

## تحديات تفعيل الأسواق المالية المغاربية وتحقيق الترابط والتكامل فيما بينها

# The challenges of activating the Maghreb financial markets and achieving interdependence and integration among them

غنية شيخي

جامعة بومرداس

chgh24@hotmail.com

Received:20/02/2017

خديجة شيخي

جامعة بومرداس

ch.khadidja@yahoo.fr

Accepted:30/04/2017

Published:30/06/2017

### ملخص:

تتميز أسواق الأوراق المالية المغاربية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق المتقدمة والناشئة، تجعل منها أسواقا متخلفة وضعيفة الأداء، بحيث تواجه أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي جملة من المعوقات تحول دون انطلاقتها، ويقف وراء هذه المعوقات خصائص البيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق سواء منها التشريعية والتنظيمية أو الاقتصادية. كما يقف أمام إمكانية تحقيق أي شكل من أشكال الترابط بين أسواق الأوراق المالية المغاربية مجموعة من العقبات أهمها، هشاشة الترابط بين الاقتصاديات المغاربية، ضعف أو غياب الإرادة السياسية، ضعف القطاع المالي في هذه الدول، قصور الوساطة المالية، عدم توفر الوعي الكافي لدى المستثمر المغاربي وانخفاض رأس المال الشركات المصدرة للأوراق المالية وضعف ملاءتها المالية. بالرغم من الجهود المبذولة من طرف دول المغرب العربي في سبيل تفعيل أسواق أوراقها المالية وتحقيق الترابط والتكامل فيما بينها، إلا أن النتائج المحققة في هذا المجال لازالت ضعيفة جدا وذلك أن هذه الجهود تتطلب إرساء مقومات أساسية تسمح بتوفير المناخ الاستثماري في هذه الدول مع ضرورة اعتماد إصلاحات تمس الجوانب التشريعية والتنظيمية، تطوير المؤشرات الاقتصادية، تنمية المؤسسات المالية في المغرب العربي، نشر الوعي الاستثماري... الخ، كما أن تطوير أسواق الأوراق المالية المغاربية كل على حدى شرط أساسي لنجاح الترابط والتكامل فيما بينها.

**الكلمات المفتاحية:** أسواق الأوراق المالية، دول المغرب العربي، الترابط بين أسواق الأوراق المالية المغاربية، الوساطة المالية.

### Abstract:

#### The challenges of activating the Maghreb financial markets and achieving interdependence and integration among them

Maghreb stock markets are characterized by a number of characteristics that distinguish them from other developed and emerging markets, which make them markets backward and underperforming, so that the stock markets in the Maghreb countries face a number of obstacles that prevent them from starting. These obstacles are the characteristics of the overall environment through which they operate. These markets are legislative, regulatory or economic. The weakness of the financial sector in these countries, the lack of financial intermediation, the insufficient awareness of the Maghreb investor, the lack of sufficient political will, the weakness of the financial sector in these countries, Low capital stock issuers and weak financial solvency.

Despite the efforts made by the Arab Maghreb countries to activate their securities markets and achieve their interdependence and integration, the results achieved in this area are still very small. These efforts require the establishment of basic elements that allow the investment climate in these countries and the need to adopt reforms. The development of economic indicators, the development of financial institutions in the Maghreb, the promotion of investment awareness, etc. The development of the Maghreb stock markets is an essential condition for the success of interdependence and integration among them. The most important efforts and challenges exerted by the Arab Maghreb countries to activate their securities markets are adapting the accounting systems to the international accounting environment, paying attention to corporate governance.

**Keywords:** stock markets, Maghreb countries, inter-linkages between Maghreb stock markets, financial intermediation.

\* مرسل المقال: خديجة شيخي

تمهيد:

تحتل قضية تنمية أسواق الأوراق المالية في الوقت الراهن وإيجاد وسائل الربط فيما بينها أهمية كبيرة في تسيير حركة رؤوس الأموال وتسييرها فيما بين الدول، منها دول المغرب العربي. إذ يصبح تطوير وانفتاح هذه الأسواق يشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية المشتركة لهذه الدول، وتعزيز التكامل الاقتصادي المغربي الذي تسعى لتحقيقه. إلا أن بورصات المغرب العربي لازالت بعيدة عن تحقيق ذلك بسبب ضعف أدائها على الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها. كما أن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وما زاد في ذلك أنها صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية. حيث يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي أنها تعاني من عدة معوقات متباينة من سوق لآخر، ويقف وراء كل ذلك البيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق سواء منها التشريعية والتنظيمية أو الاقتصادية.

أمام كل هذه المعوقات تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير أسواق الأوراق المالية المغربية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية، ولهذا جاءت إشكالية هذه الورقة البحثية كما يلي:

ما هي التحديات والجهود المبذولة من طرف دول المغرب العربي لتفعيل أسواق أوراقها المالية وتحقيق الترابط والتكامل

فيما بينها؟

## المبحث الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية المغربية وأسباب غياب الترابط فيما بينها

تواجه أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي جملة من المعوقات تحول دون انطلاقتها، بالإضافة إلى القيود المختلفة التي تعيق أو تضلل عملية ترابط وتكامل هذه الأسواق فيما بينها. وهذا ما سيتم تناوله من خلال هذا المبحث.

### المطلب الأول: خصائص أسواق الأوراق المالية المغربية ومعوقات التشريعية والتنظيمية

تضافت جملة من العوامل حالت دون قيام أسواق الأوراق المالية المغربية بمهامها المأمولة، الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه الأسواق.

#### أولاً: خصائص أسواق الأوراق المالية المغربية

تعتبر أسواق الأوراق المالية المغربية أسواق ضيقة وغير عميقة ويعود ذلك إلى عاملين أساسيين هما، محدودية أدوات الاستثمار المالي، وضآلة الطلب في هذه الأسواق، واللذان سيتم تناولهما فيما يلي:

#### 1. محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي

يتطلب اتساع السوق وازدهارها، توفر عرض كاف ومنظم من الأوراق المالية، إلا أن أسواق الأوراق المالية المغربية، تتسم بضآلة حجم المعاملات وقلة الإصدارات العامة الجديدة، وترجع أسباب ذلك إلى عوامل أهمها:<sup>1</sup>

- محدودية فرص الاستثمار المحلية في الدول المغربية بشكل عام، بسبب ضيق وعدم استيعاب السوق المحلية أو ضيق منافذ الاستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة؛
- سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة، وسيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسب عالية من أسهم الشركات، وتفضيلهم الاحتفاظ بالأسهم؛
- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، وذلك لتمويل العجز في الموازنة العامة؛
- بدائية توزيع الاكتتابات، لأن أسلوب التوزيع كان قائماً على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقار إلى مؤسسات ضمان التغطية والتوزيع.

#### 2. ضآلة الطلب على الأوراق المالية

ترجع أسباب ضآلة الطلب على الأوراق المالية في الأسواق المغربية إلى عدة عوامل أهمها:<sup>2</sup>

- انخفاض معدلات الدخل النقدي والادخار الفردي، وعدم ثباته وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه؛
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية بمقارنته مع أشكال الاستثمار الأخرى، وكمثال عن ذلك ارتفاع معدلات الفائدة التي يمنحها الجهاز المصرفي على الودائع مقارنة مع الأرباح التي توزعها شركات المساهمة، إلى جانب ارتفاع الأعباء الضريبية على عوائد الأسهم مقارنة بتمتع الودائع المصرفية إما بإعفاء كلي أو جزئي من الضرائب؛

- التجارب السلبية للاستثمار في الأوراق المالية في عدد من الأسواق المغربية، كأزمة سوق المناخ والتأمينات وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت إلى ضعف ثقة كثير من المستثمرين في الأوراق المالية؛
- قصور الوعي لدى جمهور المدخرين تجاه الاستثمار في الأوراق المالية.

### ثانيا: المعوقات التشريعية والتنظيمية

- يتطلب إنشاء سوق أوراق مالية في أي دولة ما توافر بيئة تشريعية وتنظيمية ملائمة، والتي تتمثل في مجموعة من القوانين والتعليمات التي تضبط نشاط إصدار وتداول الأوراق المالية. كما يرتبط الإطار القانوني للسوق بطبيعة آليات وإجراءات النظام القانوني في حل مشكلة المنازعات أو حماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في السوق من أساليب الغش أو احتكار المضاربين وتلاعبهم بممارسات غير قانونية في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية تؤدي إلى أفعال المخاطر على مستوى البورصة.

- وبوجه عام، ترتبط درجة ملائمة البنية التشريعية والتنظيمية بعاملين هما:
- مدى توافر الانسجام والاتساق بين مواد وأحكام هذه القوانين فيما يتعلق بالجوانب المختلفة لعمليات إصدار وتداول واستثمار الأوراق المالية؛

- عامل التوازن والتكامل بين الدور الرقابي والدور التنموي لهذه التشريعات؛

- حيث أنه بالرغم من التطورات في التشريعات والتنظيمات التي حققتها أسواق الأوراق المالية المغربية خلال السنوات السابقة، إلا أنه مازالت القوانين في بعض الدول المغربية تعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها وتقلل من فعاليتها. ويمكن عرض أوجه قصور هذه الأسواق في كون<sup>3</sup> أن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في الدول المغربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية؛

- كما أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية المغربية قد وضعت في معظم الدول المغربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى. كما أن إصدار القرارات المنظمة لحالات معينة كلما دعت الحاجة إلى ذلك، أدى إلى أن يعترض عمل هذه الأسواق في الكثير من الدول المغربية تعدد القوانين ذات العلاقة وعدم انسجامها مع بعضها البعض، إضافة إلى تعدد الجهات القائمة على تنفيذ هذه القوانين.

- ففي المغرب، قامت السلطات منذ 21 ديسمبر 1993 بسلسلة من الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتقنية في مجال النظام المالي وأسواق رأس المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، الشيء الذي ساهم بشكل فعال في تطوير القطاع المالي وتحريك عجلة الاقتصاد، وذلك بالموازاة مع الانفتاح على الخارج من أجل مواكبة التطورات الدولية والعالمية في إطار العولمة الاقتصادية والمالية، حيث صدرت ثلاثة نصوص قانونية في يوم واحد يتعلق الأول ببورصة القيم، والثاني بمجلس القيم المنقولة، أما الثالث فيتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.<sup>4</sup>

- وقد تميز هذا الإصلاح الذي ابتداءً منذ سنة 1993 بمرونة كبيرة جداً، حيث كانت له عدة محطات تعديلية تم بموجبها تميم وتغيير كل التشريعات الصادرة في إطاره، مع إصدار تشريعات جديدة بالموازاة مع ذلك.

- هذا بالإضافة إلى الإصلاحات التي قامت بها السلطات التنظيمية المشرفة على تنظيم ومراقبة أنشطة البورصة وأنشطة المتدخلين فيها من خلال الاختصاصات المخولة لها في هذا المجال.

- أما بورصة تونس، قد تم تأسيسها في سنة 1969 في شكل مؤسسة عمومية. وخلال أربعة عقود من الزمن شهدت إصلاحات متوالية وعميقة ساهمت في تحديث وسائل عملها لتجعل منها وسيلة للمساهمة في تمويل الاقتصاد. وقد أصبحت تحتل المرتبة الثانية على صعيد بورصات دول المغرب العربي بعد بورصة الدار البيضاء.

- وتتشابه بورصة تونس إلى حد كبير مع بورصة الدار البيضاء في الإصلاحات القانونية التي قامت بها. حيث بالرغم من تأسيسها منذ سنة 1969، ظلت تتميز بضعف الإطار التشريعي إلى غاية 1994، مما انعكس على عدم قدرتها على جذب الادخار المتوسط والطويل الأجل، وهذا ما كان ينطبق على بورصة الدار البيضاء ما بين سنة 1967 و1993. وقد كانت سنة 1988، كبدائية لإصلاح قوانين البورصة التونسية، وتعزز ذلك أكثر بتعديلات نوفمبر 1994، حيث تمت إعادة تنظيم سوق الأوراق المالية بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق. وفي نوفمبر سنة 1995، تمت إعادة تنظيم بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي. وفي أكتوبر 1996، انطلق العمل بها بنظام التداول الإلكتروني. وفي أبريل 1998، بدأ بها العمل بمؤشر تونانديكس حسب القاعدة 1000. وفي ديسمبر 2007 تم إحداث السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة كما تم تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني.<sup>5</sup>

- أما بورصة الجزائر، تعتبر حديثة العهد، حيث ظهرت فكرة تأسيسها سنة 1988 بعد الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها في سنة 1987. وفي سنة 1991 قامت الجزائر بإصدار ثلاث مراسيم تنفيذية لجعل هذه البورصة جاهزة للتشغيل. إلا أن الانطلاق الفعلي لها كان سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10.<sup>6</sup> وتم أيضاً إصدار قانون الخوصصة في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 95-22 وعدل في مارس 1997. وموازاة مع ذلك، قامت بإقرار عدة إعفاءات ضريبية على القيم المنقولة وعلى الأرباح الناتجة عنها والتي تم إقرارها لمدة خمس سنوات بموجب قانون المالية لسنة 1999 و2004.

- وفي هذا الشأن تم إحداث ثلاث هيئات، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤسسة تسيير بورصات القيم والمؤمن المركزي للسندات بهدف تنظيم عمليات البورصة. لكن رغم هذه الإصلاحات فإن البورصة الجزائرية لا زال دورها محدود جداً ويمكن اعتبارها غائبة عن المشهد المالي الجزائري.

- أما في ليبيا، فلم تقدم على إنشاء سوق الأوراق المالية لأول مرة إلا في سنة 2006 بإصدار اللجنة الشعبية العامة القرار رقم 134 القاضي بإنشاء سوق الأوراق المالية الليبية وإصدار نظامه الأساسي كما تم بناء على القرار المذكور إصدار أمين اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة والاستثمار للقرار رقم 244 لسنة 2006، بشأن تعيين المدير العام للسوق، وأصدر كذلك القرار رقم 332 لسنة 2006 بشأن تحديد قواعد رسوم واشتراكات الوسطاء الماليين كأعضاء في السوق.

وفي سنة 2008، أصدرت اللجنة الشعبية العامة القرار رقم 436 لسنة 2008 بشأن إقرار النظام الأساسي الجديد لسوق الأوراق المالية الليبية.<sup>7</sup>

- ولكن بالرغم من إصدار هذه المجموعة من التشريعات وكذا التعديلات المتعددة الواردة عليها حتى نهاية 2008، تبقى أسواق الأوراق المالية المغربية في كل من المغرب وتونس والجزائر وليبيا تعاني من نقص على مستوى التشريعي والتنظيمي، حيث لازالت تعرف إلى حد ما نوعا من الاختلاف بينها وبين ما تخضع له أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة. فبالرغم من التقارب الذي يمكن ملاحظته بين كل من المغرب وتونس والجزائر، لا زالت المنظومة التشريعية في ليبيا لم تكتمل بعد ولا زالت النصوص التشريعية والتنظيمية لأنشطة المتدخلين في السوق متداخلة فيما بينها، مما يوضح أن عملية فصل السلطات لازالت لم تتم بشكل كامل.

- ومن أوجه القصور في الدول المغربية غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة. ومن تلك الأوجه، أن أسواق الأوراق المالية في الدول المغربية لا تزيد عن أن تكون وحدة تابعة للقطاع العام أو ملحق لإحدى جهاته، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يجب، وليس كما تريد هي وتحتاج. كما تفتقر التشريعات إلى قوانين تهتم بإنشاء شركات الترويج و ضمان الاكتتاب، وكذا إلى قوانين تنظم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني والمؤسسات التي تتعلق بالإصدارات.

- ويضاف إلى ما سبق، جملة من المعوقات الهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية المغربية منها:<sup>8</sup>  
- افتقار أسواق الأوراق المالية المغربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات المساعدة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم، مثل الشركات الصانعة للسوق.<sup>9</sup>

- انعدام شركات صانعة للسوق والتي تعمل على إحداث توازن بين الكمية المعروضة من الأوراق المالية والمطلوبة.  
- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية مما أدى إلى ضعف في طرق ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة، وذلك لما توفره البنوك التجارية من ترويج واسع و ضمان للتغطية.

- عدم كفاءة بعض السماسرة في تقديم النصائح والمشورة للمستثمرين إذ ينحصر دورهم على التنسيق بين البائعين والمشتريين.

- ويضاف إلى ما سبق، عدم توفر قوانين تنظم إصدار السندات في كل من السوقين التونسية والمغربية، حتى وقت قريب، فضلا عن كيفية تداول واسترداد قيمة هذه السندات.<sup>10</sup>

- ضعف مستوى التسيير ونظم المعلومات على مستوى البورصات المغربية.

## المطلب الثاني: المعوقات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية المغربية

توضح المؤشرات الاقتصادية لدول المغرب العربي ضعف مستوى نشاطها الاقتصادي من خلال ضعف نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ارتفاع المعدلات التضخمية، وانخفاض معدلات صرف العملات. الشيء الذي ينعكس على نشاط سوق الأوراق المالية ويحول دون أدائها للدور الذي أنشئت من أجله.

### أولاً: ضيق نطاق السوق

تتصف معظم أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية.<sup>11</sup>

- ويتمثل ضيق هذه الأسواق في قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران. حيث أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء (المغرب) فيما يتعلق بحجم السوق انخفاض القيمة السوقية في نهاية النصف الأول من سنة 2008 بنحو لتبلغ حوالي 90.59 مليار دولار. وانخفضت أحجام التداول في البورصة خلال نفس الفترة من عام 2008، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 2.72 مليار دولار. أما بالنسبة لبورصة تونس، وفيما يتعلق بحجم السوق، فقد بلغت حوالي 6.61 مليار دولار وذلك خلال النصف الأول من سنة 2008. وأما بالنسبة إلى أحجام التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال نفس الفترة ما يقدر بـ 433.9 مليار دولار، أما فيما يتعلق ببورصة الجزائر، ووفقاً لما احتسبه صندوق النقد العربي وفيما يتعلق بأحجام السوق، فقد بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في نهاية النصف الأول من سنة 2008 حوالي 101.5 مليون دولار. وبلغت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر خلال نفس الفترة حوالي 81.4 ألف دولار. ويعود صغر أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية المغربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة فيها، وكذلك عدد أيام التداول، والذي يقتصر على يومي تداول في الأسبوع.<sup>12</sup>

### ثانياً: قلة عدد الشركات المدرجة في البورصة والمؤسسات الوسيطة

تتميز أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي بقلة عدد الشركات المدرجة في البورصة، واقتصارها على عدد معين منها، وذلك لضعف فرص التنوع ومحدودية القطاعات التي تعرف نشاطات استثمارية متنوعة. فمن بين أهم العوامل الداخلية التي لازالت تعاني منها البورصات المغربية تتمثل في عدم رغبة العديد من الشركات المستوفية للشروط القانونية في الدخول إلى السوق عبر إدراج أسهمها أو من خلال طرح قروض سنديّة. ويظهر ذلك من خلال قلة عدد الشركات وقلة عدد القطاعات الاقتصادية الممثلة في هذه الأسواق، حيث لا يتجاوز عدد القطاعات 13 قطاعاً في

المغرب بمجموع 77 شركة، وتتبعها تونس بعدد لا يتجاوز 9 قطاعات ممثلة بـ 45 شركة. بينما تبقى الجزائر هي الأضعف بقطاعين ممثلين بشركتين فقط بالرغم من كونها أقدم من بورصة ليبيا التي استطاعت أن تستقطب خلال سنتين من إنشائها ثمانية شركات ممثلة للقطاع المالي الوحيد، مع العلم أن كلا من الجزائر وليبيا تتوفران على بنية مؤسسية مهمة تستثمر في قطاع المحروقات التي بإمكانها أن تشكل دافعا قويا للاستثمار في البورصات المحلية لو تم إدراج قيم وأصول الشركات العاملة في هذا القطاع.

ومن بين الصعوبات التي تعاني منها كذلك البورصات المغربية عدد المستثمرين المؤسساتيين المنشطين لكل من السوق المغربية والتونسية الذي يفوق بكثير عدد المصدرين للقيم المنقولة في هذه الأسواق، حيث تتوفر السوق المالية المغربية على 260 هيئة للتوظيف الجماعي في القيم المنقولة تتنافس على قيم 77 شركة فقط مدرجة بجدول الأسعار. ونفس الشيء ينطبق على تونس، حيث تتوفر على حوالي 190 هيئة تتنافس وتضارب في قيم 45 شركة فقط.<sup>13</sup> لكن في المقابل نجد العكس انعداما هذه الهيئات التي أصبحت تلعب دورا أساسيا في تعبئة الادخار الجماعي وتوجيهه نحو الاستثمارات العامة والخاصة. وبالتالي، فتأسيسها يجب أن يكون بشكل معقول لكي يتلاءم عددها مع حجم ومدى تنوع المنتجات المالية بالسوق.

### ثالثا: ضالة الطلب والعرض

وتعود أسباب ضالة الطلب إلى العناصر الأساسية الموالية:

#### 1- انخفاض معدلات الادخار

ويعود انخفاض معدلات الادخار في دول المغرب العربي إلى ضعف مستوى الدخل الفردي، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة إلى ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين.

#### 2- ارتفاع سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعًا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

فالمستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب مخاطر كل مصدر تمويلي وأثارها على المدى الطويل.<sup>14</sup>

### رابعاً: عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في معاملات أسواق الأوراق المالية

وهذا ما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، حيث إن في بعض البورصات المغربية ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار ومن ثم الاستثمار مثل ما هو الحال في الجزائر.

### خامساً: محدودية مجالات الاستثمار

تتسم جميع البورصات في المغرب العربي شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي. وفي معظم بورصات المغرب العربي يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول. كما أصبح قطاع الاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دوراً بارزاً حيث يركز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة.<sup>15</sup>

### سادساً: ضعف السيولة

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها السوقية. ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي. ويمكن رصد ما تتمتع به بورصات المغرب العربي من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي ترم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة. ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات المغربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان. ولحل هذه المشكلة المتعلقة بالسيولة ينصح باستخدام استراتيجية التقسيم أو استراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، بالإضافة إلى تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار. وكذلك، يؤدي خفض فترة تسوية الصفقات إلى تحسين السيولة.

### المطلب الثالث: معوقات التكامل والترابط بين أسواق الأوراق المالية المغربية

تعتبر سوق الأوراق المالية المغربية المشتركة بمثابة البناء التحتي لاقتصاد المغرب العربي، واكتمال السوق المغربية المشتركة يتوقف على اكتمال وتعزيز التكامل بين أسواق الأوراق المالية المغربية، ومن ثم استكمال مرحلة التكامل الاقتصادي المنشودة بصورة كاملة، إلا أنه يقف إزاء هذا التكامل والترابط مجموعة من القيود أهمها:

#### أولاً: قيود تنظيمية

وتتلخص القيود التنظيمية التي تقف عائقاً أمام ترابط وتكامل أسواق الأوراق المالية المغربية فيما يلي:

- غياب التخطيط الاستراتيجي للبورصات المغربية.
- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات المغربية وتأثيرها على البورصات، كل ذلك يعوق الاتصالات فيما بين البورصات المغربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات.

- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.
- نقص التوجه نحو العالمية في الأداء والتركيز على الأبعاد المحلية.
- صعوبة منافسة البورصات العالمية.
- عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الاستثمار والإقراض.
- اختلاف التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية في كل بلد مغربي، وهو الأمر الذي حال دون التنسيق فيما بينها.

### ثانيا: القيود السياسية والاقتصادية والمالية

- إمكانية تحقيق أي شكل من أشكال الترابط بين أسواق الأوراق المالية المغربية، وصولا إلى تحقيق إدماجها في سوق أوراق مالية مشتركة تعترضها مجموعة من العقبات منها:
- قصور الوساطة المالية المغربية المباشرة في جلب المدخرات لعملية الاستثمار في الأوراق المالية ومحدودية حريتهم للعمل في مختلف أسواق الأوراق المالية المغربية، وذلك بسبب وجود تشريعات وتنظيمات تمنعهم من ذلك.
  - تباين وتناقض السياسات النقدية والمالية في البلدان المغربية وكذا القيود الكبيرة الموضوعية على حركة رؤوس الأموال وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وكذا سياسة الإقراض البنكي.
  - هشاشة الترابط بين الاقتصاديات المغربية وضعف العمل المشترك مما أدى إلى عدم تكامل أسواق الأوراق المالية المغربية. هذه الأسواق كل على حدى توجد بها العديد من القيود التشريعية والتنظيمية وكذا المعوقات الهيكلية التي تحول دون عملية ربط هذه الأسواق فيما بينها أو تكاملها.
  - ضعف أو غياب الإرادة السياسية، حيث إن عملية تكامل أسواق الأوراق المالية المغربية لا يمكن أن تتحقق إلا إذا توفرت الإرادة السياسية المغربية التي تقبل بمبدأ التكامل، وتعمل على تنفيذ القرارات والخطوات التي تصب في هذا الاتجاه. الأمر الذي يتطلب تغيير سياسي والتنازل عن بعض مقومات السيادة القطرية لمصلحة الدول الأعضاء.
  - ضعف القطاع المالي في دول المغرب العربي، إذ ما زالت المؤسسات المالية والبنكية فيها تقوم بعمليات تقليدية، إلى جانب غياب التنسيق بين هذه المؤسسات بسبب التباين الكبير فيما بينها.
  - عدم وجود عملة قوية مستقرة يمكن استعمالها في كافة المعاملات فيما بين دول المغرب العربي.
  - تفتقر دول المغرب العربي لبنوك المعلومات التي تختص بتزويد القطاعات المالية بالبيانات الضرورية لعملها، سواء تلك المعلومات الخاصة بالقطاع المالي لكل دولة على حدى أو تلك التي تخص أسواق الأوراق المالية العالمية، بما في ذلك المعلومات الخاصة بحركة رؤوس الأموال المغربية المستثمرة في الخارج.
  - قصور وكالات الاستثمار القادرة على مد الأطراف المتعاملة في السوق بالنصائح والإرشادات اللازمة لحسن سيرها.<sup>16</sup>
  - اختلاف النظم والهيكل الاقتصادية بين دول المغرب العربي وغياب الإرادة السياسية، إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض أنظمتها.
  - عدم توافر الوعي الكافي لدى المستثمرين في المغرب العربي بنظام القيد والتداول في البورصات المختلفة وكذلك خوفهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من البورصات.

- انخفاض رأسمال الشركات المصدرة للأسهم في المغرب العربي وضعف ملاءتها المالية  
- تدني مستوى التكنولوجيا، وأنظمة الحاسب الآلي المطبقة في العديد من دول المغرب العربي، مما يعيق من عملية الربط  
الآلي بين البورصات والشركات المنفذة لعملية التداول.

### ثالثا: قيود معلوماتية

يمكن حصر القيود المعلوماتية فيما يلي:<sup>17</sup>

- ضعف الإفصاح المالي.
- عدم وجود تحليل فني وأساسي للأوراق المالية.
- انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد، ووجود اعتبارات دينية تعوق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كالسندات.
- المغالاة في تقدير المراكز المالية.
- عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبؤية وليس مجرد عرض للبيانات والمؤشرات، بل لابد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلا.
- نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات.
- عدم دراسة السوق المحلية وتحديد صفاتها وخصائصها سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو للشركات، وتوفير مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المناسبة لخصائص كل نوع وسلوكه.

### المبحث الثاني: مقومات تفعيل أسواق الأوراق المالية المغربية وتحقيق التكامل والترابط فيما بينها وآفاق وإسهامات الدول المغربية في هذا المجال

تبدل دول المغرب العربي جهودا متنامية في سبيل تفعيل أسواق أوراقها المالية وتحقيق الترابط والتكامل فيما بينها، لكن لازالت النتائج المحققة في هذا المجال ضئيلة جدا وذلك أن هذه الجهود تتطلب إرساء مقومات أساسية

#### المطلب الأول: مقومات ربط أسواق الأوراق المالية المغربية كأداة لتنشيط تمويل التنمية في المغرب العربي

لا يمكن تطوير العلاقات المالية المغربية بواسطة سوق الأوراق المالية إلا من خلال وجود مقومات أساسية لبناء سوق أوراق مالية مغربية موحدة. يمكن ذكر هذه المقومات فيما يلي:<sup>18</sup>

**1. الطاقة الاستيعابية:** تكمن أهمية هذا المقوم لربط أسواق الأوراق المالية المغربية في اعتباره يمثل جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، وهو الأمر الذي يحدث فرصا أحسن للرفع من الطاقات الإنتاجية عند تحقيق مستويات مقبولة من التكامل بين اقتصاديات الدول المغربية. وبالتالي، فإن الاحتياجات التمويلية للدول المغربية ترتفع بصورة محسوسة وتزيد معه أيضا الحاجة الملحة لتأسيس سوق أوراق مالية موحدة.

**2. المناخ الاستثماري:** يعتبر هذا المقوم عنصرا بالغ الأهمية لتحقيق ربط أسواق الأوراق المالية المغربية، حيث لا يمكن الحديث عن تهيئة مناخ استثماري ملائم إلا بوجود التسهيلات والمزايا والإعفاءات المطلوبة المرتبطة بحركة رؤوس الأموال،

وكذا إعطاء المستثمر المغربي حق الإقامة والعمل والتنقل وتجنيد العنصر البشري واستيراد المعدات واللوازم، كل ذلك تشجيعا لانسياب رؤوس الأموال بين البلدان المغربية دون بالغ عناء.

**3. الأجهزة والمؤسسات المالية:** ينبغي تطوير المؤسسات المالية والأجهزة على نحو يتناسب وتطلعات كافة أسواق الأوراق المالية المغربية مجتمعة، يضاف إليه إحداث التشريعات والتنظيمات التي تسهل تداول وتسجيل الأوراق المالية في قيد أي سوق أوراق مالية منها كما أنه يتعين أن تتشابه الأجهزة فيما بينها من حيث الهياكل والمهام.

**4. حرية تدفق رؤوس الأموال:** تعد حرية تدفق رؤوس الأموال بين دول المغرب العربي قناة اتصال بالغة الأهمية بين أسواق الأوراق المالية المغربية تأتي لتنشيط هذه الأسواق

**5. استقرار أسعار الصرف:** وهو عبارة عن مقوم أساسي يساهم في تشجيع حركة رؤوس الأموال.

### المطلب الثاني: متطلبات الربط بين أسواق الأوراق المالية المغربية

يكتسي تطوير أسواق الأوراق المالية المغربية أهمية خاصة لدول المنطقة التي تعرف سياسات اقتصادية متقلبة في مجال الاستثمارات حسب الحقب الزمنية والظروف السياسية التي تمر بها المنطقة المغربية، وهذا التقلب أدى إلى تخوف أصحاب رؤوس الأموال في هذه الدول من استثمار أموالهم في المنطقة المغربية وتفضيلهم الاستثمار في الدول الأجنبية، مما يفسر غياب الترابط فيما بين أسواق المنطقة. ولتحقيق ذلك، يتوجب العمل على توفير المتطلبات الآتية:<sup>19</sup>

#### أولا: تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط أسواق الأوراق المالية

الاستقرار والتنسيق التشريعي يؤدي إلى تشجيع قيام أسواق الأوراق المالية المغربية. وفي هذا الإطار يجب أن تتضمن التشريعات الجديدة أحكاما تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها. وتشمل هذه القوانين على ما يلي:<sup>20</sup>

#### 1. قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية

يشمل قانون سوق الأوراق المالية القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف وعوامل السوق وإدارتها وتنظيمها المالي، كما يعين وينظم علاقات السوق ويحدد إجراءات وهيكل التداول والتسعير، والتدابير التي تتبع في إدراج وتداول الأسهم ومتطلبات الإفصاح.

#### 2. قوانين الشركات

تمثل قوانين الشركات حجر الزاوية للأسواق الأولية، وتحدد هذه القوانين الإجراءات الضرورية لإنشاء شركات المساهمة وشتى أنواع الأوراق المالية، وتنص على المتطلبات المتعلقة بشركات الإصدار. كما تشمل هذه القوانين القواعد التي تتوخى حماية حقوق المساهمين وتضمن سلامة النظام الاقتصادي وتشمل الأحكام المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومراجعة الحسابات.<sup>21</sup>

### 3. القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية

تعدد القوانين المرتبطة بسوق الأوراق المالية مثل قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي. فبالنسبة لقوانين الضرائب ينبغي أن تتضمن إعفاءات تمنح للمساهمين بغية تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية و/أو على الأرباح من بيع الأسهم. إضافة إلى تشجيع الشركات على أخذ شكل شركات مساهمة بوضع قوانين تخفض من العبء الضريبي على هذا النوع من الشركات.

#### ثانياً: تحسين المناخ الاستثماري

يرتبط تطوير وتكامل أسواق الأوراق المالية المغربية، ارتباطاً وثيقاً بتحسين المناخ الاستثماري في دول المغرب العربي فكلما توفر مناخ موات للاستثمار كلما ساعد ذلك على تهيئة الأوضاع لقيام سوق متطورة للأوراق المالية. وبذلك فإن تحسين المناخ الاستثماري يدعو إلى إعادة النظر في الكثير من الجوانب هي: <sup>22</sup>

- التشريعات الاستثمارية والنقدية والمالية لجعلها أكثر ملاءمة لمقتضيات انسياب رؤوس الأموال إلى مواطن الاستثمار، وإزالة التناقض القائم بينها أحياناً؛

- إزالة المعوقات الإدارية التي كثيراً ما تمثل العنصر الأكثر تنفيراً للمستثمرين؛

- تجنب إصدار القرارات واتخاذ الإجراءات المفاجئة التي تؤثر على حرية تحويل رأس المال وفوائده وذلك للمساعدة على ترسيخ الثقة المتبادلة بين الأطراف المعنية بالاستثمار؛

- إزالة القيود الرقابية على النقد التي تعرقل محاولات الربط بين أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي؛

- إعادة النظر في التشريعات القائمة في دول المغرب العربي للتقريب بينها، وجعلها أكثر ملاءمة لتحفيز الاستثمار في مجال المشروعات المغربية المشتركة الذي عادة ما يتم بأحجام كبيرة تفوق الطاقة الاستيعابية الخاصة ببلد المقر؛

- تشجيع تطبيق سياسة الخصوصية التي تؤدي إلى فتح منافذ مغرية وقنوات جاهزة لاجتذاب رؤوس الأموال إلى داخل منطقة المغرب العربي، مما يؤدي بالتالي إلى تكامل أسواق الأوراق المالية المغربية وتطورها.

وقد شهدت السنوات الأخيرة على المستوى القطري (المغرب، ليبيا، الجزائر) تحسناً ملحوظاً، من خلال إصدار قوانين جديدة للاستثمار أو مراجعة وتحديث للقوانين السارية بهدف مواكبتها ومسايرتها للتطورات الدولية في شأن معاملة الاستثمارات الأجنبية. كما قامت هذه الدول بإصدار قرارات جديدة تهدف إلى تحسين البيئة الاستثمارية وتبسيط إجراءات الاستثمار ومنح المزيد من الإعفاءات والحوافز. إضافة إلى إصدار قرارات تمنح المستثمر الوافد حق تملك المشاريع والاستثمار جزئياً أو كلياً في قطاعات كانت محظورة عليه سابقاً، وبالإضافة إلى ما تقدم، فقد تم على صعيد الترويج للاستثمار إنشاء هيئات جديدة للاستثمار وتشكيل لجان لجذب الاستثمارات (تونس: لجنة استشارية بوكالة النهوض بالاستثمارات الخارجية، موريتانيا: الشباك الموحد للاستثمار).

### ثالثا: تنمية المؤسسات المالية في المغرب العربي

يرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية فيما بين دول المغرب العربي إلى حد كبير إلى ضعف أو عدم اكتمال جسر الوساطة المالية الذي لا بد أن تعبره تلك التدفقات، وذلك بسبب ضعف المؤسسات المالية في المغرب العربي وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل لسوق الأوراق المالية بكل دولة. وبالتالي، فإنه يتعين على السلطات المالية في دول المغرب العربي التركيز على الأمور المالية:<sup>23</sup>

- 1- تقوية مؤسسات التمويل القائمة: من خلال تطوير ودعم العلاقات القائمة فيما بينها.
- 2- إنشاء المؤسسات المكتملة للأجهزة القائمة: مثل الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الاستثمارية، وتحليلها سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي بين الدول، مؤسسات وسطاء التمويل، شركات صناعة الأسواق.

### رابعا: توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية والثانوية

لتحقيق عملية الربط بين أسواق الأوراق المالية المغربية، يتوجب الاهتمام أكثر بتنشيط السوق الأولية والثانوية كما يلي:

- 1- بالنسبة للسوق الأولية أو سوق الإصدار، فلا بد من العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد الوطني، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها - بعد الاطمئنان إلى قيامها ونجاحها - على أكبر عدد من المدخرين الأفراد، ووضع حدود قصوى للملكية، وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى أنواع أخرى من الشركات.

- 2- أما بالنسبة للسوق المالية الثانوية، فلا بد من توحيدها كخطوة أولى وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين في المغرب العربي من خلال شراء الأسهم. أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق المغربية أمام التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات المغربية، بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال في دول المغرب العربي.

### خامسا: تطوير الطلب والعرض

- وتتطلب عملية تحفيز الطلب على الأوراق المالية وتطويره العمل من خلال عدة محاور رئيسية هي:<sup>24</sup>
- 1- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين، فوجود المستثمرين المؤسسين يساعد على حماية السوق من التقلبات الشديدة، ويزيد من عمق وسيولة السوق ويخفض من حساسيته لتعاملات الأفراد؛
  - 2- وضع سياسات تسمح بالتأثير على عرض الأوراق المالية والعمل على تنشيط إصدار حجم واسع، ومتنوع من هذه الأدوات، والسعي للحفاظ على قدرة السوق على امتصاصها؛
  - 3- تنمية الأدوات المالية المستحدثة، حيث يستدعي تنشيط جانب العرض استحداث مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين كالمشتقات المالية بشتى أنواعها.

## سادسا: زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية

يتم زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية من خلال النظر في تخفيض سعر الفائدة في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية وأدواتها، وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسيين، كإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة بما يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، بشرط أن يبقى مستثمرا في الأوراق المالية لمدة معينة.

## سابعا: تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد

يتم تحقيق الوعي الاستثماري من خلال حملات التوعية والإعلام لجذب صغار المدخرين، وتعريفهم بفرص وإمكانيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

## ثامنا: تطوير ودعم البنية الأساسية لأسواق الأوراق المالية المغربية

ويمكن تحقيق ذلك من خلال وضع نظام يشمل مجموعة من الأعضاء لديهم السلطة في تحقيق ذلك.

### 1. تطوير الشركات العاملة في السوق

من خلال تفعيل دور شركات الوساطة والتي منها شركات السمسرة والترويج، إلى جانب شركات الخدمات. فبالنسبة لشركات السمسرة، فلا بد من تشجيع انتشارها وربط مواقعها بالبورصة عبر خطوط اتصال ذات قدرة على نقل المعلومات، أو حتى ربطها الكترونيا، فضلا عن ضرورة وضع قواعد للعضوية الخاصة بالسماسرة مع مراعاة حد أدنى لرؤوس أموال شركات السمسرة ومعايير للملاءة المالية.

هذا إلى جانب دفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها، وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنييها. ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.<sup>25</sup>

أما فيما يخص شركات الترويج وتغطية الاكتتاب، فتسهم بفعالية في تنشيط السوق، حيث تساعد على إصدار الأوراق المالية عن طريق تغيير هيكل وزيادة حجم التمويل الخاص بالشركة، وتقديم الخدمات الاستثمارية، كما أنها تروج الاكتتاب من خلال تعريف العميل بالورقة المطروحة.

ويجب تشجيع شركات الخدمات التي تقدم الاستشارات المالية الخاصة بتقييم وتصنيف وتحليل الأوراق المالية بما ينعكس بالإيجاب على قرار المستثمر الذي ليس لديه الخبرة الكافية لاختيار الورقة المالية.

### 2. تطوير نظم الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة

يمثل وجود نظام سريع للحفظ المركزي والتسوية والمقاصة دعامة لقيام السوق بوظائفها بكفاءة، وتزيد من درجة سيولتها مما يجعل التعامل فيها عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، إذ تخزن جميع السجلات وتحويلات ملكية الأوراق المالية في نظام الإيداع المركزي الذي يعمل كبنك للأوراق المالية. وتتعامل الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الوساطة المالية والمساهمون مع مركز الإيداع جميعا. وتقوم هذه الوكالة بدور حاسم في تعزيز السوق والحد من

الأخطاء وغيرها من الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها أو تلفها بصورة متعمدة أو غير متعمدة، ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة والتسوية ويمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم.<sup>26</sup> أما فيما يتعلق بتطوير التسوية والمقاصة، فالنظام الكفاء في عملية التسوية هو النظام الذي يتسم بدقة عالية ولا يوجد به أخطاء. ويمكن الحكم على كفاءة النظام القائم من خلال نسبة العمليات التي يوجد بها خطأ وغير التسوية إلى عدد الأيام التي يتم فيها تصحيحها، فكلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة النظام القائم.

### 3. نشر المعلومات

يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم التداول، وهناك نوعان من المعلومات اللازمة: يشمل أولها أساسا بيانات واقعية منها حجم التداول في السوق وأسعار الأوراق المالية والعقود الجديدة إضافة إلى البيانات المالية للشركات.<sup>27</sup> أما النوع الثاني فيشمل معلومات القيمة المضافة المستمدة من البيانات، وتشمل مؤشرات السوق وتحليل السوق والمعلومات الأساسية عن فعالية السوق، والشركات المتعاملة فيه والمعلومات الاقتصادية المحلية والدولية.

### المطلب الثالث: آفاق وإسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية المغربية

نظرا للدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تنمية وإنعاش اقتصاد أي دولة، تسعى دول المغرب العربي لتطوير أسواقها، وذلك اقتداء بتجارب الدول المتقدمة في هذا المجال، وحتى بتجارب بعض دول المشرق العربي التي تعرف أسواقها بالأسواق الناشئة مقارنة بأسواق المغرب العربي، ولذا أولت هذه الدول اهتماما لبعض المجالات التي تساهم في تفعيل أسواقها.

### أولا: العمل على تكييف الأنظمة المحاسبية في دول المغرب العربي مع البيئة المحاسبية الدولية

تبلورت أهمية المعايير المحاسبية في حاجة دول المغرب العربي إلى الحصول على التمويل غير المباشر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، ووجود مكاتب محاسبة أجنبية عاملة في هذه الدول ليس لديها خبرة طويلة في صناعة معايير المحاسبة. كما أن المتاح لديها من المعايير الوطنية لا يشكل هيكلًا متكاملًا من المعايير.<sup>28</sup> فقد صدرت العديد من التشريعات في مختلف دول المغرب العربي تنص على تطبيق معايير المحاسبة الدولية وخاصة بالنسبة للشركات المسجلة في البورصة، بما فيها الجزائر التي تبنت نظامًا محاسبيا ماليا جديدا عام 2010، يستمد معظم طياته من المعايير المحاسبية الدولية، حيث يساهم تطبيق هذه المعايير في تحسين نوعية المعلومة المحاسبية والمالية وترشيد قرار الاستثمار المالي.

### ثانيا: الاهتمام بحوكمة الشركات

تعتبر حوكمة المؤسسات موضوع حديث العهد في دول المغرب العربي، برزت أهميتها مع الأحداث والفضائح المالية التي عرفتتها عدة شركات على مستوى العالم.

### 1. تعريف الحوكمة

تعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية الحوكمة على أنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات التجارية والتحكم بها، توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف أصحاب المصالح في الشركة، مثل مجلس الإدارة والمدراء والمساهمين

وأصحاب المصالح الآخرين وتوضيح القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ القرارات حول شؤون الشركة. بحيث تهدف الحوكمة إلى تخفيض المخاطرة وتحسين الأداء وتنشيط أسواق المال ودعم القدرة التنافسية وتحقيق الشفافية، وهو ما يؤكد أهميتها في توفير الضمانات الكافية لمقدمي الأموال للشركات حول رشد إدارة هذه الشركات وحسن استغلال أموالهم وتعظيم الأرباح في الأجل الطويل، وضرورة تطبيقها على الشركات المسعرة في البورصة أو التي ترغب في الدخول فيها والاهتمام بها.<sup>29</sup>

## 2. أهمية وهدف حوكمة الشركات بالنسبة لسوق الأوراق المالية

تسببت أزمة الرهن العقاري في إفلاس العديد من الشركات العالمية الكبرى مما أثار مسألة مهمة جدا تتعلق بنوعية المعلومة المالية والمحاسبية وأهميتها على المستويين الجزئي والكلبي، حيث إن من إيجابيات هذه الفضائح المالية أنها بينت عدم وجود قواعد موضوعية ومستقلة في المجال المحاسبي، وأن الأنظمة المحاسبية المعمول بها ما هي إلا صورة من الاتفاقيات التي تستلزم إصلاحا حقيقيا يمكن من تجنب هذه الانحرافات، خاصة الممارسات التي تهدف لعرض حسابات وهمية تتم بطرق خاصة تتبعها المؤسسة المعنية. ولضمان نزاهة المعلومات وصدقها وصحة الحسابات المعروضة وأيضا فعالية الأنظمة المحاسبية المستعملة، يجمع المتخصصون على ضرورة توفر أنظمة حوكمة للشركات تكون جيدة وتمنع تواطؤ المراجعين مع من لهم علاقات ومصالح في المؤسسة كأعضاء مجالس الإدارة والمديرين مثلا. فوجود نظام حوكمة جيد يعني المزيد من التدخل والإشراف من جانب المساهمين والجمعيات العمومية على مجالس الإدارة وأجهزتها التنفيذية من أجل الحد من الفساد المالي والانحراف الإداري. ولتفادي مثل هذه الأزمات في أسواق الأوراق المالية لا بد و أن يمر حتما عن طريق:

- إصلاح الأنظمة المحاسبية بمزيد من الانضباط والشفافية.  
- إدخال أنظمة حوكمة شركات فعالة وإلزام الشركات بتطبيقها وما يرتبط بها من إصدار الدول للتشريعات الضابطة لسوق الأوراق المالية والشركات. فالإطار القانوني للدولة لا بد وأن يكون حاميا، قويا ومرنا يضمن أن مثل هذه الممارسات السلبية على مستوى السوق لا تؤدي إلى إخفاء ضياع القيمة وعدم جودة الرقابة الممارسة، وبالتالي صراعات المنفعة وانعدام الثقة بين الأطراف الدائمة (خاصة المستثمرين).

ومنه، فالهدف الأساسي من أنظمة حوكمة الشركات هو الحفاظ على مصالح المساهمين وكذا الأطراف الأخرى، وكل شركة ملزمة قانونا بإعطاء معلومات ضرورية، صادقة وكافية لكل المتعاملين. إلا أنه عمليا هناك عدة طرق ووسائل يلجأ إليها معدو وعارضو التقارير والنشرات المالية والمحاسبية التي تسمح بالتلاعب بالبيانات وتغيير الحقائق بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرارات المستثمرين، كما أنه لكل شركة أسلوبها الخاص، وهذا ما دفع بدول المغرب العربي إلى إرساء قواعد تأسيس نظام حوكمة فعال، ومنها الجزائر التي عرفت سنة 2009 إطلاق أول ميثاق لحوكمة المؤسسات تحت اسم "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسات في الجزائر" والذي أكد على ضرورة التكيف مع المعايير الدولية للمحاسبة والمعلومة المالية.

### ثالثا: الترخيص لمؤسسات خاصة بالوساطة المالية

قامت الدول المغربية المتوفرة على أسواق أوراق مالية بوضع منظومة متكاملة من المؤسسات المتدخلة في تنشيط المعاملات المالية على مستوى الوساطة المالية، فمثلا قامت المغرب بالترخيص لمؤسسات خاصة بالوساطة المالية، تدعى شركات البورصة في المغرب، تحتكر مهام الوساطة في إصدار وتداول القيم المنقولة. كما قامت الجزائر بتوسيع مفهوم ممارسة الوساطة المالية حيث بإمكان البنوك والمؤسسات المالية القيام بها.

### رابعا: عقد اتفاقيات تعاون في مجال سوق الأوراق المالية مع دول عربية

ومن بين أهم الاتفاقيات التي أبرمتها دول المغرب العربي بغية الاستفادة منها في مجال سوق الأوراق المالية، يمكن ذكر البعض منها في الجدول التالي:

الجدول رقم 16: اتفاقيات التعاون المبرمة في مجال سوق الأوراق المالية بين دول المغرب العربي ومصر

الدولة	تاريخ التوقيع	نوع الاتفاقية	الغرض من توقيع الاتفاقية
تونس	1997/01/03	اتفاقية التعاون الثنائي بين الهيئة العامة لسوق المال بجمهورية مصر العربية وهيئة السوق المالية بتونس	تسهيل شروط وإجراءات طرح الأسهم المتداولة وإدراجها في السوقين المصرية والتونسية، وتشجيع التعاون بين البورصات ومؤسسات التسوية والوسطاء.
الجزائر	1999/06/04	بروتوكول تعاون بين الهيئة العامة لسوق المال بمصر ولجنة مراقبة عمليات البورصة بالجزائر.	تبادل المعلومات والآراء، التعاون على أسواق أوراق مالية تتسم بالشفافية والنظام والكفاءة والعدالة لجميع المستثمرين.
ليبيا	2006/11/20	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال لجمهورية مصر العربية وسوق الأوراق المالية الليبية	تبادل المعلومات الفنية والتشريعات الخاصة بأسواق المال في البلدين، والتعاون في مجال الرقابة على المؤسسات العاملة في أسواق المال والمشاركين فيها، وتبادل الآراء والتعاون في مجال التدريب وتبادل الخبرات والعمل على إزالة معوقات الاستثمار في البلدين في مجال تداول الأوراق المالية.
المغرب	2009/06/06	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال لجمهورية مصر العربية ومجلس القيم المنقولة بالمغرب	يهدف إلى التعاون في مجال الرقابة على المؤسسات العاملة في أسواق المال والمشاركين فيها، تبادل الخبرات والمعلومات الفنية والتشريعات الخاصة بأسواق المال، والعمل على إزالة معوقات الاستثمار في البلدين في مجالات سوق الأوراق المالية.

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال بمصر، مذكرات التفاهم، متوفرة على الموقع الإلكتروني الموالي: بتاريخ إطلاع 28 فيفري 2009  
[http://www.cma.gov.eg/cma/content/arabic/international relations/memo list.htm](http://www.cma.gov.eg/cma/content/arabic/international%20relations/memo%20list.htm)

ويلاحظ من خلال الجدول أن مصر وضعت في أوائل الدول التي يمكن الاستفادة من تجاربها في مجال الاستثمار في سوق الأوراق المالية، نظرا لخبرتها، والتطور الملموس الذي حققته في هذا المجال، خاصة أن سوق الأوراق المالية المصرية تعد من بين أهم الأسواق في المنطقة العربية.

كما عملت دول المغرب العربي لدعم إنشاء سوق مشتركة على تأسيس "الاتحاد المغربي لرجال الأعمال"، حيث أعلن عن قيامه في مراكش والذي يضم غرف التجارة والصناعة والزراعة والخدمات في المغرب والجزائر وتونس وليبيا

وموريتانيا، على أن يكون مقره في الجزائر وتتولى رئاسته تونس. وتزامن الإعلان عن قيام هذا الاتحاد مع الذكرى 18 لإنشاء "اتحاد المغرب العربي"، وأطلق رؤساء اتحادات الأعمال المغاربة مشروع "المغرب العربي الاقتصادي" بمشاركة من الحكومات والقطاع الخاص لتحرير التجارة والمبادلات البنينة، تمهيدا لقيام سوق مغاربية مشتركة وتمويل المشاريع الإقليمية.<sup>30</sup>

### الخاتمة

يتضح من خلال هذه الدراسة أن الدول المغاربية تسعى جاهدة إلى الاستفادة من أسواق الأوراق المالية كأداة تمويل حديثة، فعملت على تكييف اقتصادياتها بما يلائم هذه الأخيرة، إلا أن أسواق أوراقها المالية تعتبر أسواقا نامية لم تصل إلى ما كانت تصبو إليه من عملية تأسيس أسواق للأوراق المالية تتسم بالفعالية المطلوبة، وذلك لما تحتوي عليه من سمات ومعوقات مشتركة تعمل على عرقلتها، إذ تشترك في مجموعة من الخصائص والمعوقات تحول دون أداء هذه الأسواق لمهامها المأمولة.

كما تسعى دول المغرب العربي إلى تحقيق مجموعة من الآفاق من شأنها تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية من خلال العمل والسعي نحو تحقيق التكامل والترابط فيما بينها، نظرا لأهمية هذا التكامل في تلبية احتياجات التنمية في دول المغرب العربي، وتسهيل حرية حركة الأموال، كما أنها ستشكل وسيلة للبناء التحيي لاقتصاد المغرب العربي. وتحقيق هذا الترابط يتطلب توفر مجموعة من الشروط كتتنسيق التشريعات فيما بين دول المغرب العربي، تحسين المناخ الاستثماري وتطوير المؤسسات المالية في هذه الدول. ولقد اتضح أن محاولات الدول المغاربية لإقامة كتكتل اقتصادي لم تحقق نجاحا يذكر في أي صورة من صور التكامل، بل إن النتائج في مجملها كانت قليلة، ونفس الشيء بالنسبة للجهود المبذولة لتحقيق عملية تمويل التنمية لدول المغرب العربي عن طريق أسواق الأوراق المالية. كما أن عملية تحقيق الترابط فيما بين هذه الأسواق تبقى بعيدة المنال، مما يجدر الاهتمام أولا بتطوير هذه الأسواق كل على حدى.

### الاحالات والمراجع

- 1- محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، القاهرة، مصر، 1996، ص: 69.
- 2- محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، 1996، ص: 70.
- 3- أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2002، ص ص: 16-19.
- 4- قوانين رقم 211، 212، 213، الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، أعداد مختلفة، أكتوبر 1993.
- 5- الموقع الرسمي لبورصة تونس: <http://www.bvmt.com.tn> بتاريخ اطلاق، 18 جانفي 2013.
- 6- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية: <http://www.cosob.org> بتاريخ اطلاق، 18 جانفي 2013.
- 7- الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية الليبية: <http://libyastockmarket.com/history.asp>، بتاريخ اطلاق، 18 جانفي 2013.
- 8- صالح الدين حسن السبسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم الكتاب، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى 2003، ص74.

- 9- إبراهيم أحمد جركس، هناء عبد الغفار السامرائي، عماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لتقسيم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية والدولية، بيت الحكمة، بغداد، الطبعة الأولى، 2002، ص: 268.
- 10- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي للنشر، القاهرة، مصر، 1999، ص ص: 129-130.
- 11- عمر العسري، تحريك أسواق الرساميل وإستراتيجية تنشيط الاستثمار بالمغرب، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في المالية العامة، كلية الحقوق، جامعة الحسن الثاني، عين الشق، الدار البيضاء، 2003، ص: 177.
- 12- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، 2008، العدد الثالث والخمسون، ص ص: 21-71.
- 13- موقع بورصة تونس للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، بتاريخ اطلاق 2013/4/23.
- 14- إنجي توكلي، "من يريح السباق البنوك أم سوق المال"، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، 2005، ص: 14.
- 15- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية الأهمية والأهداف والسبل ومقومات النجاح، عالم الكتب للطبع والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003، ص ص: 59-61.
- 16- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، المكتبة الوطنية الجزائرية، الجزائر، 2002، الجزء الأول، ص ص: 139-141.
- 17- أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، مصر، من 6-10 مارس 2005، ص ص: 248-250.
- 18- بلال شيخي، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مجلة دراسات اقتصادية، الدار الخلدونية، الجزائر، العدد 12، فيفري 2009، ص: 19.
- 19- فاروق تشام، الاستثمارات العربية واقعا وآفاقها في ظل النظام العالمي الجديد، مؤتمر الاستثمار والتمويل، بعنوان تطوير الإدارة العربية لجذب الاستثمار، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، مصر، من 05 إلى 08 ديسمبر 2004، ص: 47.
- 20- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، ربط أسواق الأوراق المالية العربية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا نيويورك، 2004، ص ص: 15-21.
- 21- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، مرجع سبق ذكره، 2004، ص ص: 25-26.
- 22- صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 88-89.
- 23- نفس المرجع أعلاه، ص: 89.
- 24- شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق المالية العربية، مؤسسة طابا، الطبعة الأولى، عابدين، مصر، 2002، ص ص: 142-146.
- 25- سليمان المنذري، البورصات العربية... وصفة للعلاج، متوفرة على الموقع الإلكتروني: <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml> تاريخ الاطلاق 07 فيفري 2013.
- 26- سامي خطاب، تطور أسواق المال العربية فرص التكامل والتنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني على الموقع: <http://www.p-s-e.com/forum/r/olgtgworkpaper.aspx> بتاريخ اطلاق 08 فيفري 2013.
- 27- سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، 2013، ص: 239.
- 28- الزين منصور، "متطلبات تطبيق معايير المحاسبة الدولية في الجزائر"، مداخلة في إطار الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي الجديد واليات تطبيقه، جامعة سعد دحلب، البليدة، 13/12 أكتوبر 2009، ص: 09.
- 29- محمد عبد الفتاح العيشماوي، "إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالي"، مداخلة في إطار ملتقى المحاسبين ومراقبي الحسابات في قرارات الإدارة وتنمية الموارد، ورشة عمل "إبداعات محاسبية"، شرم الشيخ، مصر، 24/20 مارس 2005، ص ص: 100-101.
- 30- فراولة كيككة، الاتحاد المغربي لرجال الأعمال، فيفري 2007، متوفر على الموقع الإلكتروني: بتاريخ الإطلاع: 02 فيفري 2013. <http://www.amorat.net/Vb/archive/irindex.Php/t-14787.Html>