع من الإدارة يعهد وتتكلف شركة البورصة بالقيام بجميع العمليات واتخاذ قرارات البيع والشراء وهذا النوع هو الشكل الملائم للأشخاص الغير المتفرغين