

السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي

الأستاذ شيخي بلال

جامعة بومرداس، كلية الاقتصاد



تعتبر الأسواق المالية، والتي نعني بها هنا أسواق الأوراق المالية، من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية وكذا المساهمة في تغطية عجز ميزانية الدولة.

وبما أن أسواق الأوراق المالية من بين ما يمكن أن تعرف به، أنها المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية أحدهما لاحتياجات الآخر - بمراعاة شروط معينة - بهدف تحقيق التنمية الشاملة والمستديمة في أبعادها الاقتصادية والاجتماعية وبالنظر إلى الأهمية البالغة لمثل هذه الأسواق، فإن دول المغرب العربي قد رأت أنه من الضروري إنشاء أسواق للأوراق المالية والسعي لتفعيل القائمة منها علها تساهم مساهمة إيجابية في جمع المدخرات وصرفها للتمويل متوسط الأجل والطويل نحو المشاريع الاستثمارية المنتجة والمفيدة لمجتمعاتها إضافة إلى الإسهام الإيجابي لهذه الأسواق في تغطية العجز المالية بالميزانيات العامة لهذه الدول.

وعليه، فإن هذه الورقة تختص بالنظر إلى المفاهيم العامة المتعلقة بالأسواق المالية ودورها التمويلي وكذا النظر إلى واقع ومعوقات هذه الأسواق وآفاق ترابطها.

وبغية إتمام مختلف تطلعات هذه الدراسة، فإنها جاءت للإجابة على السؤال الموالي:

ما حقيقة السوق المالية وماذا عن واقعها بالمغرب العربي ومعوقاتنا وآفاق ترابطها؟

وقد جاء تقسيم هذه الورقة إلى جزأين أساسيين هما:

- مفاهيم عامة حول الأسواق المالية؛
- الأسواق المالية المغربية ودورها في تمويل التنمية.

الجزء الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

يختص هذا الجزء بدراسة العناصر الموالية:

- تعريف وأهمية السوق المالية؛
- تجزئة السوق المالية؛
- تنظيم وسير السوق المالية؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.

1- تعريف وأهمية السوق المالية

1-1- تعريف السوق المالية

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت للسوق المالية، يمكن ذكر أبرزها كما يلي:

جاء تعريفها بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي".⁽¹⁾

ولقد عرفت بأنها: "شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي".⁽²⁾

كما جاء تعريفها أيضا بأنها: " تلك السوق التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب ملاحظة أن متحصلات بيع الأوراق المالية تذهب مباشرة لحملتها، وليس الشركات كما يحدث في السوق الأولية".⁽³⁾

وعلى العموم، فإن فكرة الأسواق المالية تركز في الأساس على العلاقة التي تربط ما بين حجم السوق وحجم الإنتاج، ذلك أنه مع كبر حجم المشروعات واتساع نطاقها وبرز ظاهرة انفصال ملكية المشروع عن إدارته إضافة إلى زيادة الحاجة لرؤوس الأموال من قبل المستثمرين والشركات وحتى الدولة وهيئاتها، الأمر الذي أدى إلى ظهور الأوراق المالية حيث صاحب ذلك زيادة الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل كأداة للحد من الطلب على الأموال بواسطة تحريك معدل الفائدة زيادة أو نقصانا.

وهناك من يفرق بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية باعتبار السوق الأولى مهمتها الرئيسية تتمثل في التمويل طويل الأجل دون تحديد الشكل الذي يتخذه هذا التمويل. أما سوق الأوراق المالية فتكون العلاقة بين طرفي التعامل فيه مباشرة، بحيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور.⁽⁴⁾ وتأتي السوق المالية بهذه الورقة لتحمل معنى سوق الأوراق المالية.

1-2- أهمية السوق المالية

تلعب السوق المالية دورا هاما في الاقتصاد، ولعل أهم أوجه فائدة هذه السوق ما يلي:

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل.

- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.

- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.
- تهيئة المناخ اللازم لتداول الأوراق المالية.
- تعتبر الأوراق المالية في هذه السوق الضمانات الجديدة والمقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها.
- وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية كذلك فيما يلي:
- تمكين الشركات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه.
- تعتبر وسيلة لقياس أصول المؤسسات.
- تعتبر وسيلة للتمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العمومي.
- تعتبر وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل.
- تعتبر أداة لتسيير المخاطر.

2- تجزئة السوق المالية

تتضمن السوق المالية العديد من الأسواق التي يمكن التمييز بينها على أساس طبيعة العمل بها أو طبيعة العمليات، وعادة ما يتم تجزئة السوق المالية إلى سوقين أساسيتين هما:

- السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة؛
- السوق الثانوية أو سوق التداول.

2-1- السوق الأولية

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار تلك السوق التي تختص بالإصدارات الجديدة للأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث يتم فيها تبادل هذه الأوراق لأول مرة. ومن ثم، فإنها تعتبر القناة الأساسية التي تسمح بتوجيه الادخار الطويل ومتوسط الأجل نحو مختلف الأعوان الاقتصادية التي هي بحاجة إلى تمويل توسعها أو عجزه أو بمعنى آخر، فإن هذه السوق تعتبر الأداة التي من خلالها يمكن لكل مستثمر، سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا، تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي سيولة ذات الدرجة الثانية أو مجمدة -أسهم وسندات-، مقابل تحقيق عوائد.

وغالبا ما تتكون هذه السوق من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية وإخوان MERRIL LYNCH للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أو بنك الاستثمار، مثل ميرلنش ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية. وتضطلع هذه Salomon Brothers للمؤسسات بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزعم إصدارها، وكذا أنسب التوقيتات للإصدار والسعر والكمية.⁽⁵⁾

2-2- السوق الثانوية

2-2-1- تعريف السوق الثانوية

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية من قبل، مما يساعد على اتساع السوق وزيادة سيولتها. كما تعرف هذه السوق كثيرا باسم البورصة. وقد جاء تعريفها بأنها "سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال وسماسرة محترفون ومختصون في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع.⁽⁶⁾

2-2-2-2 تقسيم السوق الثانوية

يمكن تقسيم السوق الثانوية كما يلي:

2-2-2-2-1 السوق المنظمة

وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الوصية، وهذه السوق تأخذ شكلين:

2-2-2-2-1-1 السوق المنظمة المركزية أو السوق الرسمية

ويقصد بها البورصة المركزية أو السوق الرسمية بمعنى تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق. ومن أمثلة هذه السوق بورصة طوكيو، بورصة لندن وبورصة نيويورك للأسهم والأورو ناكس.

وعادة ما تمثل هذه السوق مكانا يتم التفاوض فيه حول الأوراق المالية للمؤسسات الكبيرة المسجلة في قيد البورصة، كما تحكم مثل هذه السوق قوانين صارمة جدا وتخضع لمراقبة شديدة كما أنها منظمة تنظيما جيدا.

وهذه السوق لا تفتح إلا للمؤسسات التي تستجيب لجملة من الشروط منها: (7)

- أن يتوافر لديها مبلغ من رأس المال الجماعي محدد من طرف لجنة البورصة.

- أن تصدر عددا معينا من الأوراق المالية.

وتحقق المؤسسات المسجلة في قيد البورصة مجموعة من المزايا يمكن ذكر أبرزها كما يلي:

- احتلال المؤسسة مكانة هامة في الاقتصاد .
- إمكانية تطوير المؤسسة، ذلك لأن المؤسسات العائلية يمكن أن تتحول إلى شركات ذات أسهم .

2-2-1-2-2- السوق المنظمة المحلية

ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية .

2-2-2-2-2- السوق غير المنظمة

السوق غير المنظمة سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنظمة -نسبة للمنظمة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول، فهذه السوق في اغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول، إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة .

ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها .

يلاحظ أيضا على هذه السوق بأنها عالية الأوتوماتيكية، فقد قام الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية NASD في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى القومي، تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام، ويطلق على هذه الشبكة اسم NASDAQ.⁽⁸⁾

وتنقسم هذه السوق إلى عدة أسواق تختلف تسميتها من بلد إلى آخر من ذلك السوق الثانية، السوق الجديدة، السوق الثالثة، السوق الرابعة، السوق الموازية وESDAQ .

3- تنظيم وسير السوق المالية

سوف يختص هذا العنصر بدراسة النقاط أدناه:

- وصاية ومراقبة سوق الأوراق المالية؛
- المتدخلون في سوق الأوراق المالية؛
- عمليات السوق المالية.

3-1- وصاية ومراقبة السوق المالية (9)

من أجل حماية المدخرين وتفاديا لأي تجاوزات قد تحدث، فإن الدول قد تدخلت بشكل كبير مقلصة بذلك من المبادئ الداعية إلى حرية العمل في مجال الأسواق المالية. ومن ثم، فإنها قد أخضعتها إلى نصوص تشريعية وتنظيمية تسهر على تطبيقها هيئات مختصة.

ومن أبرز هذه الهيئات المختصة ما يلي:

- لجنة الأوراق المالية والبورصة : ظهرت هذه اللجنة إلى الوجود بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1933، وذلك على إثر الأزمة الشهيرة لسنة 1929 وفي البداية كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة هو التحقق من معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطا شديدا من 386 دولار إلى 40 دولار، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة في قيد البورصة ومنح جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار بالارتفاع. (10)

- لجنة عمليات البورصة: حيث ظهرت هذه اللجنة بفرنسا عام 1967 وتقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها. (11)

- لجنة الأوراق المالية والاستثمارات: بمقتضى قانون صادر سنة 1986، فإن الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في

البورصة بإنكلترا. وبموجب هذا القانون، فإن غالبية صلاحيات الوزير المكلف بالمالية في هذا الصدد قد حوت إلى هذه اللجنة.

3-2- المتدخلون في السوق المالية

يتدخل عدد من الأعوان اقتصاديين في السوق المالية. ونشير إلى أن للمتعاملين في هذه السوق عدة أهداف قد تكون مختلفة ومتباينة. ويجب التذكير بأن عارضي رؤوس الأموال في السوق الأولية هم أنفسهم العارضون والطالبون في سوق التداول.

ولعل أبرز الأعوان المتدخلين في هذه السوق ما يلي:

3-2-1- عارضو رؤوس الأموال

وهم أولئك الذين يملكون فوائض سيولة ويريدون تقديمه لطالبي رؤوس الأموال مقابل حصولهم على عوائد. وبشكل عام، فإن عارضي رؤوس الأموال في السوق الأوراق المالية هم: (12)

- العائلات (الخواص أو الأفراد).

- المستثمرون التأسيسيون: وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية. ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية ك شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت، شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ونوادي الاستثمار.

- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

3-2-2-3- طالبو رؤوس الأموال

هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم. ويمكن ذكر أبرز طالبي رؤوس الأموال في السوق الأولية من سوق الأوراق المالية كما يلي:

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية -
الدولة والهيئات التابعة لها-، وذلك من خلال بيع سنداتهما مباشرة في سوق الأوراق المالية. وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة من البيع سنداتهما في الغالب. كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير قد ينجم عنه انخفاض في قيمتها.

- مؤسسات القرض وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية وذلك من خلال إصدار السندات حيث تقوم ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.

- المؤسسات الخاصة والمختلطة حيث تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.⁽¹³⁾

3-2-3- التقنيون -الوسطاء الماليون-

يتم تنفيذ أوامر بيع الأوراق المالية وشرائها وتحقيق التوافق بين عرض هذه الأوراق والطلب عليها عن طريق الوسطاء الماليين المعروفين كذلك باسم التقنيين.⁽¹⁴⁾ وهم الذين يلعبون دور الوساطة بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية حيث لا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم ذلك أنهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة ويجرون العملية المطلوبة منهم.

3-3- عمليات السوق المالية

يمكن تقسيم عمليات بورصة الأوراق المالية سواء بالبيع أو الشراء إلى ما يلي:- العمليات العاجلة: تختص العمليات العاجلة بالصفقات المنفذة في نفس يوم انعقادها أو في أجل زمني قصير جدا وتتميز هذه العمليات بإمكانية أن يرد التعامل فيها على أي قدر من الصكوك. (15)

وينبغي أن تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية وكميتها المطلوبة أو المعرضة وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به.

ويمكن إرجاع سبب اختيار الزبون لإبرام صفقاتهم في السوق العاجلة لأحد سببين إما قصد الاحتفاظ بجملة الأوراق المالية حيث تعتبر بمثابة توظيف لرؤوس أموالهم . وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار حيث يعتمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية.

العمليات الآجلة: وتهتم العمليات الآجلة بالصفقات التي توجد فترة زمنية بين إبرامها وتنفيذها حيث يتراخي التنفيذ " بتسليم الصكوك ودفع الثمن" إلى تاريخ لاحق يسمى بيوم التصفية. ويشترط في هذه العمليات تقديم ضمانات مالية حتى لا يتضرر أحد المتعاقدين ويدعى هذا التأمين بالتغطية.

4- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معاً، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف

معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق يمكن تناول العناصر الموالية:

4-1- ماهية الأسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهي "تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"⁽¹⁶⁾

4-2- ماهية السندات

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويمكن تعريفها بأنها أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.⁽¹⁷⁾

كما يمكن تعريفه أيضا أنه ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.⁽¹⁸⁾

4-3- المشتقات والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى الأدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية

المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره نتطرق إلى:

- مفهوم المشتقات: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.⁽¹⁹⁾

- مفهوم الأوراق المهجنة: تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما.⁽²⁰⁾

وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

5- دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمته المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات.

هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية.

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل شامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين

أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة.

الجزء الثاني: الأسواق المالية المغربية ودورها في تمويل التنمية

إذا كانت الدول المغربية تتوفر على الكثير من العوامل الأساسية المساعدة على تحقيق نوع من التكامل الاقتصادي فيما بينها، وإذا كانت هذه الأخيرة قد بدلت ولو اليسير من الجهد في سبيل تحقيق ذلك فإنه من الجدير بالاهتمام الإطلاع على طبيعة هذه الجهود المبذولة وما آلت إليه من نتائج.

وفيما يلي نقوم بالنظر إلى العناصر المالية:

- الأسواق المالية المغربية؛
- معوقات أسواق الأوراق المالية المغربية ومحاولات تطويرها؛
- ربط الأسواق المالية المغربية كأداة لتنشيط تمويل التنمية في المغرب العربي.

1- الأسواق المالية المغربية

1-1- بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي

والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

وبالرغم من الصعوبات التي اعترضت انطلاقتها، إلا أنه قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

1-1-1- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسيير بورصة الجزائر من خلال هئتين

وهما: (21)

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال

هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة.

ومن بين مهامها (22)

الوظيفة القانونية: تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير السوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص.

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماده الوسيط في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
- العروض العمومية للشراء القيم المنقولة.
- تنظيم عمليات المقاصة.

وظيفة المراقبة والرقابة: تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها في السوق المالية وتتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات نشر قانونية.

الوظيفة التأديبية والتحكيمية: COSOB فهي المؤهلة لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

1-1-2-1-1- شروط الإدراج في بورصة الجزائر: (23) يمكن التمييز بين:

1-1-2-1-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.

- لا بد من تحديد قيمة كل سهم.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

1-1-2-2-1- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

2-1- بورصة الدار البيضاء

يتم التعرف على بورصة الدار البيضاء من خلال :

2-2-1- نشأة بورصة الدار البيضاء

منذ إنشاءها سنة 1929 م مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 م حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في عام 1992م وكذلك قانون السندات لسنة 1941م ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في سوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج (24)

2-2-2- الإصلاحات التي عرفتها بورصة الدار البيضاء: (25)
عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948 م شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967 م فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية.

ومنذ 1993 م أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية للبورصة

لدار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري لانبعاثها.

- إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994 م كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12 شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء.

- إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995م وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم لدار البيضاء وفي نوفمبر من نفس السنة تم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع لشركة المالية IFC وذلك بنسبة 0.75% وذلك في سبتمبر من عام 1996 م .

- انطلاق النظام الالكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997 م تعميم التسعير الالكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998 م .

- وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الانترنت في سبتمبر 1999.

- يبني بورصة الدار البيضاء لبنية شركة مساهمة بمجلس رقابة ومجلس إدارة جماعية طبقا للقانون الجديد المتعلق بشركات المساهمة ونظام الأساسي لبورصة الدار البيضاء وذلك في ديسمبر 2000م .

1-3- بورصة تونس: (26)

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988م بصدور القانون رقم 13 لعام 1988م بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989م وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

1-3-1- الهيئات المنظمة لبورصة تونس

الهيئات المنظمة للسوق هي:

مجلس السوق المالية: وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

بورصة القيم المتداولة: وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.
- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم المجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو تعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

الشركة التونسية لإيداع وتسجيل الأوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل

1-3-2- شروط الإدراج في البورصة

يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس وهي:

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.
- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.
- تحقيق أرباح صافية لسنتين الأخرويتين من الإدراج.
- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.
- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

1-3-3- مميزات الاستثمار في بورصة تونس

- يتميز الاستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة لتداول كالأسهم، السندات العادية، السندات القابلة لتحول إلى أسهم، شهادات الاستثمار دون حق التصويت
- يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.
- حرية تحويل الأرباح وانتقالها الناتجة من التعامل في البورصة.
- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.
- عندما يتحصل المساهم على 5% من حصص رأس المال يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة.

1-4- سوق الأوراق المالية في ليبيا

إن القراءة الفاحصة والدقيقة والنظرة التحليلية لاستراتيجية العمل التي وضعها سوق الأوراق المالية الليبي تؤكد أن المشرع يعي تماما الدور الهام الذي يمكن أن يلعبه هذا السوق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في ليبيا خاصة إذا ما اكتملت البنى التشريعية والمؤسسية والبشرية لهذا السوق الوليد حيث يعتبر وجود إستراتيجية وخطة عمل طويلة الأجل لأي مشروع من أهم العوامل التي تساعد على نجاحه وتحقيقه؛ ووضع هذه الإستراتيجية لم يكن محض صدفة أو آتيا من فراغ، فقبل ذلك بسنوات عديدة كان المشرع الليبي يمهد الطريق تدريجيا لولادة هذا السوق الجديد.

وكبداية لإقامة سوق منظم للأوراق المالية في ليبيا، صدر قرار محافظ مصرف ليبيا المركزي رقم " 9 " لسنة 2004 بإنشاء قسم تداول الأسهم بإدارة الحسابات والاستثمار، وأجازت المادة الثانية منه بإنشاء مكاتب لتداول الأسهم بفروع المصارف التجارية تتبع هذا القسم وتخضع لإشرافه، ويصدر بإنشائها قرار من المحافظ وتتولى أعمال الوساطة المالية، وقد ألغي القرار المشار إليه بموجب قرار أمانة اللجنة الشعبية العامة رقم " 105 " لسنة 2005 الذي أسند إنشاء سوق للأوراق المالية لأمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة. (27)

ويعد قرار اللجنة الشعبية العامة رقم 134 لسنة 2006 بإنشاء سوق الأوراق المالية وإصدار نظامه الأساسي كان نقطة تحول هامة في تاريخ النظام المالي الليبي. فمن خلال دراسة واقع الاقتصاد الليبي وتجربة الخصخصة وغياب سوق نشطة للأوراق المالية ، تبين أن الجهود الليبية نحو توسيع قاعدة الملكية تتطلب إنشاء مثل هذه السوق لأنها سوف تكون بمثابة حجر الزاوية في إنجاح برامج الخصخصة،

وإزالة بعض العوائق أمام مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي من خلال تطويره لعنصر الأمان للمستثمرين بضمان بيع أصولهم المالية متى رغبوا في ذلك، وتوفير الشفافية من خلال إلزامه للشركات بإصدار تقارير دورية تكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين، وتقديمه لفرص متعددة للاستثمار. (28)

إن إنشاء وتطوير سوق للأوراق المالية يعد شرطا ضروريا في إنجاح جهود التنمية الاقتصادية في ليبيا، إلا أن ذلك لا يعد شرطا كافيا وذلك لأنه يتطلب توافر عوامل أخرى عديدة منها، ضرورة تطوير البنية المؤسسية وتحرير وحداتها من اللوائح والقيود الإدارية، وإدخال التكنولوجيا الحديثة للاتصالات والمعلومات وخلق وتطوير الأدوات المالية التي لا تقتصر فقط على مجرد إصدار أوراق مالية.

2- معوقات أسواق الأوراق المالية المغربية ومحاولات تطويرها

2-1- معوقات نجاح أسواق الأوراق المالية المغربية

ويمكن تلخيص معوقات نجاح أسواق الأوراق المالية المغربية فيما يلي: (29)

- معوقات تتعلق بالإطار التشريعي والتنظيمي

رغم أن أغلب الدول المغربية تحتوي على أسواق منظمة إلا إن الواقع الاقتصادي يشير إلى أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية لا تساير الواقع الاقتصادي، ولا أدل على ذلك من قيام السلطات المختصة بإعادة النظر في هذه القوانين من أجل تعديلها أو تجديدها كليا أو جزئيا.

أما الأسواق الثانوية فهي لا تزال غير منتظمة في بعض الدول المغاربية والبعض الآخر منظم تنظيما جزئيا أو غير متكامل.

وبالتالي، فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل وتسهل المعاملات وتوفر الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث العهد بالتنظيم، ومن ثم يلزمه انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.

قصور آليات العمل بسوق الأوراق المالية المغربية

ويتمثل هذا القصور في النقاط التالية :

- ضعف شبكات المعلومات المستخدمة في أغلب البورصات، فتوفر شبكة معلومات يسهل عملية الاتصال السريع بين إدارة البورصة ومكاتب السماسرة وغيرها من الأجهزة وإضافة إلى ذلك فعمليات التداول والتسيد عادة ما تأخذ وقتا طويلا.

- قصور وضعف الإفصاح المالي ومهنة تدقيق الحسابات والرقابة على الشركات، وتكتسي عملية الاقتصاد المالي على أهمية كبيرة ذلك لأنها تعمل على توفير الثقة للمتعاملين في البورصة.

- انعدام شركات صانعة للسوق والتي تعمل على إحداث توازن بين الكمية المعروضة من الأوراق المالية والمطلوبة، إذ تقوم هذه الشركات بتنشيط السوق في أوقات ضعف التعامل على الأوراق المالية، وهذا من خلال إجراء صفقات بيع وشراء لصالح نفسها، كما تعمل هذه الشركات على المحافظة على سوق عادلة ومستقرة الأسعار، وذلك بالتدخل في السوق عكس اتجاهها للحد من تأثير

المضاربات المبالغ فيها (من التصرفات غير الرشيدة لبعض المتعاملين في السوق).

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية مما نتج عنه ضعف في طرق ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة، وذلك لما توفره البنوك التجارية من ترويج واسع وضمان للتغطية. فلا يزال أسلوب طرح الاكتتاب يعتمد بشكل كبير على الاتصال المباشر وعلى الصحف، وينحصر دور البنوك التجارية في تلقي الاكتتابات في ظل غياب أو ضعف دور بنوك الاستثمار، التي تعمل على شراء كل الإصدارات الجديدة وإعادة بيعها للمستثمرين النهائيين من أفراد ومؤسسات.

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

محدودية العرض : (30)

حيث لا تتوفر أسواق الأوراق المالية المغربية على عرض كاف وذلك للأسباب التالية :

- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة وسيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسبة عالية من أسهم الشركات وتفضيلهم الاحتفاظ بالأسهم، وعدم تحريكها لفترة طويلة مما يجعلها بمرور الوقت أوراق خاملة.

- نقص عدد الشركات المقيمة في البورصات المغربية، وذلك لأن تزايدها يؤدي إلى زيادة فرض الاستثمار وزيادة حجم التداول.

- محدودية فرص الاستثمار المحلية بشكل عام في الدول المغاربية المصدرة لرأس المال بسبب عدم قدرة الاقتصاد الوطني على استيعابها.

- عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة للاستثمار في معظم أسواق الأوراق المالية المغاربية، وهذا ما ساهم في عدم إتاحة عرض كاف ومتنوع من الأدوات المالية أمام المستثمرين لاختيار ما يناسبهم من هذه الأوراق.

ضآلة الطلب :

تعود أسباب ضآلة الطلب إلى العناصر الأساسية الموالية :

- انخفاض معدلات الادخار في الدول المستوردة لرأس المال بسبب ضعف الدخل الفردي، مما يقلل بالتالي من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار إضافة إلى انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى كثير من المستثمرين.

- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية مقارنة بالاستثمارات البديلة.

- عدم ملاءمة نظام الجباية المطبق على المعاملات في أسواق الأوراق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج من عملية الاستثمار في السوق.

- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات إما بسبب تأثير معدل التضخم أو بسبب تحريم الربا في الإسلام.

ضعف فرص التنوع :

توفر أسواق الأوراق المالية المغاربية فرصا ضعيفة للمستثمرين لتنوع محفظة أوراقه المالية، وهذا ما

يصنع قيودا على استراتيجيات الاستثمار، و تجدر الإشارة أن أغلب البورصات المغاربية يتركز حجم التداول فيها على قطاع البنوك وقطاع المقاولات، وذلك رغم وجود قطاعات واعدة ذات أرباح عالية ودون أن تحظى بالتداول عليها وذلك بسبب ضعف المستثمرين أو الإشاعات المروجة.

ضعف السيولة : (31)

لعل المهمة الرئيسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاة، وتلعب السيولة دورا هاما في جلب المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات المغاربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد من العمليات التي تبرم يوميا أو في سنة.

ولحل هذه المشكلة المتعلقة بالسيولة ينصح باستخدام إستراتيجية التقسيم أو إستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، بالإضافة إلى تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار وكذلك يؤدي خفض فترة تسوية الصفقات إلى تحسين السيولة.

رغم أن الكثير من الخبراء يؤكد على أن توفر السيولة للسوق لها جانبا سلبيا ذلك لأنها تحد من عزيمة المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، وبالمقابل يتزايد سلوك المضاربين لأنهم يستطيعون التنبؤ باتجاهات السوق خلال الآجال القصيرة.

2-2- أهم اتجاهات إصلاح الأسواق المالية

لقد أولت السلطات العمومية في جل الأقطار المغاربية التي اختارت أن تكون لها أسواق مالية ببلدانها والتي لم تكن بالمقدار المطلوب من النشاط

إجراء محاولات لتطوير أسواقها المالية وذلك من خلال الحد من قصور التشريعات والتنظيمات الضابطة لتداول الأوراق المالية وأسواقها.

وقد كان الهدف من هذه الإصلاحات في عمومها البحث عن تحقيق الاستقرار التشريعي والتنظيمي لهذه الأسواق على نحو يحقق لها درجة كبيرة من الفعالية في محيط يتميز بالتنافسية بين الأسواق المالية العالمية.

ولقد اتجهت جل هذه الإصلاحات التي كان الهدف من ورائها تطوير الأسواق المالية السعي إلى تحقيق مبادئ أساسية تتمثل في الآتي: (32)

- تعزيز الادخار الوطني: من خلال إصدار الكثير من النصوص التشريعية والتنظيمية المؤكدة على سلامة التعاملات ودقتها مع توفير الحماية المطلوبة للمدخرين وكذا استقرار التعاملات في القيم المتداولة.

- تنظيم الوساطة: اتجهت الإصلاحات بخصوص الوساطة لإعطاء هذه الأخيرة قدرة أكثر على تسيير المحافظ المالية ومساعدة المستثمرين لاتخاذ قرارات رشيدة وكذا حسن تقييم أداء الشركات المقيدة، إضافة إلى وضع جملة من الأحكام والضوابط المنظمة لهذه الوساطة.

- نظام المقاصة: اهتمت الإصلاحات في هذا الشأن بإدخال نظم جديدة للمقاصة تسهل إنهاء العمليات على أحسن وجه.

- تطوير نظم التداول المطبقة في السوق: لقد عمدن الكثير من البلدان على إصلاح نظم التداول المطبقة في بورصاتها من نظام المزايدة المكتوبة إلى التداول الآلي.

- الإفصاح المالي: لقد جاءت الإصلاحات الجديدة في عمومها لتلزم المؤسسات التي تريد إصدار قيم متداولة أن تفسح وبشكل دقيق عن وضعها المالي من خلال إشهار المعلومات خاصة منها المالية والتي يتم اعتمادها من طرف الهيئات المنظمة والمراقبة بالأسواق المالية المغربية.

3- ربط الأسواق المالية المغربية كأداة لتنشيط تمويل التنمية في المغرب العربي⁽³³⁾

3-1- واقع ربط الأسواق المالية المغربية

قد يمكن اعتبار عالمية الأسواق المالية دافعا أساسيا وحاجة ملحة لربط الأسواق المالية المغربية فيما بينها من جهة وكذا مع الأسواق المالية في العالم من جهة أخرى، غير أن واقع الحال يحول دون تحقق التكامل بين الأسواق المالية المغربية خاصة. ومن أبرز هذه الأسباب يمكن ذكر ما يلي:

- اختلاف التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية في كل بلد مغربي وهو الأمر الذي حال دون التنسيق فيما بينها.

- ضيق الطاقة الاستيعابية لرؤوس الأموال المغربية بسبب عدم تطور أساليب التسيير المالي وصغر حجم الاقتصاديات المغربية، وهو الأمر الذي لا يعطي الفرصة للأسواق المالية المغربية بأن تنمو وتتطور.

- القيود الكبيرة والرقابة الصارمة المفروضة على تداول القيم المنقولة من قبل السلطات النقدية والمالية.

- قصور الوساطة المالية المغربية المباشرة في الربط بين المدخرين والمستثمرين ومحدودية حريتهم للعمل في مختلف الأسواق المالية المغربية، وذلك بسبب وجود تشريعات وتنظيمات تمنعهم من ذلك.

- تباين وتناقض السياسات النقدية والمالية في البلدان المغربية وكذا القيود الكبيرة الموضوعة 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 الأسواق 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 الأسواق 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. كما يتطلب هذا قدرًا من التغيير السياسي والتنازل عن بعض مقومات السيادة القطرية لمصلحة الدول الأعضاء.

هذه العوائق بالإضافة إلى عوامل عديدة أخرى من بينها الخلافات السياسية والأزمات المتكررة بين الدول المغربية، وعدم استقرار المنطقة والتدخلات والضغوط الخارجية، كانت مجتمعة حائلًا أمام فكرة تكامل الأسواق المالية المغربية ودون تحقيق أي نتائج تذكر في هذا المجال.

3-2- مقومات ربط الأسواق 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 مالية مغاربي موحدة. هذه المقومات يمكن ذكرها كما يلي:

- الطاقة الاستيعابية: تكمن أهمية هذا المقوم لربط الأسواق المالية المغربية في اعتباره يمثل جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، وهو الأمر الذي يحدث فرصًا أحسن للرفع من الطاقات الإنتاجية عند تحقيق مستويات مقبولة من التكامل بين اقتصاديات دول المغربية،

وبالتالي فإن الاحتياجات التمويلية للدول المغاربية ترتفع بصورة محسوسة وتزيد معه أيضا الحاجة الملحة لتأسيس سوق مالية موحدة.

- المناخ الاستثماري : يعتبر هذا المقوم عنصرا بالغ الأهمية لتحقيق ربط الأسواق المالية المغاربية، 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 المغاربية دون بالغ عناء.

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

- حرية تدفق رؤوس الأموال: حيث تعد قناة اتصال بالغة الأهمية بين الأسواق المالية المغاربية تأتي لتنشط هذه الأسواق.

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

لقد اتضح أن محاولات الدول المغاربية لإقامة تكتل اقتصادي لم تحقق نجاحًا يذكر في أي صورة من صور التكامل، بل أن النتائج في مجملها كانت سلبية أو متواضعة. ذلك رغم أن أسواق الأوراق المالية تسعى جاهدة إلى تحقيق عملية تمويل التنمية من خلال طرح الأوراق المالية للمؤسسات الاقتصادية، حتى تتمكن هذه الأخيرة من المحافظة على طاقاتها الإنتاجية وكذا تحقيق توسعها. هذا من جهة، كما أنها تسعى من جهة أخرى إلى تغطية العجز الميزاني للحكومة المركزية وهيئاتها من خلال ما تطرحه من سندات. كما أنها تسهر على تسهيل مهمة تداول جميع هذه الأوراق في أسواقها الثانوية بعد إصدارها وطرحها للاكتتاب بالسوق الأولية.

بالإضافة إلى ذلك، هناك تشابه كبير لأسواق الأوراق المالية خاصة فيما يتعلق بفلسفة هذه الأداة التمويلية ووظائفها، وما إلى ذلك. على الرغم من وجود خلافات جزئية من دولة إلى أخرى في الجوانب التنظيمية والتشغيلية لها.

وعلى العموم، فإن الدول المغاربية تسعى جاهدة إلى الاستفادة من هذه الأداة التمويلية الحديثة، فعملت على تكييف اقتصادياتها بما يلائم هذه الأخيرة، غير أنها لم تصل إلى ما كانت تصبو إليه من عملية تأسيس أسواق للأوراق المالية تتسم بالفعالية المطلوبة، وذلك لما تحتوي عليه من سمات مشتركة تعمل على عرقلة سوق الأوراق المالية، ومنها محدودية العرض والطلب، ويرجع السبب الأساسي في هذا إلى عدم جودة الأدوات المالية المتداولة وسيادة نظام العائلات على مؤسسات المساهمة، مما أدى إلى تركيز حجم التداول ووجود أوراق مالية خاملة لا يتم التعامل فيها بيعاً أو شراءً.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، فإن عدم توفر فرص كبيرة لتنويع الأدوات المالية قلص من إمكانيات التخلص من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ويضاف سبب آخر له قدر من الأهمية يتعلق بضعف السيولة في الأسواق المالية بسبب ضعف كفاءتها وخصوصاً في جانب الإعلام (نشر

المعلومات، ... إلخ)، ويشكل انعدام مؤسسات الوساطة المالية عائقا كبيرا على تسويق وترويج الإصدارات المالية الجديدة.

ومن الإجراءات الواجب اتخاذها لتفعيل دور سوق الأوراق المالية المغربية في عملية تمويل التنمية ما يلي:

- تطوير التشريعات وتحديثها، بما يساعد على جلب رؤوس الأموال المحلية والخارجية ويمكن الأسواق المالية المغربية من زيادة حجم التداول.

- العمل على إنشاء المؤسسات المالية المتخصصة في إحداث وابتكار الأدوات المالية الجديدة، والمبتكرات بما فيها المشتقات المالية المختلفة، وهذا ما يوفر فرصا للتقليل المخاطر بالتنوع.

- إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري والرفع من الوعي الادخاري والتوظيفي، وذلك باستخدام وسائل التوعية والاتصال، والتأكيد على أهمية الاستثمار في الأسواق المالية المغربية.

- تنوع الأدوات المالية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية المغربية، وفي هذا المجال تكتسي الأدوات المالية الإسلامية الأهمية البالغة بسبب توافقها مع عادات وتقاليد المجتمع المغربي.

- العمل على دمج الشركات الصغيرة في شركات كبيرة وهذا لحل مشكلة صغر حجم سوق الأوراق المالية المغربية بما يسهم في زيادة العرض وتحريك الطلب.

- ينصح كثير من الخبراء باستخدام استراتيجيات التقسيم والتوزيع بهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المالية وهذا يساعد على تحسين السيولة.

وبخصوص محاولات اندماج الدول المغربية في السوق المالية العالمية، فإنه صار من اللازم أن تقوم هذه الدول بربط أسواقها المالية والتكتل فيما بينها وذلك حتى يمكنها التفاوض كمجموعة واحدة ومن مركز قوة. وفي هذا المجال يمكن ذكر أبرز الاقتراحات كما يلي:

- الرفع من مستويات التعاون والتنسيق فيما بين أسواق الأوراق المالية المغربية والابتعاد عن أجواء المنافسة غير الطبيعية.

- إجراء الإصلاحات اللازمة والضرورية لكل سوق مالية مغربية على حدا قبل الانطلاق في عملية ربط الأسواق فيما بينها. ولا ينبغي إهمال الجوانب التشريعية، والتنظيمية والرقابية إضافة إلى نشر الوعي بأهمية هذه المؤسسة المالية.

- تحفيز مؤسسات الوساطة في البلدان المغربية للتلقى والتنسيق والتعاون فيما بينها.

- نشر الوعي اللازم في أوساط المستثمرين والمدخرين من خلال إعلام واضح وصريح وصحيح يظطلع بتنمية الوعي بأهمية التعامل في القيم المنقولة المحلية وكذا الأسواق المغربية عامة.

- زيادة عدد شركات المساهمة والتي قد تكون لها فروع في البلدان المغربية، مع زيادة الهيئات المختصة في الأوراق المالية.

- وضع تصور استراتيجي لمراحل تطور ارتباط الأسواق المالية المغربية وانتهاج المرحلية كضرورة يفرضها عامل الزمن.

باللغة العربية

- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003.

- بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أمحمد بوقره - بومرداس، 2006.

- حمدو، مفتاح حامد، برامج الخصخصة في ليبيا، متطلبات ومعوقات ونماذج التقييم والأساليب (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة مار يونس، ليبيا، 2004.

- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس النشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993.
- صلاح الدين حسن السيسي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- عبد الباسط وفاء محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1996.
- عبد المنعم السيد، دور الجهاز المركزي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية في البلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الإستراتيجية، أبو ظبي.
- القذافي، سيف الإسلام معمر، ليبيا والقرن الواحد والعشرين، رسالة ماجستير، جامعة ولاية كاليفورنيا، ترجمة المهدي للثقافة والآداب، بيروت، لبنان، 2000.
- كاظم مراد، البورصة، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967.
- مأمون إبراهيم حسن، سلسلة الدراسات الاستثمارية (مطبوع غير دورية)، أسواق الأوراق المالية العربية- واقعها إمكانيات تطويرها والربط فيما بينها، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1988.
- محمد الصالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 1992.
- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية ومطبعة جامعة القاهرة-الكتاب الجامعي، 1993.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.

- الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.

- الهندي خليل وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، الجزء الثاني، 2000.

- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.

- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002.

- الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر في 2003/01/17.

باللغة الأجنبية

- B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.

- G. DEFOSSE & P. BALLEY, La Bourse Des Valeurs, Que Sais Je, Edition Bouchène, Alger, 16ème Edition, 1993.

- Guide de COSOB - guide de l'introduction 1997.

- J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993.

- M. BERRAG, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, Magister es- sciences de gestion, option finance, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993.

- P. CONSO, La gestion financière de l'entreprise, Tome 2, Dunod, 7ème édition, 1989.

الهوامش :

- 1- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية ومطبعة جامعة القاهرة-الكتاب الجامعي، 1993 ، ص:41.
- 2- P. CONSO, La gestion financière de l'entreprise, Tome 2, Dunod, 7ème édition, 1989, p: 387.
- 3- بلال شبيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أمحمد بوقره - بومرداس، 2006، ص: 51..
- 4- عبد الباسط وفاء محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1996 ، ص: 22-23.
- 5- منير إبراهيم هندي ، أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص: 67 - - 68.
- 6- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 1992 ، ص:271.
- 7- M. BERRAG, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, Magister es- sciences de gestion, option finance, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993, p : 30.
- 8- محمد الصالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية ، مصر ، 1998 ، ص:56.
- 9- Idem, p : 12.
- 10- كاظم مراد، البورصة، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص:08.
- 11- G. DEFOSSE & P. BALLEY, La Bourse Des Valeurs, Que Sais Je, Edition Bouchène, Alger, 16ème Edition, 1993, p: 12.
- 12- M. BERRAG, 1993, Op.cit, p : 35.
- 13- Idem, p : 35.
- 14- Ibid, p : 36.
- 15- عبد الباسط وفاء محمد حسن، 1996، مرجع سابق، ص: 06.
- 16- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص:92.
- 17- B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p: 18.
- 18- - J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993, p: 27.
- 19- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص:211.
- 20- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص:ب.
- 21- الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر في 2003/01/17.
- 22- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس النشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993، ص: 144.
- 23- Guide de COSOB - guide de l'introduction 1997 p69.

- 24- الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص: 251.
- 25- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002، ص: 7-9 .
- 26- صلاح الدين حسن السيدي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص: 116-117.
- 27- القذافي، سيف الإسلام معمر، ليبيا والقرن الواحد والعشرين، رسالة ماجستير، جامعة ولاية كاليفورنيا، ترجمة المهدي للثقافة والأداب، ببيروت، لبنان، 2000، ص: 44.
- 28- حمدو، مفتاح حامد، برامج الخصخصة في ليبيا، متطلبات ومعوقات ونماذج التقييم والأساليب (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة مار يونس، ليبيا، 2004، ص: 23.
- 29- مأمون إبراهيم حسن، سلسلة الدراسات الاستثمارية (مطبوع غير دورية)، أسواق الأوراق المالية العربية- واقعها إمكانيات تطويرها وربط فيما بينها، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1988، ص: 33.
- 30- عبد المنعم السيد، دور الجهاز المركزي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية في البلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الإستراتيجية، أبو ظبي، 1998، ص: 19.
- 31- صلاح الدين حسن السيدي، مرجع سابق، 2003، ص: 75.
- 32- الهندي خليل وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، الجزء الثاني، 2000، ص: 269-272.
- 33- عبد المنعم السيد، 1998، مرجع سابق، ص: 21-22.