



موقع العلوم القانونية  
أول مجلة الكترونية متخصصة تتجدد على مدار اليوم

## شركات البورصة والشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء

من إعداد الخاميس فاضلى

المحامى المتمرن بهيئة المحامين بالدار البيضاء

الباحث في قانون الأعمال بكلية الحقوق الدار البيضاء

بسم الله الرحمن الرحيم؛ والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً أما بعد—د:

### مقدمة:

تعتبر أسواق المال بجميع مكوناتها نتاجاً طبيعياً للتوجه الليبرالي الحر القائم على سياسة التحرير والخصوصية داخل المجتمعات الحديثة بسبب التوجهات التي يفرضها العصر نحو تدويل وعولمة التجارة على الصعيد الدولي، وتلعب الأسواق المالية أهمية بالغة نظراً للدور الذي تقوم به وللنشاط المتميز فهي تمثل حلقة من حلقات تطور النظام الإقتصادي لأي دولة، حيث أنها أصبحت أمراً ضرورياً ورهاناً أساسياً لا يمكن التراجع عنه في ظل التكتلات الاقتصادية الجهوية والدولية، و بالتالي فأى حديث عن التنمية الصناعية والتجارية والخدماتية لا بد وأن يمر من هذه الحلقة، وهذا يستتبع ضرورة دراسة السوق المالي من جميع جوانبه الإقتصادية والقانونية لأنه أصبح مقياساً تقاس به فعالية الإقتصاد ومعرفة مدى تطوره وبنيته وقواعده التي تمكن من تحقيق التمويل للمقاولات والمؤسسات العمومية وللدولة.

إلى عهد قريب كانت الدولة والمؤسسات العمومية والمقاولات عندما تحتاج أو تكون بحاجة إلى الموارد المالية تلجأ إلى وسائلها الخاصة من مداخيل الضريبة أو حصص المشاركة أو الرساميل، وذلك لمواجهة النفقات ولإشباع الحاجيات العامة لتمويل الاستثمار وتحقيق الأغراض التجارية والصناعية والخدماتية<sup>1</sup>، لكن هذه الموارد الذاتية غير كافية لتحقيق التوسع الإقتصادي ومجارات المنافسة الداخلية والخارجية بالإضافة إلى أن اللجوء إلى وسائل التمويل التقليدية - التمويل البنكي - أصبح أمراً مجحفاً لما يتطلبه من ضمانات وشروط قيسرية متعلقة بالأداء والتكاليف المرتفعة، زد على ذلك أن المؤسسات البنكية لا تقدم سوى قروض قصيرة أو متوسطة الأجل<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد أيت الطالب، "التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي، مطبعة المعارف الجديدة الرباط، الطبعة الأولى، 2006، ص 11.

<sup>2</sup> - محمد سعيد الراضي، "مفهوم القيم المنقولة في التشريع المغربي"، أطروحة دكتوراه في القانون الخاص - قانون الأعمال - جامعة محمد الخامس كلية العلوم القانونية والإقتصادية والإجتماعية، أكادال الرباط، السنة الجامعية، 2007/2006، ص 4.

بالإضافة إلى أن الأسواق المالية لها دور كبير في تحريك استراتيجية الاستثمارات بمختلف أنواعها المباشرة وغير المباشرة عن طريق تعبئة الادخار الحر وتوفير مصادر للتمويل طويلة الأمد، فعن طريق السوق المالية يستطيع كل الفاعلين الاقتصاديين الاستفادة من ممل توفره من مؤهلات، وكذلك تمكن طالب التمويل من تحقيق حاجاته، والمدخرين من تنويع أدوات الإدخار ذات المردودية العالية والأمنة<sup>3</sup>.

كل هذه الإكراهات دفعت إلى البحث عن مصادر وأدوات جديدة للتمويل حيث تم اللجوء إلى فكرة الادخار العام عن طريق القيم المنقولة داخل السوق المالي الذي يبنى على خاصية أساسية هو أنه تمويل فعال وطويل الأمد يخدم مصلحة طالب التمويل سواء مقالة أو مؤسسة عمومية، ومما سبق يظهر التمييز بين التمويل عن طريق البنوك والتمويل عبر القيم المنقولة الذي يعكس الفرق بين السوق المالية **Marché financier** والسوق النقدية **Marché monétaire** أي التمييز بين اقتصاد المديونية<sup>4</sup>، حيث لا يمكن الحصول على التمويل إلا بوساطة من البنوك، واقتصاد السوق الذي تحصل في إطاره المقاولات على التمويل المباشر من هذه الأسواق<sup>5</sup>.

وهذا النظام الجديد للتمويل وتداول القيم المنقولة ساهمت عدة عوامل في إنشائه وإكمال لبناته حتى أصبح سوقا حقيقية تضاهي أسواق السلع التقليدية بالنظر إلى حجم المعاملات والقيم المنقولة المتداولة إصدارا وتداولاً<sup>6</sup>.

فهذا الإطار القانوني والتنظيمي لترويج وتداول القيم المنقولة من أسهم وسندات وحقوق وكذا العمليات التي تنصب على هذه القيم هي ما تعرف اختصاراً بالسوق المالي .



<sup>3</sup> - عمر العسري، "تحريك أسواق الرساميل واستراتيجية تنشيط الاستثمار بالمغرب"، أطروحة دكتوراه في القانون العام - المالية العامة، كلية العلوم القانونية والإقتصادية والإجتماعية الدار البيضاء، السنة الجامعية 2001-2002، ص 175.

<sup>4</sup> - عز الدين بنسني، "من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد التمويل الذاتي للمقولة المغربية: إطلالة على القانون 00-53 المتعلق بميثاق

المقاولات الصغرى والمتوسطة مقال منشور في مجلة المناهج العدد 5-6 2004، ص. 53.

<sup>5</sup> - محمد سعيد الراضي، المرجع السابق، ص 5.

<sup>6</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 14.

ويدمج بعض الإقتصاديين مفهومي السوق المالي والنقدي في اصطلاح واحد وهو السوق المالية بإعتباره مصطلحا واسعا يشمل المفهومين معاً، وذلك لكونهم يركزون في تحليل السوق المالية على سوق رأس المال<sup>7</sup>، وهذا ما لا تتفق معه وذلك لأن الأدوات المستعملة والمتداولة في السوق المالية ليست هي الموجودة في السوق النقدي فهما يجتمعان باعتبارهما شكلان من أشكال التمويل كل له خصائصه، وكذلك فالسلطات الفاعلة والمتدخلة في كلا من السوقين مختلفة عن الأخرى، إلا ما استثنينا بعض التداخل بالنسبة للسلطات المركزية - كما هو الحال في المغرب - المتمثلة في بنك المغرب والوزارة الوصية .

وارتبط ظهور السوق المالي بشركات الأموال - شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم - باعتبارها الإطار المناسب لإصدار القيم المنقولة المتداولة داخل السوق، بالإضافة إلى إقبال الدولة للإقتراض عن طريق اللجوء للإدخار العام، فالشركات سواء كانت شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم يحق لها كلما توافرت الشروط القانونية ( مقدار رأس المال إحترام بعض الالتزامات المتعلقة بالإيداع والإشهار ونشر المعلومات) أن تصدر أسهما أو سندات قرض بهدف الحصول على التمويل، وكذلك الأمر بالنسبة للدولة وبعض أشخاص القانون العام (المؤسسات العمومية الجماعات المحلية) يحق لها بدورها أن تلجأ إلى الادخار العام بإصدار سندات الدين<sup>8</sup>.

ويطلق على عمليات إصدار الأسهم والسندات وتوظيفها بسوق الإصدار أو "السوق الأولي"، وإلى جانب إصدار القيم المنقولة وتوظيفها يمكن لحملتها أن يتنازلوا عنها بعوض أو بغير عوض أو أن يرهنوها رهناً حيازياً أو أن يقوموا بإيداعها أو تسجيلها في حساب السندات أو يوكلوا غيرهم في إدارتها، وعمليات البيع أو المعاوضة أو شراء القيم المنقولة هو ما يسمى بسوق التداول أو "السوق الثانوي"<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> - عبد الله بن محمد بن محمد الرزين، سوق المال، سلسلة الرسائل الج امعية، عدد 65 ص 9.

<sup>8</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 27.

<sup>9</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 28.

والسوق المالية إما أن تكون منظمة أو غير منظمة، فإذا كانت المعاملات حرة ولا تخضع لتدابير شكلية وقانونية جوهرية ففي هذه الحالة نكون أمام سوق غير منظمة، أما إذا كان التعامل محاط بتدابير شكلية ونظام قانوني فإننا نكون أمام سوق منظمة وهي ما يطلق عليها البورصة.

وتعرف البورصة بأنها هي مكان عقد الصفقات المالية الذي تباع وتشتري فيه أسهم وسندات الشركات المدرجة المصدرة لها<sup>10</sup>، ومن هذا التعريف البسيط سننتقل إلى دراسة الأصول التاريخية للسوق المالية - البورصة.

### نبذة تاريخية عن البورصة:

البورصة مؤسسة قديمة يرجع تاريخها إلى نهاية القرون الوسطى، ويعتبر المؤرخون سنة 1339 م بمثابة تاريخ ميلاد البورصة، ويرجع الأصل التاريخي لكلمة بورصة إلى اسم عائلة فاندر بورسن Vander Bursen الذي كان يقيم في مدينة بروج Bruges البلجيكية، حيث كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ورجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال البنوك الإيطالية، الذين كانت تنحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض، ولذلك أطلق لفظ البورصة Bourse على المكان الذي كانوا يجتمعون فيه. وهناك من ذهب إلى أن اسم "البورصة" يرجع إلى فندق (بروج) الذي كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس Trois bourse.

ومن بين أهم البورصات التي ظهرت منذ زمن طويل بورصة ليون 1559 كأهم وأقدم البورصات الفرنسية، وبورصة لندن 1608 وبورصة باريس 1808، أما بورصة ووال ستريت فلم تظهر إلا في نهاية القرن 17 وبداية القرن الثامن عشر<sup>11</sup>. وستطرق فيما يلي إلى بعض البورصات العالمية التي تعرف أكثر التداولات:

### 1- البورصات الأمريكية.

<sup>10</sup> - دليل المستثمر الخاص، صادر عن بورصة الدار البيضاء، ص 6.

<sup>11</sup> - محمد سعيد الراضي، مرجع سابق، ص 28.

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في السوق المالي، حيث يوجد لديها أكبر عدد من الشركات المسعرة في البورصة، ويشهد على ذلك ما هو موجود في وول ستريت التي تقوم بدور بارز في تطوير رأس مال الشركات الأمريكية، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات الحاسوب وفي تمويل الإقتصاد الأمريكي.

ويتكون السوق المالي الأمريكي من ثماني بورصات<sup>12</sup>:

- بورصتين وطنيتين هما: بورصة نيويورك و American Stock Exchange (AMEX).

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

- خمس بورصات جهوية: Boston Stock Exchange, Cincinnati SE, Midwest SE ; Pasific SE, Philadelphia.

- إضافة إلى بورصة لامركزية وهي بورصة النازداك NASDAQ، ويعد النازداك السوق الثالث وهو سوق أسهم إلكتروني، تأسس في سنة 1971 من قبل الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية (نازد)، وتعد نازداك أكبر شاشة إلكترونية للقيم المنقولة (الأسهم) في الولايات المتحدة الأمريكية، وتتضمن حوالي 3200 شركة لتجارة الأسهم، وتعرف أكبر التداولات على الصعيد العالمي، وبدأت العمل في 8 فبراير سنة 1971، وبورصة النازداك متخصصة في القيم التكنولوجية مثل قيم شركة مايكروسوفت Microsoft وأبل Apple... التي تختار معايير سوق النازداك.

<sup>12</sup>- Naoual OUIFAK, « Le commissariat aux comptes en milieu financier : Cas des sociétés de bourse », Mémoire présente pour l'obtention du diplôme national d'expert-comptable à ISCAE en 2004 page 8.

<sup>13</sup>- تأسست بورصة نيويورك سنة 1792، وتتضمن أكبر الشركات الأمريكية المسعرة في البورصة، وتلقى منافسة كبرى من بورصة النازداك.

2- البورصات الأوروبية:- بورصة لندن

تعتبر بورصة لندن من أهم البورصات الأوروبية وتحتل مرتبة متقدمة قبل السوق الفرنسية والألمانية، وذلك راجع إلى الدور التاريخي الذي لعبته هذه البورصة في تمويل الإقتصادي البريطاني عن طريق الادخار العام وعن طريق انفتاحها على الاستثمار الخارجي<sup>14</sup>.

وقد عرفت بورصة لندن منذ الثمانينات من القرن الماضي إلى اليوم تطور كبيراً، وذلك سعياً منها إلى إتمام دورها في خدمة الإقتصاد البريطاني، حيث أنه في سنة 1986 تم إعلان إنطلاقة البيك بان Big Ban من أجل تحرير نظام السوق المالي في إنجلترا، خاصة في مجال التشريعي وإزالة القيود المفروضة على الممارسين، واستخدام نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة.

- البورصات الفرنسية

عرفت البورصات الفرنسية هي أخرى تطورا كبيرا ابتداء من سنة 1991 إلى سنة 2000، ويتم تداول القيم المنقولة في بورصة باريس عن طريق شركات البورصة وفي السوق الفرنسي يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن مجموعة من البورصات المنتشرة في المدن الرئيسية الفرنسية (باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانسي) هذه البورصات الست تمثل معا نظاما متكاملًا يخضع لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر ويتم المتاجرة فيها تحت نظام إلكتروني مركزي وحيد يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا.

- البورصات الألمانية :

السوق المالي الألماني ينهج في تنظيمه هيكله فيدرالية، ويضم ثماني بورصات وهي: برلين؛ بريم؛ ديسلدروف؛ فرانكفورت؛ هامبورغ؛ هانوفر؛ ميونيخ وستوتغارت.

<sup>14</sup> - Naoual OUIFAK. Op. cit ; p 9.

وتتميز السوق المالية الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاد ألمانيا الضخم وباحتياجات مشروعاتها، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة من طرف الأبنك. وفي بداية التسعينيات قامت ألمانيا بإعادة هيكلة السوق المالية، حيث تم إحداث سوق إلكتروني سنة 1991، وتم العمل بنظام (IBIS) Inter Banken Information System في جميع البورصات الألمانية الثمانية، وفي سنة 1996 تم اتخاذ قرار بتغيير وتعويض النظام المذكور بنظام معلوماتي وحيد<sup>15</sup>.

### 3- البورصات الآسيوية :

وفي آسيا تحتل كلاً من بورصتي طوكيو وهونغ كونغ المكان الأول بين البورصات الآسيوية.

أما بورصة طوكيو Tokyo Stock Exchang: فإنها تعتبر ثاني أكبر بورصة في العالم بعد بورصة نيويورك ومقرها في العاصمة اليابانية طوكيو، تأسست سنة 1878، وبدأت العمل بنظام التداول الإلكتروني سنة 1999 في جميع معاملات السوق المالي، وتجاوز قيمة رسوم تعاملات بورصة طوكيو حجم البورصات الأوروبية مجتمعة، وقد شهدت ارتفاعاً مستمراً وسريعاً منذ السبعينات، وذلك يرجع إلى ارتفاع أداء الشركات اليابانية.

أما بورصة هونغ كونغ فإنها من البورصات الآسيوية التي تعرف ديناميكية، ولكنها لم تصل بعد إلى مستوى المعاملات الذي حققته بورصة طوكيو. وإلى جانب هاتين البورصتين في آسيا، يشهد العالم ظهور بورصات جديدة لا تقل ديناميكية عنهما خاصة في ماليزيا؛ الصين؛ الهند؛ الفيليبين؛ كوريا؛ باكستان؛ تركيا؛ والمغرب، الأمر يتعلق ببورصة الدار البيضاء<sup>16</sup>.

### لمحة تاريخية عن بورصة الدار البيضاء منذ التأسيس:

<sup>15</sup>- Naoual OUIFAK. Op. cit ; p 10.  
<sup>16</sup>- حيث أنه تم إدماج بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1996 ضمن مؤشر الأسواق الناشئة التابع "للشركة المالية الدولية" ، وتحتل بورصة الدار البيضاء مرتبة متقدمة ضمن الأسواق المالية للدول النامية.



لدراسة بورصة الدار البيضاء لا بد في البداية من إعطاء لمحة تاريخية عن أهم المحطات التاريخية التي مرت منها، وذلك من أجل معرفة المراحل التشريعية التي أثرت في تطورها وتكوينها.

- 1929 : عرف المغرب سوقاً منظمة منذ فترة طويلة وتحديدًا منذ 07 نوفمبر 1929 حيث تم إحداث مكتب المقاصة في القيم المنقولة D'office de Compensation des Valeurs Mobilières وذلك بمبادرة من البنوك الخاصة التي كانت تعقد جلسات دورية لتبادل القيم المنقولة لحساب الزبناء وبالخصوص المستثمرين الأجانب<sup>17</sup>.

- 1948 : صدور قرارات المدير المالية قبل هذه السنة تحديداً سنة 1942، ولكن التنظيم الرسمي كان بمقتضى القرار الصادر في 13 يوليوز 1948 حيث تحول اسم المكتب، وأصبح اسم "مكتب تسعير القيم المنقولة Office de Cotation des Valeurs mobilières، وفي نفس السنة صدر ظهير 22 نوفمبر 1948 الذي منح لهذا المكتب الشخصية المعنوية وجعله مؤسسة عمومية.

- 1967 : بعد حصول المغرب على الاستقلال راهنت الدولة على إنشاء سوق منظمة للتعامل في القيم المنقولة<sup>18</sup> أولاً لتمكين الدولة من إيجاد وسيلة لتغذية الميزانية العامة من جهة، وتسهيل الاتصال بين المدخرين من جهة ثانية. في هذا الإطار صدر المرسوم الملكي المعتبر بمثابة قانون متعلق ببورصة القيم بتاريخ 14 نوفمبر 1967 تلاه المرسوم الملكي في 15 نوفمبر 1967 متعلق بتنظيم وسير بورصة القيم.

<sup>17</sup> - بشرى سليم، رأس المال الإستثماري وتمويل المقاول، رسالة لنيل دبلوم الدراسات العليا المعمقة، كلية العلوم القانونية والإقتصادية والإجتماعية - قانون الأعمال - الدار البيضاء السنة الجامعية 2002-2003، ص 185.

<sup>18</sup> - وتجدد الإشارة ففي نفس السنة -1967- صدر المرسوم الملكي بمثابة قانون بنكي، وبالتالي فالملاحظ أن هنا تنظيم تشريعي متوازي بين السوق المالية والسوق النقدية.

- **1993** : عرفت السوق المالية المغربية هيكله كبرى، مساهمة في تنشيط الاقتصاد الوطني وقد كان للتحويلات التي عرفها المغرب في هذه الفترة أثر حاسم في التعجيل بإصلاح السوق المالي لمواكبة المستجدات الناتجة على الخصوص عن إعادة هيكلة القطاع العمومي<sup>19</sup> والشروع في تنفيذ برنامج الخوصصة، حيث تم إصدار ثلاث قوانين لتنظيم السوق المالية وهي على التوالي:

ظهر شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق ببورصة القيم .

- ظهر شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1.93.212 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداها.

- ظهر شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1.93.213 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

وشهدت بورصة الدار البيضاء بعد صدور هذه القوانين المنظمة للسوق المالية مجموعة من التطورات مست الإطار التنظيمي والتقني وذلك عبر مراحل نذكر منها<sup>20</sup>:

- **يوليوز 1994** : إنشاء مجلس القيم المنقولة .

- **أكتوبر 1994** : الترخيص لإثني عشر شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء بالبورصة.

- **فبراير 1995** : إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة.

- **غشت 1997** : إنشاء شركة بورصة القيم الدار البيضاء (SBVS) - توقيع دفتر التحملات.

- **يناير 1997** : إصدار القانون **34.96** المغير والمتمم للقانون رقم 211-93 الصادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق ببورصة القيم<sup>21</sup>،

<sup>19</sup> - سياسة التقويم الهيكلي وما تبعها من نتائج عكسية تلاها الإتجاه في نهاية الثمانينات إلى نهج سياسة الخوصصة مع قانون 89-38.

<sup>20</sup> - ملف بعنوان "إنجازات" صادر عن بورصة الدار البيضاء وموجود بموقعها الإلكتروني [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)

وكذلك القانون رقم **35.96** المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب<sup>22</sup>.

- مارس **1997** : إنطلاق نظام التسعير الالكتروني بالنسبة للقيم التالية: " مجموعة

أونا"، " البنك المغربي للتجارة الخارجية"، "شركة سامير" و"بنك الوفاء".

- يونيو **1998** : تعميم التسعير الالكتروني على جميع قيم قسم الأسهم.

- أكتوبر **1998** : الانطلاق الفعال "ماروكليز" Maroclear (عدم تجسيد

السندات المدرجة في البورصة) وإعادة تنظيم طرق التسوية.

- نوفمبر **1998** : إحداث سوق مركزي وسوق للكتل لكي يحلا على التوالي محل

السوق الرسمية وسوق التفويت المباشر.

- سبتمبر **2000** : إصدار القانون رقم **29.00** المعدل والمتمم لظهير الشريف

المعتبر بمثابة قانون رقم **1.93.211** الصادر **21** سبتمبر **1993** المتعلق ببورصة القيم ،

والذي نص على إحداث قسم ثالث ببورصة القيم وفتح القسم الأول في وجه امتيازات

تدبير المرافق العمومية.

- دجنبر **2000** : تبني بورصة القيم لبنية شركة مساهمة ذات مجلس إدارة جماعية

ومجلس رقابة طبقا للقانون المتعلق بشركات المساهمة **17.95** وللنظام الأساسي لبورصة

الدار البيضاء ولدفتر التحملات.

- تغيير تسمية الشركة المسيرة من " شركة بورصة القيم الدار البيضاء" إلى "بورصة

الدار البيضاء".

- مارس **2002** : إحداث مؤشرين جديدين ببورصة الدار البيضاء وهما مؤشر

مازي ومادكس<sup>23</sup> ، مؤشر مادكس ( Moroccan Most Active Shares ) madex

(Index) الذي يعبر عن الرسملة في السوق ويضم القيم المنقولة الأكثر نشاطاً ومؤشر مازي

<sup>21</sup> - الجريدة الرسمية عدد 4448 ، بتاريخ 16 يناير 1997 ، ص 75.

<sup>22</sup> - الجريدة الرسمية عدد 4448 ، بتاريخ 16 يناير 1997 ، ص 80.

<sup>23</sup> - وكل من مؤشر مادكس ومازي يشبهان مؤشر النازداك في البورصات الأمريكية الأخير يعبر عن رسملة القيم التكنولوجية.

Masi (Moroccan All Shares Index) وهو المؤشر العام للرسملة ويعبر عن القيمة السوقية للرأسمال العائم لجميع القيم المتدولة في البورصة.

- أبريل 2004 : إصدار مجموعة من القوانين غيرت وتمت على التوالي الظواهر الشريفة الصادرة في 21 شتنبر 1993 المنظمة للسوق المالية، وكذا القانون المتعلق بالوديع المركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب، وإصدار قانون متعلق بالعروض العمومية في البورصة :

- القانون رقم 52.01 القاضي بتغيير وتتميم ظهير الشريف معتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق ببورصة القيم<sup>24</sup>.

- القانون رقم 23.01 القاضي بتغيير وتتميم الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.212 الصادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداها<sup>25</sup>.

- القانون رقم 53.01 القاضي بتغيير وتتميم الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.213 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة<sup>26</sup>.

- القانون رقم 43.02 القاضي بتغيير وتتميم القانون رقم 35.96 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب<sup>27</sup>.

- القانون رقم 26.03 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة<sup>28</sup>.

<sup>24</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5207، بتاريخ 21 أبريل 2004، ص 1844.

<sup>25</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5207، بتاريخ 21 أبريل 2004، ص 1834.

<sup>26</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5207، بتاريخ 21 أبريل 2004، ص 1851.

<sup>27</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5207، بتاريخ 21 أبريل 2004، ص 1855.

<sup>28</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5207، بتاريخ 21 أبريل 2004، ص 1857.

- مارس 2006 : أصدر المشرع القانون رقم 41.05 المتعلق بميثاق توظيف الأموال بالمجازفة حيث لخدمة تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة.
- أبريل 2007 : صدور القانون رقم 44.06 القاضي بتغيير وتتميم الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.212 الصادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداها<sup>29</sup>.
- صدور القانون رقم 46.06 القاضي بتغيير وتتميم القانون رقم 26.03 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة<sup>30</sup>.
- أبريل 2008 : قرار لوزير الإقتصاد والمالية بالمصادقة على النظام العام لمجلس القيم المنقولة<sup>31</sup>.
- بعد هذه المقدمة التي تعرفنا من خلالها على أسواق المال الدولية وكذلك على تاريخ بورصة الدار البيضاء مروراً بأهم النصوص التشريعية المؤطرة للسوق المالي المغربي، سننتقل بكم إلى بيان أهمية الموضوع وخطة البحث.

### أهمية الموضوع:

إن الدافع الحقيقي والسبب الأساسي للإهتمام بهذا من الموضوع، يكمن فيما توفره السوق المالية عن طريق توظيفها للقيم المنقولة من مزايا إقتصادية، بإعتبارها من وسائل التمويل البديلة والفعالة، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية أصبحت تشكل مكاناً لإلتقاء مختلف الفاعلين الإقتصاديين من منتجين ومدخرين ومستثمرين، وذلك من أجل مساهمة

<sup>29</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5519، بتاريخ 23 أبريل 2007، ص 1286.

<sup>30</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5519، بتاريخ 23 أبريل 2007، ص 1287.

<sup>31</sup> - الجريدة الرسمية عدد 5632، بتاريخ 22 ماي 2008، ص 1216.

الإقتصاد العالمي الجديد الذي يتسم بحدة المنافسة، وانفتاح الأسواق، وإزالة القيود الجمركية المفروضة على التجارة<sup>32</sup>.

فالبورصة تقوم بتوليد الموارد المالية، وتميرها عبر دواليب الإقتصاد الوطني بين مختلف العناصر الاقتصادية وإعطاء الإمكانية لتوظيفها في شكل توظيفات أو استثمارات قائمة فعلاً أو في شكل استثمارات جديدة ذات طبيعة إنتاجية<sup>33</sup>.

وتهدف الدراسة موضوع البحث إلى بيان أدوار السوق المالية في الإقتصاد الوطني، وبيان هيكل هذه السوق وبنياته، وكذا معرفة كل الفاعلين ومختلف المتدخلين والسلطات المخولة لهم في إدارة ومراقبة السوق المالي.

### مناهج البحث:

من الثابت عند علماء مناهج البحث، أن الالتزام بمنهج واحد يؤدي إلى جمود موضوع البحث، وأن كل تجديد وتنوع في المناهج إلا ويفتح أبواباً للإبداع والإبتكار وإغناء البحث العلمي.

ونود الإشارة إلى أنه لا يوجد منهج وحيد صالح لجميع موضوعات البحث، فكل بحث هو قبل كل شيء بحث في المناهج<sup>34</sup>، فكل موضوع له طريقة في المناولة والدراسة، فقد نجد بحثاً تضمن مناهج عديدة في مقابل آخر اقتصر على منهج وحيد، وهذا راجع إلى طبيعة ونوعية الموضوع، وكذا إلى شخصية الدارس ومن أي زاوية ينظر للموضوع محطة الدراسة، لذلك فقد اعتمدنا المناهج التالية:

-اعتمدنا على المنهج التاريخي على اعتبار أن الظاهرة القانونية واقعة تاريخية تتطور بتطور المجتمع من الناحية السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

32 - حيث أصبح العالم لا يتسع ولا يعترف بالكيانات الإقتصادية الضعيفة الغير القادرة على دخول المنافسة والتي مصيرها لا محالة هو الزوال، ولهذا فعلى الدول النامية ومن بينها المغرب أن يساير هذه التطور وهذه العولمة، رغم سلباتها فإنه لا مجال لتراجع وما علينا سوى أن نركب في هذا القطار السريع (قطار العولمة - المنافسة القوية- انفتاح الأسواق)، رغم اننا سنركب في مقصورة الأخيرة، لكننا على كل حال في القطار، وبالتالي مع علينا سوى الإنفتاح أكثر، والوعي بأهمية إقتصاد السوق في تمويل المقاولات.

33- عمر العسري، " تحريك أسواق الرساميل واستراتيجية تنشيط الاستثمار بالمغرب"، أطروحة دكتوراه في القانون العام، كلية العلوم

القانونية والإقتصادية والإجتماعية الدار البيضاء، السنة الجامعية 2001-2002، ص 175.

34- عبد الحق الذهبي، مقال منشور بجريدة الصحراء، عدد 48 48 ص 4.

- اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي للنصوص المنظمة للقطاع.
- اعتمدنا على المنهج الجدلي المتمثل في الآراء الفقهية المدلى بها موضوع البحث.

### خطة البحث

اتبعتنا لبحث هذا الموضوع المنهجية الثنائية التي أصبح عرفاً أكاديمياً في جامعتنا لا يظل عنه إلا هالك، وقد قسمنا الموضوع إلى مقدمة وفصلين كمايلي:

الفصل الأول: أجهزة التسيير والوساطة في السوق المالي

الفصل الثاني: أجهزة الرقابة والاستشارة في السوق المالي

## الفصل الأول: أجهزة التسيير والوساطة في السوق المالي

تعتبر الشركة المسيرة للبورصة وشركات البورصة طرفين أساسيين داخل السوق المالية، حيث أنه لا يمكن للسوق المالي أن يقوم بوظيفته بدونهما، ويشكلان أهمية كبرى لوجوده، وفي قيامه بمهامه المتمثلة أساسا في خدمة المستثمر وطالب التمويل سواء كان مقاولا أو مؤسسة عمومية أو الدولة، وبصفة عامة الإقتصاد الوطني.

ولهذا فلا بد من التطرق لأحكام كل من الشركة المسيرة وشركات البورصة بكل تفصيل لمعرفة القواعد المنظمة لهما، والمهام المنوطة بهما.

وتأسيسا على ما سبق سنتطرق للشركة المسيرة للبورصة في (المبحث الاول)، ثم لشركات البورصة في (المبحث الثاني)

### المبحث الأول : الشركة المسيرة للبورصة

إن المشرع المغربي في إطار تنظيمه للسوق المالية أتى بنظام جديد من أنظمة التسيير ، حيث استحدث نظام الشركة المسيرة لبورصة ، كجهاز جديد بديل عن نظام المؤسسة العمومية الذي كان معمولا به في إطار المرسوم الملكي 14 يونيو 1967 المعتر بمثابة قانون يتعلق ببورصة القيم<sup>35</sup> ، وذلك من أجل إعادة الهيكلة البنوية والتنظيمية للسوق المالية لتصبح قادرة على مسايرة حاجيات الإقتصاد الوطني التمويلية.

وقد نصت المادة السابعة من الظهير الشريف المعتر بمثابة قانون رقم 1.93.211 المتعلق بلبورصة كما وقع تميمه وتغييره على هذا النظام الجديد: " تحدث شركة مساهمة تخول الامتياز في إدارة بورصة القيم عملا بدفتر للتكاليف يوافق عليه الوزير المكلف بالمالية. ويحدد دفتر التكاليف المذكور بوجه خاص الالتزامات المتعلقة بتسيير بورصة القيم وتسجيل المعاملات وإعلائها وكذا بالآداب المهنية الواجب على مستخدمي الشركة ذات الامتياز التقيد بها.

<sup>35</sup> - تنص الفقرة الثانية من الفصل الأول من المرسوم الملكي المذكور أعلاه على مايلي: "وتشكل بورصة القيم كذلك مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي، وتجعل تحت وصاية وزير المالية". انظر الجريدة الرسمية عدد 2873 ، بتاريخ 22 نونبر 1967، ص 2546.



ويطلق على الشركة ذات الامتياز في باقي ظهورنا الشريف هذا اسم "الشركة المسيرة".

وتأسيسا على ما سبق سندرس الشركة المسيرة من خلال تناول الإطار القانوني للشركة المسيرة (المطلب الأول) وكذا بيان الصلاحيات المخولة للشركة المسيرة (المطلب الثاني).

### المطلب الأول : الإطار القانوني للشركة المسيرة

أحدث انتقال نظام التسيير لبورصة القيم من نظام المؤسسة العمومية<sup>36</sup> إلى نظام التسيير الجديد المتمثل في الشركة المسيرة التي هي عبارة عن شركة مساهمة ذات امتياز إشكالات عملية وعملية، ونقاشاً فقهيها كبيراً.

وهدف المشرع من وراء هذا التعديل إلى إصلاح وتأهيل وتطوير السوق المالي، حيث وجد في نظام شركة المساهمة طريقة مواتية وملائمة يعول عليها في تحقيق أهداف السوق المالية لما يوفره هذا النظام من مرونة في التكوين والتنظيم وقدرة على التأقلم مع المستجدات ومسايرة للتطور<sup>37</sup>.

غير أن هذا النظام القانوني الذي أضفى عليه المشرع شكل "شركة مساهمة" والذي يطلق عليه اسم "الشركة المسيرة" يختلف في كثير من جوانبه عن التأطير القانوني لشركات المساهمة المنصوص عليه في القانون 17.95.

كما أن الشركة المسيرة للبورصة منحها المشرع حقا استثماريا يتجلى في حق الإمتياز لإدارة بورصة الدار البيضاء والذي قد يتعارض مع مبدأ المنافسة من جهة، ومن جهة أخرى فإن المشرع لما أعطى للشركة المسيرة هذا الحق الإستثماري أراد منها التحكم في السوق المالي وتدييره في أحسن الظروف.

وعليه سندرس الإطار القانوني للشركة المسيرة من خلال الخاصيتين المميزتين لها كونها شركة مساهمة، وبصفتها شركة ذات امتياز.

<sup>36</sup>- الذي كان معمولاً به في ظل المرسوم الملكي 14 يونيو 1967.

<sup>37</sup>- أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 59.

الفقرة الأولى: الشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء بصفتها شركة مساهمة: جاء في الفقرة الأولى من المادة السابعة المذكور أعلاه مايلى " تحدث شركة مساهمة تخول الامتياز في إدارة بورصة القيم عملا بدفتر للتكاليف يوافق عليه الوزير المكلف بالمالية" إن المشرع في قانون رقم 1.93.211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 المتعلق ببورصة القيم كما وقع تميمه وتغييره، عندما نص على إحداث شركة مساهمة، فإنه خالف في حقيقة الأمر كثير من الجوانب والأحكام والمبادئ القانونية المعروفة في إطار القواعد العامة وقانون شركات المساهمة، وهذا ما سنحاول تسليط الضوء عليه من خلال التطرق لإنشائها و تكوين رأس مالها وكذا لكيفية إدارتها.

### أولاً : إنشاء الشركة المسيرة:

مما لا شك فيه أن إنشاء أي شركة مساهمة لا بد من أن ينبثق عن إرادة الشركاء المساهمين وإتفاقهم على العناصر اللازمة لإنشاء الشركة ، وكذا القيام بكل الإجراءات الشكلية من إعداد للنظام الأساسي ومن يتبعه من إجراءات إلى حين القيد في السجل التجاري واكتساب الشركة للشخصية المعنوية، وفي هذا الإطار يتم الرجوع للقواعد العامة والقواعد المتعلقة بتأسيس شركات المساهمة وتقييدها<sup>38</sup>. ويظهر أن الشركة المسيرة لم تأتي بناءً على إرادة الأطراف، بل أنشأت بقوة القانون، بمقتضى نص قانوني هو القانون المتعلق ببورصة، في غياب نية المشاركة للأطراف، حيث أن الشركة المسيرة تساهم فيها بقوة القانون جميع شركات البورصة المعتمدة قانوناً في البورصة. وفيما يخص النظام الأساسي فهي تعمل بنظام خاص ينسجم مع المقتضيات المنظمة لقانون البورصة، وفي هذا الصدد فالنظام الأساسي يوضع من طرف الشركة المسيرة ويخضع

<sup>38</sup> - المادة 17 من قانون شركات المساهمة 17.95.

لمصادقة سلطات الوصاية<sup>39</sup>، حيث يوافق الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع مجلس القيم المنقولة على مشروع النظام الأساسي للشركة المسيرة وعلى التغييرات المدخلة عليه<sup>40</sup>. وبالتالي فالشكليات المنصوص عليها في قانون 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، والمتمثلة في الإيداع والإشهار وتوقيع النظام الأساسي والقيود في السجل التجاري لا تسري على هذه الشركة وإن كانت شركة مساهمة خاصة. وبالخصوص الغرض الذي أنشأت من أجله فإنه محدد في مجال تسيير وتنظيم ومراقبة السوق المالي إلا أن هذا الغرض يشترط فيه أن يكون مطابقاً لدفتر التحملات. وتجدد الإشارة إلى أن الشركة المسيرة لبورصة القيم قد تولت رسمياً مهمة تدبير الشؤون اليومية للبورصة منذ غشت 1995<sup>41</sup>.

### ثانياً : رأسمال الشركة المسيرة

بالرجوع إلى الفقرة الأولى من المادة الثامنة من القانون المتعلق بالبورصة نجد ما نصت على مايلي:

" يدفع رأس مال الشركة المسيرة بكامله من لدن شركات البورصة المعتمدة ، ويكون مملوكاً في كل وقت وآن لجميع شركات البورصة بخصص متساوية." من خلال هذه الفقرة نلاحظ أن المشرع نص على أن رأسمال الشركة المسيرة يكون مملوكاً من طرف جميع شركات البورصة، وهذا يتعارض مع مبدأ الذمة المالية المستقلة لشركة المساهمة والتي بمجرد الاكتتاب في رأسمالها تصبح لها ذمة مالية مستقلة عن الشركاء الذين لا يبقى لهم سوى الحق في الحصول على الأرباح مقابل نصيبهم في الشركة، ولهم كذلك الحق في المشاركة في إدارة الشركة والتصويت في الجمعية العامة (الجمع العام العادي والاستثنائي والمختلط).

<sup>39</sup> - عمر العسري، مرجع سابق، ص . 194.

<sup>40</sup> - المادة العاشرة من القانون المتعلق بالبورصة.

<sup>41</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 61.

نلاحظ كذلك أن الاكتتاب في الشركة المسيرة لا يمنح لأي كان بحيث لا يمكن قبول أي شخص آخر كشريك مما يدفعنا إلى القول بأن الشركة المسيرة هي شركة مساهمة مغلقة، بحيث لا يسمح لها بفتح رأس مالها للجمهور سواء عن طريق إصدار سندات للاكتتاب<sup>42</sup> أو السماح لها بالتفاوض مع شركاء آخرين للانضمام إليها. وفي حالة انسحاب إحدى شركات البورصة لأي سبب من الأسباب وجب على شركات البورصة الأخرى أن تسترد نصيبها بالتساوي فيما بينها<sup>43</sup>. وفي حالة اعتماد شركة بورصة جديدة، يضاف إلى رأس مال الشركة المسيرة مبلغ حصة المشاركة التي قدمتها شركة البورصة المذكورة<sup>44</sup>. ويتم الاكتتاب في أسهم الشركة المسيرة أو استردادها مقابل ثمن يحدده مجلس القيم المنقولة، ويتم دفع المساهمات نقداً وبصورة كاملة حين الاكتتاب في رأس مال الشركة المسيرة<sup>45</sup>.

من خلال تحليل مضامين هذه الفقرات نتضح لنا الطبيعة القانونية للشركة المسيرة حيث أنها تأخذ أحد أشكال شركات المساهمة والمتمثل في شركة المساهمة ذات الاكتتاب المغلق<sup>46</sup>، بحيث ينحصر الاكتتاب على فئة معينة من الشركاء تحدد سلطات الوصاية شروط وواجبات انخراطهم في الشركة المسيرة. ما يمكن قوله عن الإطار القانوني الذي تتخذه الشركة المسيرة وهو شكل شركة مساهمة ذات رأس مغلق، يتعارض مع مبادئ المنافسة ومسايرة إقتصاد السوق.

42- أما في فرنسا فقد سمح مؤخراً المشرع الفرنسي للشركة المسيرة بأن تطرح أسهمها للاكتتاب العام.

43- المادة الثامنة الفقرة 2

44- نفس المادة الفقرة 3

45- نفس المادة الفقرة 4

46- نظم المشرع المغربي أحكام شركة المساهمة التي لا تدعو الجمهور للاكتتاب في الباب الأول من القسم الخامس في المواد من 140 إلى 157.

وفي هذا الصدد يقول الأستاذ أحمد أيت الطالب بضرورة فتح رأس مال الشركة المسيرة لبورصة من أجل تنويع مصادر تمويل رأسمالها و مواجهة حاجيات الاستثمار، زكدا لتقويتها مالياً لمواجهة المنافسة<sup>47</sup>.

### ثالثاً : إدارة الشركة المسيرة

كما هو معلوم فإن أشكال إدارة شركات المساهمة تتلخص في:

- شركة مساهمة ذات مجلس الإدارة.

- شركة مساهمة ذات مجلس الإدارة الجماعية ومجلس الرقابة.

- شركة مساهمة ذات مجلس إدارة ومنصب المدير العام المتصرف الوحيد.

فأي أشكال الإدارة المذكورة أعلاه يطبق لإدارة الشركة المسيرة؟

بالرجوع إلى القانون رقم 1.93.211 المتعلق ببورصة القيم كما وقع تميمه وتغييره، نجد أن المشرع نص في الفقرة الثانية من المادة العاشرة على أنه "يخضع تعيين أعضاء أجهزة إدارة وتدبير وتسيير الشركة المسيرة، وعند الاقتضاء، أعضاء مجلس رقابتها إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية الذي يجوز له أن يقلبهم من انتدابهم بناء على تقرير مسبق من مندوب الحكومة أو مجلس القيم المنقولة ويعين من يقوم مقامهم إلى أن يتم انتخاب أعضاء جدد".

فمن خلال الفقرة السابقة يظهر لنا بوضوح شكل إدارة الشركة المسيرة لبورصة

القيم والمتمثل في شكل شركة مساهمة ذات مجلس الإدارة يترأسها مدير عام<sup>48</sup>.

إن هذا الشكل من أشكال إدارة شركات المساهمة أصبح متجاوزاً يعتريه النقصان ويعرف عدداً من السلبيات بحيث أن كل السلط ممنوحة لمجلس الإدارة القيام بأعمال الإدارة تحت إدارة مدير عام دون وجود مجلس للرقابة، وهذا يتعارض مع ما وصلت إليه أنظمة

<sup>47</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 62.

<sup>48</sup> - وهذا الشكل يطلق عليه بعض الفقه الإدارة التقليدية لشركات المساهمة. أنظر الأستاذ أحمد شكري السباعي، الوسيط في شركات المساهمة، وكذلك الأستاذ فؤاد معلال شرح القانون التجاري المغربي.

la إدارة الشركات على المستوى الدولي ويتعارض كذلك مع مبدأ حكامه الشركات  
gouvernance des sociétés .

بالإضافة كذلك إلى أن طريقة تعيين أعضاء مجلس إدارة الشركة المسيرة لبورصة القيم يلفها الغموض والسرية، بحيث لم يتم وضع نظام خاص تحدد على أساسه المؤهلات العلمية والعملية لأعضاء مجلس الإدارة، وكذا ما هي شروط الترشح لهذا المنصب، وماهي الضمانات التي على أعضاء مجلس الإدارة وضعها في حالة إرتكابهم لأخطاء مهنية أثناء مزاوله مهام إدارة الشركة (جرائم التفالس- خيانة الامانة).

### الفقرة الثانية : الشركة المسيرة لبورصة بصفتها شركة صاحبة إمتياز.

تتجلى الخاصية الثانية من خصائص الشركة المسيرة لبورصة القيم كونها شركة صاحبة إمتياز في إدارة بورصة القيم، بمعنى أن الشركة المسيرة لبورصة تستأثر لوحدها و دون غيرها بهذا الحق في إدارة بورصة القيم، بحيث لا ينافسها في هذا المجال أي شركة أخرى، لكن ما هي الدوافع التي دفعت بالمشرع إلى منح هذه الشركة المسيرة حقا إستثنائيا؟. إن الوضع الشائك والمعقد للمصالح الممثلة في السوق المالي على إختلاف مكوناتها وتعدد مستوياتها أصبحت تحضى بإهتمام متزايد من قبل السلطات المالية في الدول الحديثة على إختلاف مستويات نموها الإقتصادي، كما أن الدور الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في إبرام المعاملات المنصبة على القيم المنقولة إصداراً وتوظيفاً وتداولاً، كل هذا أدى إلى تنظيم السوق المالي ووضعه تحت المراقبة الصارمة لسلطات الوصاية، كما أن إسناد إدارة وتسيير بورصة القيم إلى شركة مساهمة تمتلك حقا إستثنائيا، فيه من الضمانات ما يتلاءم والمحافظة على المصلحة العامة بما يساهم ومواكبة السوق المالي المغربي للتحويلات الإقتصادية والمالية التي تعرفها الأسواق عبر العالم<sup>49</sup>.

فالإمتياز الذي تم بموجبه إسناد إدارة البورصة وتسييرها إلى الشركة المسير يعد شكلاً من أشكال طرق إستغلال لمرفق البورصة وهو لا ينطوي على نقل هذه المؤسسة -

<sup>49</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 53 .

البورصة- من القطاع العام إلى القطاع الخاص، وبعبارة أخرى ليس خصوصية لمرفق البورصة<sup>50</sup>.

ومهما يكن، فإن فكرة مرفق البورصة تلقي بظلالها على إختصاصات وصلاحيات الشركة المسيرة، وكذا في أوجه الرقابة التي تخضع لها.

### المطلب الثاني: الصلاحيات المخولة للشركة المسيرة

من خلال إستقراء نصوص القانون المتعلق بالبورصة، نجد أن هذا الأخير جعل الشركة المسيرة للبورصة قطب الرحي، حيث حولها مجموعة من المهام المتمثلة في التسيير والإدارة (السلطات التنظيمية)، وكلفها كذلك بمهمة الحراسة والمراقبة (سلطات المراقبة).

### الفقرة الأولى: السلطات التنظيمية:

نصت المادة السابعة مكرر<sup>ة</sup>، والتي تمت إضافتها بموجب القانون رقم **34.96** القاضي بتغيير وتتميم القانون رقم **1.93.211** المتعلق ببورصة القيم على أنه: "تحدد في نظام عام تعده الشركة المسيرة ويوافق عليه بقرار لوزير المالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة القواعد المنظمة لبورصة القيم وخصوصا:

- 1 -القواعد المتعلقة بقيد القيم المنقولة في جدول أسعار بورصة القيم وشطبها منه ، طبقا للأحكام الواردة في هذا القانون ،
- 2 -القواعد والإجراءات المتعلقة بطريقة سير السوق ، طبقا للأحكام الواردة في هذا القانون،
- 3 -الكيفيات المتعلقة بنقل القيم المنقولة المقيدة في جدول الأسعار من قسم إلى آخر وفقا لهذا القانون ؛
- 4 -القواعد المطبقة على مراقبة شركات البورصة في مجال تداول وإتمام المعاملات في البورصة وذلك وفقا للتشريع الجاري به العمل ؛

<sup>50</sup> - أحمد بوعشيق، الخصوصية بالمغرب، أشار إليه أحمد آيت الطالب، م س ص 53. كما أن عمر العسري سار في نفس الإتجاه م س 193.

- 5 - القواعد المتعلقة بمراقبة الأشخاص الموجودين تحت سلطة شركات البورصة أو الشركة المسيرة أو العاملين لحسابها ، طبقا للتشريع الجاري به العمل ؛
- 6 - القواعد المتعلقة بكيفية تطبيق واستعمال الضمان المشار إليه في الفقرة الثانية من المادة 33 بعده وكذا كفيات تأسيس ودائع الضمان المنصوص عليها في الفقرة الثالثة من نفس المادة وتسييرها واستعمالها،
- 7 - الكيفيات المتعلقة بالتعويض الممنوح من لدن صندوق الضمان المشار إليه في الفصل الثالث بالباب الرابع من هذا القانون لعملاء شركات البورصة التي تمت تصفيتها ،
- 8 - الوثائق الواجب على شركات البورصة تسليمها إلى الشركة المسيرة، والوثائق التي قد تطلبها الشركة المسيرة من المصدرين".
- فمن خلال استقراء نص المادة أعلاه يتضح أن المشرع قيد سلطة الشركة في وضع النظام العام، وذلك من خلال تحيده لأهم المجالات التي سيشملها.
- وتجدر الإشارة إلى أن إعداد النظام العام من طرف الشركة المسيرة لا يدخل حيز التنفيذ، إلا بالمصادقة عليه بقرار لوزير المالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.
- الفقرة الثانية : سلطات التوجيه و المراقبة :**
- في إطار حرص الشركة المسيرة على مراقبة السوق المالية، فقد حولها المشرع مجموعة من الصلحيات ويمكن حصرها في ما يلي:
- 1 - البث في قيد القيم المنقولة بجدول أسعار بورصة القيم وشطبها منه ؛
  - 2 - السهر على مطابقة عمليات تداول وإتمام المعاملات التي تقوم بها شركات البورصة للقوانين والأنظمة الخاضعة لها العمليات المذكورة.
  - 3 - يجب عليها إطلاع مجلس القيم المنقولة على كل مخالفة تثبت ارتكابها في أثناء مزاوله مهمتها.<sup>51</sup>

<sup>51</sup> - المادة 11 من القانون المتعلق بالبورصة كما تم تميمه وتغييره.



- 4 - يجوز للشركة المسيرة كذلك أن توقف تسعير واحدة أو أكثر من القيم المنقولة لمدة معينة إذا طرأ على أسعار هذه القيم خلال جلسة بورصة واحدة تغيير من حيث الزيادة أو النقصان يزيد على حد يعينه مجلس القيم المنقولة ، ولا يمكن أن يفوق الحد المذكور 10% من السعر المرجعي للقيم المعنية بالأمر.
- 5 - يمكن للشركة المسيرة توقف الشركة المسيرة التسعير بطلب من مجلس القيم المنقولة عندما يقتضي الأمر إطلاع الجمهور على معلومات قد يكون لها تأثير ملموس في الأسعار<sup>52</sup>.
- 6 - تقوم الشركة المسيرة بتأكيد المعاملات لشركة البورصة المعنية في ظرف أربع وعشرين ساعة<sup>53</sup>.
- 7 - تقوم الشركة المسيرة فوراً بتسجيل المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وبحجم سندات يقل عن حجم الكتل الأدنى<sup>54</sup>.
- 8 - قيام الشركة المسيرة بتنظيم المقاصة وتسليم السندات وأداء المبالغ ووسائل الأداء، ويكون التسليم والأداء متلازمين ومتزامنين في يوم الاتمام<sup>55</sup>.

<sup>52</sup> - المادة 12 من القانون المتعلق بالبورصة كما تم تميمه وتغييره.

<sup>53</sup> - المادة 20 من القانون المتعلق بالبورصة كما تم تميمه وتغييره.

<sup>54</sup> - المادة 29 من القانون المتعلق بالبورصة كما تم تميمه وتغييره.

<sup>55</sup> - المادة 33 من القانون المتعلق بالبورصة كما تم تميمه وتغييره.

## المبحث الثاني: شركات البورصة

تعتبر شركات البورصة من أهم المستجدات التي جاء بها الظهير الشريف المعترف بمشابة قانون رقم 1.93.211 الصادر بتاريخ ( 21 سبتمبر 1993 ) المتعلق ببورصة القيم كما تم تغييره وتتميمه حيث منح هذا القانون لشركات البورصة من خلال المادة 18 حق إحتكار إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار البورصة ، وبهذا أصبحت شركات البورصة الوسيط الوحيد في البورصة<sup>56</sup> ، ويرجع إعطاء المشرع لشركات البورصة هذا الحق الاستثنائي إلى التكامل القائم بين أجهزة الوساطة المالية ودور الأسواق المالية في تنمية لإقتصاد الوطني من جهة ، وكذلك رغبة منه في ضمان جودة الخدمات المقدمة من طرف الوسطاء وتوفير الحماية اللازمة للسوق المالي ة وللمدخرين من جهة ثانية، وبالتالي فقد أصبح تدخل شركات البورصة شرطاً جوهرياً لصحة تدوال القيم المنقولة في البورصة . ولمعرفة الإطار القانوني المنظم لشركات البورصة لا بد من الحديث عن كيفية تأسيس شركات البورصة وعن الشكل القانوني الذي يجب أن تتخذه، وعن حجم رأسمالها دون أن نغفل التطرق للعرض الذي تأسست من أجله، وكذا ورخصة الإعتماد المقدمة من طرف السلطات الوصية، وهذا كله في خمس مطالب على التوالي.

### المطلب الأول: تأسيس شركات البورصة

يخضع تأسيس شركة البورصة للقواعد العامة في قانون الإلتزامات والعقود ولقانون شركات المساهمة 17.95 سواء تعلق الأمر بوضع النظام الأساسي أو بإيداعه أو إشهاره أو تقديم حصص المشاركة سواء كانت عينينة أو نقدية ، أو القيد في السجل التجاري أو غيرها من القواعد<sup>57</sup> .

ونظراً للدور الذي تلعبه شركات البورصة داخل السوق المالي ، وحرصاً من المشرع على حمايتها منع بعض الأشخاص من تأسيس شركات البورصة، حيث أنه نص في المادة

<sup>56</sup> - تنص المادة 18 في فقرتها الأولى على مايلي: " لا يمكن إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وتسعيها إلا في بورصة القيم وبواسطة شركات البورصة المعتمدة وفقاً لأحكام هذا القانون." <sup>57</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 192.

36 من القانون رقم 1.93.211 المتعلق ببورصة القيم على ما يلي: « لا يجوز تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في ظهيرنا الشريف هذا المعتر بمثابة قانون لأي شخص أن يكون مؤسساً لإحدى شركات البورصة أو عضواً في أجهزة إدارتها وتديرها وتسييرها أو في مجلس راقبتها أو يتولى مباشرة أو بواسطة شخص آخر مراقبة هذه الشركة أو إدارتها أو تسييرها أو تدبير شؤونها أو تمثيلها بأي وجه من الوجوه أو يتمتع بسلطة نيابة عنها:

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

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

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

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

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

وهنا ميز البعض-الأستاذ أيت الطالب- بين الحق في التأسيس المشمول بالمنع والحق في الاكتتاب في أسهم شركات البورصة الذي يبقى ثابتاً لكل شخص بالرغم من وجوده في الحالات المنصوص عليها في الماد 56 أعلاه ، فالشريك لا يعدوا أن يكون مجرد مستثمر لأمواله والشركة لا تتضرر بوجوده، وكذلك مصالح الغير من مشاركته، بعكس المؤسسين والشركاء الذين يتولون مهام التصرف بإسم الشركة وإدارتها أو مراقبتها أو التوقيع باسمها فهؤلاء يخضعون للموانع المذكورة في المادة أعلاه.

الفقرة الأولى : الشكل القانوني لشركة البورصة

حسم المشرع الجدل الفقهي الذي كان قائماً حول الشكل القانوني الذي يجب أن تتخذه شركة البورصة بصدور القانون رقم **52.01** المعدل للظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون للبورصة، حيث نص في المادة **36** الفقرة الثالثة على مايلي: « ولا تعتمد باعتبارها شركات البورصة إلا الشركات المكونة على شكل شركة مساهمة التي يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب ... ».

وعليه فعلى جميع شركات البورصة أن تتخ ذ شكل شركة مساهمة دون غيره من الأشكال، وهذا يرجع إلى أن شركات المساهمة الأكثر قدرة وفعالية على تأطير شركات البورصة لم تتوفر عليه من مزايا رقابة صارمة و أشكال حديثة في التدبير والإدارة<sup>58</sup>.

### الفقرة الثانية: رأس مال شركة البورصة

رأس مال شركات البورصة لا يمكن أن يقل عن مليون درهم، ويجب أن يدفع كاملاً عند إنشائها، ولوزير المالية أن يحدده بمبلغ أعلى بناء على اقتراح من مجلس القيم المنقولة، واعتباراً لطبيعة الأعمال التي تراولها شركات البورصة<sup>59</sup>.

ورأس مال شركات البورصة لا يمكن أن يقل عن:

■ **1.5** مليون بالنسبة لشركات البورصة التي تقوم بإبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة لحساب عملائها، وكذا بإرشاد العملاء، وتقوم بمساع لديهم قصد شراء أو بيع قيم منقولة.

■ **5** ملايين درهم بالنسبة للشركات البورصة التي تقوم بالأعمال التالية:

- حراسة السندات

- إدارة محفظات القيم المنقولة عملاً بالوكالة.

<sup>58</sup> - ونخص بالذكر المستجدات التي جاء بها القانون رقم **20.05** المعدل لقانون شركات المساهمة **17.95** وبالخصوص المدير المنتدب أو المتصرف الوحيد.

<sup>59</sup> - تنص المادة **43** على مايلي: "يجب أن يدفع رأس مال شركات البورصة بكامله حين إنشائها، ولا يمكن أن يقل عن مليون درهم، ولوزير المالية أن يحدده بمبلغ أعلى بناء على اقتراح من مجلس القيم المنقولة واعتباراً لطبيعة الأعمال التي تراولها شركات البورصة".

- مساعدة الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور للاكتتاب في سنداتها قصد إعداد وثائق المعلومات المخصصة للجمهور.

وتحديد الحدى الأدنى للرأس المال فيه ضمان للمتعاملين الماليين مع شركات البورصة لمواجهة الأخطار المحيطة بالسوق المالية، بالإضافة إلى أن رأس المال يبين قدرة وكفاءة شركة البورصة على تدبير شؤون عملائها.

### الفقرة الثالثة : غرض شركة البورصة

نصت المادة 34 من الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 المتعلق ببورصة القيم في فقرتها الأولى على ما يلي: " يتمثل الغرض الأساسي لشركات البورصة في إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة"، يظهر من هذا النص أن شركات البورصة تتمتع بحق احتكاري إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في البورصة.

وكذلك يظهر هذا الحق الاستثنائي من خلال المادتين 18 و 35 من الظهير الشريف المذكور، حيث جاء في الفقرة الأولى من المادة 18 ما يلي: " لا يمكن إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وتسعيها إلا في بورصة القيم وبواسطة شركات البورصة المعتمدة...".

أما المادة 35 فقد نصت على أنه " يجوز لشركات البورصة وحدها إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في بورصة القيم".

وبالإضافة إلى إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة كغرض أصلي، فإنه يجوز لشركات البورصة القيام بمجموعة من الأنشطة المرتبطة بوظيفتها والتي نصت عليها المادة 34 في الفقرات الموالية التي جاء فيها: " ويجوز لها أيضا:

- أن تساهم في توظيف السندات الصادرة عن أشخاص معنوية تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها؛
- أن تتولى حراسة السندات؛
- أن تدير محفظات القيم عملا بوكالة؛
- أن ترشد العملاء وتقوم بمساعدهم قصد شراء أو بيع قيم منقولة؛

- أن تساعد الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتهما قصد إعداد وثائق المعلومات المخصصة للجمهور،
  - أن تنشط سوق القيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم".
- وفي الأخير نقول بأنه لا يمكن لأي شخص معنوي أو طبيعي أن يشارك أو يراحم شركات البورصة في غرضها سواءاً هذا الغرض كان أصلياً أو ثانوياً، وإلا تعرض للعقوبات الجنائية المنصوص عليها في المادة 73 من الظهير الشريف المتعلق بالبورصة. وعليه تكون شركات البورصة احتكرت المجال، وحرمت مؤسسات الإئتمان من القيام بمهام الوساطة داخل السوق المالية، برغم من أن هذه الأخيرة كانت تقوم بهذه المهمة في الماضي القريب.

#### الفقرة الرابعة : رخصة اعتماد شركة البورصة

بالإضافة إلى الشروط الخاصة بتأسيس شركات البورصة وتسييرها وإدارتها، فقد ألزم المشرع شركات البورصة بالحصول ل سلفاً على رخصة الاعتماد قبل البدء في مزاولة نشاطها<sup>60</sup>، وتسلم هذه الرخصة من طرف الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة، حيث على شركة البورصة أن تقدم الضمانات الكافية مما تتوفر عليه من وسائل تقنية ومالية، وكذلك ما لديها من خبرة وتجربة خلال مسيرتها<sup>61</sup>.

ويجب على مؤسسي الشركة أن يوجهوا طلب رخصة الاعتماد إلى مجلس القيم المنقولة، وأن يكون الطلب متضمناً مجموعة من البيانات، المنصوص عليها في المادة 37 من الظهير الشريف<sup>62</sup>.



<sup>60</sup> - تنص المادة 36 في فقرتها الأولى على مايلي: "تلتزم كل شركة من شركات البورصة بالحصول سلفاً على رخصة اعتماد قبل الشروع في مزاولة نشاطها، ويسلم الوزير المكلف بالمالية رخصة الاعتماد بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة"

<sup>61</sup> - جاء في المادة 36 في فقرتها الثانية مايلي: "ويجب عليها أن تقدم ضمانات كافية ولا سيما فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية وما لمسيرتها من تجربة".

<sup>62</sup> - تنص المادة 37 على مايلي: "يجب على مؤسسي الشركة أن يوجهوا طلب رخصة الاعتماد الى مجلس القيم المنقولة لأجل بحثه وأن يكون الطلب مشفوعاً بملف يشتمل على العناصر التالية:  
 نسخة من مشروع النظام الأساسي؛  
 طبيعة الأعمال المزمع القيام بها؛

وكذلك تخضع لنفس رخصة الإعتداف كل التغيرات المتعلقة بمراقبة شركة البورصة أو طبيعة الأعمال التي تزاولها على منح رخصة اعتماد جديدة يسلمها وزير المالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.

ويبلغ منح أو رفض رخصة الإعتداف إلى الشركة التي طلبتها داخل أجل شهرين من تاريخ إيداع الملف، وذلك بواسطة رسالة مضمونة مع الإشعار بالتوصل<sup>63</sup>.

وكل اندماج بين اثنين أو أكثر من شركات البورصة يتوقف على الحصول على رخصة اعتماد يمنحها الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة<sup>64</sup>.

### المطلب الثاني: مهام ووظائف شركات البورصة

إلى جانب تأمين سلامة المعاملات في السوق المالية وتخصيص تداول القيم وتنفيذ المعاملات المنصبة عليها، سعى المشرع إلى تطوير بعض الوظائف التي من شأنها مساعدة المستثمرين والمقاولات على ولوج السوق المالية.

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

مبلغ رأس مال الشركة وتقسيمه؛

قائمة المسيرين؛

بيان الوسائل البشرية والمادية ووصف التنظيم المزمع اتباعه، في مزاوله نشاط شركة البورصة؛

ويثبت إيداع الملف الكامل المشفوع به طلب رخصة الاعتماد بوصول مؤرخ وموقع بصفة قانونية من لدن مجلس القيم المنقولة.

ومجلس القيم المنقولة أن يفرض على من يطلبون رخصة الاعتماد موافاته بجميع المعلومات التكميلية التي يرى فيها فائدة لبحث طلب الرخصة".

<sup>63</sup> - المادة 40 من الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون متعلق بالبورصة.

<sup>64</sup> - المادة 39 من الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون متعلق بالبورصة.

وبناءً على سبق سنتناول أدوار ومهام شركات البورصة المصوص عليها في المادة 34 بعض التفصيل في الفقرات التالية.

### الفقرة الأولى: دور الوسيط المالي

دور الوسيط المالي الذي تلعبه شركات البورصة هو نتيجة حتمية لقيامها بإبرام المعاملات في السوق المالية، و إحتكار مهمة الوساطة من طرف شركات البورصة قد نصت عليه المادة 35 من الظهير الشريف المتعلق بالبورصة - كما سبقت الإشارة - وقد أخذت مكان لبنوك التي كانت في السابق تهيمن على هذا المجال، والسوق المالي بإعطائه هذه المهمة لشركات البورصة فهو يحرص على غرض مزدوج وهما:

- 1 - تحديد عدد الوسطاء الماليين المتدخلين في البورصة.
  - 2 - تشغيل نظام مركزي كامل فيما يخص أوامر الزبناء.
- فشركة البورصة باعتبارها وسيطاً مالياً تساعد العملاء في معرفة شروط وتكاليف فتح حساب أوراق مالية، وكذلك إعطائهم كل المعلومات عن تكلفة العمليات المالية، وكذا القيام بمساعدتهم في تكوين الملف الإداري واختيار المنتجات المالية التي يمكنهم اقتناؤها.

و شركات البورصة في إطار قيامها بدور الوساطة فهي تحصل على عمولة مقابل الخدمات التي تقدمها للزبناء.

وشركات البورصة باعتبارها طرفاً استثمارياً في السوق إلى جانب الشركة المسيرة، فإنها تتقاضى عمولات على كل عملية تداول، وبالتالي فهي تضمن لنفسها الأرباح سواء خسر المتداول أم ربح.

وقد يكون الوسيط المالي بنكاً فهو ملزم بجمع أوامر البورصة الصادرة عن زبائنه وإرسالها إلى شركة البورصة التي تقوم بتنفيذها وإبصارها إلى السوق، وبإدراجها في السوق الإلكتروني بالبورصة.

### الفقرة الثانية: دور حفظ السندات



من المهام التي جاء بها الظهير الشريف المتعلق بالبورصة هي حفظ السندات حيث فيما قبل كانت شركات البورصة عبارة عن وديع (dépositaire) لسندات عملائها، وهذا النشاط تقوم به فقط شركات البورصة التي مبلغ رأسمالها 5 ملايين درهم، ولكن بصدور القانون رقم 35.96 المتعلق بإحداث الوديع المركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب أصبح هذا الأخير - الوديع المركزي - هو الذي يقوم بمهمة الحفظ، حيث أصبحت القيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم والسندات التي تصدرها الخزينة العامة عن طريق الدعوة للمنافسة واسهم شركات الاستثمار ذات رأس مال المتغير وخصص صناديق التوظيف المشتركة وكذا سندات الديون القابلة للتداول، مجسدة وجوبا عن طريق قيدها في الحساب باسم مالكها، أي أن سندات إسمية ولم يعد لها تجسيد ورقي<sup>65</sup>.

### الفقرة الثالثة: دور إدارة محفظات العملاء

وتقوم شركات البورصة بإدارة محفظة<sup>66</sup> عملائها عملاً بالوكالة<sup>67</sup>، وإدارة محفظة العملاء هي عبارة عن وكالة تسمح بواسطتها للمستثمرين بشراء أسهم أو سندات متداولة في البورصة.

وتلتزم شركة البورصة بنقل كل الجهود في إدارة المحفظة إلى جانب الالتزام بتقديم تقرير بعد انتهاء من أعمال الإدارة .

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

<sup>65</sup> - المادة 19 من القانون رقم 35.96 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب.

<sup>66</sup> - مهمة إدارة محفظة العملاء تخضع لدورية مجلس القيم المنقولة رقم 00-06 الصادرة بتاريخ 25 دسمبر 2000 وللقانون الالتزامات والعقود في الفصول من 879 إلى 942 فيما يخص الوكالة.

<sup>67</sup> - وبخصوص نوع هذه الوكالة فهي وكالة بالعمولة.

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

### الإدارة الحرة **LA GESTION LIBRE**: إذا اختار العميل أسلوب

الإدارة الحرة فهو في هذه الحالة يقوم بتكوين وإدارة محفظته المالية بنفسه، ويأخذ كذلك كل قرارات البيع وشراء الأسهم بنفسه، ويقتصر دور المستشار المالي -شركة البورصة- بتنفيذ الأوامر المرسلة إليها، ومن الناحية العملية هذا النوع من الإدارة يشكل مجازفة بالنسبة للمبتدئين<sup>68</sup>.

### التدبير المساعد **LA GESTION ASSISTEE** : في هذا النمط من

الإدارة تقوم شركة البورصة بتقديم النصح للعميل بالعمليات الواجب إجراؤها ويترك له الحق اتخاذ القرارات التي تناسبه.

### التدبير المنتدب أو المفوض **LA GESTION DELEGUE** : في هذا

النوع من الإدارة يعهد وتكلف شركة البورصة بالقيام بجميع العمليات واتخاذ قرارات البيع والشراء وهذا النوع هو الشكل الملائم للأشخاص الغير المتفرغين لتدبير محفظتهم المالية<sup>69</sup> فيتركون الأمر لشركات البورصة التي تقوم بالمهمة على أحسن وجه.

### الفقرة الرابعة: دور المستشار المالي

يمكن لشركات البورصة أن تقوم بدور المستشار المالي في عدة مجالات وذلك من خلال الدراسات والأبحاث التي تقوم بها داخل السوق.

وفي الواقع العملي نجد كل شركات البورصة تتوفر على جهاز أو خدمة

(service) متخصصة في الدراسات والبحث في الميدان المالي والاقتصادي ويعرفون كل

صغيرة وكبيرة في هذا المجال الذي يتغير ويتطور بسرعة ، حيث يستطيعون التنبأ بكل التطورات التي قد تؤثر في السوق<sup>70</sup> وكذا بالنتائج التي تتحكم في القرارات بالبيع أو الشراء

<sup>68</sup> - دليل المستثمر، بورصة الدار البيضاء، ص 30

<sup>69</sup> - دليل المستثمر، بورصة الدار البيضاء، ص 31

<sup>70</sup> - أساليب التحليل المالية داخل البورصة:

داخل البورصة وهذه الدراسات والأبحاث يتم إرسالها إلى العملاء الذين يدفعون الشيء الكثير مقابلها.

ويدخل ضمن الاستشارة القيام بإعداد الوثائق والبيانات التي يمكن عرضها على الجمهور بالوكالة عن الشركات التي تريد ولوج السوق.

فشركة البورصة هي التي تقدم المشورة والنصح للمستثمرين بخصوص القيم المنقولة اللازم اقتناءها أو بيعها ، وتطلع العميل على أنسب الأوقات لإجراء العم ليات المالية في البورصة<sup>71</sup>.

ودور المستشار منظم بواسطة دورية صادرة عن مجلس القيم المنقولة وهي الدورية رقم 10/01 بتاريخ 13 يونيو 2001<sup>72</sup>.

### الفقرة الخامسة: دور منشط سوق القيم المنقولة

دور المنشط هو نشاط يحكمه اتفاق بين شركة البورصة والمرسل (المستثمر)، هذا الاتفاق ملزم بالنسبة للقيم المسعرة في القسمين الثاني والثالث أما بالنسبة للقسم الأول فهو

التحليل الفني: وهو أسلوب يمكن من فحص الأوراق المالية وفقا لتطور سعرها وتحركات السعر التاريخية وباستخدام الرسوم البيانية وذلك لتحديد توقيت التصرف. بمعنى متى يتم شراء السهم أو بيعه أو الاحتفاظ به.

والتحليل الأساسي: وهو فحص للقوائم المالية وذلك وصولا إلى القيمة الحقيقية للسهم بحيث يساعد التحليل الأساسي في التعرف على الأسهم ذات الخلل التسعيري أي المسعرة باقل أو بأعلى من قيمتها الحقيقية ، والمستثمر يحتاج للتحليل الأساسي لاختيار الأوراق المالية الجيدة ويحتاج للتحليل الفني للمساعدة في تحديد توقيت اتخاذ القرار ، وجدير بالذكر أن أنصار التحليل الفني يرون أنهم هم الأدق والأفضل حيث أنهم يتنبؤوا بالمستقبل باستخدام فكرة التاريخ يعيد نفسه بينما يعتبروا التحليل الأساسي تحليل قاصر لكونه يعتمد على أحداث ماضيه تاريخية . ويتغير سعر السهم في سوق الاسهم كنتيجة مباشرة لتغير نسب العرض والطلب على هذا السهم أو ذاك، ففي حالة الإقبال الشديد على الشراء فإن طلبات البيع رخيصة الثمن سوف تنفذ، وتبدء الطلبات الأكثر سعرا بالظهور ويبدأ معها السعر بالارتفاع، وهذا على عكس ما يجري في حال الإقبال على البيع". انظر مقال بعنوان "أسواق الأوراق المالية" على موقع موسوعة [www.ar.wikipedia.org](http://www.ar.wikipedia.org).

<sup>71</sup> - والشخص الذي يريد أن يستثمر في البورصة لا بد أن يحترم بعض القواعد المعروفة في السوق المالي منها:

الاستعلام

تحديد الأهداف بكل وضوح

المراهنة على المدى الطويل

الاستثمار تدريجيا وتنويع منتجات محفظة الأوراق المالية

تقييم نسبة المجازفة

استشارة المختصين في المجال (وهذا من أهم وظائف شركات البورصة). انظر دليل المسثمر ، مرجع سابق ص 26-27.

<sup>72</sup> - مع الإشارة فإن جميع دوريات مجلس القيم المنقولة تصدر باللغة الفرنسية.

اختياري، هذا الاتفاق الذي يسهل تسعير وتأمين تداول القيم في السوق بالنسبة لسندات المرسل.

وللحديث عن تنشيط السوق والدور الذي تلعبه شركات البورصة، لا بد من أن نذكر بالمستجدات التي جاء بها القانون **52.01** المغير والمتمم للقانون **1.93.211** المتعلق بالبورصة في المادة **14** حيث نصت على أنه يمكن أن تقيد في جدول أسعار بورصة القيم في ثلاثة أقسام مستقلة سندات رأس المال القابلة للتداول الصادرة عن الأشخاص المعنويين وذلك وفق شروط محددة ، وسنلخصها فيما يلي:

### القسم الأول:

تقيد في القسم الأول سندات رأس المال القابلة للتداول الصادرة عن شخص معنوي الذي تتوفر في الشروط التالية:

- أن يكون رأس ماله مدفوعا بكامله؛
- أن يعرض على الجمهور سندات رأس مال لا يقل مبلغها عن **75.000.000** مليون درهم<sup>73</sup>.
- أن يعرض على الجمهور عددا من سندات رأس المال لا يقل عن **250.000** سند<sup>74</sup>؛
- أن تكون له رؤوس أموال خاصة لا يقل مبلغها عن **50** مليون درهم؛
- أن يكون قد أعد القوائم التركيبية للثلاث سنوات المالية السابقة لطلب القيد في جدول الأسعار وحصل على شهادة بصحتها.

### القسم الثاني:

تقيد في القسم الثاني سندات رأس المال القابلة للتداول الصادرة عن شخص معنوي تتوفر فيه الشروط التالية :

- أن يكون رأس ماله مدفوعا بكامله؛

<sup>73</sup> - ويمكن أن يغير المبلغ الأدنى المذكور بقرار للوزير المكلف بالمالية باقتراح من الشركة المسيرة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة .  
<sup>74</sup> - ويمكن أن يغير العدد الأدنى المذكور بقرار للوزير المكلف بالمالية باقتراح من الشركة المسيرة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة .

- أن يعرض على الجمهور سندات رأس مال لا يقل مبلغها عن 25.000.000 مليون درهم<sup>75</sup> ،

- أن يعرض على الجمهور عددا من سندات رأس مال لا يقل عن 100.000 سند<sup>76</sup> ؛

- وأن يحقق رقم معاملات لا يقل مبلغه عن 50 مليون درهم ؛

- أن يكون قد أبرم مع شركة للبورصة اتفاقية معدة وفق النموذج المحدد من لدن مجلس القيم المنقولة لمدة سنة ، تنص بوجه خاص على التزامات الشركة المذكورة المتعلقة بتنشيط سنداتهما في سوق البورصة. ويمكن أن تجدد هذه الاتفاقية بطلب من الشركة المسيرة.

### القسم الثالث:

تقيد في القسم الثالث سندات رأس المال القابلة للتداول الصادرة عن شخص معنوي تتوافر فيه الشروط التالية:

أن يكون رأس ماله مدفوعا بكامله؛

أن يعرض على الجمهور سندات رأس مال لا يقل مبلغها عن 10.000.000 ملايين درهم.

أن يعرض على الجمهور عددا من سندات رأس المال لا يقل عن 30.000 سند<sup>77</sup>.

- أن يكون قد أبرم مع شركة للبورصة اتفاقية معدة وفق النموذج المحدد من لدن مجلس القيم المنقولة لمدة ثلاث سنوات تنص بوجه خاص على الالتزامات المتعلقة بإعداد وثائق المعلومات المخصصة للجمهور وتنشيط سنداتهما في سوق البورصة. غير أن للشركة المسيرة أن تطلب تجديد عقد التنشيط بعد انصرام مدة الثلاث سنوات المذكورة وذلك وفق فترات مدتها سنة واحدة<sup>78</sup>.

<sup>75</sup> - ويمكن أن يغير المبلغ الأدنى المذكور بقرار للوزير المكلف بالمالية باقتراح من الشركة المسيرة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.

<sup>76</sup> - ويمكن أن يغير العدد الأدنى المذكور بقرار للوزير المكلف بالمالية باقتراح من الشركة المسيرة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.

<sup>77</sup> - ويمكن أن يغير العدد الأدنى المذكور بقرار للوزير المكلف بالمالية باقتراح من الشركة المسيرة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.

<sup>78</sup> - المادة 14 من القانون المتعلق بالبورصة كما تم تغييره وتتميمه.

ومن خلال ماسبق يتبين أن عقد اتفاق بشأن التنشيط داخل السوق المالي مع شركة بورصة هو إلزامي بالنسبة للأشخاص المعنوية التي تقيد في القسم الثاني والثالث ، ففي القسم الثاني يبرم الاتفاق لمدة سنة أما في القسم الثالث فالاتفاق يبرم لمدة 3 سنوات.

وسندرج فيما يلي مثلاً توضيحي عن الأقسام الثلاث وما هي المقاولات التي يمكن أن تقيد في هذه الجداول.

العلوم  
القانونية

القيد في جدول الأسعار

المادة 14 من الظهير الشريف 93.1-211

القسم الثالث Marché croissance	القسم الثاني Marché développement	القسم الأول Marché principal	
30.000 سند	100.000 سند	250.000 سند	الحد الأدنى لعدد السندات المعروض على الجمهور
10 ملايين درهم	25 مليون درهم	75 مليون درهم	حد الأدنى سندات رأس مال المعروض على الجمهور

مثال تطبيقي

مثلاً الشركة (ألف) عرضت على الجمهور 100.000 سهم بمبلغ 200 درهم  
للسهم.

فمجموع المبلغ هو (100.000x200) = 20.000.000 درهم

إذن الشركة (ألف) ستسجل في القسم الثالث.

رح  
الفاؤوبنه

## الفصل الثاني: أجهزة الرقابة والاستشارة في السوق المالي

يعرف السوق المالي المغربي مجموعة من المتدخلون سواء في مجال الرقابة وأجهزة للاستشارة وأجهزة أخرى مهنية، وعليه سنحاول في هذا الفصل التطرق لأجهزة الرقابة المتمثلة في سلطات الوصاية - وزير المالية - ومجلس القيم المنقولة (المبحث الأول) ثم للوديع المركزي والجمعية المهنية لشركات البورصة (المبحث الثاني).

### المبحث الأول : أجهزة الرقابة سلطات الوصاية ومجلس القيم

#### المنقولة

يقترن تنظيم السوق المالية في الدول الحديثة بإنشاء أجهزة للإدارة والتسيير وأخرى للإشراف والرقابة، وهذا الإقتران بين التنظيم والرقابة يعكس مدى رغبة مختلف التشريعات في وضع الإطار القانوني السليم لتحقيق الشفافية والمساواة بين مختلف المتدخلين. وفي ظل القانون المغربي، فالملاحظ هو أن مهام المراقبة والإشراف على السوق المالي تتقاسمه عدة جهات، فإلى جانب الشركة المسيرة، نجد كل من مجلس القيم المنقولة ووزارة المالية كفاعلين رئيسيين أساسيين داخل هذه السوق.

ويعتبر مجلس القيم المنقولة هو صاحب الولاية العامة في مجال<sup>79</sup> الرقابة، فإذا كان بنك المغرب مؤطر للسوق النقدي فإن مجلس القيم المنقولة وهو<sup>80</sup> دركي السوق المالي يشرف ويراقب كل ما يجري في البورصة .

وتأسيسا على ماسبق سنتناول الرقابة التي تمارسها السلطات الوصية على القطاع المالي ممثلة في وزير المالية (المطلب الأول)، ثم نتقل للحديث عن السلطات التي يمارسها مجلس القيم المنقولة (المطلب الثاني).

**المطلب الأول: رقابة سلطات الوصاية - وزير المالية:**

<sup>79</sup> - أحمد أيت الطالب، مرجع سابق، ص 356 .



يمكن القول بأن المشرع في إطار القانون المتعلق بالبورصة، نجده أعطى لجهة الوصاية سلطات كبيرة للرقابة على أجهزة التسيير والوساطة، وذلك في مختلف أوقات تواجدها وقيامها بالمهام الموكولة إليها داخل السوق المالي.

وعليه سنتطرق للرقابة المخولة لسلطات الوصاية على كل من الشركة المسيرة وشركات البورصة كما يلي :

### الفقرة الأولى - الوصاية على الشركة المسيرة

فالنسبة للشركة المسيرة فيمكن حصر الرقابة المفروضة عليها من طرف الوزير المالية في مجموعة من الأعمال التي تصدر عنها ولا تصبح نهائية إلا بعد الموافقة عليها من قبل وزير المالية وهذه الأعمال هي:

- 1 - الموافقة على النظام العام للشركة وعلى التغييرات المدخلة عليه.
  - 2 - الموافقة على دفتر التكاليف الذي تلتزم به مع إمكانية تعديل شروطه من طرفه.
  - 3 - تحديد المبلغ الأدنى لرأسمال الشركة المسيرة.
  - 4 - الموافقة على تعيين أعضاء مجلس إدارتها وتحويله الصلاحيات الكاملة في إقالتهم بناءً على تقرير مسبب من مندوب الحكومة أو مجلس القيم المنقولة ويعين من يقوم مقامهم إلى أن يتم تعيين أعضاء جدد.
  - 5 - البت في عمليات إدراج أسهم وسندات الشركات الأجنبية عند عزمها الدخول إلى سوق القيم المغربي.
- ولبسط سلطة الوصاية رقابتها على الشركة المسيرة، فقد نص المشرع على ضرورة حضور مندوب الحكومة لجميع جلسات مجلس إدارة الشركة المسيرة، وكذا اللجان المتفرعة عنه، إلا أنه لا يشارك في التصويت و له إمكانية الإدلاء بآراء إستشارية فقط ، ويمكن لمندوب الحكومة بمقتضى المادة 13 أن يطلب إجراء مداولة ثانية خلال سبعة أيام التالية لمداولة من مداولات الهيئات المذكورة ، كما نصت نفس المادة على أن تبلغ إلى مندوب

الحكومة جداول الأعمال والمحاضر والتقارير والملفات الموجهة إلى أعضاء مجلس إدارة الشركة المسيرة.

### الفقرة الثانية - الوصاية على شركات البورصة

فيما يتعلق بالوصاية على شركات البورصة من قبل سلطات الوصاية، فيمكن القول بأنها تنحصر فيما يلي:

- 1 - تحديد الحد الأقصى للعمولة الذي تستفيد منه شركات البورصة حين إبرامها للمعاملات (المادة 27).
- 2 - تسليم رخصة الاعتماد (المادة 36).
- 3 - الموافقة على مشاريع إندماج إثنين أو أكثر من شركات البورصة (المادة 39).
- 4 - تحديد رأسمال شركات البورصة (المادة 43).
- 5 - في حالة تعرض شركة بورصة لعدم توازن مالي، وأصبحت مصلحة الدائنين في خطر يجوز لوزير المالية أن يطلب من مجلس القيم المنقولة تعيين مدير مؤقت لتسيير الشركة، وفي حالة إفلاس شركة البورصة، فإنه يعين وكيلاً أو عدة وكلاء للتفليسة (المادة 47).
- 6 - المصادقة على القواعد المتعلقة بمسك المحاسبة (المادة 51 مكررة).
- 7 - تحديد نسب الأموال الواجب الإحتفاظ من طرف شركات البورصة المتعلقة بقواعد الاحتياط (المادة 60).
- 8 - تحديد المبلغ الواجب دفعه لصندوق الضمان من مبلغ السندات والنقود التي تحتفظ بها شركات البورصة وكذا كيفية إحتساب الإشتراك ودفعه (المادة 68).

#### المطلب الثاني: رقابة مجلس القيم المنقولة.

- يعتبر مجلس القيم المنقولة صاحب الولاية العامة في الرقابة على الميدان المالي، وكما أشرنا سابقاً - فإن مجلس القيم المنقولة يخضع للظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.212 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق بمجلس القيم

المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداتها كما تم تغييره وتتميمه بمقتضى القانون رقم 23.01 الصادر في 21 أبريل 2004.

ولإحاطة بهذا الفاعل الأساسي في السوق المالية، لا بد لنا من أن نتطرق للتعريف به ولكيفية تنظيمه وكذا إدراته (الفقرة الأولى)، ثم التطرق إلى الرقابة التي يمارسها في السوق المالي (الفقرة الثانية).

### الفقرة الأولى: تنظيم وإدارة مجلس القيم المنقولة

حسب المادة الأولى من القانون رقم 1.93.212 المتعلق بمجلس القيم المنقولة كما تم تغييره وتتميمه، فإن المجلس المذكور يعتبر مؤسسة عامة، يعهد إليها بالتأكد من حماية الإدخار الموظف بالقيم المنقولة وإقتراح التدابير اللازمة إتخاذها لهذه الغاية. ويسهر مجلس القيم المنقولة على سير اسواق القيم المنقولة على أحسن وجه، ويؤازر الحكومة في ممارسة صلاحياتها المتعلقة بتنظيم الأسواق المالية.

ويتمتع مجلس القيم المنقولة بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وقد تم إنشاؤه طبقاً لنفس الأدوار التي تقوم بها كل من هيئة سوق المال الفرنسية (AMF) *Autorité des marchés financiers* وهيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة<sup>80</sup>؛ ولجنة حماية أسواق البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتجدر الإشارة إلى أن هيئة سوق المالية الفرنسية تأسست في الأول من غشت سنة 2003 وذلك بالدمج بين كل من هيئة عمليات البورصة ومجلس الأسواق الفرنسية ومجلس النظم والتشريعات الفرنسية لتنظيم حماية المدخرات المستثمرة في الأدوات المالية وكافة

<sup>80</sup> - تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب المادة (2) من القانون الاتحادي رقم (4) لعام 2000 بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع باعتبارها هيئة عامة تتمتع بالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وتنظيم أسواق الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة، وتلعب الهيئة دوراً أساسياً في ضمان التطور المنظم لسوق الأوراق المالية والسلع بشكل عادل وفعال تماشياً مع الأغراض الاقتصادية وأغراض التطوير للدولة، وتشمل المهام الرئيسية لهيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع مهمة الرقابة والإشراف على أنشطة أية سوق مالية أو دار مقاصة أو مؤسسة إيداع مركزي ومهمة حماية مصالح الأشخاص الذين يتعاملون بالأوراق المالية وتعزيز الممارسة السليمة بين أعضاء السوق في دولة الإمارات العربية المتحدة.

الاستثمارات الأخرى التي تطرح للجمهور في اكتوبر عام، وتزويد المستثمرين بالمعلومات المطلوبة، والعمل على ضمان سلامة المعاملات في أسواق الأدوات المالية<sup>81</sup>.

### تأليف مجلس القيم المنقولة :

- يتألف مجلس إدارة مجلس القيم المنقولة بالإضافة إلى الرئيس:

- ثلاثة ممثلين للإدارة يعينون بأسمائهم

- ممثل واحد لبنك المغرب

- أربع شخصيات تختار بصفة شخصية من لدن الرئيس بالنظر إلى كفاءتهم في

المجال المالي، ولا يجوز أن تكون الشخصيات المذكورة من المتصرفين أو المسيرين لأشخاص معنوية خاضعة للقانون العام.

يعين أعضاء مجلس الإدارة لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ويجوز لرئيس

مجلس الإدارة أن سيتدعي على سبيل الاستشارة كل شخص يرى فائدة في مشاركته في

إجتماع المجلس، ويسير مجلس القيم المنقولة من طرف مدير عام يعين وفق التشريع الجاري به

العمل، ويحضر المدير العام لمجلس القيم المنقولة اجتماعات مجلس الإدارة بصفة استشارية

وينفذ القرارات التي تصدر عن مجلس الإدارة الذي يمكن أن يفوض إليه السلط والمهام التي

يراهما ضرورية.

كما يجوز للرئيس أن يفوض بدوره إلى مستخدمى مجلس القيم المنقولة واحدة أو

أكثر من السلط أو المهام المفوضة إليه من لدن مجلس الإدارة، كما له تفويض جزء من سلطه

أو صلاحياته إلى مستخدمى مجلس القيم المنقولة.

### الفقرة الثانية: رقابة مجلس القيم المنقولة على أعمال التسيير والوساطة

يتمتع مجلس القيم المنقولة في السوق المالية بسلطات واسعة ومتنوعة في مجال الرقابة،

والتي يمكن أن تنقسم إلى نوعين من الرقابة، (النوع الأول) رقابة قبلية على المعلومات

المطلوبة من الأشخاص المعنوية التي تدعوا الجمهور للاكتتاب في أسهمها أو سنداتهما، وكذا

<sup>81</sup> - أنظر المادة الأولى من مذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية والسلع (دولة الإمارات العربية المتحدة) و هيئة سوق المال الجمهورية الفرنسية (AMF) بشأن التعاون وتبادل المعلومات 7 أبريل 2009.

القيام بكل الإجراءات التشريعية والتنظيمية الضرورية لسير السوق المالي، والنوع الثاني من الرقابة أو ما يمكن أن نطلق عليه الرقابة البعدية أو اللاحقة وهي تلك المتعلقة بسلطات مجلس القيم المنقولة في البحث.

### أولاً - الرقابة القبلية

يقوم مجلس القيم المنقولة بمراقبة أنشطة وتصرفات الهيئات والأشخاص المتدخلين في البورصة ومراقبة تقيدها بالمقتضيات التشريعية والتنظيمية المعمول بها، وفي هذا الصدد نصت المادة 4 في الفقرة الأولى من القانون رقم 1.93.212 المتعلق بمجلس القيم المنقولة كما تم تغييره وتنميمة على مايلي: " يتأكد مجلس القيم المنقولة من أن الأشخاص أو الهيئات التي تدعوا الجمهور للاكتتاب في أسهمها أو سنداتها تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، ويمارس زيادة على ذلك صلاحيات المراقبة المسندة إليه بموجب النصوص التشريعية الجاري بها العمل، ويتحقق من أن الهيئات المراقبة والأشخاص الخاضعة لمراقبته تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها ولاسيما المتعلقة منها:

- 1 - شركات البورصة والشركة المسيرة للبورصة؛
- 2 - الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة ومؤسساتها المسيرة ومؤسساتها الودية؛
- 3 - صناديق التوظيف الجماعي للتسديد ومؤسساتها للتدبير والإيداع؛
- 4 - الوديع المركزي وماسكوا الحسابات والأشخاص المعنوية المصدرة الخاضعة للقانون رقم 35.96؛
- 5 - هيئات توظيف الأموال بالمجازفة وشركاتها المسيرة.
- 6 - الأشخاص الطبيعية أو المعنوية الخاضعة لأحكام القانون 26.03 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.

ويجوز لمجلس القيم المنقولة أن يطلب من الشركات والأشخاص الإطلاع على جميع الوثائق والمعلومات اللازمة للقيام بمهمته، ويحدد قائمة الوثائق والمعلومات المذكورة، ونماذجها وآجال توجيهها إليه وفقا للتشريع الجاري به العمل.

ويدي مجلس القيم المنقولة رأيه في النظام العام للشركة المسيرة ل لورصة والنظام العام للوديع المركزي وكذا في كل تغيير يطرأ لاحقاً عليها.

ويجوز لمجلس القيم المنقولة أن يصدر لأجل تنفيذ مهامه دوريات تطبق على مختلف الهيئات والأشخاص الخاضعة لمراقبته<sup>82</sup>، كما أن لمجلس القيم المنقولة أن يأمر بوضع حد للمراسلات للمنافية لأحكام الدوريات إذا كان يترتب عليها:

-الإخلال بسير السوق

-تمكين المعنيين بالأمر من إمتياز غير مبرر وقد يحصلون عليه في إطار السير العادي للسوق.

-المس بمبدأ المساواة في إخبار أو معاملة المكتتبين أو المس بمصالحهم.

-تمكين المصدرين والمكتتبين من الإستفادة من تصرفات وسطاء مخا لفة لإلتزاماتهم المهنية.

ويمكن لمجلس القيم المنقولة في حالة إخلال أحد الأشخاص أو الهيئات بالتقيد بإحدى قواعد الممارسة المهنية، فيؤهل في أن يصدر في ح ق مرتكبي المخالفات عقوبات مالية يحدد مبلغها بإعتبار خطورة الإخلال المرتكب على أن لا تزيد هذه العقوبة على 200.000 درهم.

كما ان له صلاحية إصدار عقوبة تأديبية والمتمثلة في التحذير<sup>83</sup> أو الإنذار<sup>84</sup> أو التوبيخ<sup>85</sup> أو إقتراح سحب رخصة الإعتقاد<sup>86</sup>، وتدفع حصيلة العقوبات المالية الصادرة عن

<sup>82</sup> - المادة الرابعة الفقرة الثانية من القانون رقم 1.93.212 المتعلق بمجلس القيم المنقولة كما تم تغييره وتتميمه والتي نصت على أن الدوريات تحدد:

- قواعد الممارسة المهنية المطبقة على الهيئات والأشخاص في إطار العلاقات فيما بينهم وفي إطار علاقاتهم مع المكتتبين؛

- قواعد الأخلاق المهنية؛

- الحرص على التقيد بمبادئ الإنصاف والشفافية ونزاهة السوق والأولوية الواجب إعطاؤها للزبون؛

- الإجراءات التقنية أو العلمية عند الإقتضاء..."

<sup>83</sup> - أنظر قرار تأديبي صادر عن المجلس القيم المنقولة بتاريخ 13 مارس 2008 عقوبة تأديبية متمثلة في تحذير ضد شركة البورصة (Une mise en garde à la société de bourse ) SN/SB/003/2008 ، رقم القرار BMCE Capital Bourse .(BMCE Capital Bourse

مجلس القيم المنقولة إلى الخزينة العامة للمملكة، كما أن له أن يأمر بنشر قراراته التأديبية على نفقة المعنيين بالأمر في الجرائد التي يعينها داخل خمسة عشرة ( 15 ) يوما الموالية لصدور الأمر بالنشر.

### ثانياً - سلطات البحث

نصت المادة 24 من القانون رقم 1.93.212 المتعلق بمجلس القيم المنقولة كما تم تغييره وتتميمه على أنه يعهد إلى مجلس القيم المنقولة بكل ما يتعلق بالبحث عن المخالفات، والقيام بإجراءات الأبحاث لدى الأشخاص المعنوية التي تدعوا الجمهور للاكتتاب في أسهمها أو سنداتها بحكم نشاطهم المهني على إنجاز عمليات تتعلق بالقيم المنقولة أو يقومون بإدارة محفظات السندات وذلك بواسطة أي مأمور من المأمورين المحلفين المنتدبين خصيصا لهذا الغرض، وتحقيقا لنفس الغاية يمكن أن يجري المأمورون أبحاثا لدى أشخاص تربطهم بالأشخاص المعنوية التي تدعوا الجمهور للاكتتاب في أسهمها أو سنداتها علاقات قانونية أو مالية تجعل منهم مجموعة ذات مصالح مشتركة.

ويجوز للمأمورين في إطار القيام بمهامهم أن يدخلوا أي مكان من الأماكن المعدة لأغراض مهنية ويطلعوا على جميع الأوراق والوثائق التي يرون أن فيها فائدة ويحصلوا على نسخ منها.

- 
- 84 - أنظر في هذا الإطار قرار تأديبي أصدره مجلس القيم المنقولة بتاريخ 13 مارس 2008 عقوبة تأديبية متمثلة في إنذار ضد شركة البورصة Attijari Intermédiation أحطرها فيه بالتزام بإعلام الزبناء، واحترام القدرات المالية للزبون، قرار رقم SN/SB/002/2008 (Un Avertissement à la société de bourse Attijari Intermédiation).
- 85 - أنظر قرار تأديبي صادر عن المجلس القيم المنقولة بتاريخ 13 مارس 2008 عقوبة تأديبية متمثلة في توبيخ ضد شركة البورصة Safa Bourse ، القرار رقم SN/SB/001/2008 (Un blâme à la société de bourse Safa Bourse).
- 86 - أنظر قرار تأديبي صادر عن المجلس القيم المنقولة بتاريخ 13 مارس 2008 عقوبة تأديبية متمثلة في عقوبة مالية قدرها عشرة ملايين درهم مع إقتراح على وزير المالية سحب رخصة الإعتماد من شركة البورصة Upline Securities ، القرار رقم SN/SB/004/2008 (Une sanction pécuniaire de dix millions de dirhams à l'encontre de la société de bourse Upline Securities).
- أنظر الموقع الإلكتروني لمجلس القيم المنقولة [www.cdvm.org.ma](http://www.cdvm.org.ma)

وبعد قيام المأمورين بالمهام المنوطة بهم، وفي حالة إثبات المخالفات، فإنه يحق لمجلس القيم المنقولة إتخاذ إما عقوبات تأديبية أو عقوبات جنائية، وذلك بحسب الفعل المرتكب ودرجة خطورته على السوق المالية<sup>87</sup>.

موقع العلوم القانونية

<sup>87</sup> - وقد كذلك نصت المادة 7 من القانون المتعلق بمجلس القيم المنقولة كما تم تغييره وتتميمه على إحداث لجنة دراسة متساوية الأعضاء تتألف من أربعة أعضاء يعينهم بصفة شخصية مجلس الإدارة لانتداب مدته أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة وهم : ممثلان عن الإدارة؛ وعضوان يعينان بالنظر إلى كفاءتهما في المجال المالي؛ وتتمثل مهمة هذه اللجنة في بحث الوقائع التي يظهر أنه قد يترتب عليها صدور قرار تأديبي عن مجلس القيم المنقولة تطبيقا لمقتضيات القانون المعمول به، ويرفع الأمر إلى اللجنة من طرف مجلس الإدارة أو المدير العام لمجلس القيم المنقولة.



## المبحث الثاني: الأجهزة الاستشارية والفاعلة داخل القطاع المالي

سرتطرق في هذا المبحث لجهازين فاعلين داخل السوق المالي أولاً للوديع المركزي باعتباره فاعل أساسي يقوم بحفظ السندات وإدارة الحسابات الجارية المتعلقة بالقيم المنقولة (المطلب الأول)، وثانياً للجمعية المهنية لشركات البورصة (APSP) باعتبارها متدخل ومؤطر مهني له أدوار مختلفة داخل السوق (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: الوديع المركزي

للتعرف على الوديع المركزي لابد من معرفة نظامه القانوني (الفقرة الأولى) والمهام الموكولة إليه (الفقرة الثانية) وكذلك رأسماله باعتباره شركة مساهمة (الفقرة الثالثة)

### الفقرة الأولى: النظام القانوني المؤطر للوديع المركزي

تم إحداث الوديع المركزي بموجب القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 يناير 1997، وقد أطلق على هذه المؤسسة اسم ماروكليير Maroclear وه و عبارة عن شركة مساهمة<sup>88</sup>، وقد جاءت هذه المؤسسة إلى الوجود في إطار استراتيجية تحديث بورصة الدار البيضاء، وتوزيع الاختصاصات والمهام فيما بين الهيئات المتدخلة في السوق، وكذا جاءت هذه المؤسسة من أجل حفظ القيم المنقولة وتسهيل انتقالها وإدارة الحسابات الجارية المرتبطة بها.

وقد تم تحديد قواعد وطرق تسيير هذه المؤسسة وعملها بموجب القانون المذكور ، وبموجب النظام العام الصادر بمقتضى قرار للوزير المكلف بالمالية.

### الفقرة الثانية - مهام الوديع المركزي:

بالعودة إلى المادة 3 من القانون رقم 35-96 المنظم الوديع المركزي نجد أنها تنص

على

" يقوم الوديع المركزي أساساً بما يلي:

1 - إنجاز كل أعمال الحفظ الملائمة لطبيعة وشكل السندات المعهود إليه بها.

<sup>88</sup> - عمر العسري، مرجع سابق، ص 198.

2 - إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم المنتسبين إليه.  
وبهذه الصفة يمارس المهام التالية:

- إنجاز كل عمليات التحويل بين الحسابات الجارية بناء على تعليمات المنتسبين إليه، إما مباشرة أو في إطار نظام التسديدات مقابل تسليم السندات، كما يأمر عند الاقتضاء بتسديد قيمة السندات نقدا بتزامن مع تسليمها، وتتم هذه التسديدات عبر الحسابات الجارية النقدية المفتوحة لدى بنك المغرب بإسم المنتسبين؛  
- إعداد كل الإجراءات ليسهل على المنتسبين إليه ممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات وتحصيل العوائد التي تدرها.

3 - مراقبة مسك المحاسبة السندية لماسكي الحسابات و التحقق بصفة خاصة من التوازنات المحاسبية المحددة في المادة 38 أدناه في إطار النظام العام للقيود في الحساب.  
ويتولى أيضا القيام بكل النشاطات المرتبطة بغرضه ، والتي من شأنها تسهيل إنجاز مهامه وخاصة منها ترميز القيم المنقولة في عملياته".

وبالرجوع إلى التشريعات المقارنة نجد المشرع اللبناني نص على نفس المؤسسة في المادة الأولى من القانون المتعلق بإنشاء الوديع المركزي والتي جاء فيها : "يقوم بصورة حصرية، مركز ومقاصة الادوات المالية للبنان والشرق الاوسط- ميدكلير، الشركة المغفلة اللبنانية التي يساهم مصرف لبنان في رأسمالها بدور الوديع المركزي للصكوك المالية والقيم المنقولة المقبولة لديه أو المتداولة في الاسواق المالية المنظمة في لبنان"<sup>89</sup>.

### الفقرة الثالثة - رأسمال الوديع المركزي:

نصت المادة 4 من القانون رقم 35-96 المنظم للوديع المركزي على أن يتضمن النظام الأساسي للوديع المركزي أسماء أو تسميات كل المساهمين والنسبة المئوية التي يمتلكها كل واحد منهم في رأسمال الشركة ويصادق عليه الوزير المكلف بالمالية.

<sup>89</sup> - القانون 139 بتاريخ 1999/10/26 متعلق بإنشاء وديع مركزي.

ومبلغ رأسمال الوديع المركزي هو 20.000.000 مليون درهم موزعة بين كل من الدولة والقطاع الخاص<sup>90</sup>.

- الدولة ( الخزينة العامة؛ بنك المغرب؛ صندوق الإيداع والتدبير) =

11.000.000

- القطاع الخاص ( المجموعة المهنية لبنوك المغرب ؛ الفيدرالية لشركات التأمين

وإعادة التأمين، والشركة المسيرة لبورصة القيم) = 9.000.000

### المطلب الثاني: الجمعية المهنية لشركات البورصة

ألزم المشرع شركات البورصة المعتمدة بصفة قانونية أن تنضم إلى جمعية تسمى " الجمعية المهنية لشركات البورصة " وتسري عليها أحكام ظهير 1958 المتعلق بتأسيس<sup>91</sup>. ويخضع القانون الأساسي لهذه الجمعية لموافقة وزير المالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة، وقد أنيطت بها اختصاصات متعددة تنظيمية واستشارية وأخرى رقابية، وستتناول هذه الأدوار في ثلاث فقرات كما يلي:

### الفقرة الأولى - الدور التنظيمي : نصت عليه المادة 85 من القانون المتعلق بالبورصة

كما تم تغييره وتتميمه، تعتبر الجمعية الجهاز الوحيد الذي يقوم بالوساطة بين أعضائها من جهة والسلطات العامة وأي جهاز وطني أو أجنبي من جهة ثانية فيما يخص القضايا المتعلقة بالمهنة.

وتنظر كذلك الجمعية المهنية لشركات البورصة في القضايا التي تهم مزاوله المهنة ولاسيما كل ما يهدف إلى تحسين تقنيات البورصة وإحداث مصالح مشتركة واستخدام تكنولوجيا جديدة وتأهيل المستخدمين والعلاقات مع ممثلي المستخدمين.

### الفقرة الثانية - الدور الاستشاري : تساعد الجمعية مجلس القيم المنقولة في تقديم

الاستشارة كلما طلبت منها وتقدم كل اقتراح تراه يخدم مصالح المهنة.

<sup>90</sup> - عمر العسري، مرجع سابق، ص 198.

<sup>91</sup> - المادة 82 من القانون رقم 1.93.211 المتعلق بالبورصة كما تغييره وتتميمه.

**الفقرة الثالثة - دور المراقبة :** تسهر الجمعية المهنية لشركات البورصة على تقيد كل أعضائها بمقتضيات القانون والنصوص التنظيمية والأعراف المهنية. ويجب أن تطلع الوزير المكلف بالمالية ومجلس القيم المنقولة على كل مخالفة ترتكبها إحدى شركات البورصة داخل السوق.

كما يجوز لها أن تقيم الدعاوى القضائية عندما يتبين لها أن المصالح المهنية مهددة ولاسيما فيما يتعلق بوحدة أو أكثر من أعضائها<sup>92</sup>.

وفي الأخير نقول بأنه وحتى تقوم السوق المالية بوظائفها على لابد من التوفر على سياسة اقتصادية محكمة بالإضافة نهج الدولة لسياسة ضريبية مشجعة مع ضرورة توفر ظروف سياسية واجتماعية واقتصادية مستقرة وكذا وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية والفاعلين الماليين مع انتشار ثقافة مجتمعية - لدى المقاولات- حول دور السوق المالي في تلبية حاجاتهم الاستثمارية هذا الإعتبارات هي التي تساعد على تحقيق إنتعاش اقتصادي وتنمية شاملة بعيدا عن طرق التمويل التقليدية.

<sup>92</sup> - المادة 86 من القانون رقم 1.93.211 المتعلق بالبورصة كما تغييره وتتميمه.

الفهرس:

.....	مقدمة
.....	نبذة تاريخية عن البورصة
.....	1- البورصات الأمريكية
.....	2- البورصات الأوروبية
.....	3- البورصات الآسيوية
.....	لمحة تاريخية عن بورصة الدار البيضاء منذ التأسيس
.....	أهمية الموضوع
.....	مناهج البحث
.....	خطة البحث
.....	<b>الفصل الأول: أجهزة التسيير والوساطة في السوق المالي</b>
.....	<b>المبحث الأول: الشركة المسيرة للبورصة</b>
.....	المطلب الأول: الإطار القانوني للشركة المسيرة
.....	الفقرة الأولى: الشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء بصفتها شركة مساهمة
.....	أولاً: إنشاء الشركة المسيرة
.....	ثانياً: رأسمال الشركة المسيرة
.....	ثالثاً: إدارة الشركة المسيرة
.....	الفقرة الثانية: الشركة المسيرة للبورصة بصفتها شركة صاحبة إمتياز
.....	المطلب الثاني: الصلاحيات المخولة للشركة المسيرة
.....	الفقرة الأولى: السلطات التنظيمية
.....	الفقرة الثانية: سلطات التوجيه و المراقبة
.....	<b>المبحث الثاني: شركات البورصة</b>
.....	المطلب الأول: تأسيس شركات البورصة
.....	الفقرة الأولى: الشكل القانوني لشركة البورصة

- الفقرة الثانية: رأس مال شركة البورصة .....
- الفقرة الثالثة: غرض شركة البورصة .....
- الفقرة الرابعة: رخصة اعتماد شركة البورصة .....
- المطلب الثاني: مهام ووظائف شركات البورصة .....
- الفقرة الأولى: دور الوسيط المالي .....
- الفقرة الثانية: دور حفظ السندات .....
- الفقرة الثالثة: دور إدارة محفظات العملاء .....
- الفقرة الرابعة: دور المستشار المالي .....
- الفقرة الخامسة: دور منشط سوق القيم المنقولة .....
- الفصل الثاني: أجهزة الرقابة والاستشارة في السوق المالي**
- المبحث الأول: أجهزة الرقابة سلطات الوصاية ومجلس القيم المنقولة**
- المطلب الأول: رقابة سلطات الوصاية - وزير المالية .....
- الفقرة الأولى - الوصاية على الشركة المسيرة .....
- الفقرة الثانية - الوصاية على شركات البورصة .....
- المطلب الثاني: رقابة مجلس القيم المنقولة .....
- الفقرة الأولى: تنظيم وإدارة مجلس القيم المنقولة .....
- الفقرة الثانية: رقابة مجلس القيم المنقولة على أعمال التسيير والوساطة .....
- أولاً - الرقابة القبليّة .....
- ثانياً - سلطات البحث .....
- المبحث الثاني: الأجهزة الاستشارية والفاعلة داخل القطاع المالي**
- المطلب الأول: الوديع المركزي .....
- الفقرة الأولى: النظام القانوني المؤطر للوديع المركزي .....
- الفقرة الثانية - مهام الوديع المركزي .....
- الفقرة الثالثة - رأسمال الوديع المركزي .....

- المطلب الثاني: الجمعية المهنية لشركات البورصة .....
- الفقرة الأولى - الدور التنظيمي .....
- الفقرة الثانية - الدور الاستشاري .....
- الفقرة الثالثة - دور المراقبة .....

موقع العلوم  
الافتاوية