

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

## دور سوق الأوراق المالية في دعم الخوصصة في دول شمال إفريقيا

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود وبنوك

تحت إشراف

الأستاذ الدكتور محمد راتول

إعداد الطالبة:

فاطمة الزهراء لعنروس

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	.....	الدكتور منير نوري
مقرا	.....	الأستاذ الدكتور محمد راتول
ممتحنا	.....	الحاج مداح عرايبي
ممتحنا	.....	علي بطاهر
ممتحنا	.....	نصيرة قوريش

السنة الجامعية: 2011-2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكر و عرفان

إن أول الشكر لله الواحد جل وعلا، على جميع نعمه التي أسبغها علينا وعلى نعمة العلم خاصة، وتيسيره لي كل السبل لإنجاز هذا البحث المتواضع الذي أرجو من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا ويجعله في ميزان حسناتنا.

ولا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بالشكر الجزيل لوالدي الكريمين - أطال الله في عمرهما وأمدهما بالصحة والعافية- لما وفراه لي من راحة حتى أتم هذا العمل على أكمل وجه.

كما لا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بأخص كلمات الشكر والعرفان وبأصدق معان التقدير والاحترام إلى كل من الأستاذ محمد راتول والأستاذ جمال الدين سحنون اللذان لم يبخلا على بإرشاداتهما ونصائحهما وتوجيهاتهما السديدة التي كان لها بالغ الأثر في إنجاز هذا العمل، وكذا صبرهما وسعة صدرهما وحرصهما الدائم على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحي فيهما روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاهما الله عني كل خير.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى مسئولة المكتبة الأستاذة عاشور ربيعة على كل المساعدات والتسهيلات التي قدمتها لي من أجل إتمام هذا البحث، وإلى كل عمال المكتبة بجامعة حسية بن بوعلي.

# الإهداء

الحمد لله الذي وفقني لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي أهديه :

إلى من يحبني أكثر من أمي وأبي، إلى من أثق به أكثر من نفسي، إلى من أرجو أن يعلمني من علمه ويوفقي للعمل بما علمني من أجل نفع عباده إلى الله عز وجل، الذي أرجو أن نلقاه وهوراض عنا ومشتاق للقائنا، وإلى حبيبته وحبينا محمد صلى الله عليه وسلم خير البشر.

إلى أحن قلب في الوجود، إلى من يعجز فيها اللسان عن التعبير ويتوقف العقل عن التفكير، إلى من دعت الله لي بالتوفيق وألحت في الدعاء، إلى قرّة عيني: أمي - أطال الله في عمرها وقدرني على رد جزء من جميلها - .

إلى الذي حثني على العلم والعمل كل هذه السنين، وكان لي سنداً ودعمًا أبي الكريم - حفظه الله -

إلى أغلى ما لدي في هذه الدنيا بعد والدي الكريمين، إخوتي الأعزاء:

محمد، عبد الهادي، ياسين، عبد الجليل، الذين أرجو لهم النجاح في الدنيا والآخرة.

إلى كل صديقاتي وأصدقائي من أساتذته وعمال في جامعة حسبية بن علي بالشلف وبالأخص من ساعدني

من قريب أو بعيد في إتمام هذا العمل ولوبكلمة شكر، خاصة مسئول قاعة الانترنت للماجستير الأخ سمير.

إلى كل أساتذتي طيلة مشواري الدراسي اللذين غدوا أذهاننا وأناروا عقولنا ومداركنا وأحسنوا إلينا بعلمهم

وكانت مناظراً لأماننا وطموحاتنا وسر بلوغنا لما نحن عليه.

إلى زميلاتي وزملائي في كل مراحل الدراسة، وإلى كل من يحب طلب العلم في هذا العالم، ويسعى إلى

وضعه في خدمة البشرية .

الفهرسة العام

الصفحة	المحتويات
IV	الإهداء
V	الشكر
VII	فهرس المحتويات
XVIII	قائمة الجداول
XX	قائمة الأشكال البيانية
XXII	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
2	الفصل الأول الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
3	أولاً- تعريف سوق الأوراق المالية
4	ثانياً- خصائص سوق الأوراق المالية
4	ثالثاً- أهمية الأسواق المالية
7	رابعاً- شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية
8	المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
8	أولاً- السوق الأولي (سوق الإصدار)
9	ثانياً- السوق الثانوي (سوق التداول)
11	ثالثاً- العلاقة التبادلية بين أقسام سوق الأوراق المالية
12	المطلب الثالث: آلية تنظيم وسير سوق الأوراق المالية
13	أولاً - المشاركون في سوق الأوراق المالية
16	ثانياً- أوامر البورصة
17	ثالثاً- نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية
19	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
19	المطلب الأول: سندات الملكية ( الأسهم)

19	أولاً- تعريف الأسهم
20	ثانياً- أنواع الأسهم وخصائص كل منها
22	ثالثاً- الاتجاهات الجديدة لأدوات الملكية
23	المطلب الثاني: سندات الدين
23	أولاً- تعريف السند وخصائصه
24	ثانياً- أنواع السندات
26	ثالثاً- الاتجاهات الجديدة في السندات
26	المطلب الثالث: المشتقات المالية
26	أولاً- عقود الخيارات
27	ثانياً- عقود المستقبلات
28	ثالثاً- عقود الآجلات
28	رابعاً- عقود المبادلات
29	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
29	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، صيغها ومتطلباتها
29	أولاً- سوق الأوراق المالية بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
31	ثانياً- الصيغ المختلفة لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية
32	ثالثاً- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
34	المطلب الثاني: علاقة تحليل المعلومات بمفهوم الكفاءة
36	أولاً- المعلومات وأهميتها في تسعير الورقة المالية
37	ثانياً- ارتباط تحليل المعلومات بكفاءة السوق
37	ثالثاً- علاقة السيولة بسوق الأوراق المالية وبكفاءته
37	المطلب الثالث: مؤشرات قياس حالة السوق
38	أولاً- ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية
40	ثانياً- المتغيرات التي تؤثر على سوق الأوراق المالية
40	ثالثاً- استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية
41	المبحث الرابع: ماهية الأسواق المالية الناشئة وآثارها على اقتصاديات الدول النامية
41	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة، مراحلها ومحدداتها

41	أولاً- تعريف الأسواق الناشئة
43	ثانياً- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
44	ثالثاً- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
46	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة
46	أولاً- معايير قياس درجة تقدم ونضج السوق المالية الناشئة
47	ثانياً- منافع ومزايا الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة
48	ثالثاً- مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة
49	المطلب الثالث: أثر الأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة
49	أولاً- الآثار الإيجابية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة
50	ثانياً- الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة
52	ثالثاً- السياسات المتبعة لمواجهة الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة
54	خلاصة الفصل الأول
56	الفصل الثاني أساسيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية
56	تمهيد
57	المبحث الأول: ماهية عملية الخوصصة
57	المطلب الأول: مفهوم الخوصصة، جذورها، اتجاهاتها ومراحلها
57	أولاً- مفهوم عملية الخوصصة
58	ثانياً- جذور عملية الخوصصة
61	ثالثاً- اتجاهات عملية الخوصصة
62	رابعاً - مراحل عملية الخوصصة
63	المطلب الثاني: أسباب عملية الخوصصة
63	أولاً- الأسباب الداخلية لعملية الخوصصة
64	ثانياً- الأسباب الخارجية لعملية الخوصصة
65	ثالثاً- الأسباب الحقيقية لعملية الخوصصة



68	المطلب الثالث: أهداف عملية الخوصصة
68	أولاً- الأهداف الرئيسية لعملية الخوصصة
70	ثانياً- الأهداف الثانوية لعملية الخوصصة
70	ثالثاً- تحليل حقيقة العلاقة بين عملية الخوصصة وأهدافها
73	المبحث الثاني: المقومات والركائز التي تضمن نجاح سياسة الخوصصة
73	المطلب الأول: متطلبات نجاح عملية الخوصصة
73	أولاً- المتطلبات السياسية والقانونية لنجاح عملية الخوصصة
74	ثانياً- المتطلبات الإدارية والاجتماعية لنجاح عملية الخوصصة
78	ثالثاً - المتطلبات المالية والاقتصادية لنجاح عملية الخوصصة
79	المطلب الثاني: الخوصصة وسياسات الإصلاح الاقتصادي
79	أولاً- أهمية تكامل سياسة الخوصصة مع سياسات الإصلاح الاقتصادي
79	ثانياً- أهمية تصحيح أوضاع المشروعات العامة قبل خوصصتها
80	ثالثاً- أهمية التقييم السليم للمشروعات المطروحة للبيع
80	المطلب الثالث: أسس تطبيق سياسة الخوصصة
80	أولاً- سلامة معايير اختيار المشروعات لعملية الخوصصة
80	ثانياً- بلورة برنامج لخوصصة الملكية
81	ثالثاً- الإصلاح والتطوير الإداري للأجهزة الحكومية التي تتعامل مع منشآت قطاع الأعمال
82	رابعاً- متطلبات الخوصصة والأوضاع الاقتصادية لدول النامية
84	المبحث الثالث: استراتيجيات التحول إلى عملية الخوصصة
84	المطلب الأول: إستراتيجية إنهاء ملكية الدولة
84	أولاً- الخوصصة عن طريق إستراتيجية البيع
88	ثانياً- الخوصصة عن طريق إستراتيجية التصفية
88	ثالثاً- الخوصصة عن طريق إستراتيجية الهبة
89	المطلب الثاني: الخوصصة بواسطة إستراتيجية التفويض
89	أولاً- الخوصصة بواسطة طريقي الامتياز والعقود
89	ثانياً- الخوصصة بواسطة طريقي المنح والكوبونات
90	ثالثاً- الخوصصة بواسطة طريقة الالتزام

90	المطلب الثالث: الخوصصة بواسطة إستراتيجية الإحلال
90	أولاً- الخوصصة بواسطة طريقة إهمال الخدمة
91	ثانياً- الخوصصة بواسطة طريقة التعايش
91	ثالثاً- الخوصصة بواسطة طريقة التخفيف من قوانين الدولة
92	المبحث الرابع: إستراتيجيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية
92	المطلب الأول: إستراتيجيات تحويل الملكية عن طريق سوق الأوراق المالية
92	أولاً - العرض العام بالبيع كطريقة رئيسية
93	ثانياً - الطريقة المعتادة أو المألوفة
93	ثالثاً- العرض العام بالتبادل ورفع رأس المال
94	المطلب الثاني: إشكالية تحديد سعر السهم ونماذج العرض العام بالبيع
94	أولاً - إشكالية تحديد سعر السهم
95	ثانياً- طرق التقويم أسسها ومشكلاتها
96	ثالثاً- النماذج الفنية للعرض العام بالبيع
98	المطلب الثالث: مميزات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية وشروط نجاحها
98	أولاً- صعوبات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية
99	ثانياً - أسس ومبررات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية
100	ثالثاً- شروط نجاح الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية
105	خلاصة الفصل الثاني
107	الفصل الثالث
107	تشخيص وتحليل واقع الخوصصة بواسطة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
107	تمهيد
108	المبحث الأول: الإطار القانوني والمؤسسي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
108	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
108	أولاً- مراحل نشأة وتطور سوق مصر للأوراق المالية
110	ثانياً- نشأة سوق القيم المنقولة في الدار البيضاء
110	ثالثاً- نشأة سوق الأوراق المالية في تونس
111	رابعاً- نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر

113	المطلب الثاني: الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا.
113	أولا- الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية في مصر
114	ثانيا- الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية في المغرب
114	ثالثا- الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية في تونس
114	رابعا- الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية في الجزائر
115	المطلب الثالث: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
115	أولا- الإطار التنظيمي لسوق مصر للأوراق المالية
115	ثانيا- الفاعلون في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
116	ثالثا- الهيئات المنظمة لبورصة تونس للأوراق المالية
117	رابعا - الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية بالجزائر
118	المبحث الثاني : الإطار القانوني والمؤسسي لعملية الخصخصة بدول شمال إفريقيا
118	المطلب الأول: ظهور الخصخصة في دول شمال إفريقيا
118	أولا- الأوضاع الاقتصادية لمصر قبل بداية الخصخصة
119	ثانيا- الخصخصة كإستراتيجية حديثة في المغرب
119	ثالثا- ظهور الخصخصة في تونس
120	رابعا- ظهور الخصخصة في الجزائر
121	المطلب الثاني: التشريعات المتعلقة بالخصخصة في دول شمال إفريقيا
121	أولا- الإطار القانوني لسياسة الخصخصة في مصر
123	ثانيا- الإطار القانوني لسياسة الخصخصة في المغرب
124	ثالثا- التشريعات المتعلقة بالخصخصة في تونس
126	رابعا- التأطير القانوني للخصخصة في الجزائر
127	المطلب الثالث: الأجهزة المختصة بتنفيذ الخصخصة في دول شمال إفريقيا
127	أولا- البنية المؤسسية لتنفيذ الخصخصة في مصر
128	ثانيا- الأجهزة المختصة بتنفيذ الخصخصة في المغرب
128	ثالثا- الهياكل والهيئات المكلفة بتنفيذ سياسة الخصخصة في تونس
130	رابعا- التأطير المؤسسي لظاهرة الخصخصة في الجزائر

131	المبحث الثالث: تطورات سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
131	المطلب الأول: شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
131	أولاً- شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بمصر
132	ثانياً- شروط الإدراج في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
132	ثالثاً- شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بتونس
133	رابعاً- شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بالجزائر
134	المطلب الثاني: تطور التشريعات والتنظيمات التي تعزز انفتاح سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
134	أولاً- إجراءات تحسين التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
138	ثانياً- التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار في دول شمال إفريقيا
141	ثالثاً- اتفاقيات التعاون والإدراج المشترك بين بورصات دول شمال إفريقيا والبورصات العربية
142	رابعاً- تعديل الأنظمة الضريبية لتحفيز التعامل في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
143	المطلب الثالث: تحليل مدى كفاءة سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
143	أولاً- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
145	ثانياً- تطور دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية بأسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا
146	ثالثاً- تحديث قواعد الإدراج وأنظمة التداول في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا
147	رابعاً- تطوير أنظمة التسوية والحفظ المركزي في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا
149	المبحث الرابع: تقييم أداء سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وحصيلة الخصوصية عن طريق هذه الأسواق
149	المطلب الأول: أداء سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
149	أولاً- مؤشرات صندوق النقد العربي وأسعاره لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
155	ثانياً- قياس أحجام أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
162	ثالثاً- قياس عدد الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
163	المطلب الثاني: قياس السيولة في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
163	أولاً- قياس القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
165	ثانياً- قياس معدل الدوران في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
166	المطلب الثالث: حصيلة الخصوصية عن طريق أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا

166	أولاً- حصيلة الخوصصة بواسطة سوق مصر للأوراق المالية
172	ثانياً- حصيلة الخوصصة بواسطة بورصة القيم المنقولة لدار البيضاء
173	ثالثاً- حصيلة الخوصصة بواسطة بورصة تونس للأوراق المالية
174	رابعاً- حصيلة الخوصصة بواسطة سوق الأوراق المالية في الجزائر
176	خلاصة الفصل الثالث
178	الفصل الرابع
178	سبل تفعيل دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة بدول شمال إفريقيا
178	تمهيد
179	المبحث الأول: أثار عملية الخوصصة بين وجود وغياب مقومات نجاحها
179	المطلب الأول: أثار الخوصصة على المستوى الكلي في ظل وجود مقومات نجاحها
179	أولاً- أثار الخوصصة على سوق الأوراق المالية وقاعدة الملكية
180	ثانياً- أثار الخوصصة على كل من النمو، الإنتاجية والاستثمار
181	ثالثاً- أثار الخوصصة على جذب الاستثمارات الأجنبية
181	رابعاً- أثار الخوصصة على إيرادات الدولة والنظام الاقتصادي
182	المطلب الثاني: أثار الخوصصة على المستوى الجزئي في ظل وجود مقومات نجاحها
182	أولاً- تأثير الخوصصة على المستهلك
182	ثانياً- تأثير الخوصصة على العمالة والأسعار
183	ثالثاً- تأثير الخوصصة على توزيع الدخل
184	المطلب الثالث: أثار الخوصصة على دول شمال إفريقيا في ظل غياب مقومات نجاحها
184	أولاً- أثار الخوصصة حول تحسين الأوضاع الاجتماعية، توزيع الدخل وسوق العمل
185	ثانياً- أثار الخوصصة حول زيادة كل من الإنتاجية، الاستثمار وإيرادات الدولة
187	ثالثاً- أثار الخوصصة حول ميزان المدفوعات، الإحتكارات والسيادة الوطنية.
188	رابعاً- أثار الخوصصة حول النمو الاقتصادي، التضخم وعجز الموازنة العامة
188	المبحث الثاني : معوقات سوق الأوراق المالية كآلية لعملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا
188	المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي
188	أولاً- ضيق نطاق سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
189	ثانياً- ضآلة العرض والطلب في سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

190	ثالثا- مشكلة هجرة أموال دول شمال إفريقيا إلى الخارج
191	رابعا- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
191	المطلب الثاني: المعوقات التنظيمية لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
191	أولا- قلة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية
191	ثانيا- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في سوق الأوراق المالية
191	ثالثا- ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية
192	المطلب الثالث: معوقات أخرى لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
192	أولا- المعوقات التنظيمية والتشريعية والهيكلية لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
193	ثانيا- العائق الاجتماعي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
193	ثالثا- تأثير العامل الدين والثقافي على سوق الأوراق المالية
194	رابعا- تأثير الظروف السياسية وضعف مدخرات القطاع الخاص الوطني على سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
195	المبحث الثالث: الإستراتيجية المقترحة لنجاح عملية الخصخصة وبرنامجها في دول شمال إفريقيا
195	المطلب الأول: الدروس المستفادة من التجارب الدولية للخصخصة
195	أولا- التجارب الناجحة لعملية الخصخصة
200	ثانيا- التجارب الفاشلة لعملية الخصخصة
202	ثالثا- مقارنة تجربة الخصخصة في الدول المتقدمة والنامية
204	المطلب الثاني: الإجراءات المقترحة لمواجهة المعوقات السياسية للخصخصة
204	أولا- إجراءات تغيير النظرة السوداودية للخصخصة
204	ثانيا- الإجراءات التنظيمية للحد من الاستثمار الأجنبي الضار بالاقتصاد الوطني لدول شمال إفريقيا
205	ثالثا- إجراءات الحد من تركيز الملكية في يد قلة من الشعب
205	رابعا- إجراءات التقليل من الآثار السلبية للخصخصة على العمال
206	المطلب الثالث: الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود الاجتماعية، الاقتصادية، والقانونية للخصخصة
206	أولا- الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود الاجتماعية للخصخصة
206	ثانيا- الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود الاقتصادية للخصخصة
207	ثالثا- الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود القانونية للخصخصة

208	المطلب الرابع: عوامل نجاح برنامج الخوصصة
208	أولاً- سمات المنشآت التي يتضمنها برنامج الخوصصة
208	ثانياً- اختيار أسلوب الخوصصة الملائم
209	ثالثاً- وضع الخطوات اللازمة لبرنامج الخوصصة وتحديد مدته الزمنية
209	رابعاً- تحسين البيئة المساعدة والكفاءة التنافسية لمؤسسات القطاع الخاص الوطني في دول شمال إفريقيا
211	المبحث الرابع: إستراتيجية تفعيل سوق الأوراق المالية لدعم وتشجيع الخوصصة في دول شمال إفريقيا
211	المطلب الأول: شروط تطوير حجم سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
211	أولاً- شروط تتعلق بطبيعة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
214	ثانياً- شروط تتعلق بالسيولة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
215	ثالثاً- شروط تتعلق بالشفافية في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
216	المطلب الثاني: تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
216	أولاً- توفير نظام الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة بسوق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا
217	ثانياً- الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
217	ثالثاً- تطوير نظم التسوية، المقاصة، الحفظ المركزي ورفع كفاءة الرقابة على المؤسسات في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا
217	المطلب الثالث: سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا
217	أولاً- تعزيز الدور الرقابي لسوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
217	ثانياً- تعزيز الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
218	ثالثاً- وسائل أخرى من أجل رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا
221	خلاصة الفصل الرابع
223	الخاتمة العامة
232	قائمة المراجع
242	الملاحق

# قائمة الأشكال البيانية



قائمة الملاحق

## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
75	نموذج الترويج متعدد الأطراف لقضايا الخصوصية ككل.	(02-01)
152	تطورات أداء البورصة المصرية خلال عام 2010.	(03-02)
153	تطورات أداء بورصة الدار البيضاء خلال عام 2010.	(03-03)
154	تطورات أداء بورصة تونس في عام 2010.	(03-04)
155	يوضح تطورات أداء بورصة الجزائر في عام 2010.	(03-05)
171	رؤوس الأموال المشطوبة مقابل قيمة الطروحات الأولية (IPO) وزيادات رؤوس الأموال من خلال الاكتتابات (SPO) خلال الفترة (2002 - 2010).	(03-06)
173	توزيع مداخيل الخصوصية حسب طريقة التفويت من (1993 - 2009) بالمغرب.	(03-07)

# قائمة المصادر

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
156	القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا (1994-2002) بالمليون دولار	(03-02)
164	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لبعض دول شمال إفريقيا خلال الفترة (2000-2007)	(03-02)
165	معدل الدوران لبعض دول شمال إفريقيا خلال الفترة (1999-2010)	(03-03)
174	حصيلة الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية بتونس في سنة 2010.	(03-04)
175	عمليات الخوصصة في الجزائر عن طريق البورصة	(03-05)

المقدمة العامة

## المقدمة العامة

### 1- تمهيد:

إن الخوصصة برزت في دول شمال إفريقيا بهدف تخفيف الأعباء المالية للدولة والتي تسببها شركات القطاع العام الخاسرة إضافة إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية من خلال الاعتماد الأكبر على القطاع الخاص في عملية التنمية، وتعتبر الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية من أفضل استراتيجيات الخوصصة من وجهة النظر الاقتصادية، لما تؤدي هذه الإستراتيجية من توسيع قاعدة الملكية خاصة عندما تضع الدولة قيودا على كمية الأسهم التي يمكن لكل مستثمر شراؤها، ومن توسيع قاعدة المنافسة، بالإضافة إلى تمتع هذه الإستراتيجية بدرجة عالية من الشفافية، حيث يتم الترويج لعملية البيع، كما يتم الكشف عن القوائم المالية للشركة تماشيا مع شروط البيع من خلال الأسواق المالية، ويمكن للدولة أن تبيع أسهم الشركة التي تمتلكها في السوق مباشرة من خلال الاكتتاب العام أو من خلال متعهد إصدار بما قد يخفف من المخاطر على الدولة، كما يمكن للدولة طرح الأسهم في السوق المحلية أو الأسواق العالمية، كما تسهم هذه الإستراتيجية في تطوير أسواق الأوراق المالية المحلية.

وتشير تجارب الدول المتقدمة في هذا الشأن إلى وجود علاقات متبادلة بين الخوصصة وتطور أسواق الأوراق المالية بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية النهائية، فوجود سوق نشيط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوفر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد جهود الخوصصة في تحقيق الأهداف النهائية، وهي زيادة الكفاءة الاقتصادية والرفاهية الاجتماعية، عن طريق نقل الملكية إلى القطاع الخاص في إطار يتصف بدرجة عالية من الشفافية والإفصاح لضمان تسيير هذه المؤسسات وفق أسس سليمة وإفساح المجال أمام جميع المواطنين لامتلاك أسهمها من أجل توسيع قاعدة الملكية والحيلولة دون تركها لدى القليل من ذوي النفوذ وبأسعار تقل عن مستوياتها الحقيقية، ومن ناحية أخرى تشكل الخوصصة حافزا فعالا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها للاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حاليا في أسواق مالية أجنبية.

وضمن هذا السياق شرعت الحكومات في عدد من دول شمال إفريقيا منذ بداية التسعينات على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق وإدخال العمل فيها بالأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا من أجل الارتقاء بأدائها، ولقد هدفت حكومات دول شمال إفريقيا من هذه الإصلاحات الواسعة الاستفادة من أسواق الأوراق المالية بما في تنفيذ برامج الخوصصة. وانطلاقا من هذا الانشغال يأتي بحثنا هذا والذي اخترنا له عنوان :

## دور سوق الأوراق المالية في دعم الخوصصة في دول شمال إفريقيا

### 2- أهمية البحث: تبرز أهمية البحث في العديد من الجوانب من أهمها مايلي:

- إبراز الخصائص التي تمتلكها أسواق الأوراق المالية والتي تجعلها قادرة على لعب دور مهم في دعم وتشجيع عملية الخوصصة.

- إن معظم الدول في العالم والتي من بينهم دول شمال إفريقيا تتبع تطبيق سياسات الخوصصة والتي تنطوي على استراتيجيات عديدة ومختلفة، مما يطرح أمام القائمين على تنفيذها إشكالية الاختيار والمفاضلة بين مختلف هذه الإستراتيجيات، لهذا ارتأينا تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة، كونها تساهم في توسيع الملكية الشعبية.
- جاءت هذه الدراسة لتوضيح بأنه لا يمكن الاعتماد على دور أسواق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة بنفس الدرجة بين الدول المتقدمة والدول النامية.
- كما تكتسي هذه الدراسة أهميتها من كونها تسعى إلى التعرف على المعوقات التي تحد من دور أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا عن القيام بدورها في دعم وتشجيع عملية الخوصصة والعمل على معالجتها.
- كما تكمن كذلك أهمية البحث في القيمة العلمية والعملية التي تشملها نتائج البحث.
- 3- أهداف البحث:** نطمح من خلال هذه الدراسة بالإضافة إلى الإجابة على الإشكالية الرئيسية ومختلف الأسئلة الفرعية وكذا اختبار الفرضيات المتبناة إلى تحقيق الأهداف التالية:
  - إبراز الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية لتوضيح نقاط الاختلاف التي تؤثر على الأدوار التي يمكن أن تلعبها هاته الأسواق؛
  - محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية لأساسيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية؛
  - تشخيص وتحليل واقع الخوصصة بواسطة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا؛
  - محاولة تقديم محاور لتفعيل سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا، مستفيدين في ذلك من مختلف النجاحات التي حققتها الدول المتقدمة وحتى من دول شمال إفريقيا في حد ذاتها.
- 4- أسباب اختيار الموضوع:** ثمة أسباب متعددة دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع الاقتصادية، ولعل أهمها ما يلي:
  - في حدود إطلاعنا لمسنا قلة في الدراسات التي تناولت هذا الموضوع من نفس الزاوية وبنفس المنهجية التي رأيناها مناسبة، لذا حاولنا البحث في هذا الموضوع على أمل تعميق البحث في المستقبل من أجل إثراء الدراسات النابعة من الدول النامية لإيجاد استراتيجيات حقيقية تتناسب مع اقتصادياتها من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية.
  - لفت انتباه الباحثين الأكاديميين إلى دراسة وتحليل العلاقة المركبة التي تربط بين أسواق الأوراق المالية وعملية الخوصصة بشكل معمق، من أجل استغلالها لتطوير أسواق الأوراق المالية ورفع حصيلة الخوصصة بطرق واستراتيجيات تختلف حسب اختلاف مستوى التطور في اقتصاديات دول شمال إفريقيا.
  - نشر وتعميق ثقافة الخوصصة السليمة، على اعتبار أن هذه الثقافة تعد شرطاً ضرورياً لترقية الاقتصاد لاسيما في الدول التي تفتقد إلى الخبرة في هذا الميدان.
  - محاولة تقديم من خلال هذه الدراسة رؤية معمقة حول الأسس النظرية التي تمكن سوق الأوراق المالية على اختلاف مستويات تطورها من القيام بدورها في دعم وتشجيع عملية الخوصصة.

**5- إشكالية البحث:** جاء هذا البحث ليحاول إبراز الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخصخصة، مع أخذ دول شمال إفريقيا كنموذج للدراسة، وعليه فإن الإشكالية تتمحور حول التساؤل الجوهرى الآتى:

إلى أي مدى يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تلعب دورا فعالا في دعم و تشجيع عملية الخصخصة، وهل تمتلك أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا القدرة على القيام بنفس هذا الدور، خاصة وأن أسواقها تنتمي لأسواق الأوراق المالية الناشئة التي تعبر عن طبقة أصول مستقلة بذاتها، وهل يمكن إيجاد إستراتيجيات تعمل على تفعيل هذا الدور بهذه الدول في ظل تعقد طبيعة اقتصادياتها؟.

ومن أجل بلورة حقيقية لإشكالية بحثنا، يصبح من الضرورة البحث والإجابة على عدد من التساؤلات الفرعية، والتي تتمثل فيما يلي:

- ماهي العمليات التي يتضح من خلالها الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخصخصة؟.
- ماهي مميزات عملية الخصخصة عن طريق سوق الأوراق المالية؟.
- هل أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا قادرة على القيام بدورها في دعم وتشجيع عملية الخصخصة؟.
- هل يمكن إيجاد إستراتيجية تعمل على التغلب على المعوقات التي تحد من دور أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا في دعم وتشجيع عملية الخصخصة.

**6- فرضيات البحث:** إن هذه الدراسة تطرح مجموعة من الفرضيات التي نعتبرها توضيحات أو إجابات أولية غير يقينية لتساؤلات البحث، والتي تبقى محل فحص وتمحيص من خلال الشواهد والأدلة المستقاة من الواقع، كما راعينا في اختيارها أن تساهم في تحديد نوع المعلومات والبيانات الأساسية المطلوبة للموضوع المدروس، وفي هذا المقام يمكن تقديم الفرضيات التالية:

- اكتسبت أسواق الأوراق المالية مكانتها ودورها في دعم وتشجيع عملية الخصخصة من خلال العمليات التالية: الإفصاح المالي، تقييم الأصول، الاكتتاب والتداول.
- تمتاز عملية الخصخصة عن طريق سوق الأوراق المالية بقدرتها على توسيع قاعدة الملكية إلا أنها عملية صعبة ومعقدة وتتطلب توفر شروط لنجاحها.

- رغم الإصلاحات المتعددة التي قامت بها حكومات دول شمال إفريقيا على أسواق الأوراق المالية بما من أجل تطويرها ورفع أدائها، إلا أنها لم ترق إلى مستوى الإستفادة من دورها في دعم وتشجع عملية الخصخصة.
- يمكن الإستفادة من دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخصخصة من خلال إستراتيجية تراعي التباين في واقع كل من مستويات التطور لأسواق الأوراق المالية وعملية الخصخصة بدول شمال إفريقيا.

**7- حدود الدراسة:** وحتى تتمكن من الإجابة على إشكالية البحث وتحقيق الأهداف المرجوة منه، ارتأيت ضبط الموضوع وتحديد معالمه ومعالجتها بأكثر دقة من خلال تركيز الدراسة على الحدود التالية:



- **الحد المكاني:** لإنجاز هذا العمل فإنه يتطلب منا تشخيص وتقييم وضعية الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية، من أجل بلوغ ذلك تم اختيار دول شمال إفريقيا لهذه الدراسة وهي الجزائر، المغرب، تونس، مصر، السودان، ليبيا، موريطانيا، إلا أنه سيتم الاقتصار في الدراسة على الدول الأربع الأولى، وذلك للأسباب التالية:
- تم اختيار هذه الدول بالدرجة الأولى نتيجة توفر البيانات والإحصائيات الضرورية لإنجاز هذا البحث وقتها إن لم نقل ندرتها في بقية دول شمال إفريقيا.
- إن اللجوء إلى اختيار مجموعة من الدول في الدراسة التطبيقية يمكننا من تناول موضوع البحث من جوانب عديدة ومختلفة وذلك لتميز كل دولة عن الأخرى بامتيازات مختلفة من ناحية تطور أسواق الأوراق المالية ومن ناحية تطبيق عملية الخوصصة .
- **الحد الزمني:** إن التحكم في العناصر التحليلية للموضوع سيتوجب تحديده من حيث مجال الدراسة عبر الفترة (1999-2010) وهي الفترة التي شهدت ولازالت إلى يومنا هذا أعمق التحولات والإصلاحات الاقتصادية العديدة في دول شمال إفريقيا، لكن هذا لا يمنعنا من التطرق إلى فترات سابقة تفرضها الضرورة في إطار التحليل باعتبار أن العلاقة المدروسة لها ارتباط بأسواق الأوراق المالية من جهة وبعملية الخوصصة من جهة أخرى.
- 8- منهج البحث:** إن طبيعة البحث وخصوصية موضوع التعامل هي التي تحدد المنهج الواجب إتباعه، وعلى ذلك سنعمد في دراستنا على عدة مناهج بطريقة متكاملة ومتناسقة قصد الإحاطة بمختلف جوانب البحث، وعليه فإن هذه المناهج تتمثل فيما يلي:
- **المنهج الاستنباطي:** ويمثل المنهج الذي سوف نعمل عليه في معظم أجزاء الدراسة، وذلك من خلال أداة التوصيف والتي تمكننا من تكوين قاعدة فكرية لمختلف المفاهيم الأساسية لمكونات الدراسة، حيث سوف ننتقل من وضع المقدمات العامة إلى عناصر تدرج تحت هذه المقدمات.
- **المنهج الاستقرائي:** وستلجأ إليه الباحثة في بعض أجزاء الدراسة من أجل الترقى من الحالات الجزئية إلى القواعد العامة مستعينة في ذلك بأداة الإحصاء.
- **المنهج المقارن:** وسنستعين به في دراسة بعض أجزاء الموضوع، وإن كانت المقارنة ضمنية بشكل كبير، وذلك للإستفادة من نقاط القوة وتجنب نقاط الضعف في دور سوق الأوراق المالية في دعم الخوصصة بدول شمال إفريقيا.
- 9- الدراسات السابقة:** حسب إطلاع الباحثة وفي حدود ما توفر لديها من معلومات ومراجع حول موضوع البحث والذي يتناول دور سوق الأوراق المالية في دعم الخوصصة في دول شمال إفريقيا، لم نصادف دراسة تربط بين سوق الأوراق المالية وعملية الخوصصة إلا أننا وجدنا العديد من الدراسات والبحوث التي تناولت أحد شقي الموضوع باعتباره يجمع بين شقين، وبالتالي يعتبر هذا البحث تكملة وتعميقا لبعض الدراسات التي سبقته في الخوض في بعض الجوانب المرتبطة إما بسوق الأوراق المالية أو بعملية الخوصصة، ومساهمة جديدة في الربط بينهما، ومن أهم الدراسات التي تم فحصها على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

– **الدراسة الأولى:** دراسة الباحث جمال الدين سحنون وهي عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية من جامعة الجزائر لعام 2008، وعنون الباحث الدراسة بشروط بروز أسواق الأوراق المالية "دراسة مقارنة لدول: مصر، تونس، الجزائر" وكانت هذه الدراسة تحت إشراف الأستاذ الدكتور يوسف دبوب، ولقد جاءت إشكالية الدراسة حول ماهي أهم الشروط التي تسمح ب بروز سوق الأوراق المالية؟ وما مدى تطبيقها في كل من مصر، تونس، الجزائر؟ وما هي أهم الطرق التي تسمح بتوفير هذه الشروط لتفعيل البورصة في هذه الدول؟، ولقد عالج الباحث دراسته وفقا لثلاثة أبواب، حيث استهل الدراسة بالجانب النظري حول ماهية أسواق الأوراق المالية، وبعد ذلك انتقل الباحث إلى الباب الثاني والذي خصصه لعوامل تطوير أسواق الأوراق المالية، أما الباب الثالث والأخير فقد خصصه لشروط تفعيل بورصات مصر، تونس، الجزائر، ولقد توصل الباحث في جزء من نتائج الدراسة إلى أن العلاقة بين الخصوصية والبورصة هي علاقة مزدوجة، حيث لا يمكن تنشيط البورصة بدون خصوصية، ولا يمكن تطبيق برنامج الخصوصية على أكمل وجه بدون وجود بورصة نشطة.

– **الدراسة الثانية:** دراسة الباحث بوكساني رشيد وهي عبارة عن رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية من جامعة الجزائر لسنة 2006، وجاءت بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهي دراسة تحت إشراف الأستاذ الدكتور قدي عبد المجيد والدكتور براق محمد، حيث تدور إشكالية البحث حول ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟، وبغية الإجابة على إشكالية البحث، قدم الباحث الدراسة في بايين، حيث جاء الباب الأول تحت عنوان الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، وأما الباب الثاني فجاء بعنوان واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، ولقد توصل الباحث من خلال الدراسة إلى إقتراح التوسع و الإستمرار في برامج الخصوصية لأنها تشكل أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات.

– **الدراسة الثالثة:** دراسة الباحثة سامية زيطاري وهو بحث تحت عنوان ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة "حالة أسواق الأوراق المالية" وجاءت هذه الرسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي من جامعة الجزائر لسنة 2004، وهي دراسة تحت إشراف الأستاذ الدكتور تومي صالح، حيث تدور إشكالية الدراسة حول ما هي أكبر الأسواق العربية والأكثر تطورا؟ وهل حجم هذه الأسواق وتطورها مماثل لحجم وتطور بعض الأسواق الناشئة والمتطورة؟ وما هي خصائص توزيع العائد في الأسواق العربية وهل هي مماثلة مع خواص العائد في بعض الأسواق الناشئة والمتطورة؟ هل كل من الأسواق العربية والناشئة والمتطورة أسواق فعالة؟ وهل يكون التذبذب في أسعار الأسواق العربية أكثر من التذبذب في الأسعار في الأسواق المتطورة والناشئة؟ وهل هذه الأسواق العربية مندجة مع بعضها البعض وهل هي مندجة مع الأسواق الناشئة والمتطورة، ولقد قسمت الباحثة الدراسة إلى جزئين، حيث خصصت الجزء الأول للتعريف بأسواق الأوراق المالية بشكل عام وبالأسواق الناشئة والعربية، بينما تطرقت في الجزء الثاني لدراسة أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها مع الأسواق الناشئة والمتطورة. ولقد توصلت الباحثة إلى نتيجة مهمة مفادها أن مميزات أسواق الأوراق المالية الناشئة تختلف تماما عن مميزات

الأسواق المتطورة وقد يظهر هذا الاختلاف من خلال أربع مميزات للعوائد (على الأقل) تختلف عن مميزات الأسواق المتطورة، ففي الأسواق الناشئة يكون هناك ارتفاع في كل من متوسط العائد، إمكانية التنبؤ بالعائد وتذبذب العائد بينما يكون الارتباط مع عوائد الأسواق المتطورة منخفضا.

- **الدراسة الرابعة:** دراسة الباحثة قاسم شاوش لامياء وهي عبارة عن بحث مقدم ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك من جامعة سعد دحلب البليدة لسنة 2005، وهي دراسة تحت إشراف الدكتور كساب علي ولقد عنونها الباحثة بالأسواق المالية الناشئة "مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، حيث قسمت الباحثة الدراسة إلى خمسة فصول، حيث تعرضت في الفصل الأول إلى التمويل وبورصة القيم المنقولة، أما الفصل الثاني فعالج تقنيات التعامل في بورصة القيم المنقولة، ولقد خصص الفصل الثالث لدراسة مقومات الأسواق المالية الناشئة، وفي الفصل الرابع تم استعراض تطور وحدود التمويل عن طريق الأسواق المالية الناشئة، أما الفصل الخامس والأخير فقد كان عبارة عن واجهة لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، ولقد توصلت الباحثة إلى نتيجة مهمة مفادها بأن الأسواق المالية تعتبر كطبقة أصول مستقلة بذاتها، مما يجعلها قبلة لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وتوصي الباحثة بضرورة حوصصة المؤسسات العمومية بعد إعادة هيكلتها.

- **الدراسة الخامسة:** دراسة الباحث أمغار سمير وهو بحث مقدم ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية من جامعة الجزائر، حيث أدرجها الباحث تحت عنوان نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة "دراسة حالة مؤسسة الرياض السطيف" وهي دراسة تحت إشراف الأستاذ الدكتور دبوب يوسف، حيث تدور إشكالياتها حول هل تعتبر البورصة المصدر التمويلي الأنجع للمؤسسات العمومية الاقتصادية للحصول على الأموال الضرورية لتمويل نشاطاتها، والرفع من مردوديته ؟، وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة فصول حيث تعرض في الفصل الأول إلى المفاهيم الأساسية لدراسة الأسواق المالية، أما الفصل الثاني فقد خصصه الباحث إلى المؤسسة الجزائرية تسييرها وتمويلها (1962-1997)، كما وضع المصدر التمويلي المباشر للمؤسسات العمومية الاقتصادية وهو التمويل بواسطة السوق المالية الجزائرية في الفصل الثالث، أما الفصل الرابع والأخير فخصصه الباحث لدراسة حالة تطبيقية لمؤسسة عمومية اقتصادية تدخل إلى بورصة الجزائر وهي مؤسسة الرياض السطيف.

- **الدراسة السادسة:** دراسة الباحثة موسوس مغنية وهي مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تحليل اقتصادي من جامعة الجزائر لسنة 2001، حيث جاءت هذه الدراسة تحت عنوان دور الهيئات المالية الدولية في تقليص القطاع العام في الدول النامية، وتحت إشراف الأستاذ الدكتور رابح زبيري، ولقد هدفت الباحثة من خلالها إلى تناول أهم الهيئات المالية الدولية الموجودة على الساحة الاقتصادية في الفصل الأول، وخصصت الباحثة الفصل الثاني لتطرق إلى ماهية القطاع العام والخاص وإلى توضيح التمايز بين الأوضاع والظروف بين الدول النامية والدول المتقدمة، كما عالجت الباحثة في الفصل الثالث قضية تدويل الاقتصاد النامي بتحجيم القطاع العام من طرف الجهات الممولة الدولية مستعرضة في ذلك فخ الاستدانة المفرطة وما تمخض عنها، والشروط التي تفرضها المؤسسات المالية الدولية حتى تقوم بمساعدة الدول النامية بالإضافة إلى مناقشة الوصفة التي تقدمها الهيئات المالية الدولية وواقع التنمية في الدول النامية، وذلك كي تتمكن الباحثة من الحكم على مدى ملائمة البرامج التي يعتمدها

صندوق النقد الدولي وشركائه لأوضاع الاقتصاد الوطني للدول النامية، وفي آخر الدراسة خلصت الباحثة إلى أهم الأوهام والتكاليف التي نجمت عن الانفتاح الليبرالي والعمولة المفروضة من طرف المؤسسات المالية الدولية، ولقد كانت نتائج الدراسة التي توصلت إليها الباحثة في غاية الأهمية منها أن الخوصصة فرضت على الدول النامية من قبل المؤسسات المالية الدولية بلا رأسماليين، وتنمية عبر آلية السوق بلا مؤسسة سوق، وهذا ضرباً من المخاطرة لأن مؤسسة السوق لا تنشأ بقرار إداري ونشوء طبيعة الرأسماليين لا تستورد وإذا ما تم ذلك تبقى تبعيتها للدولة المصدرة لها، ومن أهم التوصيات التي قدمتها الباحثة وجوب أن تقوم التنمية في الدول النامية على تصورات ذاتية التنمية، ويقضي ذلك رؤية معمقة للتحديات والمعوقات التي تواجهها، وبالتالي تبني مشروع حضاري نهضوي ببناء التنمية المستقلة المتمحورة على الذات ونفي التبعية للخارج.

**10- خطة البحث:** للإحاطة بكل الجوانب المتعلقة بالبحث من خلال المعلومات المتوفرة لدينا وأهداف البحث المسطرة، حاولنا في هذه الدراسة المحافظة على التسلسل المنطقي والتدرج في طرح الأفكار قدر الإمكان عند عرض وتحليل ومناقشة البحث، لذا قمنا بتقسيمه إلى أربعة فصول مترابطة ومتكاملة، سبقتهم مقدمة عامة وتلتهم خاتمة عامة.

وقد اشتملت المقدمة على مدخل عام لهذه الدراسة والأهمية التي يكتسبها البحث والأسباب التي أدت بنا لاختياره دون غيره من المواضيع كما بينا من خلالها أهمية الأهداف التي ترمي إليها، كما طرحنا فيها إشكالية الموضوع والتي تبعثها مجموعة من الأسئلة الفرعية، كما عرضنا فيها المنهج والأدوات التي تم استخدامها فيه، وكذا الدراسات السابقة والخطة التي تم إتباعها لمعالجة مختلف جوانب الموضوع.

سنبرز في الفصل الأول المعنون بـ: "الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية"، حيث قسمناه هو الآخر إلى أربعة مباحث، حيث سنستعرض في المبحث الأول لمهية سوق الأوراق المالية، في حين يتمحور المبحث الثاني حول الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث سنتعرف فيه على كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية، ويهتم المبحث الرابع بالأسواق المالية الناشئة.

أما الفصل الثاني سنخصصه لـ: "أساسيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية" والذي يتكون من أربعة مباحث التي تحتوي العديد من العناصر المهمة للبحث حيث نستهل المبحث الأول بالتعرف على ماهية عملية الخوصصة، أما في المبحث الثاني فنتعرض فيه إلى المقومات والركائز التي تضمن نجاح سياسة الخوصصة، وخصصنا المبحث الثالث لإستراتيجيات التحول إلى عملية، وأما في المبحث الرابع والأخير فتم التركيز فيه على إستراتيجيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فسنعالج فيه حصة مهمة من لب الموضوع حيث سنحلل ونشخص فيه واقع الخوصصة بواسطة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، وسيحتوي مضمونه على أربعة مباحث، حيث سينفرد كل مبحث فيه على جزء مهم من أجزاء الدراسة، بحيث يتناول المبحث الأول الإطار القانوني والمؤسسي لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، في حين نتطرق في المبحث الثاني إلى الإطار القانوني والمؤسسي لعملية الخوصصة بدول شمال إفريقيا، أما المبحث الثالث سنسلط فيه الضوء على تطورات سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا،

أما المبحث الرابع فسنحاول من خلاله تقييم أداء سوق الأوراق المالية وحصيلة عملية الخوصصة عن طريق هذه الأسواق في دول شمال إفريقيا.

في حين سيتضمن الفصل الرابع والأخير والذي جاء تحت عنوان "سبل تفعيل دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة بدول شمال إفريقيا"، إذ سيتم استعراضه في أربعة مباحث، فالأول منه نعالج فيه آثار الخوصصة على المستوى الكلي والجزئي في ظل كل من وجود وغياب مقومات نجاح عملية الخوصصة، أما المبحث الذي يليه فسيتم فيه التطرق إلى معوقات سوق الأوراق المالية كآلية لعملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا، أما المبحث الثالث فسنعرض فيه إلى الإستراتيجية المقترحة لنجاح عملية الخوصصة وبرنامجها في دول شمال إفريقيا، في حين سنخصص المبحث الرابع لاقتراح إستراتيجيات تعمل على تفعيل سوق الأوراق المالية لدعم وتشجيع الخوصصة في دول شمال إفريقيا.

أما خاتمة البحث فقد تم من خلالها حوصلة النتائج التي تم التوصل إليها من خلال معالجتنا لهذا البحث والتي ألهمتنا بتوصيات ارتأينا أنها قد تكون مفيدة لتحقيق الرفع من فعالية سوق الأوراق المالية في دعم عملية الخوصصة وبالأخص في دول شمال إفريقيا، كما تعرضنا للصعوبات التي واجهتنا خلال إنجاز هذا العمل، لنتتهي بعد ذلك بفتح باب البحث من جديد وذلك من خلال طرح بعض الأفاق المستقبلية التي لفتت انتباهنا عليها تكون نواة لبحوث قادمة.

الفصل الأول:

الجوانب النظرية

لأسواق الأوراق المالية

## تمهيد:

تحتل سوق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع سوق الأوراق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تزاوله من نشاط، وتتركز فكرة أسواق رأس المال على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية، ومشروعاتها الاستثمارية، وتعتبر سوق الأوراق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها منبعاً للأموال التي تلتقها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلاً عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي، وقصد التعرف أكثر على الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي:

**المبحث الأول:** ماهية سوق الأوراق المالية؛

**المبحث الثاني:** الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛

**المبحث الثالث:** كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها؛

**المبحث الرابع:** ماهية الأسواق المالية الناشئة وأثارها على اقتصاديات الدول النامية.

## المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تنامي الاتجاه نحو الإهتمام بأسواق المال وخصوصا سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه السوق دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الإستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلا عن أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزا في السيولة النقدية عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها، ولذلك تظهر أهمية دراسة سبل الإستفادة من الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه السوق في إتمام عمليات الخصخصة بفاعلية.

## المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية، كما أن نمو هذه السوق يعتبر مطلبا أساسيا للتنمية الإقتصادية لأي دولة، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامج لخصخصة العديد من شركات القطاع العام، ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة في الحياة الإقتصادية. وقصد التعرف على هذه السوق تطرقنا إلى العناصر التالية:

**أولاً- تعريف سوق الأوراق المالية:** تعتبر سوق الأوراق المالية جزء من سوق رأس المال وهذا الأخير جزء من السوق المالي، ولقد تعددت التعاريف التي تناولت سوق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

- سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين<sup>1</sup>، أي أنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن هذه الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة، من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين) ويمثل مصدر الأوراق المالية المشروعات الخاصة والهيئات الحكومية جانب الطلب على الأموال، وتمكنهم سوق الأوراق المالية من الحصول على احتياجاتهم التمويلية<sup>2</sup>.

- وتعرف كذلك بأنها سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراجح، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أية سلعة أخرى<sup>3</sup>.

- سوق الأوراق المالية وهي الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء وتحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007، ص 39.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الناشر دار الفكر الإسلامي، الإسكندرية، 2006، ص 21.

<sup>3</sup> - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب القاهرة، 2003، ص 15.

<sup>4</sup> - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول للإقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، 2005، ص 06.



- سوق الأوراق المالية هي شبكة تمويل طويل الأجل مبنية على إصدارات، بمعنى بيع القيم المتداولة التي تسمح بتعبئة الادخار الفردي<sup>1</sup>.

ثانياً- خصائص سوق الأوراق المالية: ومن أهم خصائص سوق الأوراق المالية ما يلي<sup>2</sup>:

1- أنها توفر المعلومات الضرورية للمشتريين، وتوفر المناخ الملائم، والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

2- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية وتتوفر فيهم الكفاية المالية؛

3- أسواق الأوراق المالية تتصف بالمرونة وبتوسع أسواقها وتطورها نتيجة إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات، ولاحتوائها على صفقات كبيرة ومتعددة مما يتيح مجالات واسعة أمام مختلف فئات المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.

4- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

ثالثاً- أهمية سوق الأوراق المالية: تنبع أهمية سوق الأوراق المالية في كونها تلعب دوراً هاماً في الحياة الإقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الأدوار التي يمكن أن تؤديها، فيمكن حصرها فيما يلي<sup>3</sup>:

1- بالنسبة للمستثمر: يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، وهو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها، فالتعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين والمعنويين المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الإدخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تحدد في زمن معين، كما يرغب أيضاً في إسترداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة. إذا فحامل السهم لا يمكنه إسترجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الإقتصادية وتبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، وعليه فلحملة الأسهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في سوق الأوراق المالية. وبهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض والطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع إحتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الإستثمارات المختلفة والإحتياجات الخاصة.

<sup>1</sup> -Pierre Conso, **La Gestion Financière de l'entreprise**, DUNOD, 7ème édition, tome , Paris, 1989 , P 387.

<sup>2</sup> - جمال جويدان الجمال، **الأوراق النقدية والمالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص 37.

<sup>3</sup> - نورين بومدين، **أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، 2007، ص 11.

**2- بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية:** وتمثل في الحصول على ماتحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل، من خلال الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بسوق الأوراق المالية، عكس المؤسسة غير المقيدة به. وعليه فإن القيد به يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدر الشركة وكفاءتها وضمناً لربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الإطمئنان والثقة في نفسية المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى إقتناء إصداراتها دون غيرها، وهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الإقتصادية من الحصول على ماتحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها وإحتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الاجل الذي توفره سوق الأوراق المالية للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض التي تلجأ إليها الشركات بإعتبارها مصدراً للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى. هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة؛ إذ تؤثر على النشاط الإقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الإستثمارات المربحة إلى إلتزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للإحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم إسترداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها. ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر، إذا ما إحتاجوا إلى إسترداد مدخراتهم. ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الإستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الإستثمارات.

**3- دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية:** يسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الإستثمارات الأجنبية وهذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها، حيث أن إنضمام الشركة إلى هذا السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة ومركزها، المالي المقبول، ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل مما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.

**4- دوره في زيادة الإدخار:** حيث يساهم سوق الأوراق المالية في زيادة الميل نحو الإدخار من خلال ما يوفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض، كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهو يشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الإستهلاكي لصالح الإدخار.

**5- دوره في علاج المديونية:** فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للإستثمار في الأسهم المصدرة محلياً يساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقتراض الخارجي، المتمثلة أساساً في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما يساهم في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية. وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

**6- دوره في عملية الخصخصة:** عمدت الكثير من الدول إلى إنتهاج سياسة الإصلاح الإقتصادي وذلك عن طريق تحرير الإقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به

القطاع الخاص في الإقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام وبيعه أو تحويل إدارته إلى القطاع الخاص وهو ما يعرف بالخصوصية. ولكن عملية الخصخصة يعترضها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الإستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح بإستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم إستيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما وطيدة. فسوق الأوراق المالية يزدهر ويتوسع ويتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا هذه الأخيرة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادر على تسهيل عمليات الخصخصة. ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة مايلي:

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين.
- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- التقليل من التدخل السياسي في عملية إتخاذ القرار داخل المؤسسة مما يؤدي إلى رفع مستوى الكفاءة وتطوير أداء المؤسسة.
- إحلال هدف الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة.

**7- دوره في تمويل خطط التنمية:** وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في سوق الأوراق المالية، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة إزدياد لجوء الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

**8- دوره في تقييم الشركات:** إن سوق الأوراق المالية يعتبر أداة هامة لتقييم الشركات، حيث يساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فإخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

**9 - دوره في تجنب الآثار التضخمية:** إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الإئتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.

رابعاً- شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية: لا تنشأ سوق أوراق مالية فعالة بمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية منها<sup>1</sup>:

- 1- توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في: حالة إستقرار إقتصادي وسياسي واجتماعي، سياسة إقتصادية رشيدة ومرنة، حالة إنتعاش إقتصادي، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الإقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للإستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل إستثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغيير ملكية المشروع.
- 2- توافر الحرية الإقتصادية والوعي الإقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- 3- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة.
- 4- توافر التقنية المناسبة (شبكة إتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة) لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.
- 5- توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وبما ينعكس أثره على إتجاهات أسعار الأسهم، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.
- 6- أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو إحتيال أو مضاربات وهمية. ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماسرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.
- 7- المنافسة الحرة: حيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون متوازن.
- 8- السرعة والدقة: حيث يجب سرعة إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة والشروط المحددة بأوامرهم.
- 9- المرونة: حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة إنتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم للإستعلامات يزود بالأخصائيين لرد على إستفسارات جمهور المستثمرين، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الآتية للإحصاء، لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليماً.
- 10- ضمان سلامة الإيداع وحمايته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات... ولا شك أن سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المتعاملين.

<sup>1</sup> - صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

- 11- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من إستثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب، أو إعفاء العائد من الضرائب... إلخ.
- 12- توفر المرافق العامة ( المواصلات السلوكية والاسلكية، المساكن... إلخ).
- 13- الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربيه من الأسواق المالية الأخرى، وإعتدال جوه.
- 14- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الإستثمار الوطنية والأجنبية.
- 15- نمو الوعي الإدخاري وإرتفاع نسبة الإدخار لدى الافراد.
- 16- عدم وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره ومعدلاته.
- 17- عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.
- 18- خطوات أخرى يتعين إتخاذها:
- أ- طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للإكتتاب للجمهور بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد في هذه الشركات.
- ب- ضرورة قيد شركات المساهمة وأسهمها بالسوق بما يساعد على تحويلها إلى سوق أوراق مالي عالمي.
- ج- تحريك محافظ الأوراق المالية للمصارف وشركات التأمين والهيئات الإدخارية الأخرى ودخولها السوق مشترية في حالة إنخفاض السعر، وبائعة عند إرتفاعه، وذلك للعمل على إحداث التوازن بالسوق.
- د- إصدار سندات نوعية ذات قيمة إسمية تتناسب مع صغار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة، وذلك لتدعيم دورهم في خطة التنمية المنشودة، وزيادة الأوراق المالية المتداولة.
- هـ- رفع نسبة تسليف المصارف التجارية على الأوراق المالية المقيدة بجدول سوق الأوراق المالية، وذلك تشجيعا للتعامل في الأوراق المالية.
- و- السماح بقيد أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسي بالخارج والتي تعمل في سوق الأوراق المالية ، وذلك كمرحلة أولى يعقبها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب على ذلك إمكان التعامل بين الأسواق المحلية والأجنبية. كذلك إتاحة الفرصة- في مرحلة تالية - لمكاتب السمسرة الأجنبية لفتح مكاتب لها في الدولة.

### المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية:

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى السوق الأولي أو سوق الإكتتاب بإعتباره المختص بمساعدة المنشآت في إصدار الأوراق المالية وطرحها للبيع، وإلى السوق الثانوي الذي يتضمن الأسواق المنظمة ( البورصات) وغير المنظمة، بما فيها السوق الثالث والسوق الرابع وأسواق أخرى، وبقدر سلامة تنظيم وحسن الإدارة تتحقق للسوق الكفاءة المنشودة التي في ظلها تكون أسعار الأوراق المالية المتداولة انعكاسا للمعلومات عن الأداء المستقبلي. ويمكن شرح تصنيف أسواق الأوراق المالية كما يلي:

أولاً- السوق الأولي (سوق الإصدار): يقصد به السوق الذي تنشئه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة، لحساب منشأة أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك

الاستثمار، والذي عادة ما يكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة<sup>1</sup>، وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية وغير متكررة وإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة بيع هذه الأسهم فإن البائع للسهم في هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة، حيث تتم فيما يسمى بالسوق الثانوية<sup>2</sup>، ويوجد نوعين من الطرح للأوراق المالية للاكتتاب العام في السوق الأولية هما:

- الطرح للتداول العام: حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق.

- الطرح للتداول الخاص: تطرح فيه الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح وغالبا ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين، وهذا الطرح يناسب المنشآت الصغيرة بسبب صعوبة تسويق أسهمها ولعدم قدرتها على إثارة اهتمام السماسرة، كذلك بسبب أن التكلفة المصاحبة للتداول العام هي في الغالب تكاليف ثابتة لا ترتبط بحجم المنشأة، في الوقت الذي يوجد فيه ارتباط قوي بين حجم المنشأة وبين مزايا الطرح العام<sup>3</sup>.

ثانيا- السوق الثانوي (سوق التداول): ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصداره - أوطرحها من قبل، وللبورصة طبيعة مزدوجة حيث تسمح للأعوان بالبيع أوالتخلي عن الأوراق المالية قبل وصول تاريخ استحقاقها، لكن قد يتعرضون لمخاطر إذا انخفضت الأسعار<sup>4</sup>، ولقد تعددت التعاريف التي تعرضت لهذه السوق نذكر منها مايلي:

- يعرف "بيار بالي" و"فاستون ديفوس" البورصة على أنها "تلك السوق الثانوية العمومية والمنظمة للقيم المنقولة المسجلة"<sup>5</sup>.

- وعرفت كذلك بأنها جهاز تنشئه الدولة للقيام بعمليات شراء وبيع الأوراق المالية، بحيث لا تتم عمليات شراء وبيع الأوراق المالية إلا من خلال هذا الجهاز، وقد ألزم القانون الشركات بالتقدم للقيود بالبورصة حتى يمكن أن تتمتع بإعفاءات ضريبية، إذ أن العمليات التي تنفذ عن طريق البورصة لا يتحمل فيها البائع أو المشتري أية ضرائب وكل ما يدفعه هو السمسرة المقررة<sup>6</sup>.

- بورصة الأوراق المالية هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي أو أنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغبتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعا وشراء بسهولة وسرعة ويسر<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 457

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 41.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 102.

<sup>4</sup> - JAFFEUX CORRYNNE, **Bourse et financement des entreprises**, édition DALLOZ, 1994, P 24.

<sup>5</sup> - P. BALLY, **La Bourse Mythe et Réalité**, édition Hatier, 1ère édition, 1987, P 10.

<sup>6</sup> - عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف (السياسات المصرفية - تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية - البنوك الإسلامية والتجارية)، دار الجامعة الجديدة للنشر والإسكندرية، 2002، ص 498.

<sup>7</sup> - صلاح السيد جوده، بورصة الأوراق المالية "علميا - عمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 11.

من خلال مجمل هذه التعاريف يتضح لنا معنى بورصة الأوراق المالية ويتضح كذلك أنها تمثل الجزء الأكبر والرئيسي لسوق الأوراق المالية المرجح لنمو النشاط الاقتصادي والمالي في الاقتصاديات المعاصرة لذا نجد في كثير من الكتابات يقصدون البورصة عندما يتحدثون عن سوق الأوراق المالية.

ويتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أحد الأسلوبين<sup>1</sup>:

– أسلوب التفاوض: حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.

– أسلوب المزاد العلني: والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري، ويؤدي السوق الثانوي وظيفتين هما<sup>2</sup>:

أ- جعل بيع الأصول المالية سهلاً بمعنى أن السوق الثانوي يضفي صفة السيولة على الأصول المالية، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في إقتنائها وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولي ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

ب- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولي، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولي سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوي سيحدده للورقة، وتنقسم أسواق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

**1- أسواق الأوراق المالية المنظمة**<sup>3</sup>: ويدعي ببورصة الأوراق المالية، ويتميز بكونه موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعة وشراء، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيعات محددة بالقانون، ومحاط بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.

**2- أسواق الأوراق المالية غير المنظمة**: وهي التي يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط ويطلق عليها المعاملات على المنضدة أو سوق الموازنة، ويلاحظ أيضا أن هذه السوق عالية الأوتوماتيكية<sup>4</sup>، ويتضمن السوق غير المنظم أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالث والسوق الرابع بالإضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة أخرى من صناعات السوق، وسنحاول التعرف على هذه الأسواق فيما يلي:

**1-2- السوق الثالث**<sup>5</sup>: وهو يمثل قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>2</sup> - أحمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، "مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص 15.

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، بورصات، أوراق، دار الشروق لنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 241.

<sup>4</sup> - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية طبع نشر، الإسكندرية، 1997، ص 74.

<sup>5</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 79.

**2-2- السوق الرابع<sup>1</sup>:** يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة، حيث يتم التعامل بينهم مباشرة عن طريق شبكة إلكترونية تسمى أنستنت *instinet* .

**3- أشكال سوق الأوراق المالية:** ويتكون سوق رأس المال من شكلين هما:

**3-1- أسواق حاضرة أو الفورية :** ويقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسلمها فور إتمام الصفقة<sup>2</sup>، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وتشتمل تلك الأسواق على أوراق رأس المال المنظمة أي البورصات كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة التي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية...وما شابه ذلك ، هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساسا في وزارة الخزينة أو البنك المركزي في الدولة المعنية اللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة<sup>3</sup>.

**3-2- الأسواق الآجلة<sup>4</sup>:** يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق وهو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

**ثالثا- العلاقة التبادلية بين أقسام سوق الأوراق المالية (سوقي الإصدار والتداول):** بعدما تعرفنا سابقا على كل من السوق الأولى والسوق الثانوي يتضح لنا بأن كل من السوق الأولى والسوق الثانوي مرتبطين معا ارتباطا وثيقا، ويكون السوق الثانوي في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولى حيث إذا كان السوق الأولى يمنح للمقترضين الحصول على الائتمان فإن السوق الثانوي هو الذي يقوم بتوفير عامل السيولة للمقترضين حيث بدونه قد يضطر حملة الإصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بما حتى ميعاد استحقاقه، فضلا عن أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولى صعبا ما لم تتطور معه في نفس الوقت سوق ثانوي، حيث لولا هذا الأخير لما أقدم أحد على شراء الأدوات المالية، وبالتالي ولو لم يكن هناك سوق ثانوي لكان من الصعب تصور وجود سوق أولي واستمراره، إذن يعد السوق الثانوي بمثابة العمود الفقري للسوق الأولى ولأسباب عديدة نذكر منها ما يلي<sup>5</sup>:

**1- ينظم تعبئة وسيولة الادخار وذلك بتوفير لقاء ما بين المدرين الحاصلين على الأوراق المالية والراغبين في الحصول عليها لإبرام الصفقات؛**

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 470.

<sup>2</sup> - ياسر بوحسون، شادي أحمد زهرة ، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني"، دراسة تحليلية استشرافية ، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سورية، المجلد: (27)، العدد: (1)، 2005، ص 110.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 6.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 268.

<sup>5</sup> - امغار سمير، نجاحة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر، ص 17.



2- توفير الارضاء حول شروط ومصداقية التسيير للمؤسسة ونوعية تسييرها عبر تقسيم منتظم للأوراق المالية التي تصدرها ؛

3- ضمان التشغيل الجيد للسيولة الأولية، كما يسمح بتحديد السعر، عن طريق مقابلة العروض بالطلبات على الأوراق المالية ؛

4- تسمح كذلك من تمويل الشركات المسعرة، عندما تقوم هذه الأخيرة برفع رأسمالها نقدا؛

5- فهو متاح لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولي لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم في أي لحظة، كما أنه يساعد على النشر المستمر وطول العام للأوراق المالية، بينما الإصدارات في السوق الأولى تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

### المطلب الثالث: آلية تنظيم وسير سوق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية هي تلك العناصر أو الوحدات التي تصدر أوراقا مالية (الوحدات المقترضة) وتتضمن أساسا وحدات قطاع الأعمال والحكومة، وذلك في مواجهة الوحدات المقرضة التي تتضمن أساسا وحدات من قطاع الأعمال والقطاع العائلي، ولكي تتم تلك العملية يتعين توافر وسطاء ماليين يمكن من خلالها نقل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين، وتوافر إطار تشريعي ومؤسسي يكفل رقابة وتنظيم تلك العملية بحيث تتم المعاملات بصورة سليمة.

**أولا- المشاركون في سوق الأوراق المالية :** إن التطور السريع للبورصة وآلياتها أدى إلى ظهور مشاركين جدد وتنوع الفاعلين في نشاطها ويتعلق الأمر بـ<sup>1</sup>:

**1- مصدروا الأوراق المالية :** ويتعلق الأمر بهذا الشأن بـ: المؤسسات الصناعية والتجارية ، المؤسسات المالية، الشركات الأجنبية، المصالح العمومية، الدولة والجماعات المحلية... الخ، ولحصول هؤلاء المصدرين على رخصة إصدار أوراقهم المالية في البورصة يجب توفير بعض الشروط نذكرها فيمايلي:

1-1- يجب أن يكون الإصدار موافق عليه من طرف مجلس إدارة الشركة.

2-1- رسملة البورصة يجب أن تكون محددة بالنسبة للسوق الأولي والسوق الثانوي وذلك بقيمة معينة وحسب السوق أيضا (الدولة).

3-1- نسبة معينة من رأسمال الشركة يجب أن يكون معروضا في السوق على الجمهور.

كما يجب إعلام الجمهور إعلاما كاملا بحيث يجب أن يتضمن هذا الإعلام المعلومات الخاصة بتنظيم الشركة، حالتها المالية، نشاطها، نتائجها وتطلعاتها المستقبلية.

**2- المستثمرون :** ويتعلق الأمر بهذا الشأن بـ: الخواص الذين يودون توظيف إيداعاتهم والمستثمرون المؤسساتيون الذين يجوزتهم رؤوس أموال هامة مودعة لديهم من طرف زبائنهم، وبالتالي فعليهم تسيير هذه المصادر، ومن أهم

<sup>1</sup> - جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2008/2007، ص ص 4-15 بتصرف.

هؤلاء المستثمرين: شركات التأمين، صناديق التقاعد، هيئات التوظيف الجماعي مثل شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير (SICAV) وصناديق التوظيف الجماعي للأوراق المالية (FCP)... إلخ، ولشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة يجب أن يفتح المستثمر حسابا خاصا بالأوراق المالية لدى مؤسسة قرض مرخصة أو لدى مؤسسة استثمار... إلخ.

**3- الوسطاء الماليون:** إن أهم وظيفة تقوم بها الأسواق المالية هي تحويل التدفقات النقدية من المدخرين أو المقرضين إلى تدفقات نقدية إلى المستثمرين أو المقرضين من خلال مؤسسات عديدة نشأت لهذا الغرض وأهمها ما يسمى بالوسطاء الماليين أو أجهزة الوساطة المالية.

**3-1- تعريف الوسيط المالي:** يمكن تعريف الوسيط المالي على أنه مؤسسة تتوسط بين المقرضين النهائيين والمقرضين النهائيين، حيث يتولى إرشاد ومساعدة المكتتبين على تحديد اختياراتهم من بين مختلف الأدوات التي تناسب رغبتهم وطموحاتهم آخذا بعين الاعتبار إمكانياتهم المالية. كما أن الوسطاء هم أعوان متخصصون ينفردون بالقيام بتداول الأوراق المالية لحساب الغير، وتخضع مهنتهم إلى تنظيم ومراقبة دقيقة لحماية العملاء وضمن سلامة معاملاتهم، ولا يمكن لأي كان أن يكون وسيطا إذ يتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والدراية والخبرة المهنية والتأمين ضد المخاطر، والقيام بإيداع ضمان مالي لدى البورصة، ومن أهم الوسطاء الماليين والأكثر شيوعا نجد: البنوك التجارية، بنوك الادخار، مؤسسات الاقتراض والادخار، شركات الاستثمار، شركات التأمين على الحياة، شركات التمويل، شركات التأجير، صناديق التأمين على الحياة.

**3-2- شروط حصول الوسيط على الترخيص:** لا يمارس نشاط التفاوض في القيم المنقولة المتداولة في البورصة سوى الوسطاء في عمليات البورصة، حيث يمتلكون شركات ذات أسهم أو هم أشخاص طبيعيين مرخصون لمزاولة نشاطهم من طرف هيئة التنظيم والمراقبة للبورصة، وللحصول على الترخيص يجب على الوسيط أن يقدم الضمانات الكافية المتعلقة بـ:

أ- حيازة حد أدنى من رأس المال.

ب- حيازة جهاز تنظيمي محكم ووسائل تقنية تتلاءم مع نشاطه.

ج- حيازة موظفين لهم من الكفاءة والتأهيل ما يسمح لهم بمزاولة هذا النشاط.

**3-3- وظائف الوسيط المالي:** إن الوسطاء الماليين لهم إمكانية مزاولة نشاط تسيير المحافظ والقيام بعمليات التوظيف للأوراق المالية، وبالتالي فإن نشاطهم في التوظيف يجعلهم يبحثون دوما عن مكتتبين وطالبن للأوراق المالية لحساب المصدر الذي يقوم بعملية النداء للادخار العام. هذا النشاط يزاول عند القيام بإصدار قيم منقولة باستعمال السعي للبيع الذي لا يمكن ممارسته إلا من طرف الوسطاء المؤهلين، فهو يعرف بأنه نشاط الشخص الذي يقوم بصفة دائمة باستعمال وسائل الاتصال من أجل عرض الاكتتاب أو الحصول على القيم المنقولة. وتحدد وظائف الوسطاء في المهام التالية: التفاوض في القيم المنقولة، تسيير محفظة القيم المنقولة، التوظيفات عند إصدار القيم المنقولة، التوظيفات في السوق الثانوية.

**4- لجنة تنظيم و مراقبة البورصة :** تعد اللجنة سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية وتتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتج مالي آخر يؤدي إلى اللجوء العلني للادخار، وكذا السير الحسن للسوق وشفافيتها، كما تتمتع بمهام رئيسية تسمح لها بتحقيق هذه الأهداف والتي يمكن الإشارة إليها فيما يلي:

**4-1- حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر اللجنة على حماية المدخرين تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للادخار علنيا عند إصداره قيما منقولة، عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية عرض عمومي. لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة. فهي تعني فقط أن الإعلام الذي تضمنته المذكرة الإعلامية مناسب، مترابط وشامل، ما يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في قيم منقولة أو لاقتنائها عن دراية.

**4-2- مراقبة السوق:** تتمثل المهمة الرئيسية من مراقبة السوق في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير البورصة والمؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من: أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك قذر أو مجحف ، وأن السوق تشتغل حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر ، وأخيرا أن إدارة السندات وتسييرها وفق القواعد التي حددها سلطة ضبط السوق. وترمي هذه المراقبة إلى ترصد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية، أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة المضللة.

**4-3- صلاحيات اللجنة:** تزود اللجنة من أجل القيام بمهامها بسلطة تنظيمية، وسلطة مراقبة ورقابة، وسلطة تأديبية.

**أ- السلطة التنظيمية:** تسن اللجنة الأنظمة المتعلقة خصوصا بما يأتي: التزامات المصدرين أثناء إصدارهم قيما منقولة باللجوء العلني للادخار، أو الدخول إلى البورصة، أو العروض العمومية ، اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا القواعد المهنية المطبقة عليهم، شروط تداول ومقاصة القيم المنقولة المسجلة في البورصة ، القواعد المتعلقة بمسك الحساب وحفظ السندات ، القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم المتصل بالسندات ، تسيير حافظة القيم المنقولة.

**ب- سلطة المراقبة و الرقابة:** تسمح هذه السلطة للجنة للتأكد على الخصوص من: احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق ، امتثال الشركات التي تلجأ علنيا إلى الادخار لالتزامات الإعلام التي يخضعون لها و السير الحسن للسوق.

**ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:** تنشأ لدى اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تقوم بما يلي:

- **في المجال التأديبي:** تختص اللجنة بالنظر في إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

- **في مجال التحكيم:** تختص اللجنة بالنظر في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة والذي يقع بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير البورصة ، بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة.
- 5- شركة تسيير إدارة بورصة القيم المنقولة:** إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة مطالبة بتجهيز الاقتصاد الوطني ببورصة تكون مرآة لمكانتها وحجمها الجهوي والدولي، فيجب أن تعكف على القيام بكل التدابير العملية والتقنية اللازمة للتبادلات في القيم المنقولة وذلك بغية: ترخيص انفتاح رأسمال المؤسسات العمومية والخاصة المنظمة على شكل شركات ذات أسهم، الحصول على حصة من أصول هذه الشركة، تحقيق التمويل المباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي الوطني، الحصول على مصدر سيولة من الادخار المستثمر على المدى الطويل.
- إن شركة إدارة بورصة القيم هي شركة ذات أسهم مكونة من طرف وسطاء عملية البورصة الذين ينفردون بحق التفاوض في الأوراق المالية المتداولة في البورصة لحساب زبائنهم ولحسابهم الخاص. فهي إذا مطالبة بتقديم خدمة ذات نوعية بهدف:
- أ- تسهيل التبادلات بين وسطاء عمليات البورصة عن طريق: إنشاء قواعد وأحكام تنظم سيرها ، إنشاء نظام يضمن التحكيم والفصل في النزاعات، رسم نظام وسلوك في السوق.
- ب- تطوير تجارة الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق بتعريفه للجمهور على أنه هيئة تحظى بالثقة اللازمة، فهو إذا إطار عام ومنظم في خدمة وسطاء عمليات البورصة كونهم محترفوا القطاع، وذلك بالسماح لهم بتأدية مهامهم طبقا للأنظمة والقوانين المعمول بها. وفي هذا الإطار تتحمل الشركة على عاتقها: تنظيم عملية دخول القيم المنقولة إلى البورصة، التنظيم العيني لحصص البورصة، تسيير نظام التداول والتسعير ، تنظيم عمليات تصفية المعاملات في القيم المنقولة، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة ونشر الكشف الرسمي للتسعيرة. ويكون القيام بمهام الشركة تحت رقابة لجنة المراقبة والتنظيم لعمليات البورصة.
- 6- هيئات التوظيف الجماعي:** إن الاستثمار في البورصة يتم إما عن طريق تشكيل محفظة خاصة للأوراق المالية، إما عن طريق هيئة من هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية (OPCVM)، والتي هي عبارة عن شركات حاملة لقيم منقولة تعمل على تسييرها لحساب مساهميها أو أصحاب حصص والذين يعتبرون المدخرين الحقيقيين. وبالتالي فهذه هيئات التوظيف الجماعي تلعب دورا أساسيا في جمع الادخار، ويمكن أن تظهر على الشكل التالي:
- شركة استثمار ذات رأسمال متغير (SICAV).
- صناديق التوظيف الجماعي (FCP).
- 7- المؤمن المركزي للسندات:** يعد المؤمن المركزي للسندات أحد الآليات المستحدثة في البورصة، حيث أنه يعتبر شركة ذات أسهم (SPA) وحيدة تحمل تسمية تجارية وتقوم بسن القوانين المتعلقة بالسندات، كما أن قانونها الأساسي وكذا تعيين مسيرها يخضعان لموافقة أعلى السلطات في البلاد بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تمارس الرقابة على نشاطاتها، فالمؤمن المركزي للسندات إذا يعد مشاركا أساسيا في نشاط

البورصة حيث أن فكرة إدراجه ضمن آليات البورصة أصبحت لا مفر منها ، فهو يقوم بالعديد من الوظائف التي تساهم في تفعيل نشاط البورصة.

**8- ماسك الحساب (حافظ السندات):** يعتبر ماسك الحساب مؤسسة تتولى تقديم العديد من الخدمات في مجال تخصصها يمكن تلخيصها في أن حافظ السندات يمكن أن يؤمن ويحافظ على سندات المتعاملين في البورصة ويضع النقود المطابقة للسندات المباعة والسندات المشتراة تحت تصرفهم بسرعة أكبر، كما يقوم بتحصيل الفوائد وأرباح الأسهم التي ستصب مباشرة في حساباتهم مباشرة.

**9- البنك المركزي:** يعتبر البنك المركزي المساهم الأخير في الأسواق المالية كونه يمثل الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة وإدارة السياسة النقدية التي تهدف إلى: تحقيق استقرار الأسعار ، الاستخدام الكامل للأيدي العاملة ، النمو الاقتصادي المستدام. لهذا الغرض يشارك البنك المركزي في الأسواق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة ببيع وشراء الأدوات المالية، وعلى وجه الخصوص السندات الحكومية وأذونات الخزينة للتأثير من خلالها على القاعدة النقدية التي تُكوّن العملة المتبادلة لدى الجمهور واحتياطات المؤسسات المالية الوداعية ومن ثم التأثير على عرض النقود، وبالتالي يمكن القول بأن القاعدة النقدية هي بمثابة المادة الأولية التي يتحكم بها البنك المركزي ويوفرها للجهاز المصرفي التجاري الذي يستخدمها لأغراض التوسع في عرض النقود الائتمانية. كما يمكن للبنك المركزي التأثير على عرض النقود والطلب عليها من خلال استخدام سعر الفائدة كأداة مؤثرة على الطلب على القروض المصرفية مثلا، وعلى هذا الأساس يصبح بإمكان البنك المركزي التأثير على مستوى الإنفاق الكلي على السلع والخدمات الذي ينعكس على مستوى النشاط الاقتصادي ومستوى الأسعار.

**ثانيا- أوامر البورصة<sup>1</sup>:** هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر . وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

- 1- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.
- 2- الأوامر بالسعر محدد وتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

<sup>1</sup> - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006، ص 52.

- 3- الأوامر المرتبطة بالشرط:** يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقا مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.
- 4- أوامر السوق:** وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسارة كي يبيع ويشتري عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر: السرعة وضممان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر.

**ثالثا- نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية:** تعتبر التسعيرة في البورصة ذات أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلين في البورصة لحسن معرفتها وسنحاول التعرف عليها فيما يلي<sup>1</sup>:

- 1- تعريف سعر البورصة:** هو القيمة التي تبلغها الأوراق المالية أثناء إحدى جلسات البورصة، ويتم تسجيله في سعر التسعيرة بعد إنتهاء كل جلسة، والتسعيرة التي يتم الحصول عليها تعرف بالتسعيرة الرسمية، وتتم عملية تحديد السعر وفق طرق وأساليب مختلفة.
- 2- طرق تحديد السعر:** يمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما:
- 1-2- التسعير الدوري:** في هذه الطريقة لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المعطاة إلى وسطاء البورصة مباشرة بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف. وينقسم هذا النوع من التسعير إلى أربعة أنواع هي:
- أ- تسعيرة المناذاة:** وتتم باجتماع ممثلي العروض والطلبات حول المقصورة، ويقيم كل واحد منهم الشراء والبيع وتتم المزايدات والتخفيضات بين المتعاملين حول هذه الأسعار حتى يتم تحديد التوازن، ونظرا للضجيج الذي يعم القاعة، يستعمل المتفاوضون أيديهم للإشارة إلى إقتراحاتهم.
- ب- تسعيرة الصندوق:** تطبق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية بحيث يقوم كل وسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاص إلى غاية إفتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي.

<sup>1</sup> - سناقحي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار دراسة حالة مجتمع صيدال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2009، ص59.

**ج- تسعيرة الدرج:** يتم اللجوء إلى هذه الطريقة استثناء عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة ومتنوعة حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها (كل نوع من الأوراق له درجه الخاص) وبعد ذلك تتم عملية الفرز للعروض والطلبات وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة.

**د- تسعيرة المعارضة (المقابلة):** وتجمع هذه التسعيرة بين طريقة الصندوق وطريقة المناذات، وذلك بالاستفادة من إيجابيات كليهما، إذ أن الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الصندوق، زيادة على ذلك فإن هذا الإلتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لاتلبي طلباتهم على أفضل وجه.

**2-2- التسعير المستمر:** وتعرف التسعيرة المستمرة بأنها تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر ومتابعتها تطورات السوق وبها يمكن تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، ولدقة هذه الطريقة، فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي لحظة. ويمر نظام التسعيرة بمرحلتين هما:

**أ- مرحلة ما قبل إفتتاح الجلسة:** يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل إفتتاح الجلسة، وتشمل عادة على مايلي:

- أوامر بالسعر المحدد والتي تشارك في تحديد سعر الإفتتاح.

- أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للإفتتاح.

**ب- مرحلة ما بعد الإفتتاح:** يعتبر الإفتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي يتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن. أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد والمنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولاً والخارج أولاً بمعنى أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

**3- التسعيرة الرسمية:** وهي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في كل جلسة من جلسات البورصة قصد إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية. وتتضمن التسعيرة الرسمية على البيانات التالية: إسم الورقة المالية، الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مع ذكر الفائدة ومقدار الضريبة وموعد الإستحقاق، موعد السحب في حالة وجوده، أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم، السعر السابق.

## المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية والتي تنشأ عن شركات تصدر سكوكا قابلة للتداول مثل شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم وهذه الشركات تصدر الأوراق المالية من أجل التمويل طويل الأجل، وليس من أجل تمويل دورة الاستغلال وتعد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم والسندات السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

## المطلب الأول: سندات الملكية (الأسهم)

عندما تحتاج أي شركة إلى أموال لتلبية متطلبات نشاطها فإنها تلجأ إلى إصدار أوراق مالية من بينها الأسهم التي تشكل جزءاً من الأموال الخاصة للشركة ويوجد عدة أنواع من الأسهم كل نوع منها يقدم صفقة مختلفة من العائد والمخاطر المتوقعة ويعود ذلك لتفاوت ميول المستثمرين نحو قبول درجة المخاطرة التي يمكن تحملها.

**أولاً- تعريف الأسهم:** تعتبر الأسهم من الأصول المالية، وهي أحد أشكال الثروة وأن العائد والتدفق (الدخل) الناتج عن حيازتها قد تأخذ ثلاثة أشكال: عائد اسمي ثابت يسلم سنوياً، في حالة ثبات واستقرار الأسعار، أو تغير العائد الإسمي الثابت نتيجة تغير مستوى الأسعار، أو تغير في القيمة الاسمية خلال الفترة الزمنية، والذي يمكن أن يحدث نتيجة تغير سعر الفائدة أو مستويات الثمن<sup>1</sup>. وتعرف كذلك بأنها أدوات دين (ائتمان) طويل وتمثل حقوقاً لمن يحملها على الدخل الصافي وأصول الشركات التي تصدرها<sup>2</sup>، وبشكل عام فإن لسهم قيم مختلفة وهي كما يلي: قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، كما أنها تتحدد عند الإصدار والاكتمال العام، وتتدخل التشريعات المحلية غالباً في وضع حدود هذه القيمة، وقيمة حسابية<sup>3</sup> أو دفترية وهي تشير إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة ويمكن حساب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملاك على عدد الأسهم، وقيمة سوقية<sup>4</sup> وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية وترتبط هذه القيمة بنجاح الشركة أو فشلها وعوامل العرض والطلب، والظروف والأزمات المالية والسياسية، والدعاية ونحو ذلك، وقيمة حقيقية (طبيعية)<sup>5</sup> وتمثل هذه القيمة ما يجب أن يكون عليه سعر أوقية السهم في سوق الأوراق المالية.

يتميز السهم بعدة خصائص تميزه عن الحصة في شركات الأشخاص من جهة وعن الأوراق المالية عموماً من جهة أخرى، وهذه الخصائص تكفل بدورها لسهم أداء مهمته في الحركة الاقتصادية، وستعرض لأهمها فيما يلي:

<sup>1</sup> - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 69.

<sup>2</sup> - محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 145.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 95.

<sup>4</sup> - عبد الأول عابد بن محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 11.

<sup>5</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار لمسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص 39.



- تتصف الأسهم بتساوي قيمتها، وبالقابلية للتداول؛ مما يوفر لها مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>؛
- المساهم يعتبر عضواً في الجمعية العمومية وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة، كما له نصيب في الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر؛
- يتصف السهم بالوحدة، وهي أن يحتفظ السهم بوحده وإن تعدد مالكوه فلا مانع من أن يشترك أكثر من شخص في ملكية سهم واحد، وبالنسبة للالتزامات التي يرتبها السهم فهم مسئولون فيما بينهم بالتضامن عن هذه الالتزامات تجاه الشركة<sup>2</sup>؛
- يتصف السهم بأن مسؤوليته تتحدد بحسب قيمته، ولا يسأل عما يجاوز ذلك<sup>3</sup>.

ثانياً- أنواع الأسهم وخصائص كل منها: تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة بحسب الوجهة التي تتخذ أساساً للتقسيم، وتتمثل فيما يلي:

- 1- أنواع الأسهم على أساس الشكل:** إن الشكل الذي يتخذه السهم يخضعه لنظام قانوني خاص، وهو الذي يجعل قيمة الحق قابلة للتداول، ويخرجه من نطاق القانون المدني ويخضعه للقواعد التجارية. وهناك ثلاثة أنواع من الأسهم حسب الشكل، الأسهم الاسمية<sup>4</sup> وهي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل، الأسهم لحاملها<sup>5</sup> وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة، والأسهم لأمر وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم صاحب الحق مسبقاً بعبارة لأمر، أو لإذن ويتم تداولها بطريق التظهير، أي يكتب على ظهر الصك ما يفيد تحويله إلى آخر مع التوقيع، وعندئذ يصبح الثاني هو صاحب السهم مباشرة دون الرجوع إلى الشركة<sup>6</sup>.
- 2- أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة المقدمة من طرف المساهم:** وهناك خمسة أنواع للأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم، أولها السهم النقدي<sup>7</sup> وهو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال شركة المساهمة ويدفع المكتتب قيمته نقداً، وثانيها السهم العيني وهو السهم الذي يمثل حصة عينية كعقار أو منقول مادي أو معنوي يقدم إلى الشركة بعد تقديره<sup>8</sup>، وثالثها السهم المختلط وهو سهم يسدد المساهم قيمته عن طريق جزء من النقود والجزء المتبقي عينياً، ورابعاً الأسهم المجانية وتنشأ عند قيام الشركة بتوزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية بدلا من مبالغ نقدية في حالات رسملة الاحتياطات والأرباح المحتجزة، وخامساً حصص التأسيس وتصدرها الشركة عند

1 - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002، ص 11.

2 - عبد الأول عابد بن محمد بسيوني، مرجع سبق ذكره، ص 6.

3 - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 49.

4 - شمعون شمعون، البورصة "بورصة الجزائر"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 22.

5 - طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 11.

6 - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 88.

7 - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سبق ذكره، ص 31.

8 - نفس المرجع أعلاه، ص 32.

تأسيسها وليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك إنما كل ما في الأمر أن لها نصيب من الأرباح ولا تدخل طبعاً حصص التأسيس في رأس مال الشركة<sup>1</sup>.

**3- أنواع الأسهم من حيث علاقتها برأس المال**<sup>2</sup>: تنقسم الأسهم من حيث علاقتها برأس المال إلى أسهم رأس المال وهي الأسهم التي لم يتسلم صاحبها قيمتها الاسمية أثناء حياة الشركة، أو هي الأسهم التي لم تستهلك\* قيمتها، وأسهم التمتع وهي أسهم تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضاً للمساهمين عن الاستهلاك.

**4- أنواع الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها**: تنقسم الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها للمساهمين إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

**4-1- الأسهم العادية**: تمثل الأسهم العادية صك ملكية وهي الأسهم التي لم يقرر لها امتياز على غيرها من الأسهم سواء فيما يتعلق بتقسيم أرباح الشركة، أو فيما يتعلق بقسمة موجوداتها بعد تصفيتها، وحملة هذه الأسهم هم المساهمون العاديون، والأصل أن جميع أسهم الشركة تعتبر أسهما عاديا سواء أكانت اسمية أم كانت لحاملها وسواء أكانت نقدية أم عينية<sup>3</sup>، ويتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية<sup>4</sup>:

- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ولكن بعد استفتاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم (الدائنون وحملة السندات وحملة الأسهم الممتازة) وهذا إذا قررت الإدارة توزيع الأرباح، وحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة.

- حق الحصول على حصة من صافي أصول شركة عند التصفية وبعد استفتاء كافة الحقوق الأخرى، وكذلك حق حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات وأي وقائع أخرى.

- حق التصويت على قرارات الجمعية العامة، وحق الترشح لمجلس الإدارة وفقاً للنظام الأساسي للشركة.

**4-2- الأسهم الممتازة**: تمثل جزء من رأس مال الشركة، والعائد لا يتوقف على تحقيق أرباح والامتياز يأتي من الأولوية لحملة الأسهم الممتازة في الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم الأخرى<sup>5</sup>، والأسهم الممتازة دائمة ومستمرة بسبب عدم وجود تاريخ استحقاق<sup>6</sup>، وتتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية<sup>7</sup>:

\* - ويقصد بالاستهلاك رد قيمة السهم الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة وقبل انقضاءها.

1 - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية 2000، ص 48.

2 - نفس المرجع أعلاه، ونفس الصفحة.

3 - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سبق ذكره، ص 5.

4 - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

5 - محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 47.

6 - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر "أفراد، إدارات، شركات، بنوك، مخاطر الائتمان والاستثمار المشتقات وأسعار الصرف "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 401.

7 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 67.

- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم الأرباح، وليس لها قيمة اسمية محددة إذ قد يصدر السهم الممتاز بفتات؛
- يجب أن يحصل السهم الممتاز على مقسومه قبل حملة الأسهم العادية، كما له أسبقية في موجودات الجهة المصدرة له عند التصفية (طبعاً قبل حملة الأسهم العادية)؛
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية فليس له تاريخ استحقاق معين، إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء؛
- بالإضافة إلى الخصائص السابقة والتي تعتبر رئيسية في كل سهم ممتاز هناك سمات إضافية أخرى يتصف بها في حالة إذا تضمن شروط إضافية، وتتمثل هذه السمات في؛ حق التصويت، حق الإطفاء، حق الاستدعاء، حق التحويل.

**ثالثاً- الاتجاهات الجديدة لأدوات الملكية:** لقد أدت تغيرات البيئة الاقتصادية إلى تحديث أدوات السوق المالية، كون الصناعة المالية كغيرها من الصناعات تستهدف الربح.

**1- الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية:** وبرزت نتيجة التغيرات التكنولوجية وتغير الإجراءات التنظيمية وحالة الركود والانتعاش ومستويات المنافسة.

**1-1 الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية<sup>1</sup>:** الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، ولكن الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.

**1-2- الأسهم ذات التوزيعات المخصصة<sup>2</sup>:** وتصدرها المنشآت التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة ويخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

**1-3- الأسهم العادية المضمونة<sup>3</sup>:** وهي أسهم تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وفي الغالب يباع هذا النوع من الأسهم بعلاوة كتأمين.

**2- اتجاهات جديدة في شأن الأسهم الممتازة<sup>4</sup>:** إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت وحيث أنه قد تم مناقشة النوع الأخير عند مناقشة الأسهم العادية المضمونة فسوف نقتصر هنا على تناول الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزينة على أن يجري التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناءً

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 277.

<sup>2</sup> - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 41.

<sup>3</sup> - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 96.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 28.

على التغير الذي يطرأ على معدل العائد لتلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم يتم تحديد نسبة التوزيعات مسبقاً.

### المطلب الثاني: سندات الدين

تعد السندات من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وتعتبر أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، وهي تتميز عن غيرها من أدوات أسواق الأوراق المالية بخصائص مختلفة وتضم أنواعاً عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيراتها والأسباب والظروف التي أدت إلى إنتاج هذه السندات.

**أولاً- تعريف السند وخصائصه:** ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين<sup>1</sup>، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين وتتميز السندات بخصائص متعددة أهمها<sup>2</sup>:

- 1- إن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت الربحية؛
- 2- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابليتها للاستدعاء من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى وتتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وكلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر؛
- 3- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور؛
- 4- وتخضع السندات بشكل عام إلى القيم الآتية<sup>3</sup>: القيمة الاسمية وهي القيمة التي تثبت على السند المصدر والتي يحسب على أساسها معدل الفائدة الدورية المدفوعة لحامله، وإلى القيمة السوقية (الشرائية) وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول وتعبر عن القيمة الحقيقية للسندات، وإلى القيمة عند الاستحقاق (القيمة الاستهلاكية) وهي تمثل قيمة السند عند حلول أجل الاستحقاق، وقد تكون أعلى من القيمة الاسمية (بعلاوة) أو أدنى (بخصم) أو يستهلك بالقيمة الاسمية؛
- 5- إن جزءاً كبيراً من السندات وليس كلها يتسم بالخصائص التالية والتي تقترب من خصائص الأسهم الممتازة والتي تتمثل في القابلية للاستدعاء، قابلية التحويل إلى أسهم عادية، القابلية للتسديد الجزئي (السنوي)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- B-laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris, 1990 p 18.

<sup>2</sup> - هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2003، ص 110.

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص 104.

<sup>4</sup> - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **مرجع سبق ذكره**، ص 108.

ثانيا- أنواع السندات: وسنتناول في هذا الفرع أهم أنواع السندات.

**1- أنواع السندات:** تتعدد أنواع السندات وفقا لنوعية المخاطر والجهة المحددة للسند والفائدة أو الدخل التي يحصل عليه السند، وفيما يلي عرض لأهم هذه الأنواع.

**1-1- تقسيم السندات بصفة عامة<sup>1</sup>:** وتنقسم السندات بصفة عامة إلى سندات الخزينة وهي تشير إلى السندات التي تصدرها الحكومة وتكون ضامنة لها في الدفع ولا تحمل هذه السندات أية مخاطر ومعدل الفائدة محدد، وإلى السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال وهي السندات التي تصدرها الشركات الخاصة طلبا للاقتراض من السوق وهي متنوعة حسب الفائدة والدخل ودرجة المخاطر، بالإضافة إلى السندات المحلية وهي السندات التي تصدرها الجهات المحلية في الدولة، إقليم، محافظة، وأخيرا السندات الأجنبية وهي السندات التي تصدرها الدول الأجنبية أو المؤسسات الدولية وغيرها.

**1-2- تقسيم السندات باعتبار شكل الإصدار<sup>2</sup>:** تنقسم السندات باعتبار شكل الإصدار إلى سندات لحاملها وهي السندات التي تصدر خالية من اسم المستثمر، فتنقل ملكيتها بطريق الاستلام، ويكون لحاملها الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها، وإلى سندات اسمية وهي السندات الذي تحمل اسم صاحبها، ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة التي أصدرتها، وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، أو مسجلة تسجيلًا جزئيًا.

**1-3- تقسيم السندات من حيث القيمة التي تصدرها السندات<sup>3</sup>:** وتضم السندات التي تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها والسندات التي تباع بقيمة جارية أعلى من القيمة الاسمية، بالإضافة إلى السندات التي تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية، وفيها يكون السند بعلاوة إصدار.

**1-4- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:** تقسم السندات من حيث درجة الضمان إلى:

سندات مضمونة\* وهي السندات التي تقرر لحامل السند حق أو امتياز محدد أو تكون السندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أية مؤسسة مالية أخرى لضمان الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها، وإلى السندات غير مضمونة وهي السندات غير مضمونة بأصل أو جهة محددة.

**1-5 - أنواع السندات من حيث أجل الاستحقاق<sup>4</sup>:** وتنقسم السندات من حيث أجل الاستحقاق إلى ثلاثة أنواع، سندات قصيرة الأجل وهي السندات التي يمتد أجلها إلى سنة، وإلى سندات متوسطة الأجل، وهي السندات التي يمتد أجلها إلى عشرة سنوات، وأخيرا سندات طويلة الأجل وهي السندات التي يمتد أجلها إلى أكثر من 10 سنوات.

\* - تلجأ المنشأة إلى إصدار هذه الأوراق تقاديا للشروط والضمانات التي تطلبها البنوك في حالة توفير هذه الأموال عن طريق الاقتراض، وخاصة أن من حق هذه المنشأة استدعاء هذه الأوراق بمعنى أن هذه الأوراق عادة ما تكون قابلة للاستدعاء أي إجبار حاملها على عملية التحويل.

1 - حسان خضر، تحليل الاسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد: 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس، 2004، ص 08.

2 - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 103.

3 - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، الجزائر، ص 75.

4 - ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 34.

- 1-6- تقسيم السندات من حيث العائد**<sup>1</sup>: تنقسم السندات من حيث توزيع الأرباح إلى: سندات ذات كوبون (عائد) ثابت، يتم دفعه مرة أو مرتين في السنة على أساس هامش ربح يضاف إلى مؤشر محلي أو مالي يتعارف عليه، وتعرض هذه السندات لمخاطر تقلبات سعر الفائدة، ومخاطر التضخم، وإلى سندات ذات كوبون متغير، وتشمل هذه السندات المشاركة في الأرباح والسندات التي ترتبط بعوائدها بأرقام قياسية معينة، والسندات التي ترتبط بعوائدها بالارتفاع والانخفاض في سعر الذهب.
- 1-7- تقسيم السندات من حيث أسلوب السداد**<sup>2</sup>: وتنقسم إلى سندات السداد عند الاستحقاق، وسندات السداد قبل تاريخ الاستحقاق أي السندات القابلة للاستدعاء، وإلى السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- 2- مخاطر السندات**: تتأثر التدفقات النقدية التي يحصل عليها حامل السند بمجموعة من العوامل منها<sup>3</sup>:
- 1- مخاطر أسعار الفائدة**: إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة في السوق وإذا حدث وارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند وكانت لحامل السند رغبة في بيعه فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الاسمية للسند، الأمر الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند، وأيضاً إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلباً، فإن المخاطر المقترنة بجائزة السندات تزداد ومن ثمة تصبح أصولاً أقل جاذبية.
- 2- مخاطر إعادة الاستثمار**: تشير مخاطر إعادة الاستثمار إلى تلك المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الإسمية التي يستردها عند الاستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند، وكلما كان السند قابل للاستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الاستثمار فغالبا ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى هذا الإجراء عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي اتخذ قرار شراء السند على أساسها، ليس هذا فقط بل يقوم بإعادة استثمار المبلغ الذي يتحصل عليه الاستدعاء عند سعر فائدة منخفض.
- 3- مخاطر الائتمان (مخاطر التوقف عن السداد)**: تظهر هذه المخاطر عند فشل المنشأة المصدرة في مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات (دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الاستحقاق) وهذه المخاطر يمكن التنبؤ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد وقياس الجدارة الائتمانية للمنشأة المصدرة للسندات.
- 4- مخاطر السيولة\***: تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه وذلك بالبيع في أي وقت وبسعر مناسب، وعليه كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر سوقي مناسب كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر سيولة السند.

\* - سيولة الورقة المالية هي القدرة على تحويلها إلى نقد قانوني في أقل وقت ممكن وبأقل التكاليف.

1 - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 53.

2 - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص 74.

3 - بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية) ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وبنوك، جامعة حسنية بن بوعلی بالشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007، ص 38.

ثالثاً- الاتجاهات الجديدة في السندات: من أهم هذه الإتجاهات الجديدة ما يلي<sup>2</sup>:

- 1- سندات لا تحمل معدل كوبون : تباع بخخص القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.
- 2- سندات ذات معدل فائدة متحركة : وهونوع استحدث لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات.
- 3- السندات ذات الدخل: ويحصل حاملها على الفائدة منها فقط في حالة تحقيق المنشأة للأرباح.
- 4- السندات الرديئة: هي السندات المتواضعة الجودة أستخدمت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق.
- 5- سندات المشاركة: تعطى للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنظمة.
- 6- الأوراق المالية القابلة للتحويل: وتتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة وتعطى فيها الحق لحاملها في اختيار تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، وإضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها .
- 7- صكوك الشراء اللاحقة : وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه وهذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذه هذه العملية.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

وتعرف المشتقات المالية على أنها أدوات مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد مالي أو مؤشر ما، وهذا السعر أو المعدل يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي، أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات، ويتضمن العقد في أغلب الأحيان على كل أو بعض الجوانب الآتية: الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد، أو يحدد الكمية التي يطبق عليها السعر وعلى وقت سريان العقد، ويندرج المستثمرون في أسواق الأوراق المالية تحت الشرائح الآتية: المتحوظون، المضاربون، المراجحون، وتتمثل أهم عقود المستقبلات فيمايلي:

أولاً- عقود الخيارات: تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها والتي يريد شراءها أو بيعها في المستقبل.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 285.

**1- مفهوم عقد الخيار:** يعرف حق الاختيار بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية (وربما العملات أو السلع أو المؤشرات... الخ) من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تقضى بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو أن التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد<sup>1</sup>.

**2- خصائص عقود الخيار:** ويمكن تلخيص خصائص عقود الخيار فيما يلي<sup>2</sup>:

- أن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وثن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الاختيار والتزمت بتنفيذه؛
- عند ممارسة الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار؛
- في حالة عدم ممارسة الحق فإن صاحب الحق يحسّر ثمن الخيار فقط؛
- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة تكون عادة ثلاثة أشهر؛
- عقد الخيار قابل للتداول فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد؛
- تمتاز عقود الخيار بأن أقصى ما يتحمله صاحبها من خسارة هو ثمن الخيار في نهاية مدة العقد، ويمكن عقد الخيار صاحبه إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلى قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

**ثانيا- عقود المستقبلية:** تمثل عقود المستقبلية أحد أدوات الإستثمار الحديثة وستعرض لتعريفها وأهم خصائصها فيما يلي:

**1- تعريف عقود المستقبلية:** تعرف العقود المستقبلية بأنها عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع لكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التعديلات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم، وتمثل أهم الأطراف الرئيسية للعقود المستقبلية في المشتريين والبائعين أو المضاربين المستثمرين الراغبين في التغطية،

**2- خصائص عقود المستقبلية:** تتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة نذكر منها<sup>3</sup>:

- إن لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المسلم للأصل الاستثماري والأخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وغالبا مالا يعرف أحدهما الآخر، ويتم التبادل من خلال بيوت التصفية؛
- إن عقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظمها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا، ويمكن إلغاء أو تعديل هذه العقود بسهولة وقبل وقت التسليم؛

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 309.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 440.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 152.



- يقوم متاجرو المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي كضمان لاستيفاء التزاماتهم وهو يمثل غالباً نسبة قليلة لا تتجاوز خمسة في المائة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلات؛  
- تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلات لأغراض المضاربة؛  
- إن أسعار عقود المستقبلات ترتبط مباشرة بأسعار الأصول الاستثمارية وخاصة في الأسواق النقدية التي توفر فرص الربحية وتقل فيها المخاطر.

ثالثاً- مفهوم عقود الآجلات وخصائصها: تمثل عقود الآجلات أحد أدوات الإستثمار الحديثة وستعرض لتعريفها وأهم خصائصها فيما يلي:

**1- تعريف عقود الآجلات:** وهي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً، ويظهر هنا سعران، أحدهما يعرف بسعر التسليم أي السعر السائد، والسعر الآخر يعرف بالسعر الآجل، ويتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابتاً والسعر الثاني يكون قابلاً للتغيير<sup>1</sup>.

**2- خصائص العقود الآجلة:** تتسم العقود الآجلة بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

- إن إبرام العقد يتوقف على القدرة التفاوضية بين طرفي العقد (المشتري والبائع) لذلك لا تحمل صفة المعيارية، وبذلك فهي تتمتع بمرونة لأطراف التعاقد.

- تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة مخاطر الائتمان ومخاطر العجز عند السداد، كما أنها تتميز بصعوبة التسجيل مقارنة بالعقود المستقبلية

- تتحقق قيمة العقد الآجل عند انتهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات عند بداية التعاقد أو خلاله.

رابعاً- عقود المبادلات: تعتبر عقود المبادلات إحدى أدوات تغطية المخاطر وستعرض إلى تعريفها وأهم خصائصها فيما يلي:

**1- تعريف عقود المبادلات:** تمثل عقود المبادلات أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداماً، وتعرف بأنها عقود تشبه العقود لاحقة التنفيذ؛ ومعنى ذلك أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا تتم يومياً كما هو الحال في عقود المستقبل، بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة، وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح والخسائر في عقود المبادلات على أنها أرباح وخسائر ورقية<sup>3</sup>. ويوجد طرفين أساسيين في عقد مبادلة أسعار الفائدة هما<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 154.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 133.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 377.

<sup>4</sup> - محمد صالح الحناوي، دليل المستثمر المصاحب لكتاب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997، ص 172.

- أ- مشتري عقد المبادلة ويطلق عليه دافع الفائدة الثابتة ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع سعر الفائدة في المستقبل.
- ب- محرر عقد المبادلة، ويطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل.
- ويرغب المشتري والمحرر في المشاركة في عقد المبادلة لأن كل منهما يحتاج من خلال عقد المبادلة ضد المخاطر التي يتوقع أن يتعرض لها في المستقبل.
- 2- خصائص عقود المبادلات:** ومما دفع المستثمرين وأصحاب المصالح المرتبطة إلى الاهتمام بعقود المبادلات هو ما تتميز به هذه العقود من خصائص هامة نذكر منها<sup>1</sup>:
- المقايضة بين طرفين مع إمكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر ائتمانية غير متعادلة مثل مصرف ما مقابل رسم قليل بغرض إجراء الترتيب والمتابعة؛
  - المقاصة حيث تشمل عوائد الأطراف الثلاثة معا.

### المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات السائدة لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام وسوق الأوراق المالية بشكل خاص لا بل أن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها لتعكس واقع البيئة ذات العلاقة وآفاقها المستقبلية خدمة للمستثمر وحماية للاقتصاد الوطني وتنشيطه.

#### المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق، صيغها ومتطلباتها

يعرف السوق الكفاء بأنه السوق الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق والقيمة الحقيقية للورقة هي المبلغ الذي يحصل المستثمر عليه أو يدفعه مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها.

**أولاً- سوق الأوراق المالية بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:** ترتبط كفاءة سوق رأس المال بكفاءة تدفق المعلومات بشكل يضمن الشفافية والدقة والسرعة لتقليل حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات.

**1- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:** إن تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يتطلب أن تتوفر مجموعة من الشروط أهمها<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 173.

- 1-1- عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث تفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها.
- 1-2- توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة.
- 1-3- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار.
- 1-4- يتمتع المستثمرون بالرشد الاقتصادي وهدفهم السعي إلى تعظيم المنفعة الخاصة لكل واحد منهم.
- 1-5- وجود كل من المؤسسات المالية، الهيئات الرقابية التي تعمل على حماية المستثمرين، بيوت الخبرة، صناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار و يشترط أن تعمل كل هذه المؤسسات بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه. تطمح أغلب الأسواق المالية الوصول إلى تطبيق هذه الشروط، إذ أنها تعد شروط مثالية لعمل السوق المالي، وتختلف درجة الابتعاد عن هذه الشروط من سوق لآخر ومن دولة إلى أخرى وبأهمية نسبية متباينة نظرا لاختلاف الواقع التنظيمي والتشريعي لكل سوق مالي وميكانيكية عملية التبادل للأوراق المالية، إضافة إلى اختلاف طبيعة المتعاملين وكلفة التعاملات في الأوراق المالية وحجم الاقتصاد ودرجة الانفتاح الاقتصادي ومدى استخدام وتطبيق تكنولوجيا المعلومات في التعامل.
- إن واقع حال التعامل مع هذه الأسواق والذي يستند على فرضية أساسية وهي رغبة المستثمر نحو تعظيم منفعته الخاصة وتحقيق أعلى ربح يجعل من عملية الوصول إلى المثالية في تطبيق الشروط عامل مهم جدا، حيث أن هدف تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هو الطريق الأفضل لحماية المستثمرين وسمعة السوق والاقتصاد الوطني. لا بد من الإقرار بأن منطق الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي تعترف بأنه من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثارها على أسعار السوق، وذلك يؤدي إلى انحراف القيمة السوقية للأوراق المالية عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت، وهذا يعني أن المستثمرون في سباق نحو الحصول على البيانات والمعلومات لتحقيق أرباح خلال فترة الانحراف المذكورة .
- انطلاقاً مما سبق نستطيع أن نعرف السوق المالي الكفؤ "هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني، بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة."<sup>2</sup>
- وحتى يمكن أن نصف السوق المالي بالكفاءة، يجب أن تتوفر فيه المقومات الأساسية للسوق من حيث العمق والاتساع أي وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء ومستعدة للتداول بأعلى الأسعار وأدناها لمنع التغيرات الكبيرة

<sup>1</sup> - دريد آل شبيب، وعبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، حالة شركة وورلدكم الأمريكية (WORLDKOM)، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، بعنوان استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديفيا/من 15-2005/03/16، ص7.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص 42

في أسعار الأوراق المالية، والاستمرار في تداول الأوراق المالية على مدار الساعة، وأن تتوفر العدالة في السوق المالي، ونقصد بالعدالة هي عدالة توفر المعلومات بنفس الكيف وبنفس الوقت إلى كافة المتعاملين في السوق، وعدم فسح المجال لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين بشكل مستمر، وارتفاع طلبات أوامر الشراء والبيع مع وجود عرض متنوع من الأوراق المالية في السوق، أي وجود بائعين ومشتريين لهذه الأوراق وأن تعرض على جميع المستثمرين والمتعاملين فيه، مع زيادة عدد ونوعية المتعاملين في السوق، فكلما كان عدد المتعاملين كبير كلما أدى ذلك إلى زيادة النشاط في السوق والعكس صحيح، وكذلك الحال بالنسبة لنوعية المتعاملين وتوفر الخبرة والاختصاص والكفاءة للمتعامل الجيد يساعد على الوصول إلى تحقيق أسعار حقيقية للأوراق المالية والعكس صحيح.

## 2- أسباب عدم كفاءة السوق المالي: وتتمثل أهم هذه الأسباب فيما يلي:<sup>1</sup>

2-1- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.

2-2- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، وتفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذا تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.

2-3- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة.

2-4- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعاً وشراءً وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها حركات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.

## ثانياً- الصيغ المختلفة لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية: وتتمثل فيما يلي:

1- **الصيغة الضعيفة<sup>2</sup>**: يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي.

2- **الصيغة متوسطة القوة**: ويقضي هذا الفرض بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في سعر السهم وحجم تعاملاته، بل تعكس كذلك المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات، ومن

<sup>1</sup> - دريد آل شبيب، وعبد الرحمن الجبوري، مرجع سبق ذكره، 2005، ص8.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص403.

الأمثلة على تلك المعلومات ما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع مستثمر حتى لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل لأن السعر الحالي للسهم يعكس بالفعل تلك المعلومات، ومن ثم يصبح تحقيق المستثمر لأرباح غير عادية مرهون فقط بقدرته على الحصول على معلومات جديدة غير متاحة للآخرين، وباختصار يمكن القول أن هذه الصيغة عبارة عن أسواق تنعكس فيها كل المعلومات المتاحة المعلن عنها على أسعار الأوراق المالية، ولهذا لا يوجد شيء يؤدي إلى تعاملات مربحة من خلال استخدام مصادر المعلومات العامة<sup>1</sup>.

**3- الصيغة القوية<sup>2</sup>:** تقتضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة؛ أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه؛ مثل إدارة المنشأة المصدرة وكبار العاملين فيها، والمعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى لو كان هو نفسه رئيس مجلس الإدارة للمنشأة المصدرة للأسهم.

في الأخير إن الدراسات الميدانية قد كشفت عن صعوبة الجزم بأن السوق كفاء على مستوى الفرض القوي أو مستوى الفرض متوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة، مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحدياً للمتمهين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين، نقصد مديري الاستثمار في المؤسسات المالية، وأمام هؤلاء فرصة مواتية للبحث عن استراتيجيات للاستثمار يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك، وفي هذا الصدد يقترح امبتشير Ambachtsheer ضرورة أن يكون الأساس في استراتيجيات هؤلاء هي البحث عن الأسهم التي فشل السوق في تسعيرها عند قيمتها الحقيقية، أي تلك الأسهم التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغي<sup>3</sup>.

**ثالثاً- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:** تدل الشواهد على أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات، غير أننا لازلنا حتى الآن غير قادرين على تحديد أبعاد كفاءة السوق، وفي هذا الصدد يشير فرنسيس وساميلس وولكس إلى أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد الإنتاجية المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق دورين هما<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 436.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 510.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 405.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 182.

أ- الدور المباشر: ويقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم شركة ما فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقلة وهذا يعني أن الشركات التي تتاح لها فرصة استثمار واحدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية.

ب- الدور غير المباشر: فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة، والذي يعد بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، ومن ناحية أخرى يتوقع أن تواجه الشركات التي لا يتوفر لها فرص مواتية للاستثمار صعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم وحتى إذا تم ذلك نادرا ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم مما يعني حصيلته إصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال، وإذا ما لجأت مثل هذه الشركات إلى الاقتراض كمصدر بديل مكمل، فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع.

ولكي يحقق رأس المال هدفه المنشود المتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوافر فيه سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

**1- كفاءة التسعير<sup>1</sup>:** وتسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بشكل عادل- وأن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره- وفي ظل السوق الكفء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.

**2- كفاءة التشغيل:** و يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية لسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي الصناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش الربح مغال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل<sup>2</sup>، وحتى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

<sup>1</sup> - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص33.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص50.

## المطلب الثاني: علاقة تحليل المعلومات بمفهوم الكفاءة

إن المعلومات بأشكالها المختلفة تلعب دورا حاسما في تشكيل سوق الأوراق المالية إلى درجة أننا يمكن أن نقول بأن المعلومات هي بمثابة البناء التحتي للسوق خاصة إذا تم تحليل هذه البيانات عن طريق التحليل الأساسي والتحليل الفني، وسنحاول فيما يلي توضيح العلاقة بين تحليل المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً- المعلومات وأهميتها في تسعير الورقة المالية: تعد المعلومات من أهم الأركان السائدة لنجاح وتطور بورصات الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد.

**1- نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية:** في ظل السوق الكفء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة، ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة.

تتمثل أهمية المعلومة بشكل كبير في السوق الكفء والتي تمثل مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة الملائمة وتوفيرها في الوقت المناسب، والشمول والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل إنسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية.

إن المعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط" وكنتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، محبة الباحث، العدد: 07، 2010/2009، ص 183.

- 1-1-1- كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها:** كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، التوقيت والموضوعية.... إلخ.
- 1-2- زمن الإفصاح عن المعلومات:** حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قرارهم، لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميه، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين.
- 1-3- كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف الحاسبة بأنها نظام معلومات متكاملة، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية... إلخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي، وأن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم. ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركة للأموال بنشر البيانات لقوائمها المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية عن طريق:
- 1- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة؛
  - 2- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة؛
  - 3- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية؛
  - 4- تقييم أداء شركات السمسرة في الأوراق المالية؛
- وتتمثل مصادر المعلومات المالية فيما يلي<sup>1</sup>:
- 1- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها أرباحها... إلخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.
  - 2- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
  - 3- المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.
  - 4- قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر " on line " للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم " دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر " التي تتيح المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، ومعارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص184.



**2- التحليل الأساسي :** إن طريقة عمل المحلل الأساسي تشمل تحليل البيانات المالية للشركة ومنافسيها والحالة الاقتصادية والتصرفات الحكومية التي ربما تؤثر على الشركة بالإضافة إلى عوامل أخرى ربما تؤثر على القيمة المستقبلية لأسهم الشركة العادية، ويتجاهل المحللون الأساسيون التأرجح قصير الأجل والذي لا يمكن التنبؤ به والذي يغير السعر الجاري لأسعار الأسهم السوقية باستمرار<sup>1</sup>، ومعنى آخر ينصرف الأساسيين إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى مستويات متعددة، كلية وقطاعية وجزئية للمنشأة بهدف التعرف على عائدها المتوقع والمخاطر المصاحبة لذلك، وهو ما يمثل مادة حساب القيمة المحورية للورقة المالية<sup>2</sup>.

ويتوقع أن يؤدي التحليل الأساسي للأوراق المالية إلى جعل الأسواق أكثر كفاءة، فالمستثمرون الذين يقومون بهذا التحليل يبذلون الجهد في تقييم المحددات المختلفة لقيم الأوراق المالية ويستخدمون هذه المعرفة في التعرف على الأوراق المالية ذات الخلل السعري، وبشراء أوراق مالية بسعر أقل من قيمتها العادلة وبيع أوراق مالية بسعر أعلى من قيمتها العادلة، فإن هؤلاء المستثمرون يدفعون السعر ناحية السعر العادل وبالتالي تحسين كفاءة السوق<sup>3</sup>.

**3- التحليل الفني:** ونقصد به دراسة حركة السوق من الرسومات البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً، ومعنى أوسع تتحرك سوق الأوراق المالية في اتجاهات معينة، تتحدد وفق تغير مدارك ومواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية والسيكولوجية، إذن التحليل الفني ما هو إلا فن لتعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، وذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول مسار الأسعار في اتجاه آخر<sup>4</sup>.

**ثانياً- ارتباط تحليل المعلومات بكفاءة السوق:** يلاحظ من خلال ما سبق، أن التحليل الأساسي ينصرف نحو المستقبل في إجراءاته، في الوقت الذي يذهب فيه التحليل الفني إلى الماضي، كما أن التحليل الأساسي يركز على تحديد القيمة الحالية (المحورية) للورقة المالية، بينما يهتم التحليل الفني بتوقيت قرار البيع أو الشراء للورقة، أما بالنسبة لارتباط كل من التحليلين بكفاءة السوق، فيلاحظ بأن التحليل الأساسي يعترف بالشكل الضعيف لفرضية السوق الكفاء التي تقضي بأن قيمة الورقة في أي لحظة تعكس البيانات التاريخية (الشائعة) حيث يمكن توقع قيمة الورقة من خلال المعلومات الواردة للمستثمر من مصادرها، ولكن قد لا يتفق التحليل الأساسي مع الشكل شبه القوى والقوي لفرضية كفاءة السوق والتي تركز على المعلومات التاريخية والحالية والخاصة، أما التحليل الفني فهو لا يكثر بالشكل الضعيف لكفاءة السوق، إذ يقوم على فكرة أن قيمة الورقة يمكن تحديدها استناداً إلى معلومات تاريخية، وبالتالي فهو لا يعترف بأن السعر يعكس المعلومات التاريخية في ذاته في ظل فرضية الكفاءة بالشكل الضعيف.

<sup>1</sup> - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 92.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 288.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي، دليل المستثمر المصاحب لكتاب أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية مرجع سبق ذكره، ص 72.

<sup>4</sup> - عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، طبع بشركة البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الخامسة، 2006، ص 47.

ثالثاً- علاقة السيولة بسوق الأوراق المالية وبكفاءته: يقصد بسيولة سوق الأوراق المالية سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة وثمة خصائص إذا توفرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي: <sup>1</sup> عمق السوق، اتساع السوق، سرعة استجابة السوق. وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات لعل أهمها:

1- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها، بالإضافة إلى تسجيل الأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول عن معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها.

2- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، هذا من جهة السيولة أما فيما يخص الكفاءة في سوق الأوراق المالية فإنها تتوقف على مدى كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة، ومن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات تتمثل في التأخير في نشر المعلومات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين واعتمادهم على مصادر أخرى أسرع، وفي عدم كفاية المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

### المطلب الثالث: مؤشرات قياس حالة السوق

يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق أو متوسطات السوق وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة والتي تهتم بالنواحي المالية وتعتبر مؤشرات السوق عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية وذلك على أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين.

أولاً- ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية: ويعرف المؤشر على أنه قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعا وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل <sup>2</sup>، أي هوتقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أوقطاع إقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى <sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، مرجع سبق ذكره، 2006، ص164.

<sup>2</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص35.

<sup>3</sup> - P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, 1996, p : 09.

ويقاس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق حيث يقوم على عينه من أسهم المنشأة التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه، لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء فضلا عن الباحثين.

وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة الممثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المنشآت المشاركة في السوق، أو من المنشآت المشاركة في القطاع، لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا<sup>1</sup>، حالة سوق الأسهم بأكملها، حالة سوق الأسهم لصناعة (قطاع) معين، حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة، حالة سوق الأسهم لإقليم معين، وطالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم فضلا عن ذلك أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية<sup>2</sup>.

إن تعدد أنواع المؤشرات واختلافها من بورصة إلى أخرى، يؤدي حتما إلى وجود جملة من القواعد والطرق من أجل تشكيلها وحسابها، وفي هذا الصدد يمكن توضيح هذه الطرق كما يلي<sup>3</sup>:

أ- اختيار العينة المناسبة من القيم المتداولة: من الواجب معرفة اختيار مجموعة القيم المتداولة التي سوف يتم استعمالها في حساب المؤشرات، وينبغي على هذه المجموعة أو العينة أن تكون ملائمة، ولكي تكون كذلك عليها أن تستوفي العناصر التالية:

- الحجم: هذا يعني أنه كلما كان عدد الأوراق المالية كبير، كلما كان المؤشر يمثل وضعية سوق البورصة أحسن تمثيل.

- الاتساع: يراد القول بالاتساع، أن تغطي العينة المختارة القطاعات الاقتصادية المكونة للسوق البورصية، والعينة الملائمة هي التي تغطي هذه القطاعات في حالة ما إذا كان المؤشر يخص دراسة حالة السوق البورصية بأكملها دون تحيز، أما إذا كان المؤشر يختص بقطاع معين، عندها تقتصر العينة الملائمة على الأوراق المالية للمؤسسات المكونة لهذا القطاع.

- المصدر: نعي بالمصدر السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية بأسعارها المكونة للمؤشر، فإذا كانت الأوراق المالية المتداولة في بورصة نيويورك مثلا، فإن حساب قيمة المؤشر "داوجونز" على سبيل المثال، تكون على أساس الأسعار المعلنة في تلك البورصة.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 298.

<sup>2</sup> - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 37.

<sup>3</sup> - لعبادي نسيم، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2004، ص 84.

ب- الأوزان النسبية لمكونات العينة المختارة: يراد القول بالأوزان هنا، القيمة النسبية المعطاة للسهم داخل العينة المكونة للمؤشر، وتوجد ثلاث أسس يمكن على إثرها تحديد الوزن النسبي، وهي:

- الوزن على أساس السعر: يتم تحديد وزن السهم على أساس السعر بصفة آلية على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر، ويعرف هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر.

- الوزن على أساس قيم متساوية: وفقا لهذا الأساس يتم إعطاء قيم متساوية لكل سهم موجود داخل المؤشر، فإذا كان المؤشر يتكون من "ن" سهم وبأسعار مختلفة، وأن قيمته المطلقة في سنة الأساس "س"، فكل من الأسهم وفقا لهذا المدخل يقدر بـ: س/ن. وبتعبير آخر فإن المستثمر وفقا لهذا الأساس سوف يساوي بين مبلغ استثماراته في نوع من الأسهم المكونة للمحفظة المالية.

- الوزن على أساس القيمة: يتحدد الوزن النسبي للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لمجموع الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في مؤشر، كما تحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة في هذا المؤشر، وبهذا لم يعد سعر السهم المحدد الوحيد للوزن النسبي مثل الوزن على أساس السعر، ونشير إلى أن الوزن على أساس القيمة عيبه هو تحيزه للتغير في سعر السهم والتباين في حجم المؤسسات خاصة الكبيرة، منها الذي ينتج عنه تغير في القيمة المطلقة للمؤشر أو العائد المتولد عنه.

إن مقارنة الأسس الثلاث لتحديد الأوزان النسبية للأسهم، تظهر أن النتائج المتوصل إليها تكون مختلفة، لذا يجب على المستثمر أن يدرك الأسس التي تحسب على أساسها المؤشرات ليتمكن من مقارنة أداء محفظة مالية ما بأداء محفظة السوق، الأمر الذي يتطلب منه حساب عائد المحفظة بنفس الطريقة التي يحسب بها عائد المؤشر محل المقارنة، وأن يضيف عائد توزيعات الأسهم التي يتكون منها المؤشر إلى العائد الناتج عن التغير في أسعار السهم ليصل إلى العائد الكلي للمؤشر.

ج- حساب المؤشر: إن وجود طريقة سهلة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر تعتبر من أهم متطلبات تشكيكه أو بناءه، ويمكن تصنيف الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر كما يلي:

- مؤشرات تحسب على أساس الأرقام القياسية أو المتوسط الحسابي، والملاحظ أن معظم المؤشرات تحسب على أساس المتوسط الحسابي.

- مؤشرات تحسب على أساس المتوسط الهندسي لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، والملاحظ أن قليل من المؤشرات البورصية يحسب بهذه الطريقة.

وفي الأخير نذكر أهم أنواع المؤشرات على المستوى العالمي<sup>1</sup>:

- مؤشر **Dow Jones**: يصدر لمتابعة سلوك البورصة، يتكون من أوراق ومستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح وتوزيعات في بورصة نيويورك، وهو يعتبر من أقدم المؤشرات.

<sup>1</sup> - لعبادي نسيم، مرجع سبق ذكره، ص 86.

- مؤشر **SP 500**: يقيس هذا الأخير الأداء الاستثماري للأفراد والجماعات ويحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة ما بين الصناعة وخدمات النقل والبنوك والتأمين حيث تمثل 80 في المائة من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.
- مؤشر **CAC**: هو مؤشر بورصة باريس، يقيس التغيير في السوق ويحسب طبقاً لأسهم 244 شركة ويمثل 85 في المائة من بورصة باريس.
- مؤشر **Financial Time**: هو مؤشر بورصة لندن، ويعتبر من أشهر المؤشرات في العالم، يقيس التغيير في متوسطات قيمة الأسهم لـ: 30 شركة كبرى صناعية وتجارية التي تقود السوق.
- مؤشر **NIKKEI**: هو من المؤشرات الرئيسية في بورصة طوكيو، يحتوي على أوراق مالية لـ: 225 شركة تمثل 70 في المائة من الشركات الكبرى في سوق طوكيو.
- مؤشر **DAX**: هو مؤشر في بورصة ألمانيا، يحتوي على أوراق 30 شركة قوية.

ثانياً- المتغيرات التي تؤثر على سوق الأوراق المالية: تؤثر على أداء البورصة مجموعة من المتغيرات أهمها:

- 1- المتغيرات الاقتصادية الناتجة عن اختلال الميزان التجاري وزيادة عجز الموازنة وزيادة عبء الدين الخارجي على الدولة، والمتغيرات المالية كارتفاع الفائدة على الودائع في البنوك وانخفاض قيمة العملة الوطنية وزيادة عبء الدين الداخلي وانخفاض مقدرة المواطنين على الادخار والاستثمار وعدم توفر وعي استثماري لدى المواطن وتزايد معدلات التضخم والأسعار.
- 2- المتغيرات السياسية الناتجة عن عدم الاستقرار السياسي للدولة وانحدار علاقة الدولة السياسية والاقتصادية بالدول الأخرى والتزاعات الداخلية، والمتغيرات النفسية والسلوكية هي التي يترتب عليها تصرفات غير مسؤولة لدى المستثمرين تساعد على انهيار أسعار الأوراق المالية في السوق.
- 3- المتغيرات الفنية وهي التي يترتب عليها ارتفاع أسعار الأوراق المالية لمستوى أعلى من القيمة الحقيقية لها كنتيجة لعمليات المضاربة عليها وسرعة تأثير وتأثر بورصات الأوراق المالية ببعضها البعض كنتيجة لتقدم وسائل الاتصالات بجانب التلاعب في برامج الحاسب الآلي أو الخطأ في تشغيلها بأوامر بيع أو شراء غير حقيقية.

ثالثاً- استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية: لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة أهمها:

- 1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

**2- الحكم على أداء المديرين المحترفين :** وفقاً لفكرة التنوع (Naïve Diversification)، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، وأن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف هو الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق .

**3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق :** إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي )، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق .

**4- تقدير مخاطر المحفظة:** ويمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

#### المبحث الرابع: ماهية الأسواق المالية الناشئة وأثارها على اقتصاديات الدول النامية

تعرف الأسواق الناشئة على أنها تلك الأسواق المتواجدة في الدول منخفضة الدخل ومتوسطة النمو، وقد بدأت في القيام بعمليات النمو في الحجم والتغير والتعدد، وتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، وهذه الأسواق ظهرت استجابة للطلب المحلي على رؤوس الأموال وكذا نتيجة لرغبة العديد من المستثمرين المحليين والأجانب لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نمواً، حيث أتاحت عمليات الإصلاح في هذه الدول النامية وكذا تلك التي تمر بمرحلة انتقالية إلى جانب عوامل دفع أخرى إلى ظهور طرق جديدة لحدوث تدفقات مالية إلى مجموعة من الدول النامية التي أصبحت تعد كعامل رئيسي لنمو الأسواق المالية الناشئة.

#### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة

ومن أجل توضيح مفهوم الأسواق المالية الناشئة سنحاول التطرق في هذا المطلب إلى تعريف الأسواق المالية الناشئة والأساس التي يتم عليه تصنيفها بأنها ناشئة، والمراحل التي تمر بها أثناء تطورها، وفي الأخير نتطرق إلى محددات نمو هذه الأسواق لكون أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا تنتمي إلى هذه الأسواق.

**أولاً- تعريف الأسواق الناشئة:** يقصد بالأسواق الناشئة الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق

<sup>1</sup> - وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003، ص91.

التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل: عدد الشركات الجديدة، القيمة السوقية للأسهم، حجم الأموال المتداولة، وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية.

ويطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية<sup>1</sup> التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة **Stangart and poor** إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل:

- أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.
- أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام.
- لقد كان تعريف **Stangart and poor** للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات ناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار كحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تخفيف الإحصاءات الخاصة، بالناتج المحلي الخام يلزمها الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة، لتجاوز هذا الضعف لجأ **poor Stangart and** إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاثة الأخيرة لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي.

الميزة الثانية للأسواق الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه فتكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ: 25 في المائة الأولى من الأسواق المضيفة وفق هذا المعيار، وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، وكما يلاحظ فإن هذا المعيار الأخير يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدودا للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار الأجنبي، مراقبة رأس المال تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق والتشريعات تقيد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي، تعتبر عموما أسواقا ناشئة، وفقا لهذا التعريف نجد أن قاعدة معطيات الأسواق الناشئة توفر مؤشرين للسعر والعائد، المؤشر العام **I F C**

<sup>1</sup> - سامية زيطاري ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية الجزائرية مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم 2004، ص 44.

G منذ عام 1981، ومؤشر قابلية للاستثمار I FIC وذلك منذ مارس 1993، إن هذه القاعدة توفر وسيلة جيدة لتقسيم أداء الأسواق الناشئة، وذلك لاعتمادها على بنية معطيات موحدة، بينما كانت الأسواق الناشئة تقوم بحساب مؤشراتهما على أسس تختلف من بلد لآخر وبطرق مختلفة.

إن أهمية تحليل الأسواق الناشئة تتركز على عوامل وحركة المؤشرات على مستوى الدولة أو على مستوى المنطقة، وفي هذه الحالة يكون التحليل على مستوى القطاعات الصناعية ووسيلة ضرورية لتقييم اختيار المحافظ على المستوى العالمي، استجابة لهذه الحاجة يوفر Stangart and poor منذ 1991 مؤشرات حسب القطاع وحسب الصناعات، وهذا في كل من المؤشر العام ومؤشر القابلية للاستثمار إلى جانب الأسواق الناشئة هناك أيضا ما يعرف بالأسواق الحدودية، وهي أسواق صغيرة نسبيا، وغير سائلة حتى بمقاييس الأسواق الناشئة، وتكون فيها المعلومات عادة أقل وفرة من الأسواق الأخرى، بحسب مؤشر Stangart and poor، كما أنها تعتبر أسواقا غير قابلة للاستثمار ولوأنها قد تكون مفتوحة للأجانب، من بين الدول العربية المنتمة لهذه الأسواق نجد تونس ولبنان.

**ثانيا- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة<sup>1</sup>:** إن مما يساهم في تطوير عمليات الأسواق الناشئة هو تدفق المعلومات واحترام شروط الإفصاح ووجود تدقيق الحسابات ومحاسبة وفقا للمعايير المعمول بها دوليا وكذا وجود مؤسسات قياس الجدارة الائتمانية، فالأسواق الأكثر نضوجا في الدول الصناعية الكبيرة تتمتع بإطار مؤسسي ملائم لكسب ثقة المستثمرين ولضمان تعاملات تنافسية بين المستثمرين، فهذه الأسواق تكون واسعة السيولة والتداول فيها مرتفعان، ويلعب القطاع الخاص دورا مهما في الاقتصاد، كذلك تكون المعلومات متوفرة بشكل واسع ومستوى التقارير والإفصاح عن المعلومات عالي .

وإذا ما أخذت هذه المعايير بعين الاعتبار فيمكن تصنيف أسواق رأس المال الناشئة إلى أربعة مراحل حسب

درجة تطورها **papaioannou and durke (1993)** وتتمثل فيما يلي:

**1- المرحلة الأولى:** ويكون في هذه المرحلة عدد قليل من المؤسسات المدرجة في البورصة، رسملة السوق تكون منخفضة ويكون التركيز القطاعي للشركات عاليا، السيولة منخفضة والإطار المؤسسي بدائيا نسبيا، في هذه المرحلة تميل الأسعار للارتفاع مما يشجع المستثمرين المحليين على توجيه استثماراتهم نحو سوق الأسهم والقبول بها كبديل للاستثمار الكلاسيكي في البنوك.

**2- المرحلة الثانية:** في هذه المرحلة ترتفع السيولة ويزداد عدد الشركات المدرجة في السوق ويبدأ المستثمرون الأجانب بالاهتمام بالتنوع في استثماراتهم في هذه الأسواق تكون علاقة سوق الأسهم بالاقتصاد ضعيفة إلا أن قطاع الشركات يبدأ يعتمد بشكل متزايد على التمويل بالأسهم.

**3- المرحلة الثالثة:** وفي هذه المرحلة تزدهر السوق أكثر وتتميز هذه المرحلة بانخفاض تذبذب العائد، نمو سريع في التداول وفي حجم إصدارات الأسهم، وتتوسع رسملة السوق بشكل معتبر، ويصبح اهتمام المستثمرين منصبا على الميكانيزمات المطورة لتحويل المخاطرة مثل اللجوء للأدوات الاستثمارية التي تحمي من مخاطر العملة والأسهم.

<sup>1</sup> - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 163.



**4- المرحلة الرابعة:** وهي مرحلة نضوج السوق، وتتميز بكون السيولة ونشاط التداول في هذه المرحلة مرتفعين، وتتوسع السوق بشكل معتبر وتنخفض مكافأة المخاطرة لتقترب مما هوسائد في السوق العالمية وتبدأ السوق في تحقيق نمو مستقر كما هو الحال في الأسواق الناضجة المتطورة، إن بوصول السوق لهذه المرحلة من النمو يصبح كجهاز قياس (بارومتر) لظروف الاقتصاد المحلي ويعكس مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون العالميون في هذا البلد.

**ثالثاً- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة<sup>1</sup>:** لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق، وفي الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية.

**1- العوامل الخارجية:** تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في:

1-1- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية.

1-2- الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

1-3- التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية.

1-4- الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين؛ خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيباً متزايداً من الادخار العالمي.

1-5- كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

1-6- ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانباً كبيراً من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولمبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر Kuczynski أن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية، وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفقت إلى تلك القارة.

**2- العوامل الداخلية:** كل العوامل الخارجية لها أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

<sup>1</sup> - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 164.

**2-1- سياسات الإصلاح الاقتصادي:** طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق النقدية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلباً على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

**2-2- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:** إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاندا، كوريا واندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل.

**2-3- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:** إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في الاقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، حيث قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات، كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة. بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إتباع هذه الدول برامج خصوصية شركات قطاع الأعمال العام ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية، إذ تشير الإحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم قامت بخصوصية شركات القطاع العام، حيث في الفترة الممتدة بين 1980-1992 تم خصخصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم سنة 1992، وتساهم عملية الخصخصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلاً ساهمت خصوصية شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم أكثر من أي وقت مضى.

## المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تقدم الأسواق المالية الناشئة للمستثمرين من الدول المتقدمة فرصة تحقيق عوائد أعلى وتنوع أكبر مما هو متاح لهم في أسواقهم المحلية أي المتقدمة، وذلك راجع للمنافع التي يمكن إيجادها في هذه الأسواق من خلال استثماراتهم فيها، غير أن الأسواق الناشئة لا تخلو من المخاطر التي يمكن التعرض إليها.

أولاً- معايير قياس درجة تقدم ونضج السوق المالية الناشئة: هناك مجموعة من المعايير تم الاتفاق عليها من أجل قياس درجة تقدم ونضج السوق الناشئة من أهمها مايلي<sup>1</sup>:

**1- حجم السوق:** يتم قياس حجم السوق المالية من خلال مؤشرين هما:

**1-1- رسملة السوق:** يمكن تعريفها على أنها قيمة السوق بحيث يتم تحديدها عن طريق ضرب سعر السهم في عدد الأسهم القائمة، ويتمثل الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنوع المخاطر، وتشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى أن بورصة جنوب إفريقيا تأتي في المرتبة الأولى، ومن حيث الأهمية الاقتصادية فإن رسملة السوق ترتبط ارتباطاً طردياً بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر.

**1-2- عدد الشركات المسجلة في البورصة:** إضافة إلى معدل رأس المال السوقي هناك معيار آخر بإمكانه أن يكون دليلاً لقياس حجم السوق والمتمثل في عدد الشركات المسجلة في البورصة، حيث أن هذا المؤشر يدل على كبر حجم السوق، وكلما زاد عدد الشركات المسجلة في البورصة كلما زادت نسبة النمو في رأس المال السوقي للأسواق المالية الناشئة.

**2- السيولة:** تدل السيولة على مدى قدرة وإمكانية البيع والشراء للأوراق المالية في البورصة من طرف المتعاملين وبسرعة كبيرة ونقداً، أي القدرة على الدخول والخروج من وإلى السوق بسهولة دون أية تكاليف إضافية، ولتحديد مدى سيولة التداول في البورصة يمكن استخدام مؤشرين هما:

**1-2- نسبة إجمالي القيمة المتداولة إلى الناتج الإجمالي:** وتقاس عن طريق تقسيم مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ومجموع قيمة الأوراق المالية المتداولة تقيس التداول المنظم للأسهم باعتباره نسبة من الناتج القومي وبالتالي فإنه يعد انعكاساً إيجابياً للسيولة في الاقتصاد بشكل عام.

**2-2- معدل الدوران:** ويقاس عن طريق تقسيم إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على رسملة السوق، ويتم معدل الدوران بقياس رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، وبالتالي يمكن أن تكون هناك سوق صغيرة ولكنها نشيطة إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع، وتتميز الأسواق الناشئة باختلاف معدلات الدوران وبالتالي اختلاف درجة النشاط، فمن بورصة البرازيل مثلاً لم يكن هناك تداول كبير بالقياس مع حجم السوق، ولكن معدل الدوران كان مرتفعاً انعكاساً لكون البورصة صغيرة ولكنها نشطة، وتشير البيانات إلى

<sup>1</sup> - جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 49.

أن كثيرا من الأسواق الناشئة هي أقل سيولة بكثير عن الأسواق المتقدمة ويرجع ذلك إلى أنه في كثير من هذه الأسواق قد تكون هناك حصة كبيرة من الأسهم المسجلة غير متداولة في الواقع لأنها مملوكة للحكومة أو للبنوك أو للعائلات.

**3- درجة التركيز:** وتحسب درجة تركيز السوق عن طريق حساب أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو قيمة التداول، حيث يوجد درجة كبيرة من التركيز مقاسا بنصيب أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة، إلا أن هذه الأسواق لا يزال فيها الكثير من الشركات العائلية والحكومية، ففي سنة 1995 مثلا بلغ نصيب أكبر عشر شركات في قيمة التداول بالنسبة للأسواق الناشئة 42 في المائة مقابل 12 في المائة بالنسبة للأسواق المتقدمة.

ثانيا- **منافع ومزايا الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة**<sup>1</sup>: تتمثل المزايا والمنافع التي يمكن أن يجلبها الاستثمار في الأسواق الناشئة فيما يلي:

**1- الاستفادة من النمو الاقتصادي في الدول النامية:** يعمل المستثمرون على الاستفادة من معدلات النمو المرتفعة التي تتحقق في الدول الناشئة، وذلك استنادا على تجربة النور الآسيوية حيث حققت معدلات نمو أكبر مما تحقق في الدول المتقدمة، وتشير البيانات المتوفرة عن الأسواق المالية الناشئة والمنشورة من قبل مؤسسات دولية إلى أنها تحقق أداء أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى، وقد وفرت بعض هذه الأسواق عائدا على الاستثمار أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، كما يشير تقرير صندوق النقد الدولي لعام 1998 إلى أن العائد المتوقع على الاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة محسوبا عن طريق قسمة السعر على العائد مع الأخذ في الاعتبار النمو المتوقع للعوائد قد تعدى مثيله في الأسواق المتقدمة.

**2- التنوع في المحفظة الاستثمارية:** يلجأ المستثمر بصفة عامة إلى تنوع محفظته الاستثمارية بهدف تنوع المخاطر التي قد يتعرض لها في حالة توجهه من خلال استثمارات في ورقة مالية واحدة لذا يعتبر التنوع من العناصر الرئيسية في إستراتيجية الاستثمار الدولي، إذ أن تنوع الأصول بين الدول وعلى العديد من الأوراق المالية يؤدي إلى الحد من التقلبات ومن ثم الحد من المخاطر التي قد تتعرض لها استثمارات المحفظة، ولقد أشار بعض الاقتصاديين إلى أن المكاسب الناجمة عن تنوع الاستثمار في الأوراق المالية بين الدول المتقدمة تضاعف إلى حد ضعيف ويرجع ذلك إلى زيادة التكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق، في حين أن درجة الارتباط بين الأسواق الناشئة وأسواق الدول المتقدمة ضعيفة لذا فإن توجيه جزء من موارد المحفظة الاستثمارية إلى الأسواق الناشئة يؤدي إلى الاستفادة من مزايا التنوع الدولي، هذا ويلاحظ أن السوق الناشئة الواحدة تميل إلى أن تكون حركتها مستقلة عن حركة الأسواق الناشئة الأخرى ومن ثمة تتوافر ميزة كبيرة لتنوع المحفظة المالية بأكثر من استثمار في أكثر من سوق ناشئ لذلك فإن

1- محمد عبد النبي محمد سلام، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال دراسة مقارنة لبيان أثر صناديق الاستثمار الأجنبية على استقرار سوق رأس المال المصري، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة عين شمس، كلية التجارة، قسم اقتصاد، 2003، ص 92.

المحفظة تحقق درجة تنوع أكبر عندما تتكون تلك المحفظة من أصول تم انتقاؤها من الأسواق الناشئة المختلفة بدلا من تركها في سوق ناشئ واحد أو توجيه تلك الاستثمارات إلى الأسواق المتقدمة.

**ثالثا- مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة:** تتعرض الاستثمارات بصفة عامة للعديد من المخاطر، فسواء كانت هذه الأسواق متقدمة أو ناشئة فكلاهما يتعرض إلى هذه المخاطر، لكن الاستثمار في الأسواق الناشئة يعرضها لمخاطر كثيرة عما تتعرض له في حالة توجيهها للاستثمار في الأسواق المتقدمة ويمكن تصنيف المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات خاصة الأجنبية منها في الأسواق الناشئة على النحو التالي<sup>1</sup>:

**1- التقلبات:** يقصد بالتقلبات درجة الانحرافات في عوائد السوق عن التقديرات المعدة لتلك العوائد عن فترة زمنية تقدر بإثني عشر شهرا، ويشير الاقتصاديون إلى أن انخفاض درجة التقلبات يعد مؤشرا على درجة نضج السوق وتقدمه وتعد الأسواق الناشئة أكثر تقلبا بوجه عام عن معظم الأسواق المتقدمة وترجع التقلبات في أسعار الأوراق المالية في الأسواق الناشئة إلى عدة أسباب منها:

- افتقار الأسواق الناشئة إلى الآليات المؤسسية المتاحة في الأسواق المتقدمة بهدف الحد من المضاربات، بالإضافة إلى افتقارها إلى التنوع فعندما ينخفض الطلب على إحدى السلع أو تعرض قطاع مسيطر للضغط فمن الممكن أن تتأثر سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر مما يكون عليه الحال في اقتصاد يتميز بالتنوع.

- ممارسة التداول الداخلي التي يقوم بها العاملين بالبورصات.

**2- إعادة رأس المال إلى البلد الأصلي:** على الرغم من انفتاح الأسواق الناشئة أمام الاستثمارات الأجنبية إلا إنها مازالت تضع قيودا شديدة على دخول وخروج رأس المال الأجنبي، أو تضع قيودا على حركة النقد الأجنبي مما يوجد صعوبة في تحويل الأموال إلى داخل وخارج الدولة، وقد تناقصت القيود على الاستثمار الأجنبي في كثير من الأسواق إلا أنه مازال هناك عدد كبير من الدول تحتفظ ببعض القيود منها تحديد نسبة المستثمر الأجنبي في شركة ما.

**3- المعلومات والتكاليف الإدارية:** يرجع ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأسواق الناشئة عنها في الأسواق المتقدمة إلى ارتفاع التكاليف المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية مثل عمولات السماسرة ورسوم الحفظ والضريبة التي تفرض كنسبة من إجمالي قيمة التعامل، كذلك فإن عدم تطبيق معايير المحاسبة الدولية واشتراطات الإفصاح والقواعد التنظيمية من الممكن أن تحدث ما يسمى بالمخاطر الإدارية وهذا الوضع ينطبق على كثير من الدول المتقدمة وينطبق ذلك بوجه خاص على الأسواق الناشئة، ولذلك فإن المستثمرين في الأسواق الناشئة يعتمدون بدرجة أقل من الأسواق المتقدمة على البيانات المنشورة عن الشركات التي يستثمرون فيها.

**4- مخاطر السيولة:** يقصد بالسيولة هنا كمية وحجم تداول الأوراق المالية في البورصة فزيادة حجم التداول يمكن المستثمرين من الحصول على الأوراق المالية المرغوبة بأسعار عادلة وفي حالة وجود رغبة في البيع لا يتعرضون لضغوط سعريه، هذا ويلاحظ في الأسواق الناشئة أن نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة في البورصة ربما لا تكون في الواقع متاحة أو معروضة للتداول لأنها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، ومن ثمة فإن تلك القطاعات المملوكة للأسهم قد

<sup>1</sup> - محمد عبد النبي محمد سلام ، مرجع سبق ذكره ، 2003 ، ص93.

تحمج عن عرض ما تملكه من أسهم بغية الاحتفاظ بالملكية دون وجود مساهمين، وما يترتب على ذلك من وجود حقوق لهم على إدارة المشروع، وهو ما يؤدي إلى التأثير في حجم سيولة السوق والتقليل من حجم المعروض من الأوراق المالية المتاحة للتداول.

**5- مخاطر سعر الصرف:** تتضمن تشكيلة المحفظة الاستثمارية في الأسواق الناشئة لأصول مقومة بعملة أجنبية (عملة الدولة المستثمر فيها) ومن ثمة فهي معرضة لمخاطر انخفاض قيمة العملة التي يتم تقويم الاستثمار بها وبالتالي انخفاض العائد المتوقع على الاستثمار في تلك السوق الناشئة ومن الممكن أن تأخذ المخاطر الاتجاه العكسي بمعنى ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمر (عملة الدولة المستثمر فيها) بما يؤدي إلى تولد عوائد غير متوقعة.

**6- المخاطر السياسية:** يؤدي شعور المستثمرين بعدم الاستقرار السياسي الذي قد ينجم عن حدوث الثورات أو الانقلابات العسكرية أو قيام الحكومة في كثير من الأسواق الناشئة من التدخل في حركة الاقتصاد بوجه عام وفي أسواق رأس المال بوجه خاص ما ينتج عنه احتمال اتخاذ الحكومة لإجراءات معاكسة تؤثر في الأداء كما أن هناك مخاطر تتعلق بتدخل الحكومة كثيرا في الاقتصاد وهو ما يشجع فساد الموظفين مما يجعل الحاجة إلى تقديم الرشاوى شكلا من أشكال المخاطرة السياسية خاصة في أوقات التغير السياسي والاقتصادي.

### المطلب الثالث: أثر الأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني عجزا ، وبما أننا نعيش في عصر العولمة المالية والنظام العالمي الجديد وسعي الدول الناشئة لتطبيق سياسة التحرير الاقتصادي، فعلى أن نعلم بأن لأسواق الأوراق المالية آثار إيجابية وأخرى سلبية على اقتصاديات هذه الدول، إلا أنه توجد سياسات يمكن إتباعها من أجل مجابهة هذه الآثار السلبية التي يمكن أن تسببها هذه الأسواق على اقتصاديات الدول النامية.

**أولاً- الآثار الإيجابية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة :** تقوم أسواق الأوراق المالية بدفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

- 1- يؤثر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار، وذلك بتوفير مجموعة كبيرة من الأصول المالية الكفيلة بتشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار الذي يعبئ لتمويل أنشطة الاستثمار الإنتاجي.
- 2- وقد تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال.
- 3- ويعزى دور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، إلا أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق، هي

<sup>1</sup> - قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم اقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2005، ص121.

التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بسعر مرتفع لتحقيق بهذا حصيلة كبيرة للإصدار، ويعمل بذلك الهيكل المالي المتطور على تخفيض تكلفة الاقتراض، ويقلل من تقلبات أسعار الفائدة.

4- يشجع سوق الأوراق المالية على زيادة معدل الادخار، ويجعله أكثر جاذبية ويتيح تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعاً لذلك، ومع اندماج الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي، فمن المتوقع أن تنخفض تكلفة رأس المال، وقد ترتب على تزايد استخدام الشركات الأرجنتينية لأسواق رأس المال الدولية انخفاض علاوات أسعار الفائدة بالنسبة لمقرضيهما وتذهب معظم تدفقات المحافظ المالية حالياً إلى المقترضين من القطاع الخاص، الذين يخضعون لانضباط السوق، ومن ثم فانه من الأرجح أن تتجه الأموال إلى من لديهم القدرة على زيادة الاستثمار الأمر الذي يرفع معدلات النمو والأرباح ومن ثم فان سوق الأوراق المالية التي تمارس وظيفتها على نحو جيد لا بد أن تنتهي إلى حشد وتعبئة الموارد وتخصيصها بصورة أفضل ، ومع ذلك يذكر " CLEASSENS " أنه مازال غير واضحاً حتى الآن ما إذا كانت البورصات تزيد من التعبئة الإجمالية للموارد المحلية أم أنها مجرد وسيلة أخرى لتوجيه نفس القدر من الموارد.

5- على مستوى الاقتصاد الكلي تؤدي أسواق رأس المال دور الموجه للمدخرات الأجنبية وتساعد البلدان على تجنب الاعتماد المفرط على الاقتراض الذي يعرضها لزيادة مدفوعات خدمة الدين عندما ترتفع أسعار الفائدة الدولية، ورأس المال الأجنبي يمكن أن يكون له دور مفيد في التعجيل بالمنافسة المحلية، وبذلك يؤدي إلى مكاسب ديناميكية.

إضافة لما سبق نشير أنه ثمة اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال مثل القروض عبر مراحل الدورة الاقتصادية، حيث يساعد الاقتراض من البنوك على تفاقم الدورة نظراً لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو (الشراء) في أوقات الانخفاض أو (الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم) حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلتطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية، وتقوم أسواق الأوراق المالية بدور هام يكمن في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم كما تعد هذه الأسواق المكان المهيأ للقيام بعملية الخصخصة.

ثانياً- الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة<sup>1</sup>: نستعرض فيما يلي الآثار السلبية التي تترتب على النمو في أسواق الأوراق المالية الناشئة على اقتصاديات هذه الدول النامية:

**1- المشاكل المرتبطة بالاستثمار في المحفظة:** تنشأ المخاوف من أن تؤدي التدفقات الخاصة بالاستثمار في المحفظة إلى الإضرار باستقرار الاقتصاد الكلي وبالرغم من أن التدفقات الدائمة يمكن أن تخلق مشكلات للملائمة، فان التدفقات غير المستمرة يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي عند وصولها وكذلك عند خروجها.

<sup>1</sup> - قاسم شاوش لامياء، مرجع سبق ذكره، ص 124.

**2- ظواهر تحد من كفاءة النظام المالي :** وتظهر بصورة أكثر عمقا في كثير من الأسواق الناشئة، ومن أهم هذه المشاكل مايلي:

**2-1- عدم تجانس المعلومات :** والتي يقصد بها التوزيع غير المتساوي للمعلومات بين طرفي إحدى المعاملات، ويرتب على عدم تجانس المعلومات اختلاف الأسعار عن القيمة الحقيقية وخلق مشاكل تؤدي إلى زعزعة السوق، أما في اقتصاديات الأسواق الناشئة فان مستوى المعلومات يتسم بالفقر الشديد، إلا أنه مع توفر قواعد الإفصاح التي تفرضها السلطات التنظيمية فمن المتوقع أن تقل حدة هذه المشاكل ، وينتج عن ظاهرة عدم توفر المعلومات مشكلتان أساسيتان هما :

**أ- الاختيار العكسي :** وهي مشكلة تنشأ قبل إتمام المعاملة، وذلك عندما يكون أصحاب المخاطر الكبيرة في الائتمان هم أكثر الأشخاص سعيا للحصول على القرض.

**ب- الخطر المعنوي :** تنشأ المخاطر المعنوية للدائنين حين تتأثر قرارات القطاع الخاص للإقراض بتوقع أن يقدم المجتمع الرسمي المساعدة إذا تعرضت الحكومة المدينة لأي أزمة.

**2-2- مشكلة السعي إلى الاستفادة دون دفع التكاليف :** تحدث الاستفادة بدون دفع التكاليف عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جمع المعلومات بالاستفادة من المعلومات التي يقوم الآخرون بجمعها، ولهذا المشكلة أهميتها الخاصة في أسواق الأوراق المالية، فإذا حصل بعض المستثمرين على معلومات، فان مستثمرين آخرين لم يدفعوا للحصول على تلك المعلومات ربما يتمكنون من الشراء جنبا إلى جنب مع المستثمرين الذين حصلوا على المعلومات، ومن شأن ذلك التحبيط من الحافز على السعي للحصول على المعلومات.

**2-3- أثر العدوى :** يقصد بأثر العدوى انتشار الأزمات عبر البلدان، ويظهر أثر العدوى عندما ينتشر فقد الثقة في بنية النظام المالي، مما يترتب عليه زيادة انتشار التصفيات وزيادة الضغوط من أجل البيع، وتزداد حدة سحب العملات، ويختلف الاقتصاديون فيما إذا كانت أثار العدوى ترجع إلى سلوك المستثمر الدولي أم أنها ترجع إلى أسباب أكثر ارتباطا بالأساسيات الاقتصادية.

**2-4- مخاطر دخول الأموال القدرة :** بانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب، انفتحت قنوات إضافية لغسيل الأموال القدرة، والمقصود بالغسيل هنا، هو محاولة إخفاء المصدر غير القانوني الذي تحققت في إطاره عمليات بناء وتراكم الثروات، وظهرت مؤخرا شركات استثمارية تساعد هؤلاء المجرمين على غسيل أموالهم نظير عمولات معينة، وأصبحت البلدان النامية ملاذا لكميات كبيرة من هذه الأموال نتيجة إجراءات إلغاء الرقابة على الصرف، وقوانين تشجيع جذب رؤوس الأموال الأجنبية، كما أن ضغوط الحاجة إلى النقد الأجنبي لزيادة حجم الاحتياطات الدولية وبغية رفع أعباء الديون الخارجية وتمويل احتياجات التجارة الخارجية، فان كثيرا من حكومات هذه البلاد أصبحت تغض النظر عن مصدر الأموال القدرة وسمحت باندماجها في السوق المالي المحلي، متجاهلة بذلك الأثر السلبي الذي ستركه على الاقتصاد.



ثالثاً- السياسات المتبعة لمعالجة الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة<sup>1</sup>: لقد حاولت الكثير من البلدان معالجة مشكلة الانعكاس السلبي لتدفقات رؤوس الأموال ولكن السياسات التي اتبعتها اختلفت تبعاً لاختلاف الظروف التي أدت إليها.

**1- الأساليب المباشرة من القيود على تدفق رؤوس الأموال**: ففي حالة ما إذا كان الدافع لتدفق رؤوس الأموال ظروفاً خارجية في صورة انخفاض أسعار الفائدة العالمية، فيتوقف حجم تأثير هذا الانخفاض لأسعار الفائدة الحقيقية في الخارج على الطلب الكلي الداخلي، وعلى ما إذا كان هذا الانخفاض مؤقتاً أو دائماً، فإذا كان الانخفاض مؤقتاً في أسعار الفائدة فإنه قد لا يصحبه أي تدفق وبالتالي لا يرتبط بزيادة الاضطراب في الاقتصاد الكلي، أما إذا كان الانخفاض دائماً، فيكون الخيار هو محاولة الحد من حجم التدفقات الصافية، وتستطيع السلطات أن تحاول الحد من التدفقات عن طريق فرض قيود على تدفق رؤوس الأموال أو ضريبة على المبالغ الواردة مثل ضريبة تكافؤ سعر الفائدة فهذه الضريبة تؤدي إلى انخفاض العائد الذي يحصل عليه الأجانب من الاستثمارات في الأصول المالية المحلية وتزيد بالتالي من تكلفة الاستثمار لديهم، ويشير LEE عام 1997 إلى ضرورة فرض الضرائب أكثر ارتفاعاً على المعاملات الاستثمارية قصيرة الأجل.

ومن السياسات المطروحة أيضاً لتقليل مخاطر التدفق العكسي لرأس المال من الأسواق الناشئة إلى الخارج، تحديد مقدار رأس المال الذي يسمح للمستثمر بتصديره ثانية من الدولة خلال فترة زمنية محددة، وعلى الرغم من أن هذه السياسة يمكن أن تقوم بدور مؤثر في تقليل الآثار السلبية المحتملة للتدفق المفاجئ لرأس المال للخارج، إلا أنه يمكنها أيضاً بالدرجة الأولى أن تقلل من مقدار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتحد من المنافع الاقتصادية للوصول إلى التمويل الأجنبي، والسياسة البديلة هي السماح للمقيمين بالاستثمار في كافة الأصول الأجنبية، دون قيود الأمر الذي ينتج عنه أمرين مختلفين:

1- تصور المستثمر الأجنبي انخفاض درجة المخاطر، ومن ثم زيادة تدفق رأس المال إليها.  
2- تنويع الأصول المحلية دولياً بصورة أفضل، ومن ثم تخفض خطورة الصدمة السالبة، وبشكل عام من المحتمل أن تقلل تلك السياسة من احتمالات التدفق العكسي لرأس المال.  
والإجراءات المباشرة لا يمكن أن تنجح إلا في الأجل القصير لأنّ من الصعوبة بمكان أن توجد وسائل للحد من تدفقات رؤوس الأموال في الأجل الطويل.

**2- الأساليب غير المباشرة**: إنّ زيادة قدرة الاقتصاد المحلي على التكيف مع الصدمات الخارجية، يمثل أحد الأهداف للسياسة النقدية والمالية، ويترتب على زيادة قدرة الاقتصاد على التكيف انخفاض رغبة المستثمر الأجنبي في تحويل أمواله للخارج عندما تحدث صدمة خارجية سالبة، ولذلك فإن مرونة السياسة المالية تصبح مطلباً ضرورياً لكي نحافظ على التوازن ففي حالة التدفقات الراجعة إلى عدم الاتساق في السياسات مثلاً فستحاول البلدان أن تزيل هذا التشوه المتسبب في تدفق رؤوس الأموال كارتفاع سعر الفائدة المحلية، والنتيجة عن سياسة نقدية متشددة مصحوبة

<sup>1</sup> - قاسم شاوش لامياء، مرجع سبق ذكره، ص 129.

سياسة مالية توسعية، ويكون على الحكومة تغيير مزيج السياسات نحو سياسة مالية أكثر تقيداً وسياسة نقدية أقل تقيداً عن طريق خفض أسعار الفائدة المحلية إلى مستوى أقرب إلى سعر الفائدة العالمية.

كما يوجد هناك أدوات أخرى تساعد على بناء اقتصاد مقاوم للصدمات تتمثل إحداها في توكي الحذر عند تخصيص الموارد في بعض الاستخدامات المحددة، فمثلاً يساعد توجيه المدخرات الخاصة للاستثمار في أنشطة محددة مثل توجيه مدخرات صناديق المعاشات للاستثمار في سندات البنك المركزي أو أصول أجنبية على تعقيم التوسع النقدي الذي ينتج عن تدفق رأس المال المفاجئ للدخل، ومن ثم فإن التدفق الحاد لرأس المال للخارج يخفض بشدة كمية النقود المحلية، والتي يمكن تعويضها بتوجيه المستثمرين المحليين ذوالطابع المؤسسي للتخلي عن حيازتهم لسندات البنك المركزي.

وقد تلجأ بعض الدول إلى سياسة التصحيح المالي وإتباع سياسة مالية تقيديه لمواجهة الزيادة في الطلب الكلي الناتج عن تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل ويتفق معظم الاقتصاديين على فاعلية السياسة المالية في التخفيف من أثر ارتفاع قيمة العملة ومالها من أثر إيجابي أيضاً في رفع معدل الادخار العام، كما قد تلجأ بعض الدول إلى التحرك نحو نظام سعر الصرف الموعوم أو توسيع النطاق الذي يتحرك فيه سعر الصرف مما يؤدي إلى زيادة مخاطر سعر الصرف التي يواجهها المشاركون في السوق وبالتالي تقل الرغبة في إدخال تدفقات قصيرة الأجل بغرض المضاربة. ويتضح مما سبق ذكره أنه على الرغم من اختلاف الظروف التي تواجه كل دولة واختلاف السياسات المتبعة لمواجهة الصدمات الخارجية والتمثلة في الخروج المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، إلا أن أغلب الاقتصاديين يتفقون على أن هذه التدفقات في الاستثمارات من الخارج تؤدي إلى المساهمة في النمو الاقتصادي إذا كانت مستمرة وحسن استغلالها أما إذا كانت غير مستمرة وتهدف إلى المضاربة والربح السريع فإن مواجهة هذا النوع من الاستثمارات لا تتوقف فقط على وضع قيود على حركة رؤوس الأموال بقدر ما يعتمد على وجود السياسات الاقتصادية المرنة التي تعمل على التخفيف من حدة هذه التقلبات والصدمات.

## خلاصة الفصل الأول:

- من خلال استعراضنا لمختلف العناصر الواردة في هذا الفصل والذي عنوانه بالجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة، تمكنا من استخلاص العديد من النتائج نذكر أهمها فيما يلي:
- إن سوق الأوراق المالية حتى تكون فعالة فهي بحاجة إلى توفر شروط متعددة وإلى آلية تنظيم فعالة.
  - إن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية متنوعة ومتعددة وتتميز كل واحدة منها بخصائص مختلفة.
  - تتحدد قيمة السهم في سوق الأوراق المالية وترتبط هذه القيمة بنجاح الشركة أو فشلها وعوامل العرض والطلب.
  - إن تطور ونضوج سوق الأوراق المالية يتطلب توفر مقومات عديدة من ناحية توفر المعلومات المحاسبية، وتوفر مجموعة من القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين، بالإضافة إلى اتصاف أسواق الأوراق المالية بالسماة التالية: الأمان، كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وسهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة نتيجة لتحلي السوق بالعمق والاتساع والسرعة في الاستجابة، وكذا توفر المستثمرين اللذين يعتمدون على التحليل الأساسي وعلى التحليل الفني، وتوفر المؤشرات في سوق الأوراق المالية، وأخيرا وجود مؤسسات قياس الجدارة الائتمانية.
  - تختلف تكاليف الاستثمار في الأسواق الناشئة عنها في الأسواق المتقدمة.
  - الاختلاف في تطبيق معايير المحاسبة الدولية واشترطات الإفصاح والقواعد التنظيمية بين الدول المتقدمة والدول الناشئة.
  - تتصف الأسواق المالية المتقدمة بدرجة عالية من النضج على غرار الأسواق المالية الناشئة.

الفصل الثاني:

أساسيات الخوصصة

عن طريق سوق الأوراق المالية

## تمهيد:

إن اتجاه الخوصصة في الدول النامية لم يكن في الحقيقة نتيجة تقييم دقيق سواء لمساهمة القطاع العام في التنمية أو حتى للكفاءة الإدارية للمؤسسات العامة، لقد كان في الحقيقة رد فعل للأزمة المالية للدولة، أو تدعّمه ضغوط من المؤسسات المالية العالمية، وتشجعه إلى حد ما الموجة العالمية لإعادة تشكيل أدوار الدولة وتقليص دورها في الإنتاج وكذلك في الملكية والإدارة المباشرة للمشروعات الاقتصادية، إلا أن العامل الأساسي يظل مع ذلك هو أزمة الاقتصاد العالمي في الثمانينات، عندما تدنت معدلات النمو إلى مستويات حرجة، وتفاقت إلى حد الاستحكام إشكالية مديونية العالم الثالث، وتراجع أداء الاقتصاد الأمريكي ليسجل عجزاً غير مسبوق في الميزان التجاري والموازنة العامة، وامتد العجز بأثره ليحكم حلقة الحصار على الاقتصاد العالمي، ويقوده إلى حالة من الركود التضخمي، أما الحجج الأخرى حول التنمية والكفاءة فهي إضافات ثانوية ومجرد تفاصيل غير جوهرية، ويعتبر عدد الدول النامية التي أجرت دراساتها التجريبية الخاصة من أداء مشروعاتها العامة ضئيلاً للغاية، لكنها كانت بصفة عامة على استعداد للأخذ برأي خبراء من الدول الصناعية ومنظماتها الدولية بخصوص أداء هذه المشروعات وجدوى الاحتفاظ بها. وقصد التعرف أكثر على ماهية عملية الخوصصة والاستراتيجيات التي يتم تنفيذها بواسطتها، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- المبحث الأول: ماهية عملية الخوصصة؛
- المبحث الثاني: المقومات والركائز التي تضمن نجاح سياسة الخوصصة؛
- المبحث الثالث: استراتيجيات التحول إلى عملية الخوصصة؛
- المبحث الرابع: إستراتيجيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية.

### المبحث الأول: ماهية عملية الخصخصة

يروج لظاهرة الخصخصة من طرف صندوق النقد الدولي والبنك العالمي باعتبارها مفهوم ضروري ولا بد منه لأي تقدم اقتصادي للبلدان التي يطبق فيها، مبدئياً لا يمكن القبول بهذا المفهوم دون مساءلة كأنه مسلمة من المسلمات التي لا تحتاج إلى مناقشة، وسنحاول النظر إليه في إطار التحولات الفكرية والتحولات الاقتصادية في الدول المتقدمة والدول النامية، وإذا أردنا فهم طبيعة ظاهرة الخصخصة يتعين علينا دراستها كظاهرة مركبة ترتبط بتفاعل مجموعتين من العوامل الداخلية المتبلورة في اقتصاد معين والمتفاعلة مع مجموعة من العوامل الخارجية الناشئة في الاقتصاد العالمي.

### المطلب الأول: مفهوم الخصخصة، جذورها، اتجاهاتها ومراحلها

يجب على كل دولة تريد الخوض في سياسة الخصخصة\* أن تحدد المفهوم الذي ستتبعه حتى يمكن أن تكون الخطوات التنفيذية مؤدية إلى تنفيذ المفهوم من الخصخصة وليس مفهوماً أو هدف آخر، ولقد تعددت المفاهيم والمعاني التي تناولت ظاهرة الخصخصة إلا أنها جميعاً تدور حول أربع اتجاهات رئيسية، كما أن عملية الخصخصة تتم من خلال مراحل تشمل عدة إجراءات متسلسلة ومتراصة.

**أولاً- مفهوم عملية الخصخصة:** لقد ظهرت كلمة الخصخصة (**privatization**) في المعاجم الغربية لأول مرة في عام 1983 خلال الحقبة التاتشرية في بريطانيا، وفي الطبعة التاسعة لـ **webster's new collegiate dictionary** وهي كلمة جديدة آخذة بالانتشار وتم تعريفها على أساس أنها تحويل الأعمال والمشاريع الحكومية إلى الملكية الخاصة<sup>1</sup>، ولقد تعددت المفاهيم والمعاني العلمية التي تحاول أن تحدد معنى الخصخصة، ومن أهم هذه المفاهيم ما يلي :

- تعني الخصخصة بيع أصول المشروعات العامة، أو المشروعات التابعة للقطاع العام، أو أسهمها إلى الأفراد سواء كان البيع كلياً أو جزئياً، وسواء تم البيع للعاملين بالمشروع أو لمستثمر رئيسي أو من خلال سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.
- ولقد عرف بن بيتور من جهته الخصخصة بأنها: " العملية التي عن طريقها يمكن التنازل أو بيع أصول المؤسسة العمومية لمؤسسات أخرى أو لأشخاص معنويين خواص"<sup>3</sup>.
- الخصخصة تعني تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص، إدارة أو إيجارا أو مشاركة أو بيعا وشراء في ما يتبع الدولة أو تنهض به أو تهيمن عليه، في قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة أو مجال الخدمات العامة، وتتم عملية تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص بأشكال متعددة من بينها<sup>4</sup>:

\* - تعرف " الخصخصة" عبارات شتى منها " التفويت لصالح القطاع الخاص، التخصيصية، التخصيص، الخاصة، الأهلية، التخصخصة، الاستخصاص، التقريم، نزع الملكية، التخاصية، الافراد، وفي بعض المراجع التملك..... الخ.

<sup>1</sup> -Sava E.S, **la privatization pour une société performante**, copyright, paris, 1988, p o1.

<sup>2</sup> - المرسى السيد حجازي، **التخصخصة إعادة ترتيب دور الدولة ودور القطاع الخاص**، الدار الجامعية للمطالعة والنشر، بيروت، 2003، ص 13.

<sup>3</sup> - Mohamed Bouhazza, **la Privatisation de l'entreprise Public Algérienne et le rôle de l'état dans le processus**, Revue des sciences économiques et de gestion, Université ferhat Abbas, N°3, 2004, P 81.

<sup>4</sup> - محمد صالح الحناوي، **التخصخصة المصرية "رؤية شخصية"**، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية، 1998، ص 19.

- أ- بيع الشركات الحكومية كاملة للجمهور، وبخاصة للعاملين في هذه الشركات.
- ب- التأجير الطويل الأجل للأصول التي تملكها الحكومة للقطاع الخاص، وفقا لشروط مناسبة تحقق المصلحة للاقتصاد الوطني وللجمهور.
- ج- طرح الخدمات الحكومية على القطاع الخاص للتعاقد على إدارتها مع الالتزام بالشروط المناسبة لحماية المستهلك.
- د- تصفية الوحدات الحكومية التي يثبت عدم صلاحيتها أو قدرتها على الاستمرار لعدم توفير الجدوى الاقتصادية في استثمارها بسبب الخسائر الكبيرة التي لحقت بها والتي يدفعها في النهاية المواطنون جميعهم.
- ويعرف البنك الدولي الخصوصية على أنها زيادة مشاركة القطاع الخاص في إدارة ملكية الأنشطة والأصول التي تسيطر عليها الحكومة أو تملكها، ويعتبر هذا التعريف أقرب التعريفات التي تطرحها الأدبيات الاقتصادية<sup>1</sup>.
- الخصوصية تعني وسيلة يمكن من خلالها التخلص من الوحدات الإنتاجية الخاسرة بتحويلها إلى القطاع الخاص لتحقيق إنتاجية وربحية أعلى<sup>2</sup>.
- الخصوصية هي عبارة عن مجموعة من السياسات المتكاملة والهادفة إلى تحقيق التنمية في المجتمع وذلك بفكر ومبادئ القطاع الخاص وآليات السوق والتخلص من القيود والمعوقات التي يتميز بها عمل القطاعات المملوكة للدولة، وإخضاع المنشآت للمنافسة الحرة في سوق تتصف بكم لا محدود من المعلومات وشبكة لا محدودة من الاتصالات وذلك بهدف تحقيق العدالة الاجتماعية<sup>3</sup>.
- الخصوصية تعني الرغبة في التخلص من الاقتصاد الاشتراكي باعتباره فلسفة اقتصادية واجتماعية تقلص تطبيقها بتحول الاقتصاد إلى السوق ومواكبة النظام العالمي الجديد<sup>4</sup>.
- ثانيا- جذور عملية الخصوصية<sup>5</sup>: كانت نهاية عقد الثمانينات من هذا القرن نهاية ترتب عليها مجموعة من النتائج والتحويلات لم تتضح معالمها النهائية بعد غير أن المعلم المميز لهذه الحقبة تمثل بنشوء وتطور ظاهرة الخصوصية، وقد توافقت هذه الظاهرة مع بروز وتطور معلم آخر يتمثل باندفاعه نحو تحرير قوى السوق، تصحبها شعارات ذات طبيعة إيديولوجية تلح على تأكيد تفوق القطاع الخاص على القطاع العام بشكل مطلق، وإعطاء شرعية للتفاوت الاجتماعي، وكأنه قدر محتوم، وليس إنتاج نمط خاص للتطور، يرافق ذلك كله الإعلان عن معاداة مبدئية لتدخل الدولة في أي نشاط، هكذا إذن تطرح الخصوصية الجديدة نفسها وكأنها بديل واحد ووحيد، صالح للتطبيق على صعيد عالمي يتجاوز المناطق والحدود دون أي استثناء أو تحفظ داعية للانفتاح على كل شيء دون قيد أو شرط،

<sup>1</sup> - فوريش نصيرة، دراسة وتحليل إعادة هيكلة جهاز الإنتاج الصناعي في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص166.

<sup>2</sup> - شكري رجب العشموي، الخصوصية اتحاد العاملين المساهمين مفاهيم، تجارب دولية وعربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 80.

<sup>3</sup> - صلاح عباس، الخصوصية، المصطلح والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 79.

<sup>4</sup> - شكري رجب العشموي، مجمع سبق ذكره، ص80.

<sup>5</sup> - صالح ياسر حسن، الليبرالية - الخصوصية: برامج التكيف الهيكلي بين أوامم الخطاب الإيديولوجي وحقائق إعادة إنتاج التبعية، مجلة جامعة منتوري قسنطينة، العدد رقم (12)، 1999، ص ص64-70.

ويدعمها في ذلك على وجه الخصوص صندوق النقد الدولي، البنك العالمي والذي يقدمها على أنها المحور الضروري لأي تنمية، وهذه التنمية ينبغي أن تندرج في إطار العالمية التي لا بد منها، وتأسيسا على ذلك فإن الانفتاح الشامل على السوق وقواه وتكييف الاقتصاد المحلي لمنطق قوانينه يصبحان ضروريين معا.

ومنعا لأي التباس يتعين التأكيد على أن ظاهرة الخوصصة المروج لها من قبل المؤسسات الدولية والرأسمالية والنقدية المتخصصة والمفروضة على الدول النامية لم تأتي هكذا بل جاءت بعد تفكير عميق وتخطيط كنتاج أو حل للأزمة الاقتصادية العميقة التي يعاني منها الاقتصاد الرأسمالي العالمي منذ بداية السبعينات ولا تزال بالرغم من مظاهر الأشياء، يتعين إذن النظر إلى الخوصصة الجديدة باعتبارها انعكاسا لعمق الأزمة في النسق الرأسمالي العالمي وتمثل إيديولوجية كاملة لإدارة الأزمة، وثمة سؤال يطرح نفسه ما هو سر الخوصصة المهيمنة الآن، وهل تختلف عن الخوصصة التي سادت في القرون السابقة، هل ثمة فروقات بين الخوصصة السائدة الآن في البلدان الرأسمالية المتطورة وبين تلك التي يجري الترويج لها في العالم الثالث؟، إن هذه الأسئلة على بساطتها الظاهرية مهمة جدا من أجل الكشف عن كثير من الأوهام السائدة، ويتعين التأكيد على أن الخوصصة الاقتصادية المهيمنة الآن على صعيد عالمي هي ليست حديثة العهد بل يتعين إرجاعها إلى جذورها التاريخية، إلى الثورة الصناعية، حيث كانت البرجوازية الأوروبية الصاعدة تخوض معاركها الحاسمة لتحويل المجتمع الإقطاعي الآيل للانحيار إلى مجتمع صناعي يتسمل بسرعة هائلة.

ويمكن القول أن خوصصة القرن الثامن عشر كانت، إذن تقدمية في نزعتها التحويلية، في حين أن خوصصة القرن العشرين رجعية ومعادية للتقدم الاجتماعي في جوهرها، هذه مصادقة مهمة يتعين أخذها بعين الاعتبار حينما يقيم المرء وبالملموس جوهر توجيهات الخوصصة المعاصرة، علما أن هذه الأخيرة في الدول المتقدمة تمثل الآن إيديولوجية الرأسمالية المعاصرة في عصر أزمتها الحالية عبر ما ترسمه من محاور للحركة بهدف التوصل إلى وضع تاريخي جديد يستعيد فيه تراكم رأس المال بمراكز المنظومة الرأسمالية حيويته، ومع استمرار هذه الأزمة وتفاقم الأوضاع الاقتصادية بدأ يترسخ وعي في أوساط القوى المسيطرة في هذه البلدان بحقيقة الفشل الذي منيت فيه فلسفة إدارة الرأسمالية الدولية الاقتصادية التي وضع أصولها الاقتصادي الإنجليزي جون ميلرز كيتز، ولقد كانت الوصفة الكيترية عاجزة عن مواجهة الأحداث المعقدة التي جرت في بداية السبعينات بسبب عجز جهازها المفاهيمي عن تقديم تفسيرات ملموسة للقضايا والصعوبات التي ارتبطت بالأزمة المذكورة، وبالتالي عدم قدرتها على صياغة حلول تتجاوز الأزمة المذكورة، مما أدى إلى ظهور مدرسة شيكاغو بقيادة ميلتون فريدمان والتي هي عبارة عن تيار ينتمي إلى المدرسة النيوكلاسيكية، إن هذا التيار يحاول جاهدا العودة بالخوصصة إلى جذورها الأولى، رافعا شعاراته الشهيرة الحرية الاقتصادية وآليات السوق التطبيقية داعيا في الوقت نفسه إلى تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي وإلقاء الضوء على الدور الذي تلعبه كمضخة للطلب الفعال، أو من حيث التركيز على ما يسمى باقتصاديات العرض لتنشيط آليات النظام.



غير أن هذه المقارنة غير كافية لوحدها من دون التأكيد على مقارنة أخرى تتعلق بوضع البلدان المتخلفة، فمن المهم الإشارة إلى أن الخصخصة التي يجري خلق الشروط لتطورها والترويج لهيمنتها في بلداننا هي ليست وليدة تطور منطقي لعلاقات القوى الاجتماعية داخل هذه البلدان، مثلما حدث في تجربة البلدان الأوروبية في القرن الثامن عشر، إن ظهور الخصخصة الاقتصادية في بلدان منطقة التحلف قد تجلى بشكل فجائي في الثمانينات عبر ما يسمى ببرامج التكيف أو التصحيح الهيكلي، التي فرضها الدائون و صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، كما أنها من ناحية أخرى لا تتشابه على الأقل شكليا مع الخصخصة السائدة في البلدان الرأسمالية المتطورة، التي نقلت للإنسان العديد من الحقوق والحريات والضمانات، إذ يمكن للمراقب أن يجازف بالقول بأن غياب الديمقراطية وحقوق الإنسان في بلدان العالم الثالث تمثل شرطا ضروريا لتطبيق عناصر الخصخصة الاقتصادية، ويكمن السبب في ذلك في حقيقة أن التجربة التاريخية تبين أن تطبيق هذه الوضعية قد ألحق أضرار بالفقراء ومحدودي الدخل، في حين أن إشاعة الديمقراطية بكل أبعادها وشحناتها الإنسانية كفيل بعرقلة أو الحد من تطبيق أغلب عناصر الخصخصة الاقتصادية، وبالشكل السيئ الذي تطبق فيه الآن في العديد من البلدان النامية .

ومن جهة أخرى فإن الواقع في الدول المتقدمة يشير إلى أنه بالرغم من مضي ما يزيد على عقدين من التطبيق فإن سياسات الخصخصة الجديدة التي طبقتها الدول الرأسمالية الصناعية لم تنجح في مواجهة أزمة الرأسمالية المعاصرة في هذه الدول، فهل يمكن لهذه الوضعية أن تعالج الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية المتفاقمة في البلدان المتخلفة، وإذا كانت الخصخصة الجديدة على الصعيد العالمي هي وسيلة الرأسمالية المعاصرة لرفع متوسط معدل الربح لإعادة الحيوية لتراكم رأس المال والنفي الجزئي لتناقضاتها الداخلية المتفاقمة، فإن تطبيقها في البلدان المتخلفة يعني من بين أمور عديدة السعي لاحتواء هذه المناطق وابتكار آليات جديدة لاحتواء الاستقلال تمكن الاحتكارات المتعدية الجنسية والبلدان الرأسمالية المتطورة من خلق فائض قيمة تاريخي جديد، يمول جزئيا علاج تناقضات تصدع دولة الرفاه، ونظم الاشتراكية الديمقراطية بعد فشل الخصخصة المعاصرة في دول رأس المال في علاج هذا التصدع وتناقضاته . إن تعمق الأزمة والتدويل المتعاضم للعملية الإنتاجية وما يرافقها من أخطار أدت وتؤدي إلى تقلص الحوافز على الاستثمار الإنتاجي دافعه للبحث في مجالات تتخطى العملية الإنتاجية المباشرة (اللجوء إلى المضاربات المالية، يستطيع المرء أن يشهد تلك الموجات في الحركات المتوفرة والضخمة لرؤوس الأموال وهي تبحث، يائسة عن توظيفات مضارباتية)، ونظرا لأن دائرة رأس المال كانت تنمو بوتيرة أسرع من دائرة الإنتاج التي ظلت راكدة، أو تتقدم ببطء ملحوظ فقد أدى ذلك إلى ضرورة القيام بعملية تطهير للتغلب على الوضع هذا وقد تمثل ذلك بالأزمات العاصفة والتطهيرية التي شهدتها البورصات في مختلف البلدان المتطورة، مما أدى إلى اكتساب رأس المال طابعا عالميا مستقلا عن نظم الإنتاج الوطنية وبالتالي أخذ الطابع الوطني للنظم الإنتاجية بالتلاشي أو التضاؤل محل محله نظام إنتاجي ذوب بعد عالمي .

ثالثاً- اتجاهات عملية الخصخصة: تعددت المفاهيم والمعاني العلمية التي تحاول أن تحدد معنى الخصخصة، وتدور هذه المفاهيم حول أربعة اتجاهات نوضحها فيما يلي<sup>1</sup>:

- الخصخصة تعني توسيع الملكية الخاصة، ومنح القطاع الخاص دور متزايد داخل الاقتصاد، ويتم ذلك من خلال قيام الدولة بتصفية القطاع العام كلياً أو جزئياً أو عن طريق عقود الإيجار ومنح الامتيازات بشكل تدريجي.

- الخصخصة تعني الوسيلة للتخلص من الوحدات الخاسرة في القطاع العام بتحويلها إلى القطاع الخاص، أملاً في أن تحقق إنتاجية وربحية أعلى.

- الخصخصة تعني الرغبة في التخلص من الاقتصاد الاشتراكي، باعتباره فلسفة اقتصادية واجتماعية بدأت تنقلص من العالم، وذلك في نظير التحول نحو اقتصاد السوق، ومواكبة النظام العالمي الجديد، أي أنها رغبة في التحرر الاقتصادي.

- الخصخصة هي عكس التأميم فهي عبارة عن تحويل الملكية العامة إلى ملكية خاصة، وهذا التحويل تشوبه الكثير من الصعوبات بعد أن تردت الكفاءة وتغيرت القيم والمهارات نظم وأساليب العمل.

ومما سبق يتضح لنا بان الخصخصة ليست مجرد بيع شركات قطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص ولكنها عبارة عن مجموعة متكاملة من السياسات تهدف إلى الاعتماد على آليات السوق والقطاع الخاص والمنافسة من أجل تحقيق أهداف التنمية والعدالة الاجتماعية، كما أنها ترتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولا حقة لا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، ولهذا تعتبر الخصخصة من أصعب مراحل برنامج الإصلاح الاقتصادي.

رابعاً - مراحل عملية الخصخصة: إن الخصخصة ليست مجرد قرار فوري يتم بين لحظة وأخرى، يتحقق المرجو منه مباشرة، وإنما هي عملية تشمل عدداً من الخطوات المترابطة لا بد من تنفيذها بتسلسل زمني معين<sup>2</sup>:

**1- الخطوة الأولى:** وهي تصنيف المؤسسات العامة بحسب مستوى الأداء الاقتصادي والمالي، بناء على ذلك يتم تصنيفها في فئات ثلاث: ممتازة، ومتوسطة، وضعيفة الأداء، ويساعد هذا التصنيف على اختيار المؤسسات التي تبدأ بها الخصخصة، حيث يوصي عادة بالبدء بالمؤسسات الممتازة، ثم المتوسطة ثم الضعيفة، وفي هذا المجال نجد أن كل من مصر والمغرب قد اتبع هذا الأسلوب، بينما فضلت تونس البدء بخصخصة المؤسسات الضعيفة، وبررت ذلك بالحاجة الملحة إلى إعادة هيكلة تلك المؤسسات مالياً، لإنقاذها من الإفلاس أولاً، ولتخفيف العبء عن الميزانية الحكومية.

**2- الخطوة الثانية:** وهي إعادة هيكلة المؤسسات المزمع خصصتها، وهذه من أهم العمليات، خاصة أنها تتضمن مايلي:

أ- إصلاح البيئة التشريعية المحيطة بالمؤسسة وإتاحة الفرصة لها لإصلاح نظامها الداخلي، كما تضمن تقوية ودعم نظام الرقابة الداخلية في المؤسسة .

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، دليل المدير في الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص25.

<sup>2</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، بحوث الندوة الفكرية التي نظمها المركز الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط- الجزائر، حقوق الطبع والنشر محفوظة لمركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة 2، لبنان، 2006، ص50.

ب- اختيار الإدارة الكفاءة والمتخصصة، بالإضافة إلى إعادة الهيكلة المالية، وبخاصة في المؤسسات العامة المثقلة بالديون، والتي تجب إعادة هيكلتها ماليا، بحيث يبقى من رأسمالها جزء قابل للاستغلال والتمير، عندما تنقل ملكيتها إلى القطاع الخاص.

ج- معالجة قضية العمالة الزائدة في المؤسسات العامة .

**3- الخطوة الثالثة:** وهي تقييم المؤسسات المراد خوصصتها، وتعتبر وسائل التقييم المستنبطة من التحليل المالي استرشادية في المقام الأول، إذ أن السوق يجب أن يكون المحرك الأساسي والفاصل النهائي في القضية، وإن كان لا بد من الحرص أولا على البدء ببيع جزء من الأسهم في السوق، لجس نبضها ولإعطائها فرصة للتكيف مع الظروف الجديدة الناجمة عن بيع المؤسسات العامة، إذا التقييم مهما كان أسلوبه فهو تأشيرى فقط، ولكن لا بد من الاعتماد على السوق، مع إعطائها فرصة للتكيف والتأقلم.

**4- الخطوة الرابعة:** وهي نقل الملكية والتي تتم بأساليب مختلفة، منها المنح، والعطاءات، والمزادات، والبيع من خلال سوق الأوراق المالية، أما اللجوء إلى العطاءات، فيحتاج إلى اتخاذ الضمانات اللازمة لمنع التواطؤ، ومن تلك الضمانات أن تكون العطاءات مفتوحة، وأن تعطى الفرصة لمقدمي العطاءات لتعديل عروضهم في ضوء ما تقدم به الآخرون، وبالنسبة للبيع من خلال سوق الأوراق المالية، فقد سبقت الإشارة إلى استحسان استخدام أسلوب الشرائح، ويجب أن يراعى في الانتقاء من بين تلك الأساليب، مدى اتسامها بالشفافية، وعدم تعرضها للتواطؤ، وقدرتها على توسيع قاعدة المستفيدين من تحويل الملكية، وإتاحة الفرصة لتطوير المؤسسة واستمرارها.

ومن القضايا المهمة المتعلقة بعملية الخوصصة موضوع إدارة هذه العملية وسرعة تنفيذها ومجال التنفيذ، ومن المفضل أن يقوم بإدارة عملية الخوصصة جهاز مركزي ذو كفاءة عالية، ولديه المرونة والاستقلالية اللازمة لاتخاذ القرارات المناسبة، على أن يقوم بالتشاور مع الجهات ذات العلاقة، ويجب أن تتسم عملياته بالشفافية والمسؤولية، وفي مجال إدارة عملية الخوصصة في البلدان العربية، (نجد أن كلا من الجزائر ومصر والمغرب قد أنشأ جهازا متخصصا ومستقلا لهذا الغرض على هيئة وزارة، بينما اكتفت تونس بوحدة مستقلة تابعة لرئيس الوزراء، ويتعامل ذلك الجهاز مع مؤسسات قطاع الأعمال العام بأسلوبين<sup>1</sup>: الأول، كما في كل من مصر والجزائر، يتم التعامل بصورة مباشرة من خلال شبكة من الشركات القابضة التي تملك بدورها شركات القطاع العام، والثاني كما في تونس والمغرب، تكون العلاقة بين جهاز الخوصصة وشركات القطاع العام مباشرة، ويبدو أن حجم الاقتصاد الوطني في هذه الدول واختصاص القطاع العام بنصيب أكبر منه، هو السبب وراء التبنى بالأسلوب الأول، وتجدر الإشارة إلى أن أسلوب الشركات القابضة له ميزات، وبخاصة مع كبر حجم القطاع العام، وتعدد وتنوع مؤسساته مما يستدعي حصر أصول الشركات وتنظيمها وترتيبها، إلا أنه لا بد من الحذر من أن يركز اهتمام الشركات القابضة في المحافظة على نفسها ووجودها، وبذلك قد تصبح ظاهرة من ظواهر القصور الذاتي، وعائقا في طريق تخصيص بينما يتيح الأسلوب الثاني لجهاز الخوصصة التركيز على عملية تحويل الملكية بالإضافة إلى تميزه بالبساطة.

<sup>1</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 52.

## المطلب الثاني: أسباب عملية الخصخصة

ويرجع بروز الخصخصة واكتسابها أهمية متصاعدة إلى التحول الكبير الذي حدث في إستراتيجية التنمية التي اتبعتها معظم الدول النامية، وذلك من إستراتيجية شمولية ارتكزت على التوجيه المركزي للموارد وللإدارة الاقتصادية، إلى إستراتيجية تركزت على آلية السوق في تخصيص الموارد، وتستهدف تحرير الاقتصاد من القيود وانفتاحه على الخارج وإفساح مجال أكبر أمام القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

أولاً- الأسباب الداخلية لعملية الخصخصة : وهي تمثل الأسباب النابعة من الوضع الاقتصادي الداخلي للدول النامية، ونذكر منها ما يلي:

## 1- الدوافع الاقتصادية: وتتمثل فيما يلي:

- قصور القطاع العام على مستوى الأداء الاقتصادي إلى جانب انخفاض الكفاءة الاقتصادية\* ، ويتهم القطاع العام بانخفاض الربحية والإنتاجية، وتعرض بعض مؤسساته ومشاريعه إلى الخسارة والسرقة والمحسوبية.<sup>1</sup>

- الرغبة في الحد من ظاهرة عجز الموازنة العامة للدولة والتي من أسبابها وجود أعداد كبيرة من المنشآت العامة الخاسرة التي تلجأ إلى الموازنة العامة لتحقيق توازنها المالي إذن فالخصخصة تخلص الدولة من استمرار التزام دعم الشركات المتعثرة الخاسرة.<sup>2</sup>

- الاعتقاد بأن الخصخصة تساعد على زيادة معدل النمو الاقتصادي، من خلال تقنين الأدوار بين الحكومة والقطاع الخاص، وتشجيعه على تحسين جودة منتجات المشروع والابتكار والمنافسة وجذب الاستثمارات.<sup>3</sup>

- الرغبة في رفع مستوى الكفاءة الاقتصادية عن طريق الخصخصة كونها تدعم الكفاءة لأنها تعمل على إحلال المعيار السليم والواضح نسبياً للسوق محل المبادئ المتعددة للمشروع العام، كما أنها تلعب دوراً في تطوير سوق رأس المال من خلال جذبها المؤسسات المالية والمستثمرين المتخصصين.<sup>4</sup>

2- الدوافع المالية<sup>5</sup>: تعاني كثير من الدول النامية خاصة من الاعباء الملقاة على عاتق الميزانية العامة، وتحاول

تخفيض الإنفاق العام بقدر الإمكان، ولا يمكن أن يتم ذلك إلا من خلال تخلص الدولة من الأنشطة العامة، وجعل القطاع الخاص يقوم بها، لذلك برامج الخصخصة تهدف إلى تخفيف الإنفاق العام من على الدولة، وأيضاً التخلص من التدفق الخارج في صورة قروض لحل مشكل الإعسار المالي للشركات العامة الفاشلة. كما تعمل الخصخصة على زيادة التدفق النقدي الداخل إلى خزينة الدولة وذلك من خلال بيع بعض شركات القطاع العام إلى القطاع الخاص.

\* - إن مصطلح الكفاءة الاقتصادية ذو أبعاد عديدة بعضها كمي وبعضها الآخر نوعي، وهي تشير إلى حجم معين من المنتجات باستخدام كمية من المدخلات.

1 - ضياء مجيد الموسوي، الخصخصة والتصحيحات الهيكلية - أداءات واتجاهات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 20.

2 - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

3 - المرسي السيد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

4 - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

5 - قوريش نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 168.

**3- الدوافع السياسية والقانونية<sup>1</sup>**: وتتمثل المبررات السياسية في أن الخصخصة تدعم وضع الدولة في العلاقات الدولية لاسيما في الظروف التي يمر بها عالمنا المعاصر، ذلك أن أهم ما يميز النظام العالمي في الوقت الحاضر هو إزدياد درجة الاعتماد المتبادل بين أجزاء العالم بعضه وبعض ذلك على خلاف ما كان قائما في الماضي، كذلك يرى أنصار الخصخصة أنها سوف تحد من ظاهرة الفساد الإداري حيث أن الاقتصاد المدار بواسطة القرارات الحكومية يقود نفسه إلى الرشوة بسهولة أكبر بالمقارنة بالنظام الاقتصادي الحر، فإدارة المشروعات العامة دائما مرتبطة بالبيروقراطية التي تفتح الباب واسعا للتدخلات السياسية والمحسوبية، فالربط أحيانا بين ميزانية الشركات وميزانية الدولة والتداخل بين الأجهزة الحكومية وإدارة المشروعات العامة يضعف الرقابة المالية المستقلة، كما أن غياب المسؤوليات المالية الدقيقة التحديد يقود إلى استخدام غير رشيد للموارد العامة للدولة، ولاشك في أنه في ظل الظروف تكون فرص الثروة والإستلاء على المال العام والمحسوبية عديدة لأن المديرين لا يملكون وسائل رقابة ومتابعة مرؤوسيههم.

**4- الدوافع الاجتماعية<sup>2</sup>**: يرى البعض أن الخصخصة ربما تكون الوسيلة المناسبة لتحقيق مزيد من الحرية الشخصية، وإيجاد الحافز الشخصي على الإنتاج، والقضاء على السلبية، وتحقيق انضباط في السلوك داخل مجالات العمل، بالإضافة إلى القضاء على التلاعب الاجتماعي في صورة المحسوبية، إضافة لما سبق فإن أنصار الخصخصة يقدمونها كأداة مضمونة لنشر ملكية الأسهم بين الجمهور العريض وتحقيق رأسمالية الشعب ومن ثم تقريب الفوارق في الدخول والثروات بين الأفراد.

**5- انعدام المنافسة وحوافز الربح**: نتيجة انعدام المنافسة وحوافز الربح في المؤسسات العمومية بسبب تدخل الدولة المفرط في السياسة الاقتصادية أدى إلى انخفاض مردودية ورداءة نوعية المنتج .

**6- حدوث إختلالات اقتصادية على المستوى الكلي نتيجة لتفاعل كل الأسباب السابقة.**

**ثانيا- الأسباب الخارجية لعملية الخصخصة**: وهي الدوافع التي وجهت الحكومات نحو تبديل ملكيتها إلى القطاع الخاص، وذلك في إطار نظام عالمي جديد، ويمكن حصر أهمها فيما يلي:<sup>3</sup>

**1- المديونية الخارجية**: هي تمثل في الحقيقة مشكلة ثقيلة تعاني منها الدول النامية، ولقد استعملتها المؤسسات المالية الدولية كوسيلة من أجل الضغط على الدول النامية حتى تتبنى الخصخصة التي تعتبر من أهم الإجراءات في برنامج الإصلاح الاقتصادي، إذ أنها تتجسد في جانب محوري من جوانب الإصلاحات الهيكلية.

**2- عولة الاقتصاد**: وهي كما يعرفها بعض المفكرين كتوسيع وتعميق المعاملات الاقتصادية عبر الحدود بين الأفراد والمؤسسات والحكومات في دول مختلفة، وذلك بظهور الشركات العالمية التي لها فروع في جميع أنحاء العالم، ومن

<sup>1</sup> - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 88.

<sup>2</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 30

<sup>3</sup> - علي سالم ارميص، أزمة المديونية الخارجية للأقطار العربية، دراسة مقارنة (مصر - الجزائر) (1985-2002)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع التسيير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007، ص 219.

قواعد هذا النظام: تحرير الأسواق للوصول إلى اقتصاد عالمي موحد، تشجيع الخصوصية كجزء مهم من الاقتصاد وإعادة تنظيم الإدارة والتوجه الاقتصادي فدور الدولة الجديد يكمن في إنشاء محيط ملائم.

3- دعوة المنظمات المالية الدولية للخصوصية : إن المنظمات المالية العالمية تؤثر بصورة واضحة ومباشرة على البلدان النامية فمقابل التمويل تمارس تلك المؤسسات ضغوطات كبيرة على تلك الدول، إذ يرى **مسئولو** تلك المؤسسات المالية، أن القطاع العام لا يتناسب مع اقتصاد السوق وأن الملكية الخاصة تعني النجاح الاقتصادية، إن الدعوة لرفع تدخل الدولة في التسيير والملكية يظهر بوضوح في مخططات التعديل الهيكلي التي يفرضها صندوق النقد الدولي، وما يؤكد دعوة هذه المؤسسات المالية لعملية الخصوصية هو دعمها المتواصل لمشاريع التحويل إلى القطاع الخاص في البلدان الأعضاء، (لأنها تعد كجزء من برنامج أوسع لتعزيز النمو والكفاءة الاقتصادية والإدارة السليمة للمؤسسات).

ثالثاً- الأسباب الحقيقية لعملية الخصوصية: بعدما تطرقنا إلى الأسباب الداخلية للخصوصية لاحظنا أنه تم تحميل القطاع العام أغلب المشاكل التي تتخبط فيها اقتصاديات الدول النامية في جميع الجوانب، دون القيام حتى بدراسة واحدة موضوعية مبنية على أسس علمية، وذلك نتيجة الأسلوب المتبع في التقييم الذي تميز بالتسرع، وعدم تعمقه وسطحيته والنظرة غير شاملة التي لم تفرق بين سبب المشكلة الرئيسية، والمشاكل الناتجة عن أعراضها، مما أدى بالباحثين إلى محاولة إيجاد حلول للمشاكل الناتجة عن أعراض المشكلة، وأهملوا المشكلة الرئيسية التي أنتجت هذه المشاكل، ومرة أخرى يعاد نفس الخطأ ونجد أن الدول النامية تسلم بكل سهولة أن الملكية العامة هي السبب في دوامة الهبوط والخسائر والاندثار وبالتالي تعطل التنمية وكأنها مسلمة أو فرضية تم البرهنة عليها، فقط لأن المؤسسات المالية الدولية هي التي رأت ذلك، حتى دون التشكيك في نية هذه المؤسسات المسيطر عليها من طرف الدول المتقدمة وبالأخص الولايات المتحدة الأمريكية.

وحتى تتمكن من فهم مشكلة القطاع العام يجب أن نعلم بأن القطاع العام كان خياراً تنموياً تمت تحت مظلتها إنجازات هامة لم تكن لتتحقق من دونه <sup>1</sup>، كما أنه مثل الخيار الوحيد عند تبنيه لأن الدول النامية كانت وما زالت تفتقر إلى البنية الهيكلية المساعدة على النمو، وتعاني من ضعف مستوى تطور قواها المنتجة، وضعف القطاع الخاص المحلي بما ومحدودية وضعف السوق المالية المحلية، وتجاهل هذا الواقع ومرحلة التطور التي تمر بها الدول النامية يعتبر تصرف غير عقلائي.

ولقد أجريت العديد من الدراسات سواء في البلدان المتقدمة أو الدول النامية خلال السنوات الماضية، حول فعالية ودور قطاع الدولة في عملية التنمية، وقد تبين بأن المؤسسات الحكومية أو ما في حكمها في قطاع الخدمات والمنافع العامة أكثر فعالية وإنتاجية من الشركات الخاصة، وفي مقارنتها أجرتها المجلة الأمريكية المتخصصة "فورتش" لعامي 1989 و1990 لأوضاع خمس مئة شركة كبرى غير أمريكية على الصعيد العالمي وهي تضم شركات عامة وخاصة، تبين أن شركة عامة واحدة من خمسة خاسرة عام 1990، في حين كانت هذه النسبة شركة عامة واحدة

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الخصوصية والتصحيحات الهيكلية - أداءات واتجاهات -، مرجع سبق ذكره، ص20.

من ستة عشر شركة خاسرة عام 1989، كما تبين أن معدل الربحية متقارب في النوعين من الملكية في مختلف القطاعات ماعدا قطاع الصناعات الالكترونية أين يكون الربح في الشركات الخاصة أكبر من العامة في حين أن مصافي النفط العامة تحقق معدلات أرباح أعلى من تلك التي تحققها الشركات الخاصة، وحسب دراسة أخرى حديثة لثلاثة وخمسين دولة نامية منها عشرة دول افريقية جنوب الصحراء عن فترة الثمانينات أن الاستثمارات العامة تظهر أكثر إنتاجية من الاستثمارات الخاصة<sup>1</sup>.

مما سبق من الدراسات يتضح لنا بأن القطاع العام سابقا لم يكن يعاني من مشاكل بل كان يقوم بدور فعال في عملية التنمية، ولكن ابتداء من النصف الثاني للثمانينات بدأ يتصف بالقصور والضعف، وهذا ما دفع بنا للبحث عن أسباب ما يحدث؟، ونجد أن المؤسسات المالية ترد هذا الضعف والقصور إلى طابع الملكية العامة، هذا ما دفع بنا لكي نبحث في هذا السبب أولا باعتبار أنه صادر عن خبراء المؤسسات المالية الدولية، ومن خلال البحث يتضح لنا بأن الأبحاث التي قام بها الاقتصاديون في النظرية الاقتصادية، لا يتضح فيها وجود دور ملموس لطبيعة الملكية في نظريات الاقتصاد الجزئي، والنظريات الحدية منها أو الليبرالية، حيث لا تميز دالة الإنتاج أو دالة الربح بين ملكية عامة وأخرى خاصة لرأس المال، كما لا تتدخل طبيعة الملكية في عدد القيود لدوال الإنتاج والتكاليف والربح، كما أن وظائف رأس المال واحدة، سواء كان عاما أو خاصا، إلا أن أهدافهما قد تكون متباينة حيث يركز هدف رأس المال الخاص على تعظيم الربح في الوقت الذي تكون أهداف رأس المال العام مرتبطة بالأهداف العامة للاقتصاد الكلي، وبالأهداف الاجتماعية المرغوبة<sup>2</sup>، ونتيجة لهذه الأبحاث نستبعد أن لطبيعة الملكية العامة دور في المشاكل التي يعاني منها القطاع العام.

وتتجه للبحث في دراسات أخرى قادرة على تفسير ما يحدث في القطاع العام، فنجد دراسات تعارض السبب المقدم من طرف المؤسسات المالية الدولية والمتمثل في طبيعة الملكية العامة، وترد الأسباب الرئيسية عموما للأداء المالي الضعيف للمشاريع العامة في البلدان النامية إلى<sup>3</sup>: التخطيط السيئ للمشاريع والاختيار المشوه لخطوط الإنتاج، والافتقار إلى المهارات الإدارية اللازمة وضعف البنى الارتكازية، والتدخل الحكومي المفرط في الرقابة على المتغيرات الإدارية، وهي ترى بأن هذه كلها عوائق يمكن إزالتها تدريجيا بإجراءات مناسبة، إذن من الممكن تحسين عمل المشروع العام دون إهمال أهدافه المجتمعية، وذلك من خلال جعله أكثر استقلالا إداريا والقيام بدراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع مسبقا وإنشاء البنى الارتكازية اللازمة، وفي اعتقادي أرى من الأحسن فصل الأهداف الاجتماعية عن القطاع العام، ولا بأس بتحديد الأسعار بما يضمن الربح، بحيث يبقى التنافس في تخفيض التكاليف المتغيرة، وهذا التحديد بهدف حماية المؤسسات الصغيرة والتي يمكن أن تدمرها المنافسة الشديدة وتسمح لها في نفس الوقت من أجل السعي لتحقيق الربح.

<sup>1</sup> - موسوس مغنية، دور الهيئات المالية الدولية في تقليص القطاع العام في الدول النامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2001، ص55.

<sup>2</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص56.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الخصوصية والتصحيحات الهيكلية - أداءات واتجاهات -، مرجع سبق ذكره، ص77.

وفي دراسة أخرى نجد بأنها تخلص إلى نفس النتيجة السابقة والمتمثلة في أن عوامل الضعف التي يتسم بها القطاع العام قد نجمت عن ظروف نشأته وأسلوب تطويره في المرحلة اللاحقة، حيث نجد أن الدولة بصفتها المالك الوحيد لرأس المال المؤسسات تلعب ثلاثة أدوار في آن واحد هي المالك والمسير والقوة العمومية وهو ما يستحيل تحقيقه ميدانياً، فأعاق الشركة على أن تلعب دورها كشركة إنتاجية ذات مردودية الأمر الذي أفقدها المصدقية وأفرز نتائج سلبية تفاقمت من سنة لأخرى، وهذا ما يؤكد بأن أسباب الفشل للقطاع العام لا علاقة لها بطبيعة الملكية بقدر علاقتها بالبيئة الاقتصادية العامة، وفعالية التخطيط، ومستوى المشاركة والرقابة الشعبية، "وقد تبين من بعض الدراسات الدولية أن المنشآت العامة لا تقل نجاحاً وفعالية عن المنشآت الخاصة وفي كثير من الحالات قد تفوقت عليها"<sup>1</sup>.

وخلاصة القول أن السلبيات وعوامل الضعف في مسيرة وبنية القطاع العام، التي برزت بشكل واضح منذ النصف الثاني للثمانينات، ليست وليدة طابع الملكية، وإنما هي النتيجة الموضوعية لإستراتيجية التنمية المتبعة ولأسلوب إدارة الاقتصاد الوطني البعيد عن الممارسة الديمقراطية، وبالتالي فإن معالجة الخلل في مسيرة وتطور هذا القطاع، وفي الاقتصاد الوطني بشكل عام يجب أن تقوم على أساس إصلاح شامل لبنية الاقتصاد الوطني ولأسلوب اتخاذ القرار الاقتصادي والسياسي وليس على أساس نقل الملكية من العام إلى الخاص حيث لا تشكل مسألة الملكية سوى جانب ضئيل ومحدود في المشكلة الاقتصادية القائمة، ومن هنا نجد أن التركيز عليها في المرحلة الحالية لا يخدم أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية المحلية، وإنما يخدم تطلعات سياسية محددة ومرتبطة بدور ونفوذ رأس المال العالمي وبهيمنة المراكز الرأسمالية المتطورة على القرارات الاقتصادية والسياسية على الصعيد العالمي والمحلي أيضاً، والتي تقوم بنشر شعار "تجب خصوصية القطاع العام".

أما بشأن الانتقادات الموجهة إلى القطاع العام بخصوص السرقة والمحسوبية فهي مسألة تتعلق بالقائمين على إدارة مؤسسات القطاع العام، وهم وحدهم يتحملون عبئ النواقص، والعيب فيهم، ويمكن تطهير المؤسسات منهم، لأن الفساد يجل بالمواجهة والدراسة وتحديد جذوره وأسبابه والقضاء عليها وليس عن طريق الخصوصية<sup>2</sup>.

أما فيما يخص مشكلة المديونية التي تعاني منها الدول النامية نجد أن المؤسسات المالية الدولية تتظاهر بأنها تبحث عن حلول لها، إلا أنها تعمل على تخدير المشكلة وبالتالي لا تظهر مستعينة في ذلك بعبارة الاقتصاد من أجل طمس الحقائق وتقديم حلول فعالة في الظاهر، لكنها في نفس الوقت تسمح لها بالتفاقم أكثر حيث تساعدها هذه الحلول من التحول من مديونية مؤقتة إلى مديونية دائمة على المدى المتوسط والطويل .

إن تبني الدولة لسياسة الخصوصية يجعلها تضطر لسماح بدخول الاستثمار الأجنبي الخاص، مما يؤدي إلى تعرض الاقتصاديات النامية لمنافسة مدمرة لأن مؤسساتها لا تستطيع الصمود أمام منافسة الشركات الكبرى، خاصة

<sup>1</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص71.

<sup>2</sup> - صلاح عباس، مرجع سبق ذكره، ص61.



عابرات القارات والتي تسيطر على 70 في المائة من التجارة العالمية<sup>1</sup>، بالإضافة إلى جلب ميزات معتبرة وخاصة في مجال التسيير من طرف المستثمرين الأجانب في محيط تنافسي تسوده التكنولوجيا.

أما فيما يخص الاتجاه نحو عولمة الاقتصاد فهو يمثل المناخ الملائم لأهداف الدول المتقدمة بالأخص الولايات المتحدة الأمريكية التي تسعى إلى جعله المناخ السائد في اقتصاديات العالم حتى تتمكن من السيطرة على هذه الاقتصاديات من خلال الأدوات والوسائل التي سبق لها أن ابتكرتها وعملت على تقوية أساساتها في العالم، نتيجة علمها بأن التنمية المستقلة لدول النامية ستحدث إذا تمكنت هذه الدول من فك الارتباط بالنظام الاقتصادي الرأسمالي<sup>2</sup>، هذا الأمر جعلها تسعى إلى تقوية هذا الارتباط، فاهتدت إلى طريقة ممتازة مقدمة من طرف خبراء المراكز الدولية تضمن هذا الارتباط، حيث تعمل على إعادة تكوين وهيكلية الاقتصاديات الضعيفة من خلال رأسمالية انتقالية مشوهة تركز عولمة المحاكاة الاستهلاكية لتجربة الغربية رغم اختلاف الظروف والمعطيات وتعمل على تحطيم القاعدة الإنتاجية في ظل فوضى الانفتاح، في نفس الوقت تضمن انتعاش الاقتصاديات المتقدمة وتعميق التخلف وقوى الاستغلال ومحاربة أي مشروع تنموي مستقل يهدف إلى الإنعتاق من آليات التبعية والنهب التي انطوت عليها دوما تلك البرامج .

### المطلب الثالث: أهداف عملية الخصخصة

إن قرار الخصخصة يتضمن خطورة حقيقية لإمكانية فقدان رؤوس الأموال في حالة إدارة المشاريع بشكل سيئ، لذا من الضروري أن تحدد الدولة قبل بدء برنامج الخصخصة، الأهداف المرجوة من تطبيق الخصخصة، لأن ذلك يؤثر في أساليب الخصخصة وفي التوقيت والمدى الزمني للتنفيذ وفي السياسات المتصلة بالتطبيق.

أولاً- الأهداف الرئيسية لعملية الخصخصة: وهي تشمل أساساً على ما يلي<sup>3</sup>:

1- زيادة المنافسة وتحسين الأداء الاقتصادي: من أهم أهداف الخصخصة ومبررات اللجوء إليها هي زيادة الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات التي يتم خصصتها، وبالتالي تحسين كفاءة الأداء الاقتصادي ككل. ويتحقق ذلك بتحسين استخدام الموارد وكفاءة تخصيصها، نتيجة اعتماد المؤسسات الخاصة على الأسعار الحقيقية إلى جانب العمل على خفض التكلفة من ناحية، وتحسين جودة الإنتاج من ناحية أخرى. وتستند عملية الكفاءة إلى عنصرين هامين، يتمثل الأول في المنافسة ويتمثل العنصر الثاني في تغيير نمط حقوق الملكية. إذ تعمل المنافسة على حرية الدخول والخروج للمؤسسات الخاصة من السوق والانتقال من نشاط لآخر سعياً وراء تعظيم الربح، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض التكاليف وزيادة جودة السلع بسبب وجود منافسين وهذا يتعكس بدوره على تحسين الكفاءة الاقتصادية.

<sup>1</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص116.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص121.

<sup>3</sup> - قوريش نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص170.

أما تغيير حقوق الملكية فيترتب عليها خلق فئة تكون شديدة الحرص على نجاح المؤسسة، لأن هذا يحقق مصالحهم الشخصية في زيادة الأرباح، وينطوي على مراقبة صارمة لعمل المؤسسة وتوفير نظام للإدارة لتشجيعهم على زيادة تحقيق الأرباح، خاصة أن المنافسة تخلق سوقاً نشطاً لانتقال الكفاءات الإدارية سعياً وراء الحوافز الأعلى.

**2- تنشيط وتطوير أسواق المال :** من نتائج الخوصصة أنها تؤدي إلى زيادة عدد المؤسسات في المجتمع، وكلما زاد عدد المؤسسات زادت الحاجة إلى النقود من أسواق المال، وكلما زاد طالبو النقود كلما نشطت السوق وارتفع حجم وقيمة الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال وزاد الطلب على الإقراض في سوق النقود من خلال البنوك.

أيضاً فإن العلاقة بين الخوصصة وأسواق المال هي علاقة مزدوجة، فكما تؤدي الخوصصة لإزدهار وتنشيط سوق المال، فإن سوق المال هو أحد المتطلبات الأساسية لتنفيذ والإستمرار في عملية الخوصصة، حيث تسهم سوق المال في توفير النقود للمؤسسات التي تخضع للخوصصة من ناحية، ومن ناحية أخرى تساعد سوق رأس المال في عملية تقييم المؤسسة من خلال تحديد قيمة الأسهم المطروحة وفقاً للعرض والطلب في البورصة.

**3- توسيع قاعدة الملكية :** يمكن للخوصصة أن تؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية لأفراد الشعب من خلال استخدام الطرح العام في بيع المؤسسات أي طرح أسهم للاكتتاب العام في البورصة، وهذا بتشجيع صغار المستثمرين والمدخرين على شراء الأسهم وتحويل بذلك أعداد كبيرة من الأفراد إلى مالكيين، أي أن الخوصصة تسهل توسيع قاعدة الملكية في مختلف الشركات المشتركة وفتح أوعية ومجالات جديدة لجذب المدخرات، ويعد هذا الهدف من الأهداف الهامة للدول النامية، لأنه سيسمح للأفراد المشاركة في إتخاذ القرارات الاقتصادية، كما أن توسيع قاعدة الملكية يعمل على زيادة الثروة لدى القطاع العائلي، مما يشجعه على الاعتماد على الذات، وبالتالي يخفف العبء الواقع على كاهل الدولة.

**4- خفض العجز المالي للحكومة :** لا شك أن أحد الأهداف الهامة التي تجعل الدول النامية تلجأ لتطبيق سياسة الخوصصة هو خفض العجز المالي الذي تعاني منه الحكومة بسبب العجز المالي للقطاع العام، وتغطي خسائر القطاع العام عادة إما بدعم من الميزانية، أو بقروض من الجهاز المصرفي بأسعار مدعومة أو عن طريق الإقتراض من الخارج. وبتطبيق الخوصصة على القطاع العام ستوقف المصادر الثلاثة للتمويل، الأمر الذي يعني توقف تحمل الدولة لأية خسائر، وبالتالي ينخفض العجز المالي للحكومة بقيمة تساوي قيمة الخسائر التي كانت تتحقق بسبب خسائر القطاع العام. كما تحصل الدولة على إيرادات نتيجة بيع المؤسسات، هذا فضلاً عن زيادة حصيلة الضرائب نتيجة زيادة حجم المؤسسات، كذلك تؤدي الخوصصة إلى التخلص من الأعباء الإدارية (متطلبات الإدارة والرقابة للشركات وبالتالي يقل العبء المالي على الموازنة العامة للدولة).

وعلى صعيد آخر تؤثر الخوصصة على ميزان المدفوعات من خلال شراء مستثمرين أجانب لأصول محلية مما يعني تحويل موارد مالية من الخارج إلى داخل الدولة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال عمليات مقايضة الدين بأسهم.

ثانيا- الأهداف الثانوية لعملية الخصخصة: وتمثل الأهداف الثانوية فيما يلي<sup>1</sup>:

- 1- تحسين الوضعية المالية للقطاع العام بواسطة التصفية وتحويل الملكية إلى القطاع الخاص وتنمية المؤسسات المالية التي ستستعمل كركيزة هامة لنجاح صيرورة الخصخصة، وإحداث مناصب شغل على المدى الطويل.
- 2- تحسين المحيط القانوني باختيار وسائل التنظيم الأكثر اقتصادية وعقلانية بهدف تحسين الفعالية الاقتصادية بالاجوء إلى نقائص السوق وتعديل جهاز الأرباح وذلك بتكفل قانون الخصخصة بتوفير الإطار القانوني لهذا التعديل.
- 3- تنمية السوق الجماهيرية وترقية مساهمة العمال في رأسمال المؤسسة وذلك بإشراكهم في السير الحسن لمؤسساتهم وإخفاء شعور الإبعاد الذي يعيشه العمال.
- 4- تنمية الأسواق المنافسة والقضاء على الاحتكار وذلك من خلال بيع الوحدات أو التسهيلات الإنتاجية فرادى أو مجموعات صغيرة بدلا من بيعها كوحدة واحدة.
- 5- الالتحاق بالسوق الدولية في ميدان التكنولوجيا ورأس المال.
- 6- سرعة تحريك الاستثمارات للمشروعات القائمة في مختلف الأنشطة، والقطاعات السلعية والخدمية.

ثالثا- تحليل حقيقة العلاقة بين عملية الخصخصة وأهدافها: وسنحاول دراسة إذا ما كان الوصول إلى أهداف الخصخصة يتحدد بتأثير الخصخصة على هذه الأهداف أم على عملية الخصخصة في حد ذاتها.

- 1- علاقة عملية الخصخصة بالفعالية الاقتصادية: إن الخصخصة لا تعني بالضرورة أن تصبح المؤسسة الخاصة الجديدة فعالة اقتصاديا، لأن المشكل لا يطرح على أساس تحويل الملكية فقط، وإنما المشكل مرتبط بطبيعة التنظيم الاقتصادي السائد ومدى فعاليته في توفير الشروط الضرورية وخلق المناخ المناسب للمؤسسة، سواء كانت خاصة أو عامة<sup>2</sup>، وبعبارة أخرى إن مجرد خصخصة المشروعات لا يكفي للوصول للكفاءة<sup>3</sup> لأن قضية الكفاءة الإنتاجية لا تتعلق بطبيعة الملكية عامة كانت أو تعاونية، فالإنتاجية مسألة تقنية-إدارية، وهذا ما يفسر وجود مؤسسات رابحة وخاسرة في القطاعين العام والخاص<sup>3</sup>، وليس من المقبول والمعقول أن يؤدي النقل من القطاع العام إلى الخاص إلى تحسين الإدارة، فلا بد من إعادة هيكلة الصناعة بأسرها لضمان سيادة الجو التنافسي لتحقيق مكاسب في الكفاءة، وبعكس ذلك فإن المشروعات التي تتم خصصتها ربما تستطيع الحصول على أرباح كبيرة من القوة الاحتكارية التي تحصل عليها، مما يجعل المستهلكين في وضع أسوأ، ومن هناك فإن التحسينات في الكفاءة لا تنشأ من عملية الخصخصة في حد ذاتها، وإنما تنشأ من المزايا التي تجلبها المنافسة المتزايدة إلى السوق إذا ما أقرن ذلك بإعادة هيكلة الصناعة<sup>4</sup>.

كما أنه في عدد من الدراسات الأخرى لمجموعة من الدول والشركات العامة والخاصة، لا تتضح أفضلية للشركات الخاصة بل العكس من ذلك، وفي العديد من الدول النامية تتمتع الاستثمارات العامة بإنتاجية أعلى،

1 - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

2 - سعيد أوكيل وآخرون، استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1994، ص 67.

3 - ضياء مجيد الموسوي، الخصخصة والتصحيحات الهيكلية - أداءات واتجاهات-، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 53.

4 - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 124.

وفعالية أكبر من تلك التي للاستثمارات الخاصة، وفي الدول النامية التي أصبحت تسمى الدول المصنعة حديثا تتضح أهمية الاستثمارات العامة والقطاع العام في تحقيقها هذه النقلة، وفي مجمل النمو الاقتصادي المحقق، وهذا ما يؤدي بنا للتفكير بأن الخصوصية ليست حلا قاطعا لتحسين ربحية المشروع وزيادة كفاءة أدائه، وبالتالي فإن التحول الواسع باتجاه الخصوصية في البلدان النامية عموما لا يبدو عمليا ولا حكيمًا، ويكمن الحل الأمثل عمليا والأكثر إمكانية لتحسن ربحية المشاريع العامة في إزالة القيود التي تحد من كفاءة عملياته، وذلك عن طريق إحداث تغييرات في السياسات الحكومية تجاهها وفي تطوير إستراتيجيات إدارية فعالة<sup>1</sup>.

وما يؤكد الفكرة السابقة هو ما خلصت إليه دراسة قام بها بعض خبراء البنك الدولي " أنه يبدو لعدد من الأسباب أن مجال الخصوصية بهذا الشكل في البلاد العربية وغيرها من البلدان النامية محدود لحد الآن، لذا فإن الأولوية ينبغي أن تكون للعمل على معالجة ضعف كفاءة المؤسسات العامة، وذلك على سبيل المثال لا الحصر عن طريق ترشيد سياسات الأسعار والتحرر في ميدان التجارة وتحسين نظم المساءلة وتحديد المسؤوليات<sup>2</sup>، وهو استنتاج لا يملك سوى أن تتفق مع قائليه، وليس بالتالي هناك من أسباب كامنة في صلب المشروع العام تجعله غير مربح وغير قادر على توليد إيرادات يمكن استخدامها في تطوير نفسه، ويتطلب وضع نظام تأشيري يحتوي على أهداف عقلانية واضحة المعالم والحدود لقياس الأداء الفعلي للمشاريع العامة، وكذلك استخدام نظام حوافز بالنسبة للإدارة الناجحة، وذلك لضمان رقابة فعالة، ومحاسبة كفأه كما أن المشاريع العامة إذا تعرضت لضغوط البيئة التنافسية محليا أو دوليا فإن الخصوصية لن تضيف شيئا كثيرا إلى الحوافز التي تدفع بتلك المشاريع إلى البحث عن فرص أفضل لتحسين كفاءة توزيع مواردها .

**2- علاقة عملية الخصوصية بالمدىونية وبالعجز في ميزان المدفوعات:** ومن أجل نشر الخصوصية تحت غطاء أنها تعمل على تخفيف المدىونية، نجد أنه أصبح من المألوف استخدام وسائل مختلفة لتحويل أصول الدين للدائنين بشكل يخصص التزامات خدمة الدين للمدينين، وأحد الأمثلة الشائعة هو استبدال الدين بحقوق الملكية، ولا يشك أحد في أن عملية مقايضة الدين الخارجي بحقوق ملكية تعود بالنفع على الدائن، والمستثمر الأجنبي، فالاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة، كانت ولا تزال الشكل الذي يفضلها الأجانب في هب خيرات وموارد بلدان العالم الثالث، أما بالنسبة للبلدان المدينة التي قبلت أو ستقبل هذا الاقتراح فإنه من المؤكد أنها ستعرض لمخاطر عديدة أهمها ما يلي<sup>3</sup>:

1-2- صحيح أن هذا الاقتراح سوف يؤدي في الأجل القصير إلى التخفيف من عبء الدين من خلال إلغاء دفع الفوائد والأقساط المستحقة عن الديون التي ستقايس بحقوق ملكية، وربما يؤدي ذلك إلى التخفيف من مشكلات السيولة الدولية وعجز ميزان المدفوعات لتلك البلدان، ولكن تحويل الأرباح والفوائد والمداخيل التي سيحنيها الملاك الجدد - الأجانب- والذي يؤثر في الأجل المتوسط والطويل على زيادة العجز في ميزان مدفوعات، رغم التخفيض

<sup>1</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 119.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الخصوصية والتصحيحات الهيكلية - أداءات واتجاهات-، مرجع سبق ذكره، ص 77.

<sup>3</sup> - مهدي عيسى بن صالح، ملامح هيكلية المؤسسة الشبكية، مجلة الباحث، العدد: 03، 2004، ص 12.

من العيب الذي يظهر في الأجل القصير، وما يدل على هذه الفكرة ما يتضح من تجارب البلدان النامية أن التراكم في رأس المال الخاص لم يتحول إلى استثمارات محلية منتجة، بل تحول إلى استثمارات وأرصدة في الخارج، والجزء المستثمر منه في الداخل يوجه نحو المشروعات ذات المردود السريع والكبير، بغض النظر عن المتطلبات الاجتماعية للتنمية، وبالتالي فإن قطاع الدولة لم يكن خياراً اعتباطياً وإنما أملت ضرورات تنمية اجتماعية.

2-2 - يصبح للأجانب نصيب معلوم في الدخل المحلي المتحقق في البلدان المدينة وهونصيب سوف يتصاعد مع زيادة تحويل الديون إلى حقوق ملكية، وسيظل هذا النصيب قائماً بشكل مستمر طالما بقيت المشروعات المملوكة للأجانب في العمل والإنتاج، فعبء الاستثمارات سيظل مؤبداً، في حين أن عبء الدين الخارجي مهما طال أمده، فهو عبء مؤقت ينتهي بدفع آخر قسط.

2-3 - وبما أن المستثمر الأجنبي المقدم على تلك المشروعات، أو المساهمة في ملكيتها سيكون من فئة الشركات المتعددة الجنسيات، ونظراً إلى ما هو معلوم من خطورة هذه الشركات وصعوبة محاسبتها وقدرتها الفائقة على المراوغة والتلاعب في الإفصاح عن حقيقة ناتج أعمالها، فمن المشكوك فيه تماماً أن يتمخض نشاطها الأخطبوطي في البلدان المدينة عن أية فائدة لتلك البلدان .

2-4 - عملية المقايضة هذه لن تتم إلا إذا تمكن المستثمر الأجنبي من فرض شروطه على البلد المدين فيما يتعلق بحريته في تحديد الأسعار ومستويات الأجور وسياسات العمالة والتقانة، ناهيك عما يطلبه من مزايا أخرى يتعين على الدولة أن توفرها له، كالإعفاء الضريبي والجمركي وحمايته من أخطار تقلبات أسعار الصرف، وتوفير الطاقة له بأسعار رخيصة... الخ كل ذلك سيتعارض مع الأهداف والسياسات الاقتصادية والاجتماعية للبلد المدين على أن القبول بتلك الشروط قد يقتضي تغيير دساتير هذه البلدان وقوانينها الأساسية .

2-5 - المساهمة في زيادة التضخم وارتفاع الأسعار، لأن تحويل الدين الخارجي إلى أصول إنتاجية يدفع بالبنك المركزي إلى التوسع في إصدار النقود لمواجهة طلب تحويل الدين الخارجي إلى نقد محلي.

**3- علاقة عملية الخصوصية بالنمو الاقتصادي:** يتحدد تأثير الخصوصية في حركة النمو الاقتصادي في شق منه، بتأثير الخصوصية في الكفاءة الاقتصادية لوحدات الإنتاج، وقد سبق الكلام على هذه الناحية، أما الشق الثاني فيتحدد بمدى مساهمة الخصوصية في خلق المناخ المناسب لدفع عملية الاستثمار في الأنشطة الإنتاجية المختلفة، والتي ترتبط بأمرين رئيسيين هما عودة رؤوس الأموال المحلية والعربية المستثمرة في الخارج التي ترتبط بالعائد والاستقرار السياسي والاقتصادي أولاً، وبالتغيير النوعي في سلوك القطاع الخاص في هذه البلدان والذي يتطلب تحول شاملاً على الصعيد الاجتماعي والسياسي، والتي لا تتوفر مقوماته هذه بسرعة، وفي جميع الأحوال لا يبدو من خلال البحوث الميدانية أن هناك علاقة واضحة باتجاهها، بين حجم القطاع العام والقطاع الخاص ومعدلات النمو الاقتصادي المحققة سواء في البلدان المتقدمة أو البلدان النامية.

## المبحث الثاني: المقومات والركائز التي تضمن نجاح سياسة الخصخصة

إن سياسة الخصخصة سياسة اقتصادية إصلاحية تتم في المجتمع، وحتى يتم تطبيقها بنجاح توجد عدة أسس يتوجب مراعاتها وذلك بالنسبة للدول التي تتطلع إلى تبني هذه السياسة أوتلك التي ما تزال في مرحلة التطبيق، ذلك أن الخصخصة ليست سياسة اقتصادية فردية يمكن تطبيقها دون ترابط أوتكامل مع سياسات أخرى، ولكنها مكملة للسياسات الخاصة بالإصلاح الاقتصادي والتعديلات الهيكلية وهذا يعني أنها لا تكون بمعزل عن السياسات الاقتصادية الأخرى.

## المطلب الأول: متطلبات نجاح عملية الخصخصة

تتمثل أهم الدعائم والتوجهات الأساسية لنجاح الترويج لقضايا الخصخصة في جودة المحيط البيئي لقضايا الخصخصة، والذي يتضمن ضرورة تهيئة واستشارة المتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتشريعية والإدارية والمؤسسية بصورة إيجابية لتكون سندا داعما لترويج قضايا الخصخصة ولتقليل تأثير الصعوبات المعوقة لقبول المجتمع التعامل معها والاستجابة للجهود الترويجية لقضاياها خاصة في المراحل الأولى حتى تتمكن الخصخصة من تقديم بدايات ثمارها وتصبح جهدا واعدا ومباشرا بالخير.

**أولاً- المتطلبات السياسية والقانونية لنجاح عملية الخصخصة :** سنحاول التطرق في هذا الفرع إلى أهم النقاط المكونة لهذه المتطلبات، والتي تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

**1- المتطلبات السياسية:** وتشتمل على وجود بيئة سياسية تشجع اعتبار الكفاءة الاقتصادية وثق في قدرة قطاع الأعمال الخاص على تحقيق النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى ضمان التأييد الكامل وغير المتقلب من أعلى المسؤولين في دوائر الاختصاص السياسي لمشروع الخصخصة وأن لا يتعرض لعراقيل عديدة ويجب أن تكون الحكومة حاسمة وسريعة في تطبيقها للخصخصة حيث أن التأخير في تنفيذ برنامج الإصلاح قد يؤدي إلى عرقلة على يد تحالف البيروقراطيين، وأخيرا الإعداد المسبق لإستراتيجية واضحة للخصخصة وقبلها إعداد برنامج انتقالي يمهّد على المستويين السياسي والاقتصادي لتطبيقها، ويركز هذا البرنامج على تدعيم نظام السوق وتعزيب المنافسة والتخفيف تدريجيا من سياسات الرقابة وتقوية دور ومسؤولية قيادات المنشآت المرشحة للخصخصة.

**2- المتطلبات القانونية:** إن التحول في نطاق أدوار الدولة نتيجة للأخذ بسياسة الخصخصة وتبني نهج جديد في إدارة الاقتصاد يعتمد على تشجيع الاستثمار والقطاع الخاص وتحرير التجارة والأسواق، وتنشيط المنافسة يقتضي مراجعة شاملة وتطوير جوهري للتشريعات التي انبثقت عن نهج مختلف للدولة في إدارة الاقتصاد والتعامل مع القطاع الخاص، ويدخل ضمن هذا مراجعة وتطوير التشريعات الخاصة بحقوق الملكية من نقلها وضماناتها والتشريعات المنظمة للمعاملات التجارية وتشريعات تأجير الأصول والمعدات الإنتاجية والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال والمؤسسات المالية بما فيها القطاع المصرفي وتشريعات علاقات العمل والتأمينات الاجتماعية لرفع مستوى كفاءته وضمن تحقيقه حماية مناسبة للعاملين دون تكبيل المنشآت بقيود روتينية تحد من متطلبات التطور المستمر الذي

<sup>1</sup> - شكري رجب العشاوي، مرجع سبق ذكره، ص90.

تفرضه أوضاع الأسواق على المنتجين، والتشريعات الضريبية وكذلك التشريعات المتعلقة بتدخل وإشراف الدولة وأجهزتها الإدارية على منشآت ومشروعات الأعمال بما في ذلك تشريعات حماية المنافسة ومنع أو ضبط الاحتكار وينبغي أن يعكس التطوير الذي يدخل على هذه التشريعات فلسفة وروح الإستراتيجية الجديدة في إدارة الاقتصاد والتوجه نحو القطاع الخاص ويكون هذا بزيادة هامش الحرية والمرونة المتاحة لهذا القطاع في جانب مع وضع ضمانات وضوابط حاسمة لقيام القطاع الخاص بمسؤوليته تجاه البيئة والمستهلك والعاملين، وكذلك وفائه بحق الدولة عليه في دفع الضرائب في الجانب الآخر، ولا يتحقق التوازن المنشود في التشريعات المطلوب تطويرها إلا بإتاحة الفرصة لفئات مختلفة من الخبراء والمعينين وممثلين عن أصحاب الأعمال للمشاركة مع اللجان الحكومية في صياغة التشريعات الجديدة.

ثانياً- المتطلبات الإدارية، والاجتماعية لنجاح عملية الخصوصية : تتمثل أهم العناصر المكونة للمتطلبات الإدارية والاجتماعية فيما يلي:

### 1- المتطلبات الإدارية: وهي تشتمل نقاط عديدة نذكر أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

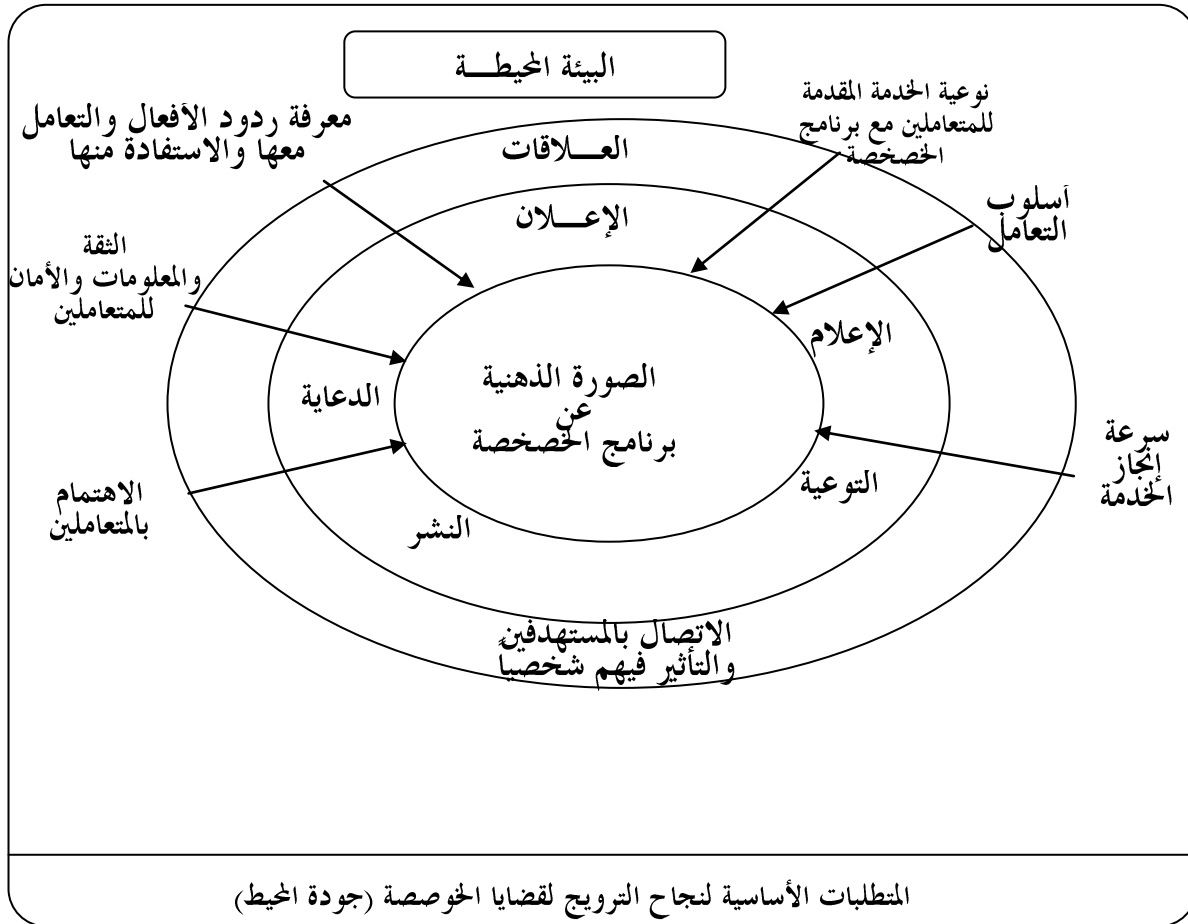
1-1- ينبغي القيام بحملة تهيئة الرأي العام قبل البدء بتنفيذ الخصوصية، حيث ينبغي توضيح مفاهيم الخصوصية وأثارها المتوقعة من خلال وسائل الإعلام المختلفة وعن طريق الندوات والمحاضرات وغيرها، ويرى الدكتور حازم الببلاوي أن تهيئة الرأي العام للخصوصية يجب أن يصل إلى مستوى خلق شعور عام بأن هذه الخصوصية تتفق مع الصالح العام وفي إطار من العدالة والإنصاف دون محاباة طرف أو تمييز لطرف على آخر، ويتوقف ذلك في رأيه على الظروف النفسية والتاريخية والثقافية، ويتضمن هذا أنه ينبغي أن يتوفر الشعور العام بأن اختيار الشركات والمشروعات العامة التي تعرض للبيع يتم وفق معايير اقتصادية سليمة، وليست من أجل حماية لمصالح خاصة أو مصالح فئوية، كما أن عمليات التقييم لا بد وأن تتم بأكبر قدر من العدالة والإنصاف بحيث لا تبدو الدولة وكأنها توزع هدايا أو هبات على أطراف أو قطاعات بعينها، وينطبق نفس القول على توقيت عمليات البيع، ونوع التسهيلات المالية التي يمكن أن تقدم للمشتريين، وهكذا لا بد من توافر القبول العام، والافتناع الشعبي بسلامة المؤسسات والنظم واتفاقها مع الحق والعدالة، أو بمعنى آخر لا بد من توفر المشروعية الاجتماعية للخصوصية، ويرى الدكتور نحمده عبد الحميد الثابت<sup>2</sup> أن تكوين وتطوير صورة ذهنية إيجابية قوية عن برنامج الخصوصية لدى المستهدفين بها، يلعب دوراً أساسياً في معرفة وتقسيم سوق المستهدفين بالخصوصية إلى قطاعات ومعرفة طبيعة كل قطاع والمنافسة فيه ودرجة نجاح الجهود الترويجية في صدده ولا بد من الإشارة إلى أن تصميم عناصر برنامج الخصخصة والمزيج التسويقي له، هما الأساس في تكوين الصورة الذهنية الإيجابية المرجوة، وفيما يلي تصور الباحث عن العوامل الرئيسية التي تسهم في

<sup>1</sup> - المرسي السيد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص33.

<sup>2</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، ترويج قضايا الخصخصة (تجارب عالمية)، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003، ص 61.

تحديد هذه الصورة، وهو ما يطلق عليه الباحث نموذج الترويج متعدد الأطراف، حيث تقع على المجتمع كله مسئولية الدعوة إليه والإقناع به وهذا ما يتضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1): يوضح نموذج الترويج متعدد الأطراف لقضايا الخوصصة ككل ( تسويق الخدمة كإيديولوجية)



المصدر: محمد عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 61.

1-2- دراسة التنظيم الحالي للمنشآت العامة وإمكانية تطويره بما يحقق تحسين أوضاع هذه المنشآت ورفع كفاءتها وإخضاعها كلما أمكن لقواعد السوق، ودون إهمال تقدير كفاءة المسؤولين والعاملين بالمنشآت العامة والعمل على تطوير مستويات أدائهم وتطعيمهم بالخبرات المتميزة في مجال الإدارة الاقتصادية المتوفرة لدى الحكومة أو القطاع الخاص<sup>1</sup>.

1-3- إنشاء آليات لتنفيذ الخوصصة: يتطلب الأمر هنا إنشاء منظمة أو إدارة حكومية أوجهاز له مهام محددة كوزارة، مثلا للخوصصة، أو لجنة وزارية، أو مجلس أعلى للخوصصة برئاسة رئيس الوزراء عضوية عدد من الوزراء للقيام بالمهام التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - شكري رجب العشناوي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

<sup>2</sup> - المرسي السيد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص 38.



- أ- تحويل المنشآت العامة إلى شركات قابضة من أجل التهيئة لعملية الخصخصة، حيث يعطي ذلك للشركات استقلالاً مالياً وإدارياً من أجل تحسين أدائها.
- ب- إعداد برنامج الخصخصة: أي وضع إطار عام للشركات التي يمكن إدراجها للخصخصة ومدى أهميتها للاقتصاد القومي.
- ج- اعتماد تقييم الشركات وتحديد قيمة السهم بها: هذه الخطوة من أهم خطوات تنفيذ الخصخصة لأنه يمكن أن يترتب على عدم الإفصاح والشفافية في هذه الخطوة فساد كبير، كما حدث في بعض دول التحول الاشتراكي، ويتم هذا الإجراء عن طريق المنظمات الحكومية والمكاتب الاستشارية بالتعاون مع الأجهزة الرقابية في الدولة.
- د- اختيار أساليب الخصخصة: بيع كلي للأصول أو بيع جزئي لقسم رئيسي أو من خلال طرح الأسهم في البورصة، أو البيع للعاملين أو منح حقوق الامتياز أو عقود الإدارة أو غيرها.
- هـ- مساعدة الشركات المتعثرة عن طريق إعادة هيكلتها في إطار تهيئتها للخصخصة.
- و- وأخيراً إعداد قاعدة بيانات للخصخصة، وهي من أهم المهام التي تناط بالوحدات أو الوزارات العامة في مجال الخصخصة، حيث تمثل إطاراً عاماً لحجم القطاع الخاص في الدولة، وأساليب الخصخصة وغير ذلك من البيانات والمعلومات الملائمة.
- 1-4- يتعين أن يتولى عملية الخصخصة جهاز مستقل بعيد عن التأثير والخضوع للبيروقراطية الحكومية والدوائر المهيمنة على شئون القطاع العام في مرحلة ما قبل الإصلاح الاقتصادي، ويفضل أن يكون اختيار العاملين بهذا الجهاز لكفاءتهم وخبرتهم، وليس بناء على اعتبارات الولاء أو المحاملة أو أي معيار آخر غير موضوعي، وأن يضم هذا الجهاز متخصصين في المسائل الاقتصادية والمالية والقانونية والمحاسبية، وعلى دراية بتجارب الخصخصة في البلاد الأخرى.
- 1-5- تجميع أكبر قدر ممكن من المعلومات عن النظام الاقتصادي الحالي وإمكانيات تطويره المستقبلي، وعن القطاع العام ومنشآته المختلفة والمشاكل التي تعترض نجاحه، وفرص نجاح سياسة الخصخصة والمعوقات التي قد تعترضها والقوى المؤيدة والمعارضة لها، والمصالح الوطنية والاجتماعية التي يمكن أن تضار من جراء عملية الخصخصة وتأثير الخصخصة على مستويات الائتمان والأجور والاستثمارات والخدمات التي تقدم للمستهلكين، وإمكانيات القطاع الخاص المحلي التي تؤهله للتجاوب مع عملية الخصخصة وموقف الاستثمارات الأجنبية\* المحتمل إزاء هذه العملية.
- 1-6- دراسة المنشآت التي تزعم الحكومة نقل ملكيتها إلى القطاع الخاص ويتعين أن تشمل الدراسة التفصيلية للمنشأة المعدة للخصخصة عناصر أساسية أهمها<sup>1</sup>:

\* يرى بعض الاقتصاديين ضرورة التفكير في كيفية توزيع أصول الخصخصة بين المواطنين والأجانب وذلك لوجود حاجة لتشجيع المواطنين للاستثمار في بلادهم وهناك ضرورة الحظ على وجود هذه الأصول في أيدي أبناء الوطن، ومع ذلك فهناك قضايا تكنولوجية وتسويقية تتطلب وجود المستثمر الأجنبي.

<sup>1</sup> - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

تحديد الدور الاقتصادي لها، أهدافها، هيكلها التنظيمي، موقفها المالي، طبيعة العاملين بها، نوعية المستفيدين، خدماتها، مستوى إنتاجها الحالي وتوقعات توسعه في المستقبل، وتقدير مستوى أدائها الاقتصادي وكفاءتها المالية في السنوات السابقة.

2- المتطلبات الاجتماعية: وتتمثل في وضع الأساليب المناسبة من جانب الحكومة لمعالجة مشاكل الاستغناء عن جزء من العمالة ويتم ذلك من خلال<sup>1</sup>:

2-1 وضع برامج لتعريف الرأي العام بعملية الخوصصة والآثار المترتبة عليها بالنسبة لوظائف العاملين في منشآت القطاع العام، كما يتعين عليها التفاوض مع العمال المتضررين أو ممثليهم النقابيين لتعويضهم عن وظائفهم أو امتيازاتهم السابقة.

2-2 استخدام مجموعة من الوسائل لمعالجة آثار مشكلة البطالة ولتشجيع العاملين في القطاع العام على تحمل الأعباء المترتبة على عمليتي إعادة الهيكلة والخوصصة وبالتالي تخفيف معارضتهم لهاتين العمليتين.

2-3 الاستعانة بالعاملين الذين تم الاستغناء عنهم بسبب الخوصصة في ملء الأماكن الشاغرة التي تنجم عن خلوات اعتيادية بسبب الاستقالة أو بلوغ المعاش أو اشتراط احتفاظ المالك الجديد بالعاملين في المنشأة فترة زمنية محددة.

2-4 اشتراط التزام المالك الجديد بإعطاء أفضلية في التوظيف للعامل المستغنى عنهم.

2-5 تشجيع العاملين في المنشآت المعدة للخوصصة على التقاعد الاختياري المبكر وتزويدهم برؤوس أموال مناسبة لبدء مشروعات فردية.

2-6 تشجيع العاملين على المشاركة في ملكية المشروعات المنقولة إلى القطاع الخاص عن طريق منحهم أسهم مجانية أو بيعهم الأسهم بأثمان تفضيلية.

2-7 تقرير الاحتفاظ للعاملين المسرحين بنفس أوضاعهم وامتيازاتهم في نظم وصناديق التأمينات والمعاشات التي كانت سارية عليهم أثناء الخدمة.

2-8 إعداد برامج حكومية لمساعدة العاملين المسرحين في الحصول على وظائف بديلة وإعادة تأهيلهم لاكتساب المهارات المطلوبة لشغل هذه الوظائف.

2-9 إنشاء صناديق اجتماعية متخصصة في تقديم الإعانات للعمال المسرحين وأسراهم لحين الحصول على وظائف جديدة أو خلال مدة زمنية معينة.

<sup>1</sup> - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

ثالثا - المتطلبات المالية والاقتصادية لنجاح عملية الخوصصة: وأهم ما تتعلق به ما يلي:

### 1- المتطلبات المالية: وتمثل المتطلبات المالية لنجاح الخوصصة فيما يلي :

1-1- يعتبر تطوير سوق المال والمؤسسات المالية أحد المقومات الأساسية الهامة لنجاح برنامج خوصصة الملكية حيث ينبغي أن يقترن توسيع ملكية القطاع الخاص بتطوير المؤسسات والقنوات التي ستتداول من خلالها هذه الملكية، وبدون توافر هذه المؤسسات لن يمكن لبرنامج الخوصصة أن يجتاز حتى مرحلة البدء حيث يصبح عدم توافر هذه القنوات أو القيود التي ربما توضع على تداول الملكية من خلالها، سببا في الإحجام عن شراء المشروعات التي يطرح رأسمالها للبيع، ويشمل بناء وتطوير مؤسسات تداول الملكية والمؤسسات المالية والاستثمارات الأخرى ما يلي<sup>1</sup>:

أ- تطوير سوق رأس المال بالقدر الذي يسمح بالتداول النشط للأسهم والسندات في البيع والشراء للحاضر وللأجل، ويحمي المنافسة ويحمي المتعاملين في السوق، ويمنع التلاعب أو التطويق للسوق أو السيطرة عليه أو التواطؤ من قبل بعض فئات المتعاملين.

ب- إنشاء شركات الاستثمار ومكاتب مستشاري الاستثمار، وبناء وتطوير كوادر الخبراء والمشتغلين والمتعاملين في الأوراق المالية ويعتبر هذا عاملا حاسما لزيادة فعالية وكفاءة سوق رأس المال، لا ينبغي تأجيله لما بعد استكمال العناصر القانونية والمؤسسية لسوق رأس المال وقطاع الاستثمار؟، وإنما ينبغي البدء فيه مبكرا مع توفير فرص الاستفادة بخبرات المؤسسات المالية المتقدمة في العالم في تطوير هذه الكوادر.

ج- تطوير مؤسسات القطاع المالي والمصرفي، التي ستلعب دورا هاما في عمليات الإصدار الأولى ثم في دعم تعاملات سوق المال، وفي توفير السيولة والقروض اللازمة للمشروعات التي يتم خوصصة ملكيتها ومشروعات قطاع الأعمال بصفة عامة.

1-2- إعادة النظر في النظام الضريبي المطبق على دخول القيم المنقولة والأرباح الصناعية والتجارية.

1-3- تطوير قانون الشركات ليتضمن معايير موضوعية تحدد بدقة الأساليب والنظم المحاسبية التي تلتزم بإتباعها مختلف الشركات لحماية حقوق الأقلية.

1-4- يتعين دراسة التغير الذي يصيب دخل وثروة الدولة بسبب الخوصصة فالأصول المالية الثابتة للدولة سوف تتناقص بعد بيع المنشآت العامة للقطاع الخاص، وهنا يثور التساؤل حول ما إذا كانت عوائد المبيعات سوف تساوي قيمة أصول هذه المنشآت؟، وما هو البديل الأمثل لاستغلال هذه الأموال السائلة بما يحقق مصلحة المجتمع والمواطنين ويحافظ على الثروة القومية؟، ويتعين كذلك تحديد طبيعة العلاقة المالية بين ميزانية الدولة والمنشأة قبل وبعد الخوصصة.

<sup>1</sup> - أحمد صقر عاشور، التحول إلى القطاع الخاص تجارب عربية في خصخصة المشروعات العامة ، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 1996، ص 14.

## 2- المتطلبات الاقتصادية: وهي تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

2-1- إعادة النظر في سياسات الأثمان بحيث يتم تدريجياً القضاء على التشوهات التي تحول دون اعتبار الأسعار السائدة مؤشرات حقيقية للنفقات ولطلب المستهلكين.

2-2- على الدولة أن تسعى إلى تحسين مستوى ربحية المنشآت العامة وذلك عن طريق تحرير هذه المنشآت من القيود التي تكبلها، وأن تقدم لها الدعم المالي المشروط بتحقيق نتائج اقتصادية أفضل، وأن تزودها بقيادات أكثر كفاءة، وأن تصفى في حالة الضرورة، الوحدات التي يثبت استحالة تطويرها والقضاء على نزيف خسائرها.

2-3- تطوير السياسة المالية للمساهمة في إنشاء البيئة الاقتصادية المشجعة للاستثمار والنمو، والاهتمام كذلك بالسياسة النقدية سواء على مستوى البنك المركزي أو البنوك التجارية والمتخصصة.

2-4- رفع القيود المفروضة على المنافسة يعتبر شرطاً جوهرياً لنجاح سياسة الخصخصة في تحقيق أهدافها المتمثلة على وجه الخصوص في تحسين مستوى كفاءة الاقتصاد الوطني.

### المطلب الثاني: الخصخصة وسياسات الإصلاح الاقتصادي

يجب أن يكون هناك نوع من التكامل بين مراحل الخصخصة مع مراحل سياسات وبرنامج الإصلاح

الاقتصادي فتطوير سوق رأس المال ينبغي أن يسبق عمليات تحويل الملكية وعمليات تصحيح هيكل الأسعار وتحرير الأسواق ينبغي أن تسبق عمليات تقييم وتسعير المشروعات وكذلك فإن عمليات رفع وتخفيف القيود البيروقراطية والإشراف الإداري للدولة على المشروعات ينبغي أن تسير جنباً إلى جنب مع برامج الخصخصة إن لم تسبقها.

أولاً- أهمية تكامل سياسة الخصخصة مع سياسات الإصلاح الاقتصادي<sup>2</sup>: حيث أن سياسة التحول للقطاع الخاص لا تنطلق من فراغ فهي تمثل جزءاً من فلسفة إدارة الاقتصاد القومي من خلال بعث آليات السوق والمنافسة وتشجيع الاستثمار، ولما كانت عملية الخصخصة وسيلة لزيادة كفاءة تخصيص واستخدام الموارد فإن ثمة مناخاً اقتصادياً وآليات اقتصادية مساندة ينبغي أن تتوفر لتحقيق هذا الهدف، فالتخصيص الكفء للموارد لا يتحقق إلا في ظل آليات سوق تم تحريرها من القيود الاقتصادية المعيقة بحيث يقوم جهاز الثمن وقوى الطلب بتوجيه قرارات ومشروعات في الاستثمار والتوظيف والإنتاج لذا فإن تصميم هيكل الأسعار وتنشيط وتحرير آليات السوق والمنافسة تعتبر متطلبات أساسية لنجاح سياسات الخصخصة.

ثانياً- أهمية تصحيح أوضاع المشروعات العامة قبل خصصتها: كثير من المشروعات العامة التي يتقرر خصصتها بتحويل ملكيتها أو إدارتها تكون محملة بأعباء متراكمة فضلاً عن الاختلال في الهياكل التمويلية المتمثل في قصور رأس المال، وتضخم المديونية وعدم توازن هيكل الأصول بالمقارنة برأس المال والقروض والالتزامات الأخرى هناك

<sup>1</sup> - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

<sup>2</sup> - محمد احمد المتيوبي، النموذج الإداري البديل في ظل الخصخصة، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003، ص 14.

مشكلة توقف الإحلال والتجديد وقصور الصيانة بالنسبة للأصول والتجهيزات الإنتاجية ومشكلة ارتفاع نسبة الطاقات العاطلة ومشكلة المخزون السلعي المتراكم والمسجل بقيمة دفترية تزيد كثيرا عن قيمته السوقية، كما أن هناك مشكلة اختلال هياكل الوظائف وتضخمها النسبي ليس فقط في المشروعات كثيفة العمالة بل أيضا في المشروعات كثيفة رأس المال والتكنولوجيا، مثل هذه المشكلات وغيرها تمثل قيودا على إمكانية التشغيل الكفاء للمشروعات بعد خصخصة ملكيتها أو إدارتها وبحكم أن الغرض النهائي من الخصخصة هو زيادة كفاءة تشغيل المشروعات وكفاءة تخصيص الموارد لذلك يصبح من المتعين على الحكومة أن تيسر سبل تحقيق هذه الغاية لمن تنتقل إليهم الملكية أو الإدارة ويكون ذلك إما بعلاج كل أو بعض هذه المشكلات والاختلالات أو بتصفية المشروعات التي تعتبر في حالة إفلاس واقعي والتي لا جدوى من الإبقاء عليها، ويدمج البعض الآخر من المشروعات بحيث يتم هذا قبل التحويل للقطاع الخاص منعا لاحتمالات فشل أو إفلاس هذه المشروعات بعد خصصتها وإذا لم تقم الدولة بعلاج هذه الاختلالات في بعض المشروعات، فينبغي التأكد من أن من تنتقل إليهم المشروعات خاصة في حالة خصخصة الملكية سيكون في مقدورهم علاج الاختلالات بعد انتقال المشروعات إليهم.

ثالثا- أهمية التقييم السليم للمشروعات المطروحة للبيع<sup>1</sup>: حيث لا تمثل القيمة التاريخية للأصول قيمتها السوقية ولا قيمتها الاستبدالية، مما يقتضي إعادة تقييم شاملة للأصول بصورة فنية من خلال مكاتب خبرة وخبراء متخصصين لديهم رصيد جيد في تقييم الأصول في السوق المحلي والعالمي، حيث أن عملية التقييم والتسعير للأصول تؤثر في كل من الجانب الاقتصادي والمالي لقضية الخصخصة من ناحية، والجانب السياسي من ناحية أخرى، إذ يتم تفسير المغالاة في تقييم الأصول على أنه تعويق لعملية البيع مما يؤدي إلى تعثر الخصخصة، كما يتم تفسير التيسير والتقييم بأقل من القيمة الحقيقية، على أنه تلاعب لصالح المشتريين.

### المطلب الثالث: أسس تطبيق سياسة الخصخصة

يعتمد نجاح سياسة الخصخصة في شق كبير منها على المعايير التي سيتم الاعتماد عليها في تحديد المشروعات والأنشطة التي ستطبق عليها هذه السياسة، بالإضافة إلى العوامل التي يمكن أن تعطي لبرنامج خصخصة الملكية طابعا ديمقراطيا وتوفر له فرصا أكبر للنجاح السياسي والتأييد الجماهيري.

أولا- سلامة معايير اختيار المشروعات لعملية الخصخصة<sup>2</sup>: ويقصد بها وبوجه خاص ما يتعلق منها بالحوافز التي ستوفرها الدولة، لدعم وتشجيع ومساندة الاستثمارات الخاصة في المشروعات المطروحة للخصخصة، والوضع التنافسي لهذه المشروعات، وحجم المشروع وأهميته على المستوى القومي ونوعية المشروع ذاته من حيث كونه كثيف رأس المال أو كثيف العمل، والجدوى المالية للمشروع حالياً، وحساسية إيراداته وتكاليفه في المستقبل.

<sup>1</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص35.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص36.

ثانياً- بلورة برنامج خوصصة الملكية: إن أحد العوامل التي يمكن أن تعطى لبرنامج خوصصة الملكية طابعاً ديمقراطياً وتوفر له فرصاً أكبر للنجاح السياسي والتأييد الجماهيري، هو توسيع قاعدة الملكية وتنوع فئات الملاك التي تضمها هذه القاعدة وليس معنى هذا بالضرورة أن يتم تقليص فرص الملكيات الكبيرة أو أن يتم التضييق على كبار الرأسماليين الذين يملكون القدرة المالية وكذا الخبرة والدراية في مجال الأعمال والاستثمار فهؤلاء يمثلون الدعامة الاقتصادية لنجاح برنامج الخوصصة وإنما المقصود هنا أن يتاح لصغار الرأسماليين ولصغار المستثمرين وللمديرين والعاملين في المشروعات التي يتم خوصصتها فرصة المشاركة في ملكية أسهم في بعض المشروعات التي يتم خوصصة ملكيتها وينبغي أن يتم تحديد المشروعات التي يفضل فيها تركيز الملكية وتلك التي يفضل فيها توسيع وتنوع فئات الملاك وكذلك ينبغي أن تكون هناك سياسة واضحة بشأن مجالات المشروعات التي يسمح فيها بدخول المستثمرين العرب والمستثمرين الأجانب وتلك التي ستكون قاصرة على المستثمرين الوطنيين ونسب الملكية المسموح فيها لكل فئة منها في كل نوع من أنواع المشروعات، ويتوقف نجاح برنامج خوصصة الملكية واستمراره دون تعثر حتى نهايته على سلامة اختيار المشروعات التي تطرح للبيع في كل مرحلة منه، وعلى المناخ الاقتصادي والاستثماري السائد خلال تلك المراحل، لذلك فإن وضع برنامج زمني مرن ومدروس لمراحل طرح كل نوعية من المشروعات للبيع يعتبر أحد مقومات نجاح سياسة الخوصصة ويؤخذ في وضع هذا البرنامج عدد من الاعتبارات أهمها ما يلي:

- أ- قدرة السوق على استيعاب المشروعات المطروحة للبيع، وأهمية الاستفادة من خبرات التقييم والتسعير والبيع في المراحل الأولى لدعم المراحل التالية.
- ب- درجة اكتمال التطوير في مؤسسات سوق رأس المال والاستثمار.
- ج- أهمية توفير خبرات نجاح في المرحلة الأولى تعطى دفعة لاستمرارية البرنامج خلال المراحل التالية.
- د- تكامل مراحل الخوصصة مع مراحل سياسات وبرنامج الإصلاح الاقتصادي.

ثالثاً- الإصلاح والتطوير الإداري للأجهزة الحكومية التي تتعامل مع منشآت قطاع الأعمال: يمكن أن تمثل المنظمات الحكومية التي تشرف على مشروعات ومنشآت قطاع الأعمال والتي تباشر التدخل في أنشطتها أدوات تعويق لها وأعناق زجاجات بيروقراطية تقيد انطلاقها نحو تحقيق الكفاءة والفعالية، ولا يكفي التعديل التشريعي في أدوار هذه المنظمات لأن واقع الممارسات الإدارية قد يبقى بقيوده وتراثه واتجاهاته السابقة رغم التعديلات التشريعية لذلك فإن تطوير نظم وممارسات هذه المنظمات بما في ذلك تطوير قياداتها يمثل عنصراً هاماً في تطوير ممارسات الدولة تجاه قطاع الأعمال، ويدخل ضمن هذا بطبيعة الأمر علاج مشكلات الفساد الإداري الذي تسرب إلى بعض هذه الأجهزة، فشوه ممارستها وقوض رسالتها الأصلية، ويمثل استمرار الفساد الإداري في هذه الأجهزة بعد تطبيق برامج الخوصصة عاملاً مخرباً للغايات النهائية لسياسة الخوصصة حيث يطيح بتكافؤ الفرص ويفتح أبواباً خلفية لمعاملات تمييزية تخنق المنافسة وآليات السوق الحرة، وتضرب عرض الحائط بالأهداف النهائية المتعلقة بالكفاءة وتخصيص الموارد، وحماية المتعاملين في الأسواق وتكافؤ الفرص بينهم وضبط جودة المنتجات وحماية المستهلك والبيئة، وحق الدولة في الضرائب، ويمثل الفساد الإداري عدواً لدوداً لحرية التجارة والمنافسة الحرة وتكافؤ الفرص

لذلك فإنه ما لم يتم القضاء على أسبابه وجذوره الحقيقية من خلال برنامج متكامل العناصر، فإنه لا أمل في تحقق سبيل لنجاح سياسة الخصخصة ولا أمل في أن تحقق سياسات الإصلاح الاقتصادي غاياتها.

#### رابعاً- متطلبات الخصخصة والأوضاع الاقتصادية لدول النامية: إضافة إلى ما سبق يجب معرفة أن قرار الخصخصة

يتضمن خطورة حقيقية لإمكانية فقدان رؤوس الأموال في حالة إدارة المشاريع بشكل سيء، ومن المعلوم لدى الدارسين لاقتصاديات الدول النامية أن هذه الاقتصاديات تتميز بالقصور في نواحي كثيرة نذكر أهمها فيما يلي<sup>1</sup>: تتميز هذه الدول بغياب المعلومات وشيوع درجة عالية من اللادقة لدى المنتجين والبائعين والمستهلكين، حيث لا تعكس أسعار السوق القيمة الاجتماعية للكثير من السلع والخدمات المرتبطة برفاه غالبية الشعب، بالإضافة إلى عجز آليات السوق عن إنجاز التغييرات الهيكلية المطلوبة، كما أن أسواق هذه الدول تتجاهل المنظور الطويل المدى في إقامة المشروعات، فضلاً عن عدم قدرة القطاع الخاص على توليد الأموال الضخمة اللازمة لإقامة صناعات معينة، بالرغم من أنها قد تكون مربحة على المدى الطويل، وفيما يخص توزيع الدخل، فإن الاعتماد على الأسواق حتى لو نجح في تخصيص الموارد بكفاءة فإنه قد يؤدي إلى توزيع للدخل يتسم بدرجة عالية من اللامساواة أو التفاوت، بل إنه قد يزيد التوزيع سوءاً على سوء، وذلك بالنظر إلى سيطرة الأغنياء على توزيع الموارد وانحياز نمط الإنتاج لما يحتاجونه، لا لما يحتاجه الفقراء، كم أن هذه الدول لا تمتلك هياكل مالية ناضجة ولا قنوات ادخارية عميقة الجذور، بالإضافة إلى غياب القنوات والأدوات المالية اللازمة لتعبئة المدخرات المالية لدى القطاع العائلي وقطاع الأعمال في هذه الدول، كما أن هذه الدول تفتقر للبنية الهيكلية المساعدة على النمو، وضعف مستوى تطور قواها المنتجة، وضعف السوق المالية المحلية، وعدم فعالية الأسواق المالية، وعدم القدرة على طلب الاستثمار الأجنبي وكذلك قدرة تنظيم المؤسسات ضعيفة إضافة إلى المشاكل السياسية والاجتماعية المعهودة، إضافة إلى افتقار غالبية الدول النامية لآليات ومقومات اقتصاد السوق التي تعد من الشروط الأساسية لإجراء الخصخصة.

وكخلاصة لما سبق يتضح لنا بأن المتطلبات الضرورية التي تضمن لنا نجاح سياسة الخصخصة غير متوفرة في الدول النامية، وبالتالي هذه السياسة لا تنسجم مع مستوى التطور في البنية الاقتصادية والاجتماعية لهذه الدول، وتطبيق هذه السياسة سيؤدي إلى مفاقمة الخلل والتفاوت فيما بين قطاعاتها، وهي بذلك ترمي إلى إزالة غير واضحة لنظم الرقابة المركزية السائدة ولا علاقة لها باعتبار الكفاءة، أو معالجة الإختلالات الاقتصادية من منظور تنموي بعيد الأمد، لأن هذه السياسة المقدمة على شكل حل للأزمة الاقتصادية الخانقة التي تعاني منها الدول النامية هي عبارة عن وصفة جاهزة لكل الدول رغم اختلاف السياق السوسيواقتصادي وطبيعة البنيات ومستوى التطور الذي حققته البلد واختلاف الظروف الاجتماعية، بالإضافة إلى أنها أقل ارتباطاً بالواقع التنموي وأكثر سطحية في تصورها لمشاكل العالم النامي، لأنها فرضت آلية السوق على دول النامية في الوقت الذي لا تحتوي فيه على مؤسسات سوق، وفرضت عليها الخصخصة بلا رأسماليين، والمعلوم أن مؤسسة السوق لا تنشأ بقرار إداري، كما أن نشوء طبقة من

<sup>1</sup> - إبراهيم العيسوي، نموذج التنمية المستقلة البديل لتوافق واشنطن وإمكانية تطبيقه في زمن العولمة ، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الذي عقده المعهد العربي للتخطيط حول "مقاربات جديدة لصياغة السياسات التنموية"، بيروت، يومي 20 و 21 مارس 2006، ص12.

الرأسماليين لا يتم بقرار إداري هو الآخر، وإنما لنشوء مؤسسة السوق والطبقة الرأسمالية، لا بد من بيئة خاصة لنشوء كلتا الظاهرتين، فمؤسسة السوق لا تستورد، وإنما تنشأ في بيئتها، كما أن طبقة الرأسماليين لا تستورد، وطبقا لهذه الحتمية التاريخية فإنه إذا ما تم ذلك تبقى للدولة المصدرة لها، ومن هنا فإن تحقيق التنمية عبر آلية السوق بلا مؤسسة سوق، وخوصصة بلا رأسماليين هو اقتصاد بلا معنى<sup>1</sup>.

ويقول البروفسور "دوجلاس نورث" الفائز بجائزة نوبل في منتصف ديسمبر عام 1993 "إني لا أتفق مع هذه الهيئات الدولية في استعجالها لتطبيق هذه السياسة... إن سياسة الخوصصة ضرورية ولا يمكن الرجوع عنها في هذه الدول... بل لأنها البديل الوحيد المتاح أمام دول أوروبا الشرقية ودول العالم الثالث للخروج من عثرتها والانتقال إلى مرحلة النمو الاقتصادي التي تحقق لها قدرا معقولا من الرفاهية الاقتصادية... ولكن ممارسة الضغوط للإسراع بتطبيق هذه السياسة وتعليق "المساعدة" و"التنازلات" و"التسهيلات" من جانب هذه الهيئات والمؤسسات على مدى التقدم والسرعة في تحقيق أكبر قدر من الخوصصة، بل وقياس النجاح بعدد أوقية الوحدات التي تم خوصصتها من خلال برنامج يستغرق سنوات تعد على أصابع اليد الواحدة... إنما هو توجه يبتعد عن الصواب تماما... إذ هناك جدلا ساخنا يجري داخل هذه الهيئات لإعادة النظر في هذه السياسة بحيث تعطى الأولوية لإعادة تأهيل المؤسسات بما فيها من أفراد وقواعد وإجراءات وقوانين وقيم وبيئة داخلية وعلاقات... الخ<sup>2</sup>، والضغوط التي تمارسها المؤسسات المالية الدولية على الدول النامية لإبعاد القطاع العام من الساحة الاقتصادية، وتكليف القطاع الخاص بذلك، والمبررات التي تقدمها للخوصصة باعتبارها خيارا وحيدا، لا تعبر عن رؤية موضوعية، ودراسة فعلية واقعية لمشكلات التنمية وشروطها في هذه الدول بقدر ما هي تعبير عن مصالح الاقتصاد المسيطر والتحريض على إقامة النظام الأكثر فائدة له ولأتباعه للحفاظ على وضعية السيطرة التي يتمتع بها، وجعل الدول النامية في حصار مستمر لتستمر في تأدية الوظائف نفسها التي كانت تؤديها لخدمة عمليات تراكم رأس المال في المراكز الرأسمالية، ومصدر رخيص ومضمون للمواد الخام، وسوق واسعة لتصريف منتجاتها، ومناطق مرهبة لرؤوس الأموال الفائضة وإن كان ذلك لن يمنع من إمكان تحقيق بعض أشكال النمو الرأسمالي في هذا القطر أو ذاك، ولكنه لن يكون نموا مستقرا ومستقلا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - إبراهيم العيسوي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، الخوصصة المصرية "رؤية شخصية"، مرجع سبق ذكره، ص 35.

<sup>3</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 115.



### المبحث الثالث: استراتيجيات التحول إلى عملية الخصخصة

تتبع الدول بصورة عامة إستراتيجيات مختلفة لخصخصة مؤسساتها استنادا إلى عوامل عديدة منها طبيعة الأطر القانونية التي تحدد قواعد وإجراءات الخصخصة ورغبة الحكومة في إبقاء سيطرتها على المؤسسات العامة والسرعة المتبغاة في الخصخصة بالإضافة إلى خبرة الحكومة في مجالات الترويج والتفاوض وإبرام العقود، كما تشمل هذه العوامل حجم أسواق الأوراق المالية المحلية وقدرتها على استيعاب المطروح من أسهم المؤسسات العامة، والوضع المالي والإداري لهذه المؤسسات وانعكاسه على جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين المحليين والأجانب، وموقف الرأي العام ونقابات العاملين من الخصخصة وفي الواقع فإن الاختيار قد لا يقتصر على أسلوب واحد من أساليب الخصخصة وإنما قد يمتد إلى مزيج منها حسب حالة كل مؤسسة وطبيعة نشاطها الاقتصادي وحسب حاجة الدولة إلى فئة معينة من المستثمرين.

#### المطلب الأول: إستراتيجية إنهاء ملكية الدولة

ترتكز إستراتيجية على إنهاء حياة مشروع أو أكثر من المشروعات المملوكة للدولة، وقد يتم ذلك على أحد الأصول أو الموارد المملوكة للدولة والتي لا تكون في صورة مشروع ، وتتطلب هذه الإستراتيجية اتخاذ تصرفات محددة ومباشرة، حيث تقوم الحكومة بإنهاء الملكية مرة واحدة، ويتبع هذه الإستراتيجية الطرق الثلاثة الآتية:

**أولاً- الخصخصة عن طريق إستراتيجية البيع:** تلجأ الدولة إلى إستراتيجية البيع حينما تكون الشركات في وضع جيد يسمح للمستثمرين أن يقبلوا على الشراء، ويجب على الدولة أن يكون لديها خطة واضحة لعملية البيع، تحدد أي شركات سيتم بيعها، الجدول الزمني للبيع وأسلوب البيع، ويمكن بيع الشركات بعدة أساليب من أهمها ما يلي:

**1- أسلوب طرح الأسهم في اكتتاب عام (طرح الكلي أو الجزئي):** تتمثل هذه الطريقة في بيع جزء أو كل رأس مال "أسهم" المؤسسة الاقتصادية لأكثر عدد من الجمهور في ظل الشفافية، هذه الأخيرة التي تضمنها بالدرجة الأولى السوق المالية، فهذه التقنية كثيرا ما تستعمل في خصخصة المؤسسات الكبيرة بعد تحويلها إلى شركات ذات أسهم<sup>1</sup>، ويمكن أن يحدد بيع الأسهم على أساس سعر ثابت أو متغير من طرف بنك أو مجموعة من البنوك، وقد يكون هذا البيع لأشخاص مقيمة أو غير مقيمة، كما يكون محدود أو غير محدود، من خلال طرحها للاكتتاب العام، ويعتبر هذا الأسلوب أفضل الأساليب من جهة النظرة الاقتصادية لأنه يؤدي إلى توسيع نطاق الملكية وقاعدة المنافسة<sup>2</sup>، ومن أجل توضيح هذا الأمر سنتطرق إلى أساليبه الثلاث الفرعية التي يتم من خلالها وهي<sup>3</sup>:

- إصدار أسهم وبيعها للجمهور إما دفعة واحدة أو على دفعات متتالية.

- بيع الأسهم بثمان محدد أو بالمزايدة على ثمن السهم.

- إصدار سندات قابلة للتحويل لأسهم بعد مدة معينة .

<sup>1</sup> - GLIZ ABDELKADER, "LES technique de privatisation" Revue algerienne de comptabilité et d'audit, N°15, 3ème Trimestre, Ed par SNC, Alger, 1997.

<sup>2</sup> - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

<sup>3</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 161.

- إصدار سندات حكومية قصيرة الأجل قابلة للتحويل فيما بعد إلى أسهم شركات معينة.

وتحديد أي أسلوب من الأساليب السابقة، يجب أن يكون بناء على دراسة سابقة تتناول الجوانب المالية (مثل ثمن السهم أو السند، وطريقة سداد السند)، والجوانب التسويقية (مثل الإعلان والترويج وتحديد طريقة الدفع وحوافزها، والجوانب القانونية ( التي تخدم حقوق والتزامات البائع والمشتري) كل هذا حتى يتم التأكد من مناسبة الأسلوب والطريقة لطبيعة الشركة والسوق والجمهور وأي ظروف أخرى، وقبل إصدار الأسهم أو السندات يجب دراسة شكل الدولة للمشروع فهل تمتلك الدولة كل المشروع أو جزء منه حيث يؤثر ذلك على نوعية الإصدار (أسهم أو سندات) وعلى سهولة ومشاكل الإصدار، وتشير التجارب أن الشركات المشتركة الملكية بين الدولة والقطاع الخاص أكثر سهولة في عملية الإصدار، ويميل الإصدار لأن يكون في شكل أسهم، أما المشروعات المملوكة كلياً بواسطة الدولة (والتي قد يخيم عليها الروتين والمشاكل) فقد يصعب الإصدار فيها، على الأخص الأسهم، وبالتالي ينبغي إعادة تكوينها كشركة مساهمة، وربما يتم التحول فيها إلى القطاع الخاص بشكل تدريجي ومن خلال السندات، ويتوقف نجاح البيع إلى الجمهور على مبادئ أشرنا إلى معظمها في أماكن متفرقة وهي<sup>1</sup>:

- ضرورة توسيع قاعدة الملكية، والتمهيد للبيع عن طريق الدعاية والإعلام.
- تلعب أساليب الترويج التسويقية دور هام في نجاح البيع من خلال أسهم وسندات.
- يحتاج الأمر إلى استخدام محفزات للبيع، مثل التقسيط والأسهم المجانية.
- الحصول على مساندة الإدارة والعمال ضروري.
- أن يكون هناك قدر كبير ومتاح من المعلومات المالية والإدارية عن الشركة، ويتم الإفصاح عنه للمستثمرين، بالإضافة إلى وجود سوق نشط للأسهم.
- أن تكون الشركة مستمرة ولها سجل أداء مالي معقول ومبشر في المستقبل.
- توافر قدر محسوس وملموس من السيولة النقدية في السوق المحلي لتمويل الشراء.

وعند طرح الأسهم، قد ترى الشركة تخصيص نسبة مئوية للعمال أو الموظفين، أو طرحها أولاً عليهم، ويتم نفس الوضع لقدامى ملاك الشركة أو قدامى المساهمين كما يتم أحياناً إعطاء مميزات للموظفين والعمال في الشركات المشاهدة أو التي يعملون في إطار شركة قابضة واحدة أو لموظفي الحكومة كما يتم أحياناً تخصيص نسبة لبيع الأسهم في الأسواق الأجنبية وإن كان يحتاج هذا إلى استعداد وترويج من نوع آخر، ويكتنف البيع للجمهور مناخ معقد نسبياً، فعلى سبيل المثال كيف سيتم تشكيل مجلس الإدارة في وسط هذا الكم الهائل من المساهمين؟ وما هي صلاحيات مجلس الإدارة؟ وكيف يمكن الحصول على ربح لإرضاء المساهمين؟ وكيف يمكن زيادة رأس المال والاستثمارات لتنمية الشركة؟ وكيف يمكن ضمان قدرات إدارية عالية ضمن المساهمين لكي يدخلوا لمجلس الإدارة؟ وترى بعض الدول أحياناً ضرورة وجود مستثمر رئيسي من ضمن المستثمرين يتمتع بقدرات إدارية عالية، فيستطيع من خلال امتلاكه لنسبة كبيرة من الأسهم ( 30 في المائة مثلاً) من أن يكون له السبق في إدارة الشركة ويكون لديه القدرة

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 162.

على اتخاذ القرارات، وتمثيل المساهمين الأصغر، ولكن يبقى الخوف من سيطرته وبشكل عدواني على الشركة ومصالحته الشخصية.

**2- أسلوب الطرح الخاص للأسهم:** تقوم الهيئة المكلفة بالخوصصة في هذه العملية، بوضع مجموعة من أسهم المؤسسة المراد خوصصتها سواء كلياً أو جزئياً، مع تثبيت سعر أدنى لسهم "ناتج عن عملية التقييم" أمام مستثمرين خواص، حيث تتم عملية البيع هذه إما عن طريق البيع في المزاد العلني أو التفاوض مع أعوان اقتصاديين سواء كانوا محليين أو أجانب، وأسلوب البيع الخاص للأسهم يستلزم أولاً تطهير مالي للمؤسسة العمومية المعنية بالخوصصة عن طريق تجميد ديونها، وتحويلها إلى رأس مال اجتماعي، بالإضافة إلى التكفل بالجانب الاجتماعي من خلال إنشاء هياكل خاصة "صناديق البطالة" لاحتواء العمال المسرحين، ويلاحظ في هذا النوع من التقنيات أنه يشكل خطراً من حيث نقص الشفافية في الإجراءات وإمكانية إبرام صفقات يشوبها الغموض، خاصة مع غياب اللوائح القانونية وانتشار الفساد والمحسوبية<sup>1</sup>.

ويناسب أسلوب الطرح الخاص للأسهم المنشآت الصغيرة المراد خوصصتها لأنه يعتمد على عدم وجود التزام بنشر المعلومات التي تفرض على المنشآت التي تطرح أسهمها للتداول العام، ومن إيجابيات هذا الأسلوب ما يلي<sup>2</sup>:

- يحافظ على سرية المنشأة وبالتالي يوفر تكاليف نشر تلك المعلومات.

- ييسر على الإدارة اتخاذ قرارات كان يصعب اتخاذها لو أن الأسهم تطرح للتداول العام.

- يحافظ على القيمة الحقيقية لأسهم المنشأة، لأن طرح أسهمها لتداول ليس في صالحها لصعوبة تسويقها إضافة إلى أن مزايا الطرح العام ترتبط ارتباطاً قوياً بحجمها.

**3- أسلوب بيع نسبة من الشركة:** ويتم وفق هذا الأسلوب بيع نسبة من أسهم الشركة تفوق 51 في المائة، مما يعني السماح للجمهور والمستثمرين شراء حصة من شركة قائمة، وذلك مع إبقاء نسبة منها في أيدي القطاع العام، وهذا الأسلوب يسمح بتحقيق المزايا التالية<sup>3</sup>:

- تحصل الدولة على أموال من بيع هذه النسبة، وتمنح فرصة للشركات الخاسرة كي تحسن من خلالها وضعها المالي.

- توزيع الملكية وتقليل العبء المالي الواقع على كاهل الدولة.

- منح الشركة نوعاً من الحرية التي يتمتع بها القطاع الخاص.

- يضمن للدولة امتصاص قدر معلوم من الطلب على أسواق رأس المال الخاص وتحويلها إلى شركات مشتركة الملكية.

- ضمان تدفق نقدي مستمر ودعم لأصول الشركات التي تلجأ إلى بيع نسبة من رأسمالها على فترات مختلفة.

<sup>1</sup> - نسيلي جهيدة، "أثر العجز المالي على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2005، ص115.

<sup>2</sup> - شكري رجب العشموي، مرجع سبق ذكره، ص98.

<sup>3</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص156.

- منح فرصة للدولة كي تجرب أسعار بيع الأسهم مما يعطيها الحرية في تعديل أسعار البيع في المرات التالية أو في الشركات المتشابهة.

#### 4- أسلوب مشاركة العاملين<sup>1</sup>: ينظر إلى خوصصة المؤسسات العمومية عن طريق المشاركة العمالية من زاوية

مشاركة المسئولين، ومن زاوية مشاركة العمال، حيث أن مشاركة المسئولين تخص فئة معينة من الإطارات بينما تخص مشاركة العمال جميع الموظفين العاملين بالمؤسسة، وهذا النمط يسمح بالمراقبة القريبة والفعالية لجميع نشاطات المؤسسة، وتمثل الطريقة المثلى للخوصصة لمؤسسة يعمل فيها عدد كبير من العمال، إذ أنها تقف حاجزا أمام تسريح العمال، ولتطبيق هذه الطريقة يشترط حسب المختصين ثلاثة شروط:

- فريق من المسئولين الأكفاء.

- عمال متكاملين متحفزين.

- إمكانية الاقتراض للحصول على موارد مالية.

#### 5- أسلوب بيع جزء من الشركة<sup>2</sup>: وهو يناسب شركات القطاع العام التي يمكن فصل جزء أو أكثر من نشاطها

كأسلوب من أساليب إعادة هيكلة رأسمالها ونشاطها وذلك من خلال بيع هذا الجزء أو هذه الأجزاء إلى القطاع الخاص وعند محاولة البيع قد تظهر بدائل مختلفة للبيع فعند ظهور مستثمر واحد يرغب في شراء جزء من الشركة، تنشأ الحاجة إلى البيع وعادة ما يكون بيع جزء متكامل من أجزاء الشركة لمشتري وحيد، ويكون على الشركة أن تتأكد من صلاحية وصدق هذا المشتري ولكن المشكلة في وجود مشتري وحيد أن احتمال معارضة العاملين وصفوف الإدارة أمر وارد بشدة وقد تؤدي عملية البيع والشراء إلى سعي المشتري إلى تقليص عدد العاملين، وتغيير نظام الإدارة وهو أمر قد يسبب عراقيل في عملية التحول، وعلى كل الأطراف أن تدرس الموقف وتحل مشاكله بتأني لهذا يظهر احتمال آخر للبيع وذلك من خلال توسيع قاعدة الملكية وفي هذا الاحتمال لا بد من تشجيع العاملين لشراء الأسهم من خلال حوافز السداد والأسهم المجانية كما يجب شرح الأمر بشكل كامل للمديرين ومشاركتهم في الأمر حتى يمكن أن يقدموا المساندة والدعم، وفي مفاوضات بيع جزء من الشركة لا بد أن يتم تحديد موضوعات معينة بكل دقة ومن أمثلة هذه الموضوعات درجة تبعية الأجزاء المباعة فهل سيتم انفصالها عن الشركة الأم؟ أم أنها ستظل تابعة لها؟ وإذا بقيت التبعية، إلى أي درجة ستقل سيطرة الشركة العامة، وذلك بدخول المشتري الخاص؟ وما هي طبيعة العلاقة بينهما؟ كما يجب التطرق إلى سعر البيع، كما يجب مشاركة الخبراء الماليين في هذا الأمر لتحقيق العدالة في شروط وأسعار البيع لكل من الدولة والمشتري الخاص، ومن أشهر الأمثلة لبيع أجزاء من الشركة هو بيع فروع أومباني، أو أراضى، أو أصول قد ترى الشركة أنه يمكن الاستغناء عنها.

<sup>1</sup> - حاج صدوق بن شرقي، المؤسسة العمومية الاقتصادية واقتصاد السوق دراسة، حالة الشركة الوطنية للبناءات المصنعة **BATICIC**، مذكرة

لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، السنة الدراسية مجهولة، ص 145.

<sup>2</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 157.

ثانياً- الخصخصة عن طريق إستراتيجية التصفية (بيع الأصول): تتم عملية تصفية المؤسسة العامة في حال حدوث خسائر كبيرة وانعدام الجدوى في مواصلة النشاط الاقتصادي أو وجود منافسة شديدة أو في حال عدم مقدرة المؤسسة على التواءم مع ظروف السوق المستجدة، وتتم التصفية عادة وفقاً للأنظمة والقوانين النافذة، ويتم بمقتضى ذلك إيقاف النشاط للمنشأة ماعدا الأمور العالقة، وتسريح العاملين جميعهم في المنشأة، ثم عرض الأصول للبيع بإتباع إجراءات التقييم والإعلان والبيع بحسب القوانين<sup>1</sup>، كذلك قد يأخذ بيع الأصول صورة أخرى، من خلال قيام الحكومة بإنشاء شركة بالمشاركة مع القطاع الخاص<sup>2</sup>، وتقدم تلك الأصول كجزء من مساهمتها فالبائع هنا ليس يبعاً بمفهومه الفني بل يبع بعض الأصول للشركة الجديدة التي لها شخصية معنوية مستقلة، وتحصل الحكومة في مقابل ذلك على أسهم يمكن بيعها كلياً أو جزئياً فيما بعد في سوق الأوراق المالية، كما يمكن بيعها لمستثمر معين أو لمجموعة من المستثمرين.

ثالثاً- الخصخصة عن طريق إستراتيجية الهبة<sup>3</sup>: وهي ما يقترَب من تقديم المشروع كهدية إلى أطراف آخرين يمكن أن يهتموا به بصورة أحسن من الدولة، مثل أن يتم تقديم المشروع كهبة إلى الموظفين أو العملاء أو الجمهور أو المديرين أو خليط من هذه الأطراف، ومن الظروف المحيطة باستخدام الهبة كأسلوب للخصخصة هو استعداد من توجب إليهم الشركة لأن يتحملوا الديون الرأسمالية للشركة ولأن يتحملوا مشاكل هذه الشركة، فعلى سبيل المثال، هناك بعض الشركات ذات المشاكل العمالية والصناعية، والتي تؤدي إلى بخس قيمة الشركة، أو إجحام المشترين عن شراء أسهم هذه الشركات، ولا يكون هناك سبيل إلى تمويل هذه الشركات إلا بتقديمها كهبة للعمال (أو العمال والإدارة معاً) فهم القادرين على انتشار أنفُسهم من الغرق، وللتدليل بمثال فقد قامت الحكومة البريطانية بمنح مؤسسة "هوفر كرافت" كهبة للمديرين فيها، وهذه المؤسسة كانت المسؤولة عن النقل بالقناة الإنجليزية، وكانت مملوكة بصورة سابقة لمؤسسة السكك الحديدية البريطانية، ولقد تم تسليم المؤسسة إلى كل من المديرين في مقابل إسترليني واحد، وفي سنوات محدودة للغاية تحولت خسارة مؤسسة هوفر كرافت التي كانت تزيد عن ثلاثة مليون إسترليني إلى أكثر من نصف مليون إسترليني أرباح.

<sup>1</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 50.

<sup>2</sup> - شكري رجب العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

<sup>3</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 120.

### المطلب الثاني: الخوصصة بواسطة إستراتيجية التفويض

وتعني هذه الإستراتيجية أن تقوم الدولة بتوكيل القطاع الخاص أن يقوم بجزء أو كل النشاط المتعلق بإنتاج السلع والخدمات، ولكن تبقي الدولة على حقها في الإشراف والرقابة والمساءلة للقطاع الخاص فيما يقدمه من نتائج وبالتالي فان دور الدولة ما يزال مستمرا<sup>1</sup>، هذا ويتم تنفيذ إستراتيجية التفويض من خلال خمس طرق هي:

**أولاً- الخوصصة بواسطة طريقتي الامتياز والعقود:** وتعتبر هاتان الطريقتان أكثر الطرق انتشارا في تطبيق إستراتيجية التفويض.

**1- طريقة الامتياز<sup>2</sup>:** عندما تمنح الدولة امتيازاً فإنها تحول حقوق التشغيل والتطوير إلى الجهة المستفيدة، أي الشركة الخاصة، وقد يتضمن عقد الامتياز كل مواصفات التأجير بالإضافة إلى النفقات الرأسمالية والاستثمارات التي تقع على عاتق صاحب الامتياز، وترجع الأصول إلى القطاع العام عند نهاية فترة الامتياز التي عادة ما تتراوح بين 15 و 30 سنة وذلك حسب الحياة الافتراضية للاستثمارات .

**2- طريقة عقود الإدارة:** وهي العقود التي تبرمها الحكومة أو الجهة مع المؤسسات والأفراد المحليين والأجانب لإدارة المنشأة العامة، لقاء أجور محددة أونسبة من العائدات أوحصة من رأس مال المنشأة، ولا تعد الإدارة في هذه الحالة مسؤولة عن المخاطر التجارية أو عن التدهور في قيمة أصول المنشأة، إلا إذا تم النص في العقد على ذلك، وكثيراً ما تلجأ الدول النامية لمثل هذا النوع من أشكال الخوصصة، وذلك لإدارة بعض المنشآت الإستراتيجية مثل الفنادق الكبرى وبعض المنشآت الصناعية المتطورة، نتيجة افتقاد الجهاز الإداري المحلي أو عدم توفر الكفاءات الضرورية لإنجاح عمل مثل هذه الشركات أو المنشآت<sup>3</sup>.

**ثانياً- الخوصصة بواسطة طريقتي المنح والكوبونات:** ويتشابهان في كونهما إعانات مالية مقدمة من طرف الدولة، وفيما يلي سنحاول استعراضهما بنوع من التفصيل.

**1- طريقة المنح<sup>4</sup>:** هي عبارة عن إعانة مالية تقدمها الدولة للقطاع الخاص لدخول في أنشطة هي في الأصل تتم بواسطة الدولة ولكنها تحجم عن أدائها لعلمها بفشلها أو لاحتمال تدهور الأداء بواسطة أجهزتها وموظفيها فتقوم الدولة بتشجيع وتحفيز القطاع الخاص لكي يضطلع بالتنفيذ تحت إشراف الدولة، ويأتي هذا التشجيع والتحفيز من خلال قيام الدولة بتقديم منحة مالية للقطاع الخاص لأداء الأنشطة.

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 123.

<sup>2</sup> - رياض دهال، حسن الحاج، حول طرق الخوصصة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، سلسلة أوراق عمل رقم: (API/WPS) 9804، 1998، ص7.

<sup>3</sup> - محمد معن ديوب، المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخوصصة، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، والقانونية، المجلد: (28)، العدد (2)، 2006، ص، 102.

<sup>4</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص124.

**2- طريقة الكوبونات<sup>1</sup>:** يعتمد هذا الأسلوب على توزيع حصص ملكية في الوحدات الاقتصادية العامة بالتساوي على المواطنين، فسياسة الخصخصة باتباع هذا الأسلوب مبنية على أساس تحويل سريع لنسبة كبيرة من أصول القطاع العام إلى مجموعة واسعة من المواطنين وتتطلب هذه العملية تجميع الوحدات الاقتصادية التي سيتم خصصتها بدلا عن خصخصة كل منها على حدة، وتأخذ هذه الكوبونات شكل قسائم أو شهادات يمكن لأصحابها تحويلها إلى أسهم في الوحدات الاقتصادية العامة مباشرة من خلال المزاد العلني أو استثمارها في أحد صناديق الاستثمار، حيث تستخدم الكوبونات لشراء شهادات تصدرها صناديق الاستثمار بدلا من شراء الأسهم مباشرة، ويتميز هذا الأسلوب بالسرعة في تحويل الملكية وبالعدالة في توزيع الثروة، حيث يحق لكل مواطن الحصول على الكوبونات وبالتالي لا تقتصر عملية البيع على عدد محدود من المستثمرين، إضافة إلى أن هذا الأسلوب يعالج المشكلة الجوهرية التي تواجهها الدولة عند بيع وحدات القطاع العام وهي نقص رأس المال المحلي، لأن توفر كوبونات للمواطنين تمكنهم من استعمالها لشراء الوحدات الاقتصادية، ويتغلب هذا الأسلوب على مشكلة كيفية تقييم أصول الوحدات وهي من أكبر العوائق التي تواجه سياسة الخصخصة في الدولة التي تمر بمرحلة تحويل الملكية.

**ثالثا- الخصخصة بواسطة طريقة الالتزام<sup>2</sup>:** وتعني هذه الطريقة أن تقوم الدولة بإلزام بعض الشركات الخاصة أو الأفراد لتقديم منتجات معينة أو خدمات معينة لقطاعات جماهيرية لتحقيق بعض المكاسب الاجتماعية والسياسية مقابل المنح المالية التي تقدمها الدولة للقطاع الخاص لقاء هذه الأنشطة مثلما يحدث في بناء المساكن الشعبية في مصر أو التزام الشركات الخاصة بدفع مقابل حصة الدولة في التأمينات عن العاملين لديها وقد يتم إجبار الشركات على أن تؤمن لعاملها تأميناً صحياً أو تأميناً تقاعدياً لدى شركات التأمين الصحي أو الاجتماعي الخاصة مثلما حدث في التأمينات الاجتماعية لشركات الخاصة في الشيلي.

### المطلب الثالث: الخصخصة بواسطة إستراتيجية الإحلال

يمكن تنفيذ الخصخصة بواسطة الإحلال والذي يتميز بأنه يتم بصورة تدريجية وبطيئة، وهذا ما يناسب اقتصاديات الدول النامية، وهناك ثلاثة طرق يمكن أن يتم تنفيذ الإحلال التدريجي في الخصخصة بواسطتها، وتمثل في الخصخصة بواسطة طريقة إهمال الخدمة وبواسطة طريقة التعايش، وأخيراً بواسطة طريقة التخفيف من قوانين الدولة، وفي مايلي سنتطرق إلى هذه الطرق بنوع من التفصيل.

**أولاً- الخصخصة بواسطة طريقة إهمال الخدمة:** تواجه الدولة والقطاع العام أحياناً حقيقة مفادها أن الإنتاجية في تقديم السلعة والخدمة سيئة، ولكنها تغمض العين حيال هذه الحقيقة، إلا أن القطاع الخاص لا يغمض عينه على حقيقة هامة كهذه، وسرعان ما يقتنص الفرصة السانحة أمامه ويتحرك تدريجياً بالدخول في ذلك النشاط الاقتصادي ويقوم بتقديم السلعة أو الخدمة بصورة أكفء ليحل تدريجياً محل الدولة، وذلك بسبب إهمالها للخدمة، ويتم هذا الأمر

<sup>1</sup> - عبد العزيز أعبيد أبو بكر، ليلي صالح اليفي، إستراتيجيات الخصخصة "دراسة نظرية تحليلية"، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة، المجلد رقم: (25)، 2006، ص 92.

<sup>2</sup> - فالخ أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 117.

في كثير من الأحيان بتشجيع من الدولة وأحيانا بتعمد واضح منها، وبمرور الوقت يقل نصيب الدولة من هذه الخدمة أو النشاط وينمو ويزيد دور القطاع الخاص في ذلك المجال، ومن أبرز المجالات التي تظهر فيها أهمية هذه الطريقة ما يمس الخدمات الرياضية للدول، خدمات النقل العام، التربية، التعليم، الصحة، التأمينات والشؤون الاجتماعية.

ثانياً- الخصوصية بواسطة طريقة التعايش (التسوية الثنائية)<sup>1</sup>: وهي مشاركة بين اثنين أو أكثر من المنشآت في مجال الإنتاج وتقاسم الأرباح والخسائر، ويمكن أن تكون مشروعات دولية أو مع شريك محلي وشريك أجنبي، وهي من الوسائل التي يمكن من خلالها جذب الاستثمارات الأجنبية والحصول على التقنيات المتقدمة من الخارج .

ثالثاً- الخصوصية بواسطة طريقة التخفيف من قوانين الدولة<sup>2</sup>: تظهر هذه الطريقة كبديل للخصوصية يلقي قبولا من بعض الدول والأوساط العلمية، وذلك لأنه لا يتدخل بشكل مباشر في النشاط الخدمي والصناعي والتجاري والزراعي وإنما يتم من خلال إعادة تنظيم العلاقة بين الأجهزة الحكومية ومؤسسات القطاع الخاص، بإعطاء فرصة أكبر للقطاع الخاص بتحمل بعض المسؤوليات والأدوار التي تحتاج إلى وقت وجهد متخصص وذو كفاءة، على أن يتحمل المواطن تكلفة الانتفاع بهذه الخدمة ويتم ذلك من خلال الحد من أو إلغاء أو تعديل القوانين أو أدوار الأجهزة الحكومية مثلما حدث في مصر حينما تم إسناد مسؤولية المراجعة الفنية النهائية للرسومات والمستندات الهندسية والفنية اللازمة لاستخراج تراخيص البناء أو الهدم أو التعلية عن طريق المكاتب الهندسية الاستشارية المتخصصة التي تحدد المحافظة سجلاتها، ليكون اعتماد أي منها دليلا لدى الحي على الصلاحية الفنية اللازمة لاستخراج الترخيص.

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، مرجع سبق ذكره، ص 128.

<sup>2</sup> - فالخ أبو عامرية، مرجع سبق ذكره، ص: 118.



## المبحث الرابع: إستراتيجيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية

تتم عملية الخوصصة بتحويل الملكية العامة إلى ملكية خاصة، وتعتمد المؤسسات الراغبة في الخوصصة على عدة طرق تختار هذه الأخيرة إحداها بحسب ما يلائمها، ومن أهم هذه الطرق "البورصة" التي تعتبر البورصة المكان الطبيعي لبيع المؤسسات، حيث يعتمد تقييم أصول هذه المؤسسات إما على أساس التكلفة التاريخية، أو على أساس التكلفة الاستبدالية، أو على أساس القيمة السوقية، ولإنجاح عملية الخوصصة عن طريق البورصة، لا بد من توافر كل الشروط اللازمة لذلك، والتي تستند في مجملها إلى عدة مبررات تنتهي بلجوء المؤسسات الراغبة في الخوصصة إلى البورصة.

## المطلب الأول: إستراتيجيات تحويل الملكية عن طريق سوق الأوراق المالية:

تعتبر الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية إحدى طرق تحويل الملكية، وهي أقل انتقادا من الطرق الأخرى للخوصصة باعتبارها تساهم في توسيع الملكية الشعبية، كما أنها تعطي لبرنامج الخوصصة طابعا ديمقراطيا، وصورة ذهنية إيجابية قوية، وتأييدا واسعا، حيث يتاح لصغار الرأسماليين وصغار المستثمرين وللمديرين والعاملين في المشروعات المخصوصة أن يشاركوا في ملكية أسهمها، وستناول فيما يلي أهم الإستراتيجيات التي تتم من خلالها.

**أولا - العرض العام بالبيع كطريقة رئيسية<sup>1</sup>:** والمقصود بهذه الطريقة أن تعرض الدولة طرح كل أوجزء من أسهم رأس المال للبيع للجمهور من خلال البورصة، وعند ذلك يتطلب الأمر القيام بتقسيم الشركة وتقدير عدد الأسهم وتحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم، ثم تطرح للاكتتاب العام وقد يكون هذا الطرح كليا أو جزئيا، فأما إذا كان الطرح كليا فإن ذلك يستلزم توافر مجموعة من الشروط لعل أهمها أن تكون البورصة ذات فعالية عالية وعلى قدر عال من الكفاءة وذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب أن تتوفر مدخرات محلية وأن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين وصغار المدخرين على حد سواء، لذلك فإن هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من دول العالم غير المتقدم لما تنسم به بورصاتها من عدم الكفاءة وصغر الحجم وقلة المدخرات.

وأما إذا كان البيع جزئيا فيكون أكثر انسجاما مع حالة بلدان العالم النامي لأنه يتم بالتدرجية في بيع الأسهم، مما قد يمكننا من مراقبة العملية والتحكم فيها وتفادي المخاطر أقصى مايمكن، كما أن بيع الأسهم بشكل جزئي يناسب عملية تحويل الملكية عن طريق البورصات التي تمت إعادة هيكلتها كما أن هذه الطريقة يمكن أن تساعد على وجود عدد أكبر من المساهمين مما يوسع قاعدة الملكية، وبالتالي يخلق نوعا من الرضا وعدم الانتقاد لدى النقابات العمالية والمعارضين لبرامج الخوصصة من سياسيين وغيرهم وقد انتهجت دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية هذه الطريقة في تطبيق سياسات الخوصصة، وتبعاً لذلك فإننا نثير نقطتين، فالأولى هي قيمة المؤسسة المعروضة للبيع والتي تحسب بإحدى طرق التقييم المعتمدة، أما الثانية فهي تحديد أسعار الأسهم المعروضة للبيع والتي

<sup>1</sup>- Michel durand, **la bourse**, edition la découverte, paris, 1987, p 42

يجب أن تحقق علاقة المساواة بين الجزء المعروض للبيع من جهة وسعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة من جهة أخرى.

وعموما فوفق هذا الأسلوب فإن الحكومات تعلن عن نيتها في بيع علي لسهم المؤسسة المراد خوصصتها وذلك عن طريق المزايدة، فعلى كل من يريد الاكتتاب في أسهمها أن يحدد العدد المراد شرائه من الأسهم والسعر المقترح، وكما جرت العادة في هذا النوع من المعاملات، فإنه يؤخذ بأعلى الأسعار المقترحة، والتي تغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب ويتم ذلك بواسطة قوائم للمكتتبين ويؤخذ بالسعر الأكثر انخفاضا في قوائمهم، وقد طبق هذا الأسلوب بصفة خاصة في بريطانيا من خلال بيع مجموعة من Cable And و British Petroleum و Warless في عام 1973 .

**ثانيا - الطريقة المعتادة أو المألوفة<sup>1</sup>:** وفق هذه الطريقة تسجل الشركة المعنية أسهمها في البورصة، وتحدد أسعار هذه الأسهم من طرف الدولة المال ك هنا لشركة، ويجب أن تراعي الظروف المحيطة من أجل عدم فشل عملية البيع خصوصا في اليوم الأول، ويكون هنالك سعر أدنى تحدده الدولة لا تكون مستعدة بالتزول تحته وهو ما يسمى "بالسعر الأدنى" وقد يتغير هذا السعر تارة بالصعود وتارة أخرى بالهبوط وفقا لآليات الطلب والعرض، وعادة تعتمد هذه الشركات في الاستشارات الفنية على المصاريف، كما يمكن للمصرف أن يلتزم بسعر الغلق، وفي هذه الحالة يعتبر ضامنا للدولة ضد مخاطر سوق البورصة حيث يلزم بشراء الصكوك التي يتعذر بيعها.

**ثالثا- العرض العام بالتبادل ورفع رأس المال:** وتعتبر إستراتيجية العرض العام بالتبادل وإستراتيجية رفع رأس مال المؤسسة من إستراتيجيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية ويمكن تناولهما فيما يلي:

**1- العرض العام بالتبادل<sup>2</sup>:** وتمثل هذه الطريقة في أن تقوم الدولة بعرض لمبادلة الصكوك المختطة أو المشتركة بأسهم الشركات المراد خوصصتها، وهذه الطريقة تتميز بأنها تترك للدولة حق الإشراف والتصويت، إلا أنه وإذا ما أرادت الدولة تحويل ملكية هذه الصكوك إلى القطاع الخاص فنظريا عند تحويل هذه الصكوك إلى أسهم عادية فإنها تكون لها أولوية في استحقاق الأرباح.

وقد تطرح الأسهم طرحا خاصا وليس موجه للجماهير العريض وعليه فإن الطرح الخاص للأسهم يتطلب شروطا لتسيير العملية بكل سلامة ودون تعثر، فالنجاح يبقى مرهون بمدى فعالية جهاز الخوصصة وكيفية اختياره للمستثمر أو المستثمرين المرتقب تدخلهم، كما يستلزم ضرورة البحث عن المشتري المناسب للمؤسسة المعنية، كما قد يتطلب ذلك إعادة هيكلة المؤسسة ماليا مما يجعلها أكثر جاذبية لرغبة المستثمرين، وعلى سبيل المثال لا الحصر فإن فرنسا قد أخذت بهذه الطريقة واستعملت نموذجين من هذه الصكوك هي:

**1-1- شهادات الاستثمار:** وهذه الشهادات في حقيقة الأمر ما هي إلا أسهم جزئية تعطي فيها الدولة شهادة استثمار مصحوبة بشهادة تصويت، لا يمكن التنازل عنها إلا مصطحبة بشهادة الاستثمار المقابلة لها، وبالتالي فإن

<sup>1</sup> - حميدة مختار، الخوصصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المررات والشروط)، مجلة الباحث، العدد رقم : (07)، 2010، ص297.

<sup>2</sup> - Joyrette Jean, comment réussir la privatisation, Dunod, paris, sans année d'édition, p 130.

تحويل شهادات الاستثمار هذه إلى أسهم عادية يحقق إعادة تكوين رأس مال المؤسسة، وعادة يقبل حاملي الشهادات التبادل خشية أن تؤول سوق صكوكهم في البورصة إلى الاندثار .

**1-2- الصكوك المختلطة:** و عموما يعتبر أسلوب العرض العام بالبيع هو الأسلوب الأكثر شيوعا والأكثر تعقيدا لذلك فالكثير من النقاط المذكورة سابقا أو النقاط اللاحقة لها علاقة مباشرة بهذا الأسلوب سواء من جانب اختيار طريقة التقييم أو كيفية تسعير الأسهم.

**2- رفع رأس المال:** قد يتسنى للدولة خصوصية شركاتها عن طريق زيادة رأس المال أرفع رأس المال، وذلك في حالة تنازل الدولة عن حقتها في الأولوية في الاكتتاب حيث يفسح المجال أمام الأفراد والأشخاص المعنوية وهذا ما يترتب عليه خفض نسبة مشاركة الدولة .

### المطلب الثاني : إشكالية تحديد سعر السهم ونماذج العرض العام بالبيع

هناك علاقة بين سعر العرض وقيمة المؤسسة المعروضة للبيع، فسعر العرض أو سعر الأسهم المعروضة للبيع ينبغي أن يعكس قيمة المؤسسة ثم يجب أن تظهر هذه العلاقة، أي المساواة بين قيمة المؤسسة المعروضة للبيع أو الجزء المعروض للبيع وسعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة وفيما يلي سنحاول توضيح كيفية تحديد سعر السهم.

**أولا - إشكالية تحديد سعر السهم:** إن سعر السهم نظريا ينتج عن حاصل قسمة قيمة المؤسسة على عدد الأسهم إلا أنه على المستوى العملي فهناك الكثير من الصعوبات قد نلاقها خصوصا عندما تتفاوت قيمة المؤسسة المقيمة بمختلف الطرق فيصعب اختيار القيمة القريبة من الواقع، واختيار الطريقة يتطلب التوفيق بين أمرين<sup>1</sup>:

- فعند اقتراح سعر مرتفع فهذا سيؤدي حتما إلى جعل عملية الاكتتاب مباشرة بدخول هذا السهم أو عرضه للبيع، وبالتالي عدم نجاح برامج الخصوصية.

- وعند اقتراح سعر منخفض جدا هذا سيؤدي إلى بخس أصول القطاع العام وهذا ما قد يؤدي كذلك إلى اتمام القائمين على عملية التنازل عن الأصول العمومية.

ومن الواضح أن تحديد سعر السهم يكون توفيقا بين الأمرين السابقين، فلكي يكون الإصدار جذابا ويسمح بالحفاظ على قيمة الأصول نعمل على اختيار السعر الأقل انخفاضاً والذي يمكن أن ينشأ عنه طلب جيد، وهنا نختار نتائج التقييم الذي لا يتسم بالمغالاة، وعادة ما يكون أقل تقييم تعرضه مكاتب الخبرة التي توكل لها العملية.

والأسعار المحددة أخيرا تعبر لنا نقص نسبي في القيمة، وهي تؤدي إلى نشأة ما يسمى بعلاوة السوق كمكافئة عن الاكتتاب في أسهم المؤسسات المعروضة للبيع، وتمثل هذه العلاوة في الفارق بين السعر الحقيقي (العادل) الذي سيتحدد في البورصة وسعر العرض العام للبيع الذي تم الاكتتاب به، وهذا ما سيساعد في نجاح عملية إصدار الأسهم، ورغم أن المعدلات العلاوة هذه مبررات مقبولة إلا أنه لا يجب أن تكون هنالك مغالاة فيها فذلك

<sup>1</sup> حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 297.

يؤدي إلى فقدان إيرادات الخزينة العمومية وعدم استقرار سوق السهم الناجم عن الرغبة في التخلص منه وذلك بعد عملية الاكتتاب.

ثانياً- طرق التقييم أسسها ومشكلاتها<sup>1</sup>: تعد مسألة التقييم هي المحور الأساسي والرئيسي للانتقادات التي توجه إلى برنامج الخوصصة مع ملاحظة أن النقد يكون أحياناً بالمغالاة في التقييم وأحياناً بالعكس، وهنا يصبح التساؤل: هل هناك طريقة واحدة ومثالية للتقييم تصلح في جميع الأحوال ولكل الشركات أم لا، وإلى أي مدى من الممكن أن تكفل الوصول إلى التقييم العادل؟، وعند محاولتنا الإجابة على هذا التساؤل وغيره نلاحظ أن هناك العديد من طرق التقييم، بل إن الطرق تختلف بينها اختلافاً شديداً باختلاف الهدف منها، وباختلاف جهة التقييم (البائع أو المشتري)، وكذلك وفقاً لطبيعة الأصل تحت التقييم، وأيضاً إستراتيجية البيع المقترحة، وبمعنى آخر إذا كان الغرض من البيع هو استمرار النشاط والحفاظ على العمالة، فذلك له أسلوب يختلف تماماً عما إذا كان الهدف هو تصفية الشركة وبيعها كأصول، كما تتوقف طرق التقييم على طبيعة الأصل وشروط التعاقد، وينبغي أن لا يفهم من ذلك أن هذه العملية تتم حسب الأهواء الشخصية دون ضوابط معينة، بل العكس هو الصحيح إذ رغم تعدد أنواع طرق التقييم فإن هناك بعض الحالات التي تستخدم طرق معينة ولا تصلح لها الطرق الأخرى.

وعموماً فهناك عدة طرق أساسية للتقييم يأتي على رأسها القيمة الاستبدالية سواء لاقتناء أصل مماثل تماماً ولكنه جديد، أو لأصل مماثل ولكن وفقاً لأحدث فن تكنولوجي، أو لأصل مماثل في التكنولوجيا وفي الحالة الفنية والعمر المتبقي، وغالباً ما تواجه هذه الطريقة عدة مشكلات في حالة قطاع الأعمال، خاصة أن الكثير من الأصول الثابتة مثل الآلات والمعدات، لا يوجد لها مثيل جديد في الأسواق، سواء محلياً أو في بلد المنشأ، كذلك فإن اللجوء للقيمة الاستبدالية للمثيل الجديد من الممكن أن يؤدي إلى تقويم غير واقعي، فالمباني المستخدمة لأغراض الإنتاج والمبنية بالخرسانة المسلحة تكون قيمة مثيلها عالية وغير واقعة مقارنة بالتكلفة المنخفضة للمباني الصناعية المبنية بالأساليب الحديثة، وبالنسبة للقيمة وفقاً لتكنولوجيا الحديثة، فعادة لا تستخدم إلا في حالة عدم وجود أي بيانات عن الأصل المماثل تماماً، هذا فضلاً عن أن القيمة الاستبدالية تحقق تقويماً مرتفعاً لدى الشركات التي تمتلك أصولاً ضخمة لا تدر العائد الاقتصادي، المناسب وبالأخص الأراضي والمباني التي غالباً ما تكون قيمتها الدفترية منخفضة للغاية، بينما وعلى الجانب الآخر، فإن تقادم الأصول وعدم وجود طلب عليها بالإضافة إلى عدم وجود قطع الغيار المناسبة لها، خاصة أن بعض أصول قطاع الأعمال يرجع تاريخ اقتنائها إلى الستينيات يؤدي إلى انخفاض قيمتها إلى أدنى حد ممكن، وبالتالي يمكن الاعتماد على هذه الطريقة لأغراض الخوصصة.

وثاني الطرق المهمة في هذا المجال هي طريقة التدفقات النقدية المخصومة، وعلى الرغم من أنها تصلح في حالة التقييم بغرض الاستمرارية ويمكن الاعتماد عليها، فإنه يؤخذ عليها كثرة المتغيرات المؤثرة في القيمة النهائية والحساسية نتيجة التقييم الشديدة لمعدل الخصم، كذلك فإنه يصعب الاعتماد عليها فيما يتعلق بالشركات الخاسرة، إذ أن عدم توافر البيانات والإحصاءات المناسبة، خاصة فيما يتعلق بتقدير المستويات المختلفة من المخاطر لتحديد معدل الخصم،

<sup>1</sup> - فالخ أبو عامرية، مرجع سبق ذكره، ص 206.

تؤدي إلى نتائج عكسية تماما، وترداد هذه المسألة في الصناعات التي لا تتمتع بدرجة مناسبة من الاستقرار، كما تعتمد هذه الطريقة على كفاءة الإدارة القائمة على المشروع، إذ أن ضعف الإدارة يؤدي إلى انخفاض القيمة الناتجة عن هذا الأسلوب.

وثالث الطرق المعروفة تتعلق بمضاعف الربحية وهي الطريقة الأساسية عند الطرح بالبورصة، وتعكس هذه الطريقة الأوضاع في السوق لكن في الوقت نفسه يجب الأخذ في الاعتبار أنه يجب عدم الانسياق وراء المضاعف العالي السائد في السوق ويجب النظر إلى الأجل الأبعد وتحقيق استقرار سوق المال، إن استخدام مضاعف الربحية يجعل من الضروري الوصول إلى الربحية المستمرة التي تستطيع الشركة المحافظة عليها، لذا يتم تحديد أثر الأرباح غير العادية مثل تلك الناتجة عن تسويات بنكية أو أرباح بيع أصول أو إيرادات سنوات سابقة مع مراعاة توقيتات الطرح، وعند استخدام المضاعف السائد في السوق، يجب النظر إلى المضاعف العام وكذلك المضاعف الخاص بالصناعة التي تعمل بها الشركة، وبالطبع توجد اعتبارات كثيرة يجب أن تؤخذ في الحسبان عند استخدام أي طريقة للتقويم، إذ تختلف طرق تقويم الأصول للتصفية عنها في حالة الاستمرار، في حين أن البيع لمستثمرين من خلال الخصوصية لا يفترض الاستمرارية فقط وإنما أيضا عدم تغيير النشاط الأصلي للشركة المباعة، بالإضافة إلى المحافظة على العمالة، وهو مطلب أساسي، وأخيرا ضخ استثمارات جديدة من المفترض أن لها قيمة حالية كبيرة أحيانا.

**ثالثا- النماذج الفنية للعرض العام بالبيع:** وعن نماذج العرض بالبيع، فيمكننا التمييز بين نوعين: العرض العام بالبيع العام المعتاد والعرض العام بالبيع الاسمي والاسمية هنا لا علاقة لها بطبيعة الصكوك وإنما تطلق على الإجراءات أي أن الاكتتاب موجه لفئات معينة دون غيرها، ويمكننا التمييز بين أسلوبين من أساليب العرض العام بالبيع، ونعتمد في التمييز بينهما على كيفية تحديد السعر، وقد يكون السعر محددًا قبل البيع أو يتم تحديده عن طريق المزايدة، وبالتالي ينتج عن ذلك أسلوبين:

**1- البيع بالمزايدة<sup>1</sup>:** والمقصود بهذا الأسلوب أن تعلن الحكومة عن نيتها في بيع أسهم المؤسسة بالتزايد وعلى كل من يريد الاكتتاب أن يحدد عدد الأسهم التي يرغب في شرائها ويقترح السعر، وفي يوم المزايدة تقبل قائمة المكتتبين الذين اقترحوا السعر الأعلى، والتي تغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب فيشترى الأسهم بالسعر الأكثر انخفاضًا في قائمتهم، ويتميز هذا الأسلوب بأنه يحيل للبورصة تحديد قيمة المؤسسة بدلا من تحديدها من طرف بيوت الخبرة المالية، فقد لجأت بريطانيا إلى استعمال هذه الطريقة لتجنب بيع الأصول العمومية بأسعار رخيصة، فتيين لها نظريا أن البورصة تسمح عن طريق المزايدة بتحديد الأسعار الحقيقية، إلا أن هذه الطريقة تشوبها بعض النقائص ذلك أن البيع بالمزايدة لا يشجع كثيرا صغار المدخرين بسبب ما يكتنفه من غموض وتعقيد مقارنة بالبيع بسعر محدد، كما أن ميول الحكومات إلى توسيع المشاركة الشعبية يعمل على عدم تطبيق المزايدة بالمعنى الفعلي لها فقد تعطى الأولوية لصغار المدخرين على حساب مؤسسات توظيف الأموال، وعلى مستوى العملي فقد أثبت هذا الأسلوب أن النتائج المتحصلة عليها كانت سلبية أكثر منها ايجابية، فالتجربة البريطانية والتي تعتبر مهد هذه الطريقة أكدت غلبة حالات

<sup>1</sup> -Longuville guy, les privatisation française avant et après la crise boursière de 1987, dunod , paris, 1990, p 19.

ال فشل على حالات النجاح، فقد فشلت ثلاثة حالات مقابل نجاح حالتين، كما لوحظ أن هاتين الحالتين الأخيرتين ارتفع سعر السهم مما يؤدي إلى تخفيض سعر الإصدار الذي تم تحديده من قبل، أي التزول بالسعر إلى الحد الأدنى كما حدث في بيع شركة (British Petroleum)

وأن تلتزم الشركة اضطرابا بإعادة شراء الصكوك تجنباً لانخفاض السعر عن سعر الإصدار. وخلاصة لما سبق فالبيع بالتزايد يتطلب الاكتتاب بسعر أعلى من السعر الأدنى المحدد مسبقاً من قبل الدولة، ويتطلب ذلك عدداً كافياً من المكتتبين يتنافسون لكي ترتفع الأسعار، وهذا أمر غير مضمون.

**2- أسلوب البيع بسعر محدد:** وفق هذا الأسلوب تحدد الحكومة أسعار الأسهم وتعتبر هذه الطريقة الأقل خطراً حيث لا يشكك في سعر البيع، وعليه فالمشترين لديهم علم مسبقاً بأسعار هذه الأسهم فإذا كان على قدر كافٍ من الجاذبية يجعل نجاح العملية مضموناً، كما أن العملية هنا تتسم بالشفافية والوضوح، فشروط العرض معلنة في البورصة ولدى الوسطاء الماليين وفي الصحافة المالية، كما أن شروط المساهمة تكون واضحة، ويتم تحديد الأسعار وفق هذا الأسلوب عن طريق ما يلي:<sup>1</sup>

**2-1- تحديد الأسعار بناءً على اقتراحات بيوت الخبرة المالية:** تقوم الدولة بإجراء دراسات استشارية لدى الخبراء الماليين (من بيوت خبرة أوبنوك أعمال) حيث يعتمدون في دراستهم على الاسترشاد بوضع المشترين المحتملين، فإذا كان الهدف هو صغار المكتتبين من خلال توسيع حصة المساهمة الشعبية الموجهة للموظفين وللجمهور العريض، فإن هؤلاء لا يميلون إلى المخاطرة وإنما يفضلون الأمان مما يتطلب أن تتسم الأسهم بقدر من الضمان أي أن تدر أرباحاً مؤكدة وعليه يستخدم أسلوب الإيرادات في تقدير سعر السهم والذي يحسب بالنظر إلى الربح المتوقع في السندات التالية للبيع، فارتفاع مستويات الربح يتبعه ارتفاعاً في السعر المحدد للسهم، أما إذا كان المكتتبون المحتملون عبارة عن مؤسسات استثمارية فإنها تهتم بتطور السعر في السوق في الآجال القصيرة والمتوسطة، لذلك يلجأ المستشارون الماليون إلى الاعتماد على أسلوب مضاعف سعر السهم، وقد أثبت بعض الشكوك فيما يخص الأسعار التي تقترحها بيوت الخبرة المالية حيث تصفها بعض الجهات بأنها تبخس المال العام، وذلك بحجة بروز ظاهرة الاكتتاب فمثلاً في بريطانيا وصلت نحو 23.6 مرة عند بيع شركة "Amersham International" عام 1982، وفي فرنسا وصل إلى 40 مرة عند بيع شركة "Paribas" و36 مرة على إثر بيع "sogenal" عام 1987، وعليه فمن خلال ملاحظتنا للواقع العملي فإن ظاهرة الاكتتاب الكبير تعتبر أقوى دليل على الخطأ في تقدير سعر السهم، كما أن التفاوت الكبير بين سعر الاكتتاب وسعر الصك في البورصة يلاحظ من خلال الانخفاض الكبير في سعر الإصدار، إلا أن الكثير من المحللين يعتبرون أن هذا الإقبال سببه النجاح مما أدى إلى نشوء طلب أكبر من المتوقع.

**2-2- تحديد السعر بالاعتماد على السوق:** هذا الشكل في جوهر الشكل السابق إلا أنه يختلف عنه في عدم اللجوء إلى المستشارين الماليين (بيوت الخبرة المالية أوالبنوك)، ويتم عن طريق بيع كتل صغيرة من الأسهم في أوقات

<sup>1</sup> - حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 296.

متتالية ومتفاوتة يختبر بها السوق، ثم تعرض كتلا من الأسهم بأعداد كافية والسعر الذي يستقر في هذه الحالة تعتمد عليه الدولة، فتقل بذلك حدة التشكيك في مسألة التقييم، وما يحسب على هذا الأسلوب هو أنه قد يكون هذا السعر مقبول لحجم صغير من الأسهم على عكس المؤسسات ذات الأحجام الكبيرة والتي تصدر أعداد كبيرة من الأسهم، فعرض عدد كبير من الأسهم يستلزم وقت لنجاح تصريفها مما يؤثر على أسعار الأسهم فتضطر الدولة إلى تخفيضها لخلق الطلب عليها، كما أن الوقت الذي تستغرقه عملية البيع يؤثر على إحلال نشاط المؤسسة لأن الملكية لم تتحول إلى القطاع الخاص بعد، وإتباع هذه الطريقة سوف يعمل على عدم التسريع في تنفيذ برامج الخوصصة وبالتالي لا تحصل الدولة على الموارد المالية المستهدفة مما قد يؤثر على البرامج الأخرى المسطرة.

### المطلب الثالث: مميزات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية وشروط نجاحها

بالرغم من بعض الصعوبات التي تواجه عملية الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية، وتحد من مساهمتها في عملية تحويل الملكية للمؤسسات العمومية، إلا أنه توجد مجموعة من الأسس والمبررات والشروط التي تركز عليها هذه العملية، والتي إذا تم التركيز عليها وأحسن استخدامها لأت بنتائج إيجابية في الانطلاق العملي نحو تطبيق هذه الإستراتيجية من إستراتيجيات الخوصصة والتوسع فيها من أجل علاج الاقتصاد الحقيقي في شقه الإنتاجي.

**أولاً- صعوبات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية:** من الملاحظ أن في كثير من الأحيان يكون تحويل المؤسسات العمومية عن طريق البورصة أكثر خطورة وأكثر صعوبة وكلفة بالمقارنة بأسلوب الخوصصة عن طريق التحويلات المباشرة للأصول وذلك للأسباب التالية<sup>1</sup>:

- 1- أن هناك اعتبارين يصعب التوفيق بينهما يتعلقان بضرورة تحديد سعر منخفض لأسهم المؤسسات المعروضة لجذب صغار المدخرين تحقيقاً لهدف توسيع قاعدة الملكية من ناحية، وضرورة بيع المؤسسات بأعلى سعر ممكن للمحافظة على قيمة الأصول من ناحية أخرى.
- 2- إن الإعداد التمهيدي لبيع المؤسسات التي سيتم تحويل ملكيتها للقطاع الخاص، يجب أن يكون أشد صرامة، يرجع ذلك بصفة خاصة لسرعة تأثير الأسعار السائدة في البورصة بما تمر به المؤسسات من ظروف.
- 3- الملاك المحتملين (الجدد) للمؤسسات غير معروفين.
- 4- الخوصصة بهذا الأسلوب تتطلب وقتاً طويلاً مقارنة بالأساليب المباشرة.
- 5- أن البورصة تتطلب وجود أسواق رأس المال، وهي غير موجودة في الكثير من البلدان النامية وإن وجدت فتكون على قدر غير عالي من الكفاءة.
- 6- إن هناك احتمالاً قائماً بسرعة تخلي الجمهور عن الأسهم بمجرد تسجيلها في البورصة للاستفادة من التطور الإيجابي للأسعار أما إذا تحركت الأسعار بالهبوط فإنه سيكون هناك اندفاع مبالغ فيه للبيع (إغراق) خاصة مع مراعاة

<sup>1</sup> - حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 299.

أن صغار المستثمرين ليس لديهم القدرة على التقدير الصحيح للمواقف، لذا فإنهم قد يلجئون للمضاربة قصيرة الأجل، كما يكون لهم رد فعل لما يحوزون من أسهم حتى مع ما يعتقد الخبير أنه حركة عادية للسوق.

7- أخيرا يجب أن يؤخذ في الاعتبار "خطر الهجر أو التترك المالي": ففي غياب ادخار إضافي يوجه للاستثمار في السوق فإن واقع تمويل عمليات بيع المؤسسات العمومية من خلال البورصة يتم عن طريق عرض جزء من محافظ المستثمرين للبيع ليستثمروها في أسهم المؤسسات العمومية التي سيتم تحويل ملكيتها، وهذا أثره سيء على مكونات المحفظة (الأسهم القديمة)، إذ يؤدي ذلك إلى انخفاض ثمنها كما أن تكلفة الأموال الخاصة التي قد تحتاجها المؤسسات من المصادر الادخارية ستزيد، لذلك ولكي تنجح سياسة الإصدار الجديدة للمؤسسات الخاصة، عليها أن تصدر أسهما ذات معدل مرتفع من الربح أو سندات ذات فائدة أكثر ارتفاعا، وإلا ستضطر إلى اللجوء للاقتراض من البنوك، وهذا يؤدي إلى تقليص المؤسسات من نشاطها، نظرا لارتفاع تكلفة الاستثمار.

ثانيا - أسس ومبررات الخصوصية عن طريق سوق الأوراق المالية: فرغم الصعوبات السابقة الذكر، فإن تحويل الملكية عن طريق البورصة يركز على مجموعة أسس ومبررات أساسية لا يمكن تجاهلها<sup>1</sup>:

1- البورصة تعتبر المكان التقليدي لتحويل الملكية: الأمر الذي يجعلها لا تفرق بين المشروعات الخاصة والعامه، ومن ثم فإن تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق سوق البورصة يمثل إنهاء لحالة القطيعة والخصام بينها وبين السوق، تلك القطيعة التي غرست بذورها مع تأميم المشروع، وانتقاله إلى ملكية الدولة .

2- الخصوصية عن طريق البورصة تحقق مبدأ العدالة في التوزيع: فالعرض في البورصة عرض حر لا تميز فيه لمكتب على آخر (فيما عدا بعض القواعد المحددة سالفًا، كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم، أو مواطني الدولة على الأجانب، أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض)، وبالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بعض المؤسسات التي خصصت بالطرق الأخرى، والتي تتسم بتفضيل مكتب على آخر لاعتبارات قد تكون سياسية .

3- تساعد البورصة على تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة: فنظرا للمناخ المحيط بالمؤسسة العمومية من حيث أنها تضم عددا كبيرا من العاملين من ناحية، وأنها تمثل ملكية الشعب من ناحية ثانية، وأن إجراء تغيير ملكيتها محاط عادة بخطورة إعادة تأميمها مع تغير التوجهات السياسية والحزبية من ناحية ثالثة، فإن تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية يمثل استرضاء للشعب والعمال معا، كما يمثل حماية لسياسة تحويل الملكية ذاتها، إذ أن تفكير الحكومات القادمة "خاصة ذات التوجهات الاشتراكية" في إدارة تأميم المؤسسات التي تم بيعها يظهر أكثر صعوبة إذا تم بيع هذه المؤسسات العمومية للشعب والعاملين فيها، وتمثل البورصة منفذا جيدا لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طرف مفتوحا لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد، لذلك فهي تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين.

<sup>1</sup> - حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 300.



**4- الحفاظ النسبي على قيمة الأصول:** بفضل العدد الكبير من المشتريين المهتمين بالبورصة وفضل تسهيل تطبيق مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها، لذلك يتوقع حدوث إقبال على أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها، وهذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض.

**5- تسهيل تحويل الملكية:** فالبورصة كما قلنا بمخاطبتها لكل طوائف المدخرين (بدءاً من القاعدة العريضة - صغار المدخرين - وانتهاءً بمؤسسات الاستثمار على اختلاف أنواعها، ودون تفرقة بين رأس المال الوطني أو الأجنبي، في حدود ما تسمح به القواعد من اكتتاب للأجانب) تحقق الحد الأقصى من المدخرات التي يحتمل أن توجه للاكتتاب في الشركات، ونظراً لشمولية واتساع هذا الأسلوب فإنه يصلح لبيع المؤسسات العمومية ذات الحجم الكبير.

**6- تنشيط سوق الأوراق المالية:** لا شك أن اللجوء لقناة سوق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية بما يشمل عليه من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار، والتداول" بالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها من جهتين، الأولى تنشيط العرض إذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات، والثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم، وتنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساساً لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبياً فتحتوي من ثم على علاوة سوق، وهكذا بفضل هذا الطريقة يتم زيادة أعداد المساهمين، وأحياناً قد تتضاعف بالمقارنة بعددهم الأصلي، أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدراً أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطاً إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليه، لكل هذه الأسباب لجأت كثير من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيس لتحويل الملكية، وبخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، ودول أمريكا اللاتينية، وبعض بلدان أوروبا الشرقية كالجزر وبولونيا.

**ثالثاً- شروط نجاح الخصوصية عن طريق سوق الأوراق المالية:** اختارت العديد من البلدان البورصة كطريق لتغيير ملكية المؤسسات العمومية، مستندة في ذلك إلى العديد من المبررات، بيد أنه يمكننا الخروج بمجموعة من العوامل أو الشروط المراد توفرها لتحقيق تحويل الملكية عن طريق البورصة وأهم هذه الشروط ما يلي<sup>1</sup>:

**1- مدى ملائمة البورصة للمؤسسة المختارة:** إذا كانت البورصة هي الطريق الرئيسي لتحويل الملكية بصفة عامة، فإنه مع ذلك قد توجد استثناءات يفضل معها تحويل ملكية عن غير ذلك الطريق، وترجع هذه الاستثناءات بصفة عامة إلى أحد السببين المواليين:

<sup>1</sup> - حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 301-304.

1-1- صعوبة أو استحالة اللجوء لطريق البورصة لتحويل الملكية وينطبق ذلك إما على المؤسسات الصغيرة غير المسجلة في البورصة أو المؤسسات ذات الإنجازات الزهيدة جدا التي لا تغري المستثمرين في البورصة، أو التي يتطلب نجاح تغيير ملكيتها بهذا الطريق برنامج إعادة بنية مكلف جدا.

1-2- وجود مبررات يفضل معها اللجوء للطرق الأخرى، والتي تتعلق إما بمصلحة المؤسسة ذاتها المراد تغيير ملكيتها، كتجنب تصفيتها، فرغم الوضع العسير الذي قد تمر به المؤسسة، فقد يوجد مشتر لديه أسباب معينة تجعله يفضل شراءها، أو باهتمام السياسات الصناعية وخاصة فيما يتعلق بتحسين التماسك الصناعي، في هذه الحالة يتم بيع أفرع النشاط للمؤسسات الخاصة المناظرة أو التي يوجد بينها ترابط صناعي، أو أخيرا بمصلحة الخزينة العامة ففي بعض الحالات يمكن أن يجلب البيع المباشر للخزينة العمومية إيرادات مالية أكبر من تلك المنتظرة عن طريق البورصة. وعلى ذلك فقبل تقرير تغيير الملكية يجب النظر في الاعتبارات القائمة لاختيار أنسب الطرق وهو ما ينبهنا إلى ضرورة ألا يقتصر برنامج تحويل الملكية على طريقة واحدة لإجرائه، بل لابد من اعتماد عدة طرق، فكل مؤسسة لها وضعها الخاص، بل إن الظروف الداخلية والمحيطية بالمؤسسة قد تستلزم تطبيق أكثر من طريقة على نفس المؤسسة، كما حدث بشأن برامج تحويل الملكية في أوروبا الشرقية.

2- أفضلية اعتماد أسلوب العرض العام بالبيع بسعر محدد في تحويل ملكية المؤسسات العمومية، انتهت الدراسة سابقا إلى أن البورصة تتيح أربعة خيارات أساسية لتحويل المؤسسات العمومية إلى الملكية الخاصة (هي زيادة رأس المال، والعرض العام بالتبادل، والبيع بالطريقة المألوفة، والعرض العام بالبيع) فإذا تقرر اللجوء لخيار بيع المؤسسات فأيهما أفضل، أسلوب البيع بالتزايد أم أسلوب البيع بسعر محدد؟. ومن الملاحظ أن أسلوب البيع بسعر محدد أعتمد في الكثير من البلدان، وهو كذلك ما تفضله الباحثة لعدة أسباب، من أهمها:

1-2- أن البيع بسعر محدد يحقق مصلحة الخزينة العامة، إذ يمكن عن طريقه جلب إيراد أكبر من ذلك الذي ينجم عن أسلوب البيع بالتزايد، يرجع ذلك إلى العيوب التي تكشف عنها التطبيق العملي للأسلوب الأخير، والتي أدت إلى إخفاق كثير من البيوع التي تمت بواسطته، إذ يستلزم الاكتتاب بسعر أعلى من السعر الأدنى المحدد - والذي يتسم عادة بنخس ملحوظ في قيمة الأصول - حتى يتحقق مزيد من الإيراد للخزينة العامة، ويتطلب ذلك كثافة في الطلب، أما حين يحدث انخفاض في الطلب فإنه لا يتوقع إلا وقوع البيع بالسعر الأدنى، ولاشك أن هذه العيوب تختفي تماما إذا ما تم استخدام أسلوب البيع بسعر محدد.

2-2- تحقيق مصلحة القاعدة العريضة من الشعب، ذلك أن إتباع أسلوب البيع بالتزايد يتطلب اعتماد عارضي السعر الأعلى بغض النظر عن انتماءاتهم الطبقية، أما حين يطبق أسلوب البيع بسعر محدد، فإنه من السهل تحديد نسبة عالية تخصص لاكتتاب صغار المساهمين وعمال المؤسسة.

2-3- إن اعتماد أسلوب العرض العام للبيع بسعر محدد لا يحقق نجاح تحويل المشروعات بطريقة تلقائية، وإنما لابد أن يكون مقرونا بعدة شروط تعود إلى الاهتمام بإجراءات النشر والعلانية الكافية من ناحية، ومن ناحية أخرى تقرير

العديد من المزايا لصغار المدخرين وفي مقدمتها ضرورة أن يكون السعر المحدد للبيع جذابا باشماله على نقص نسبي في القيمة **Relative Sous – Evaluation** لأصول المؤسسات المراد بيعها، وفي هذا الصدد تلعب علاوة السوق التي تتم مراعاتها في السعر المحدد للاكتتاب دورين رئيسيين:

**الأول** : أنها تؤدي إلى زيادة إقبال القاعدة العريضة من الشعب، إذ أن السعر المحدد للاكتتاب يضمن تحقيق فائض قيمة للمساهمين، والمتمثل في الفارق بين هذا السعر والسعر العادل الذي سينشأ في السوق (علاوة السوق)، ففائض القيمة هذا مع المزايا التي تمنح لصغار المساهمين تحت شروط معينة (كمدة حيازة، وحد أعلى لا يتجاوز من عدد الأسهم التي يجوز الاكتتاب فيها، وعدم زيادة دخول الأفراد عن حد معين.... الخ) لا ينتظر معها إلى نجاح تحقيق مبدأ المساهمة الشعبية في الشركات.

**والثاني** : أن فائض القيمة يتضمن دائما طلب قوى لأسهم الشركات التي تعرض للخوصصة بعد ذلك، وهكذا فإن نجاح العمليات الأولى لتغيير ملكية المشروعات العامة، يظهر كشرط أساسي لإنجاح ومتابعة برنامج تحويل ملكية القطاع العام في مجموعه.

**3- شفافية ووضوح قواعد تغير الملكية:** في حالة البيع عن طريق البورصة يجب أن تكون القواعد القانونية التي تنظم تلك المسألة واضحة، خاصة فيما يتعلق بالعروض الضخمة بالشراء المقدمة من شخص طبيعي أو معنوي، وكذا القواعد التي تتبع في حالة حدوث فائض في الاكتتاب، ولا شك أن اعتماد قواعد ذات مسلك واسع غير محدد بحيث يعطي درجات إضافية من الحرية للدولة، يولد لدى المستثمرين الشك، الذي يعرض للخطر نجاح بعض التحويلات، إذ تنفيذ التجارب أهمية وضوح القواعد التي ترغب الحكومات أن تحصل بمقتضاها على درجة من حرية التحرك، وضرورة تحديدها مقدما بحيث يكون واضحا لدى المستثمرين المحتملين منذ البداية وضع السلطات في مواجهة كل النقاط التي من المحتمل أن تثير شكاً يمكن أن يعرض للخطر نجاح العملية، كدرجة الرقابة التي ترغب السلطات في الاحتفاظ بها في مواجهة المشروعات أو احتمال استعمال سلطة قانونية خاصة تلحق بأنظمة المشروعات المتنازل عنها أو القواعد التي تتبعها لمواجهة خطر أخذ رقابة الشروع من قبل عدد صغير من المشتريين الوطنيين أو الأجانب، بالإضافة إلى ما تقدم فإنه - كقاعدة عامة - يجب اتخاذ كل إجراء من شأنه أن يورث الثقة والأمن لدى المكتتبين.

**4- تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع حالة كل من المؤسسة والبورصة:** يشتمل هذا الشرط على أمرين، هما تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع حالة المؤسسة، فقد تمر كثير من المشروعات العامة بظروف صعبة ومن المهم قبل عرضها للبيع عن طريق البورصة اعتماد برنامج لإعادة هيكلتها والنهوض بحالتها، لذا يذكر بعض الكتاب أن من الأسباب الأساسية لاستبعاد خوصصة المؤسسات العمومية في كثير من بلدان أوروبا الشرقية عن طريق البورصة ما قابلته تلك المؤسسات من صعوبات خاصة.

بصفة عامة يمكن القول أن برامج تحويل الملكية تضم بين دفتيها مؤسسات بعضها غير ملائم لبيعه فوراً عن طريق البورصة، نظراً لمروره في اللحظة الآنية بظروف صعبة مما يتطلب إما إعادة هيكلته قبل عرضه في البورصة

أوللجوء لطريق آخر، وذلك لضرورة تغيير الملكية والمؤسسة في وضع حسن، إذ لا يمكن أن يخفى على سوق البورصة شيء فيما يتعلق بوضع المؤسسة والحالة التي تعرض فيها هي التي يبنى عليها ما يمكن تسميته بثقة أو عدم ثقة السوق.

والأمر الثاني هو تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع حالة البورصة، حيث تشير تجارب تحويل الملكية في الخارج إلى أن عرض بيع الأسهم في مناخ غير ملائم للبورصة، يثير شكوكا حول إمكانية نجاح العملية حتى ولو تهيأت كل الظروف الأخرى لإنجاحه، ذلك أن السلطات العامة لا يمكنها تجاهل أثر مناخ البورصة السائد وقت إجراء البيع، فعندما تكون هذه الظروف غير مواتية (كحالة الأزمات العامة، أو انخفاض في مؤشر البورصة بطريقة ملحوظة ومتوالية) عليها التأني في تطبيق البرنامج، وإلا فعليها اتخاذ الوسائل الملائمة لإنجاح الاكتتاب، حيث تراعي خاصة التخفيض الملحوظ في سعر العرض، ومدى كون الإجراءات لا تمنع من الخيار الصك حين تداوله في السوق، بما يعرض المشروع للخطر ذاته، بل ونجاح متابعة برنامج تحويل الملكية بعد ذلك، أما إن كانت ظروف السوق مهيأة فلن يكون هناك ثمة مبرر لتأخير التطبيق، طبعاً إذا لم تكن هناك أسباب أخرى تمنع ذلك.

**5- مراعاة طاقة السوق على استيعاب أسهم المشروعات المعروضة للبيع:** لشرح هذا الشرط نتعرض فيما يلي لبيان مفهوم الطاقة الاستيعابية للسوق، ثم الأضرار التي يمكن أن تحدث إذا لم يتم مراعاة هذا الشرط، فالطاقة الاستيعابية يقصد بها في هذا الخصوص مدى قدرة سوق الأوراق المالية على امتصاص ما يعرض فيه من أسهم وسندات وغيرها من أوراق مالية، إذ لا يتصور وجود بورصة قدرتها على امتصاص الأوراق المالية غير محدودة، ذلك أن لكل سوق حدوداً يصعب تخطيها، ولاشك أن إثارة قدرة سوق البورصة على امتصاص الأوراق المالية هي مسألة تعد محل اعتبار فيما يتعلق بأسهم المشروعات العامة التي ستباع من خلالها، إذ نظراً لما تتم به المشروعات العامة من ضخامة، فإنها تؤدي إلى إحداث تطور هام في الحجم المعروض من الأسهم لا بد أن يقابله تطور مماثل - أو يزيد - في حجم الطلب، ويعتبر السوق ذا قدرة على استيعاب أسهم المشروعات العامة، إذا كان الطلب الناشئ - والذي يغطي تلك الأسهم - لا يؤثر بطريقة ملحوظة على الطلب الأصلي المتعلق بالأوراق المالية الأخرى الموجودة فيه، ففي هذه الحالة يكون السوق في حالة اتساع.

تطبيقاً لذلك تمت مسألة تحويل ملكية المشروعات العامة بنجاح في اليابان، نظراً للاستغلال القادرة المتسعة لبورصة الأوراق المالية في طوكيو بطريقة سهلت عمليات تغيير الملكية الضخمة في المشروعات العامة، بينما شهد برنامج الخصوصية الفرنسي لعام ( 1986-1988 ) صعوبات مهمة تتعلق بقدرة السوق على استيعاب أسهم الشركات المعروضة للبيع، فقد شهدت العروض المطلوب تغطيتها قفزات واسعة من 17.4 مليار فرنك عام 1985 إلى 71.2 مليار فرنك عام 1986 ثم 100 مليار فرنك عام 1987 وبينما كانت حصة المؤسسات العمومية منها 8.7 مليار فرنك عام 1986 فإنها وصلت إلى 50 مليار فرنك عام 1987، وأصبح واضحاً إذن أن الصعوبات التي قوبلت - والتي كان مظهرها الأساسي يتمثل في تحقيق خطر الهجر أو الترك المالي - كان مرجعها في الأساس وضع خطط طموحة للخصوصية عن طريق بورصة الأوراق المالية تجاوزت حدود قدرتها على امتصاص الأسهم.

أما عن عيوب عدم مراعاة الطاقة الاستيعابي ة للسوق فيؤدي تجاوز حدود قدرة السوق على امتصاص أسهم المؤسسات العمومية المعروضة للبيع إلى تحقيق ما يسمى بخطر الهجر أو الاستبعاد المالي، ويتمثل ذلك الخطر في أنه مع تحويل أصول عامة هامة نسبيا بالنسبة للإصدارات الصافية للأسهم في سنة ما من المحتمل ألا تجد معه المشروعات الأخرى في سوق البورصة التمويل اللازم لتغطية استثماراتها، حيث أنه إن لم يصاحب عمليات التحويل هذه تعبئة مدخرات إضافية للسوق، فإن واقع الاكتتاب في تلك الحوالات يكون عبارة عن بيع جزء من أسهم المحافظ القائمة لشراء أسهم المشروعات العامة المعروضة للبيع أو بعبارة أخرى هدم سوق الأسهم الأخرى القائمة في البورصة أو على الأقل بخسها، ففي مثل هذه الأحوال ستكون تكلفة رؤوس الأموال التي تحتاجها المؤسسات أكثر ارتفاعا بحيث تضطر إما إلى زيادة حجم معدل توزيع أرباح الأسهم المصدرة " وهي زيادة تتم بغير زيادة حقيقية في الإيرادات " أو اللجوء إلى الاقتراض البنكي، هذا الارتفاع في تكلفة الاستثمار، قد يؤدي بالشركات إلى تقرير تأجيل أو إلغاء جزء من استثماراتها.

ولاشك أن تطور حصة الادخار الموجهة لسوق البورصة يعد العلاج الواقعي من خطر تحقق الهجر والترك أو الاستبعاد المالي، ولكن إذا استطاع السوق بالفعل امتصاص حجم هام من المدخرات الإضافية، فأى نسبة تخصص من تلك المدخرات لصالح بيع المشروعات العامة وفي نفس الوقت لا تمثل إضرارا بحاجة المشروعات الخاصة من رؤوس الأموال، ومما تجدر ملاحظته أن أثر الاستبعاد أو الترك المالي لا يظهر في بداية الأمر حيث تضطر المجموعات الخاصة الكبرى كصناديق الادخار والبنوك إلى تأجيل الزيادة في رؤوس أموالها.

بيد أنه مع مرور الوقت يبدأ خطر الهجر أو الترك المالي يؤتى ثماره نتيجة التنامي في العرض الذي لا يقابله تنامي مماثل في الطلب، هذا الخطر يتواج د أساسا، من ناحية، بسبب الحاجة لنمو رؤوس أموال المجموعات الخاصة الكبرى التي أجلت إجراء الزيادة ولكنها لم تعد تستطيع الاستمرار في تلك السياسة ومن ناحية ثانية بسبب مواصلة وتكثيف برنامج تحويل الملكية بما يشتمل عليه من زيادة في حجم عمليات التحويل، وأخيرا بسبب ما تبغيه الحكومات من تمويل حاجاته المالية من السوق عن طريق ما تصدره من سندات.

## خلاصة الفصل الثاني:

- من خلال استعراضنا لمختلف العناصر الواردة في هذا الفصل والذي يحمل عنوان : أساسيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية تمكنا من استخلاص العديد من النتائج نذكر أهمها فيما يلي:
- أوضحت الدراسة أن عملية الخوصصة عملية معقدة فهي عبارة عن مجموعة متكاملة من السياسات تهدف إلى الاعتماد على آليات السوق والقطاع الخاص والمنافسة من أجل تحقيق أهداف التنمية والعدالة الاجتماعية، كما أنها ترتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة لا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية.
  - ليس هنالك من أسباب نظرية ولا من أدلة تجريبية ميدانية تجعل من نوع الملكية العنصر المحدد لكفاءة وحدات الإنتاج وأنه إذا كان أداء وحدات الإنتاج في القطاع العام في أحيان كثيرة ضعيفة، فذلك مرده إلى أسباب وعوامل لا تتعلق بطبيعة الملكية، وإنما بطبيعة السوق ونوعية الإدارة والظروف المحيطة بالاقتصاد ككل.
  - من خلال البحث يتضح ضرورة استيفاء العديد من المتطلبات السياسية، القانونية، الإدارية، الاجتماعية، الاقتصادية والمالية حتى نضمن نجاح سياسة الخوصصة.
  - هناك العديد من الإستراتيجيات التي من خلالها يتم التحول إلى عملية الخوصصة، فمنها ما يندرج تحت إستراتيجية إنهاء ملكية الدولة، أو ضمن إستراتيجية التفويض، وإما ضمن إستراتيجية الخوصصة بواسطة إستراتيجية الإحلال.
  - تعتبر الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية إحدى طرق تحويل الملكية، وهي أقل انتقاداً من الطرق الأخرى للخوصصة باعتبارها تساهم في توسيع الملكية الشعبية، وهي تتطلب توفر شروط لنجاحها.

## الفصل الثالث:

تشخيص وتحليل واقع الخوصصة

بواسطة سوق الأوراق المالية

بدرول شمال إفريقيا

## تمهيد:

يشهد النظام المالي العالمي تطورات مختلفة بالأخص في أسواق الأوراق المالية، مما أثر على دول شمال إفريقيا وجعلها تسعى إلى تطوير وتحديث أسواقها المالية وترسيخ ودعم قواعد ونظم العمل فيها، ومحاولة الاستفادة من العلاقة المتبادلة بين الخصوصية وتطور أسواق الأوراق المالية التي أشارت إليها تجارب الدول المتقدمة في هذا الشأن، بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر، فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوفر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد جهد الخصوصية في تحقيق أهدافها، عن طريق نقل الملكية إلى القطاع الخاص في إطار يتصف بدرجة عالية من الشفافية والإفصاح لضمان تسيير المؤسسات وفق أسس سليمة وإفصاح المجال أمام جميع المواطنين لامتلاك أسهمها من أجل توسيع قاعدة الملكية والحيلولة دون تركها لدى القليل من ذوي النفوذ وبأسعار تقل عن مستوياتها الحقيقية، ومن ناحية أخرى تشكل الخصوصية حافزا فعالا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها لإستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها إستثمارات المغتربين الموجودين حاليا في أسواق مالية أجنبية، وقصد تشخيص واقع الخصوصية بواسطة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، والتعرف على مدى بقاء صحة العلاقة التبادلية بين الخصوصية وأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا باعتبارها من الدول النامية وبالتالي إمكانية إختلاف هذه العلاقة عن الدول المتقدمة، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي:

- المبحث الأول: الإطار القانوني والمؤسسي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا ؛
- المبحث الثاني: الإطار القانوني والمؤسسي لعملية الخصوصية بدول شمال إفريقيا ؛
- المبحث الثالث: تطورات سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا ؛
- المبحث الرابع: تقييم أداء سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وحصيلة الخصوصية عن طريق هذه الأسواق



## المبحث الأول: الإطار القانوني والمؤسسي لسوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا

نظرا للأزمة الاقتصادية التي تعيشها دول شمال إفريقيا والخلل في التسيير بسبب هيمنة القطاع العام وتذبذب وتيرة النمو الإقتصادي والتبعية للخارج، عرفت دول شمال إفريقيا تحولات هامة بغرض معالجة وتدارك الوضعية الحالية فسرّعت بالإصلاحات لتحرير الإقتصاد وتهئية المحيط، ورغبة منها في ربح الوقت رأّت السلطات العمومية أنه من المفيد توفير آلية ذات فعالية بالنسبة لنظام إقتصاد السوق، وهذا ما حدث فعلا وذلك بإنشاء أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، إذ أن البورصة تعتبر أداة فعالة ومكان لإلتقاء قوى الإستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الإقتصاد وتنشيطه إذ يتم إعطاؤه قوة دفع أكبر وشمولية أعم وأوسع للمشروع الإقتصادي الحضاري.

## المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

لقد نشأة فكرة سوق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا نتيجة للتأثير الذي حدث لهذه الدول أثناء إحتكاكها بالأسواق الأوروبية عند القيام بالتبادل التجاري، فلقد كانت هذه الدول تحتوي على أسواق للأوراق المالية والتي كانت تقوم بنقل الأموال الفائضة من قنوات الإدخار وتوظيفها في قنوات الإستثمار في القطاعات ذات الحاجة إلى تلك الأموال، وفي البعض الآخر نشأة نتيجة للإصلاحات الاقتصادية التي فرضتها عليها المؤسسات المالية والنقدية الدولية.

**أولاً- مراحل نشأة وتطور سوق مصر للأوراق المالية :** تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم وأقدم الأسواق على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط، إذ تأسست بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية 1883م، ثم تبعها إنشاء بورصة القاهرة للأوراق المالية عام 1897م، وقد مرت السوق المصرية للأوراق المالية بمراحل مد وجزر عديدة ارتبطت بالفلسفة الإقتصادية السائدة خلال هذه المراحل، والتي تباينت بين الحرية الإقتصادية والتخطيط الإقتصادي الشامل، إلى أن إستقر الوضع الراهن إلى التوجه لإقتصاد السوق<sup>1</sup> ويمكن تقسيم المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية وهي<sup>2</sup>:

**1- المرحلة الأولى:** إن الظروف غير المواتية التي واجهت السوق المالي المصري منعت بروزه وإزدهاره مما وقف في تعجيل نموه، فالسوق المالية المصرية تعد من أقدم الأسواق المالية فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883 تبعها بورصة القاهرة التي تأسست عام 1898، وبالرغم من تكوين السماسرة في هذه الفترة للجان لتنظيم حركة التعامل في البورصة إلا أنه لم يتم تنفيذ ذلك رسمياً حتى عام 1907 حيث صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء إزدياد النشاط الإقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وبعد أن أصبح الجومهاياً لنشأة بورصة الأوراق المالية وقد تم تطبيق هذه اللائحة في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في 1929،

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول للإقتصاد السوق مرجع سبق ذكره، ص474.

<sup>2</sup> - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص222.

وتلى ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933. بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت فيما بعد بمرسوم آخر في 24 أبريل 1940، ثم صدر في جويلية 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الأوراق المالية.

ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في مصر في منتصف الخمسينيات تم تعديل لائحة البورصات، فصدر قانون رقم 161 لسنة 1957 باللائحة العامة للبورصات والذي بموجبه إكتسبت البورصات المصرية شخصية اعتبارية مع الأهلية لتقاضي، وكذلك أوجد هذا القانون نوعا من الرقابة الحكومية على هذه البورصات لضمان حسن سير العمل فيها.

**2- المرحلة الثانية** شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية وتمثل أهم هذه التطورات في تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى إنكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة، وإرتفاع نسبة إشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة، كما تم تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، كما تم في هذه المرحلة عدد من إجراءات التأميم التي إتخذت بدأ من عام 1960، وأدت هذه التطورات إلى إنخفاض حجم التعامل بسوق الأوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962 إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972.

**3 - المرحلة الثالثة:** يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين رئيسيتين:

من 1973 - 1982: صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر وهي: قانون 43 لسنة 1974 بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق، وقانون 157 لسنة 1981 الخاص بالضرائب وقانون 121 لسنة 1981 بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات، وقانون رقم 159 لسنة 1981 والذي يتعلق بشركات المساهمة وشركات التوصية.

ومن 1983 - 1991: شهدت هذه المرحلة بداية إنطلاق سوق التداول المصرية كما صدر قانون تعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986، كما شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على إشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الإستثمار.

**4- المرحلة الرابعة:** صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي إستهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال كما تم إستحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية وهي تخص كل من ترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية والإشتراك في تأسيس الشركات، وتخص رأس المال المخاطر، والمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية، كما تخص هذه الأنشطة تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار والسمسرة.

ويعد القانون رقم 95 لسنة 1992 نقطة تحول في تاريخ الهيئة العامة لسوق المال وقد جدد القرار الجمهوري رقم 502 لسنة 1979 أهم اختصاصاتها في تهيئة المناخ الملائم لإيجاد سوق رأس مال قوية وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

وما تجدر إليه الإشارة أن بورصتا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من أقدم البورصات التي أنشأت في العالم إلا أن البداية الحقيقية لنشاط البورصتين بعد فترة ركود طويلة كانت مع تبني الدولة لبرنامج الخوصصة وتوسيع قاعدة الملكية بصدور قانون رقم 203 في عام 1991 وقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 وتوحدت البورصتان تحت قيادة واحدة بصدور القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997 بشأن تنظيم سوق التداول، وتم الربط بينهما من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين.

**ثانيا- نشأة سوق القيم المنقولة في الدار البيضاء<sup>1</sup>:** منذ إنشائها سنة 1929 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 إسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية وقانون الشركات الصادر في عام 1992 وكذلك قانون السندات لسنة 1941، ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق 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 لايسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج.

**ثالثا- نشأة سوق الأوراق المالية في تونس:** ويرجع تاريخ إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس إلى سنة 1969 فهي إذا تعد حديثة العهد نسبيا بالمقارنة مع البورصة المصرية، كما أنها بقيت تلعب دورا هامشيا حيث كان ينظر إليها على أنها عبارة عن مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية، ولم تكن تمثل بديلا عن التمويل البنكي السائد في تلك الفترة، بل أكثر من ذلك فإن دورها في تمويل الاقتصاد بقي محدودا نظرا لهيمنة الدولة والبنوك التجارية على تمويل الاقتصاد، وتتمثل أهم المخطات في تاريخ بورصة تونس فيما يلي<sup>2</sup>:

- 1- فيفري 1969: إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية؛
- 2- نوفمبر 1994: إعادة تنظيم السوق المالية بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق؛
- 3- نوفمبر 1995: إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الإسم، يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي؛

4- أكتوبر 1996: انطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC؛

5- أبريل 1998: انطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997؛

<sup>1</sup> - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 224.

<sup>2</sup> - [www.bvmt.com](http://www.bvmt.com)، وهو يمثل موقع البورصة التونسية على الأنترنت، ولقد لوحظ يوم: 2010/12/10.

6- ديسمبر 2007: انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة، وتشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC.

رابعا- نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر: إن تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي<sup>1</sup>:

**1- المرحلة التقريرية (1990-1992):** لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 101-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 102-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة بـ اكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، إتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإذ صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة .

ولقد نصت القوانين الأساسية لشركة القيم المتداولة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقمي والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير إسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية، وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث إعتضت إنطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

**2- المرحلة الابتدائية (1993-1996):** لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 04-88 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم

<sup>1</sup> - زيدان محمد، ونورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006، ص ص6-8.

المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للإدخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500.000.000) في حالة إجراء العرض العمومي للإدخار.

- مليون دينار جزائري (100.000.000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للإدخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الإدخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الإستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب، إن اتخذ مثل هذا القرار أي قرار إدخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

### 3- مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي): مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من

الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، كما أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم

(SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل، ومع بداية سنة

1997، تم إختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث

تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الإستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة

ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الإستفادة ولوبشكل سطحي من خبرة هذين

البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي .

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجواملائم، وتحضير كل الهيئات

المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2

جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا

الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل إقتصادي يدرشن سوق الرساميل في الجزائر.

## المطلب الثاني: الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

إن التحولات العميقة التي يشهدها الاقتصاد في دول شمال إفريقيا منذ أكثر من عقد من الزمن المتمثلة بصفة خاصة في التحول من نظام اقتصاد اشتراكي وموجه من طرف السلطة المركزية إلى نظام لبيروالي تلعب فيه المبادرة الفردية دورا حاسما وجدت انعكاساتها على المنظومة القانونية في صدور مجموعة من القوانين التي تمهد السبيل لتحرير السوق وفتحها على شتى المجالات أمام الاستثمار الخاص ومن بين هذه القوانين الاقتصادية الهامة مجال الاستثمار في القيم المنقولة، وفيما يلي سنستعرض أهم التشريعات التي تحكم سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا.

أولاً- الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية في مصر: كما سلف الذكر فإن القانون 95 لسنة 1992 مثل جوهر

الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية في مصر، ولقد تم تعديله في العديد من المرات ومن أهم هذه التعديلات ما حدث بموجب القانون رقم 123 لسنة 2008، وتمثلت أهم هذه التعديلات فيما يلي<sup>1</sup>:

1- قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادر بالقانون رقم 159 لسنة 1981.

2- قانون ضمانات وحوافز الإستثمار الصادر بالقانون رقم 8 لسنة 1997.

3- قانون رقم 93 لسنة 2000 المتعلق بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.

4- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 30 في 2002/06/18 بشأن قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية وتعديلاته.

5- قرار وزير الاستثمار رقم 101 لسنة 2007 بإضافة نشاط الاستثمارات المالية عن الأوراق المالية إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

6- قرار رقم 123 لسنة 2010 بتعديل بعض أحكام قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم 41 لسنة 2007 بشأن ضوابط القيد في سجل المستشارين الماليين لدى الهيئة .

7- قانون تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية الصادر بالقانون رقم 10 لسنة 2009.

8 - قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال الصادر برقم 41 لسنة 2007 بتاريخ 2007/03/20 بشأن ضوابط القيد بسجل المستشارين بالهيئة.

9- قرار رئيس الجمهورية رقم 191 لسنة 2009 المتعلق بأحكام المنظمة لإدارة البورصة المصرية وشؤونها المالية.

10- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 121 لسنة 2010 بشأن المعايير الأساسية للأداء المهني للشركات العاملة في مجال تقديم الاستشارات المالية في مجال الأوراق المالية.

11- قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن الضوابط التنظيمية والرقابية لنشاط التخصيم رقم 120 لسنة 2010.

<sup>1</sup> - www.egyptse.com، وهو يمثل موقع البورصة المصرية على الأنترنت ، ولقد لوحظ يوم: 2010/12/10.

12- قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 124 لسنة 2010 بتاريخ 2010/11/1.

ثانيا- الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية في المغرب: شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم الإصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسّسة بالإضافة إلى مجموعة من القوانين وهي كما يلي<sup>1</sup>:

1- الظهير المعتمد بمثابة قانون رقم 1- 93- 211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 كما تم تعديله واستكمالته من خلال القانونين 34- 96 و 52- 01.

2- الظهير المعتمد بمثابة قانون رقم 1- 93- 212، المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبطرح الأوراق المالية للاكتتاب لدى العموم .

3- القانون رقم 35- 96، والذي يخص النصوص المتعلقة بهيئة الإيداع المركزي.

4- القانون رقم 24- 01 فيما يخص النصوص المتعلقة بعمليات الإستحفاظ.

5- القانون رقم 35- 94 فإنه يخص النصوص المتعلقة بالأوراق المالية الائتمانية القابلة للتداول.

6- القانون رقم 17- 95 المتعلق بالشركات المجهولة الاسم وهو قانون يخص النصوص المتعلقة بالشركات التجارية.

7- القانون رقم 10 - 98 وهو يخص النصوص المتعلقة بتوريق الديون المضمونة بالرهون العقارية.

ثالثا- الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية في تونس: يتمثل جوهر الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية في تونس فيما يلي<sup>2</sup>:

1- الأمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في 1 نوفمبر 1999 المتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة كما تم تنقيحه وإتمامه بالأمر عدد 1678 لسنة 2007 المؤرخ في 05 جويلية 2007 وخاصة فصل 36 مكرر منه، والفصول 43، 44، 45، 46، 47، و 48 منه.

2- القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية كما تم تنقيحه بالقانون عدد 92 لسنة 1999 المؤرخ في 17 أوت 1999 المتعلق بأحكام ترمي إلى دفع السوق المالية والقانون عدد 96 لسنة 2005 المؤرخ في 18 أكتوبر 2005 المتعلق بتدعيم سلامة العلاقات المالية وخاصة الفصول 28 و 31 منه.

رابعا- الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية في الجزائر<sup>3</sup>: تحكم سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا قوانين ومراسيم وسنحاول فيما يلي تناول أهمها:

1- المرسوم التشريعي رقم 93- 10 من 23 مايو 1993 في البورصة المعدل والمتمم بموجب الأمر رقم 96- 10 من 10 يناير 1996 والقانون رقم 03/04 في 17 فبراير 2003.

<sup>1</sup> - www.casablanca-bourse.com، وهو موقع البورصة المغربية، ولقد لوحظ يوم: 2010/12/10.

<sup>2</sup> - www.bvmt.com.tn، لوحظ يوم: 2010/12/10.

<sup>3</sup> - www.cosob.org، ويمثل موقع بورصة الجزائر على الأنترنت، لوحظ يوم: 2010/12/10.

- 2- القانون رقم 03/04 المؤرخ في 16 ذي الحجة 1423 الموافق لـ: 17 فبراير 2003 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 من 23 مايو 1993 المعدل بصيغته المعدلة والمكملة في أسواق الأوراق المالية.
- 3- المرسوم التنفيذي رقم 98-170 بتاريخ 23 محرم 1419 الموافق لـ: 20 مايو 1998 المتعلق بالرسوم التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات إزالة قصر البورصة.
- 4- المرسوم رقم 96-10 المؤرخ في 19 شعبان 1416 الموافق لـ: 10 يناير 1996، يعدل ويكمل المرسوم رقم 93-10 من 23 مايو 1996 في البورصة.
- 5- المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 22 شوال 1416 الموافق لـ: 11 مارس 1996 تنفيذ المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 من 23 مايو 1993 في البورصة.
- 6- المرسوم التنفيذي رقم 96-474 الصادر في 17 شعبان 1417 الموافق لـ: 28 ديسمبر 1996 على تطبيق المادتين 8 و 23 من المرسوم رقم 96-08 في 19 شعبان 1416 الموافق 10 لـ: يناير 1996 المتعلقة بالتبادل في الأوراق المالية القابلة للتحويل.
- 7- المرسوم رقم 96-08 المؤرخ 19 شعبان 1416 الموافق لـ: 10 يناير 1996 المتعلق بتعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل.
- 8- المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في: 3 محرم 1415 الموافق لـ: 13 يونيو 1994 بشأن تطبيق المادتين 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 من 23 مايو 1993 في البورصة.
- 9- المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في: 3 محرم 1415 الموافق 13 يونيو 1994 المتعلق بتنفيذ المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 من 23 مايو 1993 في البورصة.

### المطلب الثالث: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

من أجل ضمان قيام أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا بوظائفها في النشاط الإقتصادي قامت السلطات العمومية في هذه الدول بإصدار العديد من القوانين والمراسيم الموجهة لتنظيم عمليات البورصة والهيكل والمؤسسات المشرفة على سيرها وأحكام وشروط المتدخلين فيها، وفيما يلي سنتناول أهم الأطر التنظيمية لهذه الأسواق.

- أولاً- الإطار التنظيمي لسوق مصر للأوراق المالية: وتتمثل الهيئات المنظمة والمراقبة لسير بورصة مصر فيما يلي<sup>1</sup>:
- 1- لجنة البورصة: تشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 224.



- 2- الجمعية العامة:** وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة. - ويضاف إلى هذه الأجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم مجلس التأهيمندوب الحكومة.
- ثانيا- الفاعلون في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء:** يضمن الفاعلون في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء السير الحسن لها.
- 1- شركات البورصة:** تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعتمد بمثابة قانون رقم (1-93-211) الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية، وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول، فضلا عن ذلك عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة، تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.
- 2- مجلس القيم المنقولة (CDVM):** هو مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية، وهي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق.
- 3- ماروكليز:** تم إنشاء ماروكليز بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 يوليوز 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني وتعد ماروكليز هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب.
- 4- الجمعية المهنية لشركات البورصة:** هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي.
- 5- وزارة الاقتصاد والمالية:** وزارة الاقتصاد والمالية هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، وهي تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.
- ثالثا- الهيئات المنظمة لبورصة تونس للأوراق المالية:** وتتمثل الهيئات المنظمة والمراقبة لسير بورصة تونس فيمايلي<sup>1</sup>:
- 1- 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.
- 2- بورصة القيم المتداولة:** وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 225.

- 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، حيث تقدم إلى مجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أولتعديله إذا استدعت الضرورة لذلك.

**3- 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.

**رابعا- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية بالجزائر** : وتمثل الهيئات المنظمة والمراقبة لسير بورصة الجزائر فيمايلي<sup>1</sup>:

**1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة**: هي عبارة عن سلطة تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، تم نصيبتها في فيفري 1996، وتتكون من رئيس وستة (6) أعضاء يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربع (4) سنوات، وتمثل المهمة الأساسية لهذه اللجنة في تنظيم ومراقبة السوق لتحقيق جملة من الأهداف، والتي تتمثل خصوصا في حماية المستثمرين في الأوراق النقدية والمالية، إضافة إلى ضمان الشفافية والتسيير الجيد لسوق الأوراق المالية، كما أن للجنة أدوارا رئيسية أخرى.

**2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة**: تأسست هذه الشركة لأول مرة بتاريخ 9 أكتوبر 1990 تحت تسمية "شركة القيم المنقولة" وذلك من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية، لتصبح في 25 ماي 1997 بتسمية "شركة إدارة بورصة الأوراق المالية"، ثم إلى "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة" بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وتعمل تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتقوم بالتسيير العملي واليومي للمعاملات التي تجري حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ونشر المعلومات الخاصة بها، وهي بذلك تسهر على إحترام قواعد تنظيم السوق وسيرها.

**3- المؤتمر المركزي على السندات**: لقد تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003: وهي شركة ذات أسهم، يتكون رأسمالها المقدر بـ: 65 مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسية.

<sup>1</sup> - بدواي مصطفى، المنظمة العالمية للتجارة وتحرير الخدمات المالية والمصرفية- دراسة حالة الجزائر -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، التخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبلدية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، البلدية، نوفمبر 2004، ص ص95-98.

## المبحث الثاني: الإطار القانوني والمؤسسي لعملية الخصخصة بدول شمال إفريقيا

تبنّت دول شمال إفريقيا سياسة الخصخصة باعتبارها حلّاً لأزماتها، ومن ثمة اعتمدتها هذه الدول كسياسة إصلاحية ترى فيها الطريقة الوحيدة لزيادة الإنتاج وتحسين الجودة وتخفيض التكاليف، فعملت على تهيئة الأرضية للشروع في تطبيق الخصخصة بداية بإصدار التشريعات والقوانين الخاصة بنقل الممتلكات لصالح القطاع الخاص، وتوفير البيئة الضرورية لإنجاح العملية، وهذا بتخلي دول شمال إفريقيا عن السياسات السابقة التي تضع قيود أمام المستثمرين الخواص، وفي المقابل اعتمدت هذه الدول على آليات السوق لتحرير الأسعار والقطاع الخارجي.

## المطلب الأول: ظهور الخصخصة في دول شمال إفريقيا

إن بروز الخصخصة وإكتسابها أهمية متزايدة يعود إلى التحول الكبير الذي حدث في استراتيجية التنمية التي اتبعتها معظم دول شمال إفريقيا، وذلك من استراتيجية شمولية ارتكزت على التوجيه المركزي للموارد وللإدارة الاقتصادية التي أدت إلى هيمنة القطاع العام على الإقتصاد وتفشي القيود الإدارية في جميع جوانبه، إلى استراتيجية تركزت على آلية السوق في تخصيص الموارد وتستهدف تحرير الإقتصاد من القيود وانفتاحه على الخارج وإفساح مجال أكبر أمام القطاع الخاص في النشاط الإقتصادي.

**أولاً- الأوضاع الاقتصادية لمصر قبل بداية الخصخصة<sup>1</sup>:** لقد تميزت الفترة الزمنية السابقة لثورة يوليو 1952 بسيادة قوانين السوق وآلياته وسيطرة القطاع الخاص على عملية التنمية الاقتصادية الأمر الذي واكبه سيطرة القطاع الخاص على النحو 98 في المائة من الناتج المحلي الصافي في عام 1953 وفي الفترة الموالية أقدمت السلطات الجديدة على استعمال أسلوب تدرج التدخل الحكومي المباشر في توجيه النشاط الاقتصادي إلى الانتقال بالاقتصاد إلى مرحلة التخطيط القومي الشامل تدريجياً مما أدى إلى تدني دور القطاع الخاص خلال سنوات الخطة الخمسية الأولى (1961/1960 - 1965/1964) إلا أن هذا الدور بدأ في الظهور من جديد اثر تراكم المشاكل والصعوبات الاقتصادية التي صاحبت هزيمة يونيو 1967، وبدأت الخطوة الأولى نحو مؤشرات العودة بالاقتصاد إلى اقتصاديات السوق وآلياته في عام 1968 مولد قرارات التسيير النقدي والسماح بالاسترداد بدون تحويل العملة، مما أدى إلى تقوية نفوذ القطاع الخاص الذي ظل قوي في مجالات الزراعة وتجارة الجملة والمقاولات حتى في ظل التأميمات الواسعة التي جرت في النصف الأول من الستينات.

ولقد بدأت الدولة رسمياً في تبني سياسة الانفتاح الاقتصادي عام 1974 وتمثل سياسة الانفتاح الاقتصادي بداية مرحلة جديدة في أسلوب إدارة الإقتصاد القومي حيث بدأت عملية تغيير تناولت الإطار الاقتصادي والاجتماعي، من إطار يقوم على سيادة الملكية الاجتماعية لوسائل الإنتاج في قطاعات أساسية أهمها الصناعة والنقل والمواصلات والتجارة الخارجية والبنوك إلى إطار يقوم على توسيع الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج في جميع القطاعات ويعني هذا العودة بإدارة الإقتصاد القومي على أساس آليات السوق.

<sup>1</sup> - محمد نصر مهنا، الإدارة العامة وإدارة الخصخصة مع نماذج لتجارب بعض دول العالم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 234.

ثانيا- الخصخصة كإستراتيجية حديثة في المغرب<sup>1</sup>: إن الباحث في التاريخ الاقتصادي للمملكة المغربية منذ عام 1967 يجد بأن الخصخصة كانت موجودة لكنها لم تكن تعمل بسند قانوني أو مساندة إعلامية، وهذا يرجع إلى طبيعة اقتصاد المغرب كإقتصاد منفتح وليبرالي، فلسفته منذ المخطط الثلاثي 1965-1967 هي إنعاش المبادرة الخاصة في المغرب عن طريق الانسحاب المتزايد للدولة أو التخلي التدريجي للدولة عن بعض القطاعات الإنتاجية، حيث على الدولة أن تتدخل بمساهمات قليلة وبشكل مرن، تكون معه الأموال العمومية مرحلة انتقالية للأموال الخاصة المغربية، وفي المقابل تمتنع الدولة كليا عن الاستثمار في المجالات التي تكون فيها المبادرة الخاصة كافية.

وفي أواخر السبعينات أجرت الدولة إصلاحات عديدة تهم مكونات القطاع العام، وتمثلت بانسحاب الدولة من بعض شركات الاقتصاد المختلط ذات المساهمة العمومية الضعيفة والتي لا تمثل أي طابع إستراتيجي دون اعتبار لمردودية تلك الشركات على المستوى الاقتصادي كما تمثلت كذلك بمحاولة تصفية جزء من المقاولات العمومية التي لا تحقق نفعاً عاماً اقتصادياً أو مالياً كما هو الشأن بالنسبة لفروع مكتب الأبحاث والمساهمات المعدنية.

وفي 11 ديسمبر 1989 وافق البرلمان المغربي على الخصخصة، وبصدور القانون تشكل الإطار العام الذي سوف يتم تطبيق الخصخصة من خلاله، وقد نص القانون على شكل السلطة التي سوف تتولى إدارة العملية وتعتبر الخصخصة ضمن الإصلاحات الجوهرية التي يتعين على البلد تحقيقها بغية تحديث اقتصادها وإعادة النشاط والديناميكية لجهازها الإنتاجي، إذن يمكن القول بأن الخصخصة تمثل جزءاً من برنامج التصحيح، وعليه نستنتج بأن المملكة المغربية بدأت في إتباع برنامج الخصخصة على أساس أنها عملية تغيير هيكلية وليست كممارسة عملية مستمرة تستمد قوة الدفع من سلوك كان متبعاً في الماضي، ومن ثم فإن الخصخصة تبدو في الأجل القصير بمثابة عملية تستهدف تخفيض العبء المالي الذي على كاهل الدولة، أكثر منها سياسة تحرر الاقتصاد بالمعنى الدقيق للكلمة.

ثالثاً- ظهور الخصخصة في تونس<sup>2</sup>: يعود انطلاق برنامج الخصخصة إلى أعقاب سنة 1986 حيث واكبت تونس أزمة اقتصادية واجتماعية وسياسية حادة مست مختلف الفئات الاجتماعية التي أصبحت عاجزة عن مواكبة نسق الأحداث وتوفير متطلباتها وهو الأمر الذي أدى بتونس إلى الاستنجاد بصندوق النقد العالمي والبنك الدولي لإلتماس العون المالي ذلك العون المشروط بتطبيق آليات الإصلاح الهيكلية كما نعلم وهكذا لم يكن الإصلاح الهيكلية خياراً داخلياً، بل فرضته الظروف التي عاشتها البلاد آنذاك فحسب، بل هو خيار عالمي لم يكن لتونس من حل غير الانخراط في مجرياته.

وفي نطاق تخفيف الضعف على الميزانية العمومية، تندرج السياسة الجديدة للدولة في أعقاب الثمانيات في إطار تخليها عن التسيير المباشر للمؤسسات العامة في القطاعات التنافسية غير الحساسة حتى تتمكن من التفرغ بصورة

<sup>1</sup> - محمد نصر مهنا، مرجع سبق ذكره، ص 235.

<sup>2</sup> - زهير بن جنات، التجربة التونسية من سياسات الدولة إلى إستراتيجية الفردنة، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية، تقييم واستشراف لبنان، 23-25 مارس 2009، ص ص 12-14.

ناجعة لمهامها الأساسية المتمثلة في توفير الخدمات الجماعية كالتعليم والصحة والبنية الأساسية، ومن تحمل مسؤولياتها في القطاعات الإستراتيجية التي يرتبط بها مستقبل البلاد.

لقد حددت الدولة في بداية المخطط الثامن نسبة النمو المرتفعة بـ: 6 في المائة وذلك عبر التعويل على تدعيم القطاع الصناعي وتشجيع القطاع الخاص على الاستثمار والمخاطرة، وعملا بذلك اتخذت تونس العديد من الإجراءات اللوجستية المشجعة على ذلك كإنشاء وزارة التعاون الدولي والاستثمار الخارجي التي يكمن دورها أساسا في "تحديد إستراتيجية اقتصادية شاملة ومتناسقة وهيئة برنامج مستقبلي يستجيب لكل التوقعات" على حد تعبير وزير المالية آنذاك، كما تم إنشاء وكالة النهوض بالصناعة التي تضطلع بدور هام لتشجيع القطاع الصناعي عبر ما تقدمه من منح وتشجيعات لدعم الخصخصة وتوسيع أفق الاستثمار عبر دعم اللامركزية وربط قنوات الاتصال مع رؤوس الأموال والشركات الأجنبية هذا بالإضافة إلى بعث بعض الهياكل الإدارية المدرجة في نفس الاتجاه كصندوق تنمية القدرة التنافسية الصناعية (1995) وصندوق تنمية الصادرات وإعداد بعض النصوص القانونية والجبائية التي تدعم الاستثمار وتقديم التسهيلات الإدارية والمالية كمجلة تشجيع الإستثمارات (1993) وتحديث طرق عمل هذه الهياكل والقوانين باستمرار لمواكبة تطورات الاقتصاد وحاجيات المؤسسات.

وبالتوزيع مع هذه الإجراءات تم في أواخر الثمانيات إنشاء بنوك تنمية تونسية أجنبية كالبنك التونسي الكويتي للتنمية، الشركة التونسية السعودية للسعودية للتنمية، البنك التونسي القطري للاستثمار... الخ، وهي مؤسسات مالية تم إنشاؤها أساسا لدعم الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي قصد انخراطه في هذا البرنامج التنموي الجديد. والملاحظ أن سياسة الخصخصة قد فسحت المجال أكثر أمام الرأسمال الأجنبي الذي من شأنه أن يفتح أمام هذه المؤسسات الأسواق العالمية نظرا لارتباطه بها وخاصة في بعض القطاعات التي تتطلب يد عاملة وفيرة على غرار قطاعي النسيج والملابس.

رابعا- ظهور الخصخصة في الجزائر<sup>1</sup>: إن عملية الخصخصة في الجزائر لم تكن حديثة العهد، فقد ظهرت في عدة أشكال ومستقطاعات عديدة قبل أن تصل إلى المؤسسة العمومية، ويمكن القول أنها ظهرت لأول مرة في بداية الثمانينات مع صدور القانون 84/81 المتعلق بالتنازل عن الأملاك العمومية للخواص بأسعار رمزية، هذا الأخير تم تعديله سنة 1986 بالقانون 03/86 المؤرخ في 04 فبراير 1986، والذي وسع دائرة التنازل لتشمل الأملاك العقارية التي دخلت في الإستغلال ابتداء من سنة 1981، ثم تبع ذلك القانون 19/87، المتعلق بالمستثمرات الفلاحية الخاصة والمستثمرات الفلاحية الجماعية الذي تم على أساسه تفكيك المؤسسات الزراعية المسيرة ذاتيا إلى مستثمرات جماعية وفردية وكذا توزيع الأراضي التي كانت تابعة لممتلكات الثورة الزراعية على هذا الأساس، كما صدرت قوانين الإصلاحات وهذا ابتداء من جانفي 1988، متمثلة في القانون 02/88 حول إستقلالية المؤسسة العمومية، والقانون 03/88 الخاص بالتخطيط، وكذا القانون 03/88 الخاص بصناديق المساهمة، وفي النهاية قانون 01/89 الذي يتم

<sup>1</sup> - محمد زرقون، إنعكاسات إستراتيجية الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مجلة الباحث، العدد 2009/07-2010، ص 154.

مفهوم العقد التسييري وخصائصه الأساسية، كما أن دستور 23 فيفري 1989 وبالأخص في مادته 12 يدقق في مجال الملكية العمومية، وهذا الأخير وفي مادته 18 يميز بين المجال الخاص للدولة ومجالها العمومي، أما في المجال البنكي والمال يمكن ذكر القانون رقم 10/90 المتعلق بالنقد والقرض الذي نص على إستقلالية البنك المركزي وإنشاء السوق المالي وتفعيل العلاقة ما بين البنوك التجارية والمؤسسات الإقتصادية، وكذا القانون 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

### المطلب الثاني: التشريعات المتعلقة بالخصخصة في دول شمال إفريقيا

يتطلب نجاح الخصخصة فيما يتطلب من شروط، إصدار النصوص التشريعية التي تسمح بالتحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، ويتم ذلك من خلال إعادة النظر في التشريعات الحالية والتي قد تتطلب الإلغاء أو الحد منها أوحى سن تشريعات جديدة تكون قادرة على توفير بيئة تشريعية لطمأنة المستثمر المحلي والأجنبي إلى أن الأرضية القانونية لن تكون عرضة للتغيير، بالإضافة إلى العمل على وجود إطار قانوني سليم لحماية المستهلك وإعداد مجموعة من الضوابط لمنع الإحتكار والإستغلال وتوفير المنافسة الشريفة، وفيما يلي سنحاول التعرف على هذه التشريعات في دول شمال إفريقيا.

**أولاً- الإطار القانوني لسياسة الخصخصة في مصر:** وبصدد الحديث عن البيئة القانونية والتنظيمية للبرنامج المصري للخصخصة فإنه بالإمكان الإشارة إلى مجموعة من القوانين صدرت منذ عام 1985 ومثلت سياجا قانونيا رئيسيا للتحول من اقتصاد اشتراكي إلى اقتصاد حر يعمل بآليات السوق قبل أن تمثل إطارا للتحول من الملكية العامة إلى القطاع الخاص وهي<sup>1</sup>:

**1- الإطار الرسمي للبرنامج المصري للخصخصة:** وتتمثل أهم القوانين المكونة للإطار الرسمي للخصخصة فيما يلي:

**1-1- القانون 203 لسنة 1991:** وهو قانون يتعلق بقطاع الأعمال العام في مصر، ويعتبر صدوره بمثابة الإعلان عن بداية لتناغم داخل ورقة النظام الرسمية بشأن عملية الخصخصة، فلقد أعاد تنظيم شؤون شركات القطاع العام بشكل جذري حيث قطع هذا القانون علاقة هذه الشركات التي أسماها شركات قطاع الأعمال العام بالوزارات القطاعية الحكومية وإعادة تنظيم 314 شركة خدمية وصناعية كانت تتبع القانون رقم 97 لسنة 1979، لتصبح في مارس 1993 عددها 17 شركة قابضة تشرف عليها وزارة جديدة عرفت بوزارة قطاع الأعمال العام.

ويمكن للقارئ الذي يقرأ قانون 203 لسنة 1990 أن يتبين له أن هذا القانون يهدف إلى تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، ولكنه ليس قانونا خاصا للتحويل إلى الخصخصة بقدر كونه قانون تمهيدي للخصخصة، على عكس دولة فرنسا التي أصدرت قوانين شاملة تنظم كافة الجوانب للتحويل إلى الخصخصة وبشكل مسهب ومحكم.

<sup>1</sup> - محمد نصر مهنا، مرجع سبق ذكره، ص 268.

**1-2-** القانون 95 لسنة 1992: يعد هذا القانون بمثابة تحديث واسع النطاق لقانون رأس المال والبورصات رقم 520 لسنة 1979 والذي أنشئت بموجبه الهيئة العامة لسوق المال، ويمكن الحديث عن عدد من المجالات قام القانون بالتعامل معها وتعتبر أرضيه مؤسسية لازمة لانطلاق برنامج الخصخصة.

**1-3-** الجهاز المركزي الخاسي كجهاز رقابي: وتبعاً لنص المادة الخامسة من القانون 203 لسنة 1991 فإنه على الجهاز المركزي للمحاسبات تولى مراقبة حسابات الشركات وتقييم أدائها وفقاً لقانونه ولأن قانون الجهاز المركزي للمحاسبات الصادر في عام 1988 جاء سابقاً على الأخذ بسياسة الخصخصة، الأمر الذي دفع بالجهاز إلى محاولة وضع صياغة لدوره في مراقبة عمليات الخصخصة.

**2-** القوانين المتعلقة بتهيئة البيئة الاقتصادية لاستقبال تنفيذ عمليات الخصخصة: ويتمثل فيما يلي:

**1-2-** القانون رقم 43 لسنة 1974 بشأن المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة والمعدل بالقانون رقم 32 لسنة 1977، ولقد أعطى هذا القانون حوافز تشجيعية للمستثمرين الأجانب تمثل أهمها في الإعفاءات الضريبية.

**2-2-** إنشاء الهيئة العامة للاستثمار العربي والأجنبي والمناطق الحرة. بموجب القانون رقم 43 لسنة 1974.

**2-3-** إنشاء الهيئة العامة لسوق المال بالقرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979.

**2-4-** ومما هو جدير بالذكر أن الشكل التنظيمي لتمويل النشاط الاستثماري للقطاع العام قد تغير بصور القانون رقم 119 لسنة 1980 الخاص بإنشاء بنك الاستثمار القومي كأحد أجهزة وزارة التخطيط وهناك من يعتقد بأن الهدف من إنشاء بنك الاستثمار هو تحجيم دور جهاز التخطيط المركزي على اعتبار أن سياسة الانفتاح والتي تقوم على أساس آليات السوق لا تحتاج إلى جهاز تخطيط مركزي وإنما تحتاج فقط إلى بنك استثمار يقوم بتمويل مشروعات القطاع العام ومتابعة تنفيذها.

**2-5-** استصدار التشريعات اللازمة لتنظيم سوق المال وفي هذه الاختصاصات صدر قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 بهدف تشجيع الاستثمار الخاص الوطني، وتشجيع وتنظيم الشركات باختلاف أنواعها، شركات مساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة.

**2-6-** القانون رقم 186 لسنة 1986 المتعلق بتنظيم الإعفاءات الجمركية.

**2-7-** قانون سنة 1989 إلغاء لجان ترشيد الاستيراد وبالتالي تحرير التجارة الخارجية.

**2-8-** إنشاء السوق الموازية للنقد الأجنبي: إن أحد أركان سياسة الانفتاح هو تشجيع الاستثمار، وهذا ما دفع بالسلطات المصرية لإصدار قرار رقم 477 لسنة 1973 لقيام سوق موازية للنقد الأجنبي بجانب السوق الرسمية وعلى أن يتحدد السعر في السوق الموازية طبقاً للعرض والطلب.

**2-9-** القرار الجمهوري 43 لسنة 1988 بشأن السماح بالعمل للأجانب وتعديلاته الواردة بالقرار رقم 369 لسنة 1995.

**2-10-** القانون رقم 146 لسنة 1988 بشأن عمل شركات توظيف الأموال للاستثمار.

**2-11-** القانون رقم 56 لسنة 1988 والذي قام بتنظيم ملكية غير المصريين للعقارات والأراضي الصحراوية.

- 2-12- القانون رقم 230 لسنة 1989 بشأن الاستثمار والذي أدخلت عليه تعديلات بقرارات جمهورية أرقام 22 لسنة 1991، 1344 لسنة 1991، 1293 لسنة 1992 وترجع أهمية هذا القانون في كونه أعطى ضمانات للمشروعات الاستثمارية في مواجهة التأميم والمصادرة والحجز بسبب غير قضائي.
- 2-13- القرار الجمهوري رقم 205 لسنة 1990 والخاص بسرية الحسابات في البنوك.
- 2-14- القانون رقم 6 لسنة 1991 والمتعلق بعمليات تخصيص الأراضي للاستثمار وهو القانون الذي لحقت به العديد من قرارات رئيس الجمهورية للمزيد من التسهيل والتشجيع.
- 2-15- القانون رقم 11 لسنة 1991 والمعروف باسم قانون الضريبة العامة على المبيعات والذي نفذت المرحلة الأولى منه فقط من مجمل ثلاث مراحل.
- 2-16- القانون رقم 67 لسنة 1994 بشأن الحكم في القضايا المدنية والتجارية.
- 2-17- القانون رقم 38 لسنة 1994 بشأن إعادة تنظيم العمل في العملات الأجنبية والذي تبعه صدور القرار الجمهوري رقم 336 لسنة 1994 المحدد للمتطلبات الفنية والتقنية الواجب توافرها في شركات الصرافة.
- 2-18- القانون رقم 59 لسنة 1995 الخاص بالتأجير التمويلي.
- 2-19- القانون رقم 37 لسنة 1996 والذي قام بتعديل بعض أحكام قانون البنوك والائتمان وقانون البنك المركزي والجهاز المصرفي.

ثانيا- الإطار القانوني لسياسة الخوصصة في المغرب: إن قانون الخوصصة رقم 39-89 الصادر في 16 أكتوبر 1990 لم يستعمل كلمة الخوصصة، بل استعمل لفظة التحويل حيث أقرت المادة الأولى منه ما يلي: تطبيقا للفصل 45 من الدستور تحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، خلال مدة أقصاها 31 دجنبر 1995: ملكية المساهمات التي تملكها إما الدولة أو المؤسسات العامة وإما شركات تملك الدولة جميع مالها أو تتمتع بامتيازات لإدارة مرفق من المرافق العامة.

أما بالنسبة لعقد التسيير المفوض فنجد في الفصل 59 من الميثاق الجماعي لسنة 1976 يخول المجموعة الحضرية كشخص معنوي يجري عليه القانون العام تدبير بعض الميادين المتعلقة بالماء والكهرباء وأشغال التطهير باستثناء أشغال الربط الفردي بالشبكة، أما بالنسبة لكيفية منح الامتياز لم ينص الدستور المغربي على السلطة المختصة لمنح الامتياز بحيث لا يوجد من بين الاختصاصات التشريعية الواردة في المادة 46 ما يشير إلى هذا الاختصاص مما يدل على أن هذا الاختصاص تمارسه السلطة التنظيمية إذا تعلق الأمر بامتياز مرفق عام وطني كمثل المكتب الوطني للأبحاث والاستغلال النفطية الذي يستغل مواد هيدروكاربونية بأسلوب الامتياز بمقتضى المرسوم المؤرخ في 12 يوليو 1994، أما امتيازات المرافق العامة المحلية فيختص بمنحها المجالس التالية:

1- المجلس الجماعي بمقرر طبقا للفقرة 4 من الفصل 30 ومصادق عليه من لدن وزير الداخلية طبقا للفقرة 2 من الفصل 31 من ظهير التنظيم الجماعي الصادر في 30 سبتمبر 1976.



- المجلس الإقليمي بمقرر طبقاً للفقرة 5 من الفصل 63 ومصادق عليه من لدن وزير الداخلية طبقاً للفصل 64 من ظهير 12 سبتمبر 1963 المتعلق بتنظيم العمالات والأقاليم.

3- المجلس الجهوي يمكن له تقديم اقتراحات وإبداء آراءه حول تنظيم وتديير مرفق عام جهوي عن طريق الامتياز طبقاً للفقرة 2 من الفصل 9 من ظهير تنظيم الجهات الصادر في 2 أبريل 1997، ويقوم عامل العمالة أو الإقليم مركز الجهة بتوجيه الاقتراحات والآراء إلى السلطة الحكومية المختصة.

أما بالنسبة لشركات المحلية ذات الاقتصاد المختلط فتستفيد الجماعات المحلية والهيئات اللامركزية من حق المساهمة فيها حسب الفقرة السابعة من الفصل 30 من الميثاق الجماعي لسنة 1976، وينص الفصل 31 على أن مقررات المجلس الجماعي الخاصة بالمساهمة في شركات اقتصادية مختلطة، لا تكون قابلة للتنفيذ إلا إذا صادقت عليها السلطة الإدارية العليا، وينص الفصل 63 من ظهير التنظيم الإقليمي على أن المجلس يتداول في تكوين شركات للتنمية أو التجهيز الإقليمي أو المساهمة فيها وتميئة التراب غير أن هذا الإجراء يخضع لمراقبة ومصادقة سلطة الوصاية المتمثلة في وزير الداخلية في أجل شهرين بيتدئ من تاريخ توصله بمحضر المقرر، وتنص المادة 7 من قانون التنظيم الجهوي الصادر في 2 أبريل 1997 على أن المجلس الجهوي يمارس ضمن الاختصاصات الخاصة به البت في شأن مساهمة الجهة في مقاولات الاقتصاد المختلط ذات الفائدة الجهوية أو المشتريات بين الجهات غير أن هذا القرار لا يكون قابلاً للتنفيذ إلا إذا صادقت عليه سلطة الوصاية.

ثالثاً- التشريعات المتعلقة بالخصخصة في تونس: نجد في هذا الإطار نوعين من التشريعات: فمن جهة هناك تشريعات اقتصادية ومالية لها انعكاسات على سياسة الخصخصة ومن جهة أخرى يوجد تشريع خاص بعمليات الخصخصة وستناولها فيما يلي<sup>1</sup>:

**1- التشريعات الاقتصادية والمالية المصاحبة لسياسة الخصخصة في تونس:** إن سياسة الخصخصة تنصهر في إطار السياسة الاقتصادية والمالية العامة للدولة، وهي تقوم أساساً على فكرة تحرير الاقتصاد من تدخل الإدارة في تسيير النشاطات الاقتصادية وتدعيم آليات السوق على جميع المستويات، وعلى هذا الأساس صدرت تشريعات مختلفة تنترل في هذا الإطار العام، ونذكر منها خاصة التشريع المتعلق بحرية الأسعار والمنافسة الاقتصادية (قانون عدد 64 لسنة 1991 المؤرخ في 29 يوليو 1991) الذي أقر مبدأ حرية الأسعار مع حصر تدخل الدولة في تحديد الأسعار بالنسبة للمواد الأساسية التي تتمتع بالدعم المالي للدولة، علماً وأن هذه المواد في تقلص مستمر عملاً بمبدأ "حقيقة" الأسعار التي تعمل الدولة على تجسيده تدريجياً.

كما أصدرت الدولة قانوناً لتنظيم التجارة الداخلية (قانون عدد 44 لسنة 1991 المؤرخ في 1 يوليو 1991)، هذا القانون أقر مبدأ حرية تعاطي التجارة أي العمل بدون الحصول على ترخيص إداري مسبق، وكالعادة في ميدان التجارة، صدر قانون جديد يتعلق بالتجارة الخارجية (قانون عدد 41 لسنة 1994 المؤرخ في 7 مارس 1994) الذي أقر بدوره حرية التصدير والتوريد مستثنياً بعض الحالات الخاصة.

<sup>1</sup> - أحمد صقر عاشور، مرجع سبق ذكره، ص 91.

وفي المجال المصرفي والنقدي تم تحرير العملة التونسية (الدينار) بالنسبة للعمليات الجارية (تجارة، اقتراض...) وذلك بقانون عدد 48 لسنة 1993 المؤرخ في 3 مايو 1993، وكرس هذا القانون مبدأ حرية التحويل إلى الخارج للأرباح ولحصص الأرباح والمكافآت ولعائدات حصص الأرباح ولبدلات الحضور الراجعة لغير المقيمين في تونس، كما صدر نص جديد يتعلق بتنظيم وتسيير المؤسسات البنكية (قانون عدد 25 لسنة 1991 المؤرخ في 7 فبراير 1994) بإدخال مبدأ المنافسة بينها، كما يلاحظ في مجال تشريع العمل، صدور قانون جديد (عدد 29 لسنة 1994 المؤرخ في 21 فبراير 1994) مكن أصحاب المؤسسات من المرونة الكافية في تشغيل وتسيير العمالة. كما تم إعادة النظر في التشريع المتعلق بتنظيم السوق المالية، (قانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 يوليو 1994) الذي ألغى القانون عدد 49 لسنة 1989 المؤرخ في 8 مارس 1989 وذلك لإضفاء حرية أكثر على المعاملات التي تقع داخل بورصة القيم المنقولة وذلك خاصة بتكليف وسطاء البورصة بتسيير سوق الأوراق المالية من جهة وإحداث هيئة مستقلة لرقابة السوق المالية من جهة أخرى، وهذا التشريع المتعلق بالسوق المالية له صلة وثيقة بعمليات الخوصصة لأن بيع أسهم منشآت القطاع العام تقع في نطاق البورصة، وجاء هذا التشريع كذلك مدعما للتشريعات المتعلقة بالخوصصة.

**2- الإطار القانوني للخوصصة في تونس<sup>1</sup>:** أدرجت الحكومة في 4 ديسمبر 1985 في صلب قانون المالية لسنة 1986 بعض أحكام تتعلق "بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية" وبالتالي خوصصتها، فهذا القانون في فصله 83 رخص لوزير المالية بيع مساهمات الدولة والحقوق الراجعة لها في المؤسسات العمومية وذلك حسب شروط وأساليب تضبط بأمر، كما وردت في هذا القانون أحكام جزائية تتعلق بالخوصصة فقد أعفى الفصل 28 بيع كل أو بعض عناصر أصول المؤسسات العمومية من دفع جميع معالم الإحالات، كما أقر هذا القانون تخفيض الأداء على المداخل أو المبيعات المرصودة لاقتناء أسهم تملكها الدولة والجماعات العمومية المحلية أو المؤسسات العمومية. ومن جهة أخرى أحدث هذا القانون صندوقا لإعادة هيكلة رأسمال المؤسسات العمومية ويهدف هذا الصندوق إلى إعادة تنظيم مساهمات الدولة في رأسمال المؤسسات العمومية والمساهمة عند الاقتضاء في تغطية حاجيات التطهير المالي لهذه المؤسسات، ولكن أحكام هذا القانون لم تدخل حيز الواقع لأن النصوص التطبيقية لم تنشر، وتم بعد ذلك إلغاء أحكام هذا القانون بإصدار قانون خاص بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية (قانون عدد 47 لسنة 1987 المؤرخ في 2 أغسطس 1987) وجاء هذا القانون ليعبر عن إرادة الحكومة في تنفيذ سياسة الخوصصة بصفة جدية وإحاطة هذه العملية بكل الضمانات القانونية، وقد جاء في التقرير الذي أعدته لجان مجلس النواب والخاص بهذا القانون: "أن التشريع الحالي يمكن من التفويت في أسهم ومكونات أصول المؤسسات العمومية، إلا أنه نظرا للأهمية التي تكتسبها عمليات إعادة الهيكلة ونظرا كذلك لحجم هذه العمليات ولانعكاساتها الاقتصادية والمالية والاجتماعية، رأت الحكومة أن تتقدم بمشروع قانون إطاري يضبط شروط وطرق إنجاز هذه العمليات بصفة

<sup>1</sup> - أحمد صقر عاشور، مرجع سبق ذكره، ص 93.

خاصة، كما أن مشروع القانون سيوفر بالنسبة للسادة النواب ولكل المواطنين الضمانات الضرورية فيما يخص سير عمليات التفويت.

ومن جهة أخرى رأت السلطة الجديدة أن هذا القانون لا يتسم بالمرونة اللازمة للقيام بعمليات الخوصصة على أحسن وجه، ولذلك تم إصدار قانون جديد (قانون عدد 9 لسنة 1989 المؤرخ في أول فبراير 1989) لتأطير عمليات التفويت، ولئن كان هذا القانون الجديد يهدف لتبسيط إجراءات عمليات الخوصصة فإن أحكامه لم تكن شاملة، مما جعل الوزير الأول يصدر عدة منشورات ليتمم ما جاء به القانون، والجدير بالإشارة أن معظم عمليات الخوصصة التي أنجزت نفذت في إطار هذا القانون الذي هو جاري العمل به حاليا.

وعلى ضوء هذه التجربة رأت الحكومة من الصالح إضافة أحكام خاصة تتعلق بإحداث الآليات اللازمة لإنجاح وتسهيل عمليات الخوصصة، وتمثل هذه الآليات في إحداث "سهم الامتياز" من جهة يمكن الدولة من انجاز عمليات بيع "كتل أسهم" بدون تداول عن طريق بورصة الأوراق المالية، ولهذا الغرض تم إصدار قانون جديد (قانون عدد 102 لسنة 1994 المؤرخ في أول أغسطس 1994)، مع الإشارة أن كل هذه التغييرات التشريعية كانت "محطات توقف" بالنسبة لعمليات الخوصصة، فكلما عازمت الحكومة على تغيير الإطار التشريعي أدى ذلك إلى تعطيل تنفيذ عمليات البيع، ومهما يكن من أمر، فالدولة عند تنفيذ سياسة الخوصصة لا بد لها من إتباع بعض الإجراءات.

رابعا- التأطير القانوني للخوصصة في الجزائر<sup>1</sup>: إن الشروع الفعلي في عملية الخوصصة وعلى نطاق واسع تجسدت من خلال الإطار القانوني والمؤسسي بداية مع قانون المالية التكميلي لسنة 1994 الذي سمح لأول مرة ببيع المؤسسات العمومية والتنازل عن تسييرها لصالح مسيرين خواص، كل ذلك هو المحتوى الذي جاء به المرسوم رقم 22/95 بتاريخ 26 أوت 1995 هذا القانون المعدل والمراجع بالقرار رقم 10/96 لجانفي 1996، فقد سمح بتوضيح طرق الخوصصة وكذا الفروع التي تخضع لذلك ومختلف الإجراءات المتعلقة بهذه العملية، وبدخول سنة 2001 جاء الأمر 04/01 المؤرخ في 20 أوت 2001، لتتوسع الخوصصة إلى كافة مجال النشاط الاقتصادي.

أما مفهوم الخوصصة وفقا للمشرع الجزائري فيمكن تناوله من زاويتين، تتعلق الأولى بالتعريف الذي نص عليه الأمر 22/95، المتعلقة بخوصصة المؤسسات العمومية على اعتباره القانون الأول والذي تمت بموجه العمليات الأولى للخوصصة، أما الزاوية الثانية فتقدم المفهوم الذي يحمله التشريع الجديد الساري المفعول الذي يحل محل التشريع السابق، وهو المتضمن في الأمر رقم 04/01 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخوصصتها فحسب الأمر 22/95 فإن المشرع الجزائري أورد لها معنيين هما:

- 1- المعنى الأول: الخوصصة هي كل معاملة تجارية تؤدي إلى تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسة عمومية سواء جزء أو كل رأس مالها لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص.
- 2- المعنى الثاني: الخوصصة هي كل معاملة تؤدي إلى تحويل تسيير مؤسسة عمومية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص.

<sup>1</sup> - محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 154.

ما يمكن ملاحظته على هذا التعريف أنه قد شمل خصخصة التسيير بالإضافة إلى خصخصة الملكية، ولكن يبقى مفهومها ضيقاً، لأنه اعتبر عملية الخصخصة نقل ملكية وتسيير مشاريع قائمة من عون اقتصادي "الدولة"، إلى أعوان اقتصاديين آخرين "أحواس" فقط، أي أن الخصخصة من هذا المنظور تتعدى عملية بيع الأصول لتشمل حتى خصخصة التسيير بإستناد هذه المهمة للأحواس بهدف تأهيل المؤسسات المعنية، أما الأمر 04/01 فقد عرف الخصخصة في مادته رقم 13 على أنها: "كل صفقة تتجسد في نقل الملكية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص من غير المؤسسات العمومية"، وعليه فإن هذا التعريف الوارد في التشريع الجديد الذي ألغي الأمر 95/22، لا يتضمن أية إشارة لخصخصة التسيير بصيغ تعاقدية محددة التي نص عليها التشريع الملغى وإنما اقتصر على نقل الملكية إلى أشخاص تابعين للقانون الخاص بين طبيعة هذه الملكية على ما يلي:

- إما على عامل رأس المال الذي تحوزه الدولة أو أي شخص معنوي خاضع للقانون العام أو جزء منه سواء كانت هذه الحيازة بصفة مباشرة أو غير مباشرة.

- كذلك على الأصول التي تشكل وحدة استغلال مستقلة في المؤسسات التابعة للدولة.

وتجدر الإشارة إلى أن عملية رأس المال هذه تتم من خلال التنازل عن أسهم أو حصص اجتماعية أو الاكتتاب للزيادة في رأس المال.

### المطلب الثالث: الأجهزة المختصة بتنفيذ الخصخصة في دول شمال إفريقيا

نظراً لتشعب إجراءات وخطوات وأهداف عملية الخصخصة وما تتضمنه من عمليات، دراسة وتقييم وعرض وتسويق وبيع الوحدات الاقتصادية محل الخصخصة، كان يجب توفير هيئة أو جهة من الاختصاصيين والخبراء وذوي الكفاءات، بحيث تتسم خبراتهم وأدائهم بالحيادية في مجال الدراسة والتقييم والخبرة في مجال التسويق على نطاق واسع وإدارة عمليات البيع ومقدرة تفاوضية خاصة في حالات البيع عن طريق تحويل الديون إلى أسهم، وكل ذلك لا يمكن توفيره إلا في شكل هيئة أو جهة خاصة لإدارة برنامج الخصخصة تعمل وفق رسالة إستراتيجية يتوقع من كفاءتها تنفيذها بكفاءة وفاعلية، وفيما يلي سنحاول التعرف على هذه الهيئات في دول شمال إفريقيا.

**أولاً- البنية المؤسسية لتنفيذ الخصخصة في مصر:** إن تطبيق البرنامج المصري للخصخصة قد اعتمد على أربعة وحدات مؤسسية رئيسية وهي تضم الهياكل التالية<sup>1</sup>:

**1- مجلس الوزراء:** يقوم مجلس الوزراء بتقديم الإرشاد لوزارة قطاع الأعمال العام في المسائل ذات الطبيعة السياسية والسياسات العامة التي تتعلق بالأبعاد الإستراتيجية لبرنامج الخصخصة كتصفية الأصول والعمالة.

**2- وزارة قطاع الأعمال العام:** تمارس طبقاً للقانون 203 لسنة 1991 بالنيابة عن الدولة دور مالك الأسهم وذلك من خلال ملكيتها لعدد من الشركات القابضة المالك الرسمي للشركات المملوكة للدولة والتي تعرف بالشركات التابعة والتي تحولت إلى شركات مساهمة مسجلة في البورصة وانطلاقاً من كون الوزارة مالكة للشركات القابضة فإنه

<sup>1</sup> - محمد نصر مهنا، مرجع سبق ذكره، ص 258.

على الوزارة مسؤولية شاملة بشأن الشركات المملوكة للدولة سواء تلك التي تم انتقاؤها من أجل الخصخصة أو التصفية أو تلك التي تم اتخاذ قرار بشأن بقائها في يد الحكومة.

**3- الشركات القابضة:** ويقع على عاتق هذه الشركات بشكل فعلي إدارة وتنفيذ وتقييم التقدم في تنفيذ العناصر المختلفة لبرنامج الخصخصة، ويكون على الشركة القابضة التعامل مع إدارة الشركات التابعة وأية أجهزة أخرى تعتني بتنفيذ برنامج الخصخصة في الشركات التابعة .

**4- الشركات التابعة:** هناك دور فعال للشركات التابعة في إتمام برنامج الخصخصة وفق رؤية الشركات القابضة من حيث تنفيذ الإجراءات الإدارية والمالية والقانونية المطلوبة في هذا الصدد.

**ثانيا- الأجهزة المختصة بتنفيذ الخصخصة في المغرب:** لقد حدد قانون الخصخصة ومراسيم تطبيقه بدقة سلطات كل من وزير الخصخصة ولجنة التحويلات وهيئة التقييم، وكذلك نظام تسيير عمل كل من هذه الجهات ونعرض فيما يلي الأجهزة الثلاثة على التوالي<sup>1</sup>:

**1- الوزير المختص بعمليات نقل الملكية:** عهد في بداية الأمر بمسؤولية تنفيذ سياسة نقل الملكية إلى الوزير المنتدب لدى رئيس الوزراء المختص بالشؤون الاقتصادية وقد ارتبطت عملية تعيينه برغبة الملك، وفي أعقاب التعديل الوزاري الذي تم في 11 أغسطس 1992 عهد بملف الخصخصة إلى وزير التجارة والصناعة الذي شغل في الوزارة السابقة منصب وزير الشؤون الاقتصادية، ولقد حدد مرسوم التطبيق رقم 2-90-403 صلاحيات الوزير المختص بشؤون الخصخصة والذي تحدد مدة مهمته حسب المهلة الممنوحة له لتنفيذ عمليات نقل الملكية.

**2- لجنة عمليات نقل الملكية:** لجنة عمليات نقل الملكية هي لجنة وزارية مكونة من خمسة أعضاء تم تعيينهم بظهير (مرسوم ملكي)، ويعهد برئاسة اللجنة إلى وزير شؤون الخصخصة، ويجوز للجنة أن تستعين بصفة مؤقتة أو دائمة بخبراء واستشاريين وأي شخصية أو هيئة ترى جدوى في معاونتها، كما تستشير الوزير الذي تتبع المؤسسة المراد خصوصتها، وتتولى شؤون سكرتارية اللجنة أجهزة الوزير المختص بعمليات الخصخصة وتختص هذه السكرتارية بإعداد ملفات عمليات نقل الملكية.

**3- هيئة التقييم:** يتمتع هذا الجهاز بالاستقلالية وتضم هيئة التقييم سبعة أعضاء تم تعيينهم بظهير (مرسوم ملكي) واختيروا من بين رجال الأعمال الذين يراعى فيهم الكفاءة في الميادين الاقتصادية والمالية والاجتماعية وتتولى هذه الهيئة التقنية تحديد سعر عرض المؤسسة المطروحة للخصخصة، كما تقدم رأيا استشاريا حول إعفاء الأولوية لبعض المشترين.

**ثالثا- الهياكل والهيئات المكلفة بتنفيذ سياسة الخصخصة في تونس:** إن مسؤولية إنجاز عمليات الخصخصة تستوجب

تدخل هياكل حكومية من جهة وهياكل غير حكومية من جهة أخرى، وتمثل هذه الهيئات والهياكل فيما يلي:

**1- الهياكل الحكومية:** منح الفصل 23 من قانون 1 فبراير 1989 تفويضا عاما غير محدود في الزمان للحكومة للقيام بعمليات الخصخصة، بما أنه رخص لها في "التفويت كليا أو جزئيا في مساهمات الدولة" في المنشآت العمومية،

<sup>1</sup> - أحمد صقر عاشور، مرجع سبق ذكره، ص 62.

ولتنفيذ هذه السياسة تشارك عدة جهات حكومية تتمثل أولاً في الهياكل الوزارية وثانياً في اللجان الاستشارية، وستتناول أهم هذه الهياكل فيما يلي<sup>1</sup>:

### 1-1- الهياكل الوزارية: وجب التفريق في هذا الإطار بين الهياكل الوزارية العادية والتي لم يأت ذكرها في

التشريعات المتعلقة بالخوصصة ورغم ذلك فهي تتدخل في عمليات بيع مكونات الأصول أو الأسهم بناء على اضطلاعها بمسؤولية الإشراف الإداري والمالي على المنشأة العمومية والهياكل الوزارية المختصة في ميدان الخوصصة والتي كلفت بالمهام التالية:

- إعداد كل الدراسات واتخاذ كل المبادرات التي تخص خوصصة المنشآت والمصالح العمومية، وضبط إستراتيجية وبرنامج خوصصة المنشآت.

- اقتراح القرارات في ميدان الخوصصة على اللجنة المختصة في الخوصصة.

- السهر على متابعة تنفيذ القرارات المتخذة في مجال الخوصصة، وذلك بالتعاون مع المصالح المعنية بالوزارات الأخرى.

والى جانب هذه الهياكل الوزارية، تم إنشاء لجان مختصة في ميدان الخوصصة، والتي نذكر أهمها فيما يلي:

### 1-2- اللجان المختصة في ميدان الخوصصة: ظهرت هذه اللجان أول مرة في سنة 1987 بعد صدور القانون

(عدد 47 لسنة 1987 المؤرخ في 2 أغسطس 1989) المتعلق بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية، وقد أحدث هذا القانون ثلاث لجان هم: لجنة إعادة هيكلة المؤسسة العمومية، اللجنة الوزارية، لجنة متابعة عمليات التفويت في المساهمات لدى بورصة القيم المنقولة

إن ما يمكن أن نستنتجه من التجربة التونسية فيما يتعلق باللجنة المختصة في الخوصصة يتلخص في ما يأتي:

- عدم استقرار التشريع الخاص بها باعتبار التغيرات المتتالية التي أدخلت على عدد هذه اللجان وتركيبها ومهامها.

- تركيبة هذه اللجان لها صيغة وزارية أو إدارية بحتة ولم يقع تمثيل أطراف اجتماعية في هذه اللجان.

- لم يقع تجنّب تعدد اللجان، فالخطأ الذي وقع فيه المشرع قبل 1989، وقعت فيه السلطة العمومية بعد هذا

التاريخ، ولئن أنشأ المشرع لجنة واحدة في نطاق قانون أول فبراير 1989، فإن منشور الوزير الأول أحدث لجنة

أخرى لم يتم الإشارة إليها في القانون.

### 2- الهياكل غير الحكومية: ونعني بهذه الهياكل المسؤولين عن تسيير المنشأة والخبراء المختصين في التقييم ووسطاء

البورصة، وسنحاول توضيح هذه الهياكل فيما يلي<sup>2</sup>:

أ- **المسؤولون عن تسيير المنشأة:** يتدخل في عملية الخوصصة على مستوى المنشأة مجلس الإدارة والرئيس المدير العام للمنشأة.

<sup>1</sup> - أحمد صقر عاشور، مرجع سبق ذكره، ص 97.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه ونفس الصفحة.

ب- الخبراء المتخصصون في التقويم: يتمثل دور هؤلاء الخبراء في تقويم مكونات الأصول والأسهم المعروضة للبيع، والجددير بالذكر أن القانون المؤرخ في 2 أغسطس 1987 أوكل هذه المهمة إلى لجنة إعادة هيكلة المؤسسات العمومية المشار إليها سابقا، وخول هذا القانون إلى اللجنة إمكانية الاستعانة بالخبراء للقيام بالتقويم.

ج- الوسطاء في البورصة: يقع اللجوء إلى الوسطاء في البورصة عند تنفيذ عملية الخوصصة داخل السوق المالية، وتقوم المنشأة باختيار هذا الوسيط وتبين التجربة إلى الآن أن اختيار المنشآت وقع في معظم الحالات على البنوك.

رابعا- التطير المؤسساتي لظاهرة الخوصصة في الجزائر: تنفرد الخوصصة على الطريقة الجزائرية بوجود تضخم في عدد المؤسسات المكلفة بتكريسها، حيث لم تكتمف السلطة بالمؤسسات التقليدية للخوصصة كبورصة القيم المنقولة مثلا، بل أضافت إليها أصناف أخرى من المؤسسات المسخ دق التي سنحاول تناولها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- إنشاء بورصة للقيم المنقولة: تبرز أهمية البورصة من حيث كونها عصب النظام الرأسمالي والسوق الذي تتحرك داخله معظم تدفقاته المالية بيعا أو شراء وقد لعبت البورصة دورا رياديا في معظم عمليات الخوصصة التي تمت في التجارب المقارنة وإدراكا لهذه الحقيقة أنشأت السلطة بورصة للقيم المنقولة، كإجراء مسبق يجب توفيره قبل الإعلان عن الخوصصة وتم ذلك بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

2- إنشاء وزارة مكلفة بإعادة الهيكلة: ولقد إدعت السلطات آنذاك أن هذه الوزارة تسعى إلى تنفيذ برنامج التقويم الاقتصادي، قصد وضع حد للتدهور الذي يعاني منه، لكن إذا تفحصنا المرسوم التنفيذي رقم 319/96 المؤرخ في 28/09/1996 والمتعلق بصلاحيات وزارة الصناعة، وإعادة الهيكلة نجد أنه يكلفها بتحضير المؤسسات العمومية الاقتصادية لعمليات الخوصصة و يتجلى هذا التحضير في تلك التعليمات التي وجهتها الوزارة إلى مسيري المؤسسات العمومية، والتي تلزمهم فيها بإعداد جرود، وتقييمات محاسبية لأصولها ومعلوم أن التقييم يشكل أحد الخطوات المهمة في مسار الخوصصة إذ على أساسه يمكن للسلطة تقدير قيمة التنازل عن هاته المؤسسات.

3- إنشاء هيئات خاصة بمسار الخوصصة: عمدت السلطة إلى إنشاء هيئات خاصة بمسار الخوصصة قصد ضمان حسن تنفيذ هذا المسار وتشكل هذه الهيئات من ثلاثة أجهزة رئيسية وهي كالتالي: مندوب الخوصصة، مجلس الخوصصة وأخيرا لجنة الرقابة على عمليات الخوصصة.

4- إشراك الأعوان القضائيين في مسار الخوصصة: أنشأت السلطة العمومية طائفة جديدة من الأعوان القضائيين، تتماشى ومتطلبات المرحلة الجديدة، المتميزة بالرغبة في الانتقال إلى اقتصاد السوق، حيث بادرت في البداية إلى تحرير مهنة الموثق بموجب القانون المؤرخ في 12/07/1988 باعتباره العمود الفقري من الناحية القانونية لنظام اقتصاد السوق، وأتبعته فيما بعد بالقانون رقم 03/91 المؤرخ في 08 ماي 1991 المتعلق بمهنة المحضر والذي ينتمي هو الآخر لطائفة المهن الحرة ويتولى تسيير مكتب عمومي لحسابه الخاص.

<sup>1</sup> - عجة الجليلي، المظاهر القانونية للإصلاحات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم القانونية والإدارية، جامعة الجزائر، 2004، صص 67-72.

## المبحث الثالث: تطورات سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

لقد عملت الحكومات في دول شمال إفريقيا منذ بداية التسعينات على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق وإدخال العمل فيها بالأساليب والمعايير المتعارف عليها دولياً من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما في ذلك أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى الوساطة المالية، ونتيجة لذلك أصبحت لهذه الأسواق أهمية متزايدة في تنفيذ برنامج الخوصصة عن طريق أسلوب البيع من خلال سوق الأوراق المالية، الذي يتم بموجبه تحويل المؤسسات المراد خوصصتها إلى شركات مساهمة وطرح أسهمها للاكتتاب العام.

## المطلب الأول: شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا

حتى تتمكن الدولة من القيام بخوصصة المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية، يجب أولاً أن تكون هذه المؤسسات مقيدة بهذه السوق، وتختلف متطلبات الإدراج التي تفرضها دول شمال إفريقيا عن بعضها البعض لتسجيل الأوراق المالية بها، وفيما يلي سنتعرض لأهم شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا.

أولاً- شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بمصر: على الشركة تقديم طلب للقيد لإدارة القيد بالبورصة، وتقوم إدارة القيد بفحص الطلب ودراسته بدقة ثم بعد الموافقة المبدئية على الطلب تعرضه على لجنة القيد للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة بالبورصة، وتمثل الشروط التي يجب استيفائها للقيد بالبورصة المصرية فيما يلي<sup>1</sup>:

- 1- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
- 2- أن لا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أي قيود على تداول الورقة المالية المطلوب قيدها.
- 3- أن يتم القيد لكامل الأوراق المالية المصدرة على أن يتم قيد الإصدارات التالية بالنسبة للأسهم خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد بالسجل التجاري.
- 4- تقوم الشركة بتوقيع عقد اتفاقي مع البورصة يتضمن موافقة الشركة بالالتزام بقواعد البورصة الخاصة بالقيد واستمرار القيد والإفصاح.

<sup>1</sup> - www.egyptse.com، لوحظ يوم: 2011/02/25.



ثانيا- شروط الإدراج في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء: يتم قبول مؤسسة أو شركة في بورصة الدار البيضاء إذا توفرت فيها الشروط الأساسية التالية<sup>1</sup>:

**1- الشروط الأساسية للإدراج في سوق الأسهم الرئيسي:** تتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- يجب أن يكون حجم الشركة كبيرا.
- يجب أن لا يقل مبلغ رؤوس الأموال الذاتية الدنيا عن 50 مليون درهم.
- لم يتم وضع أي حد أدنى لرقم المعاملات الدنيا.
- يجب أن يكون عدد السنوات المالية المصادق عليها لا يقل عن 3 سنوات.
- يجب أن يكون هناك حسابات موطدة في حالة إذا كانت الشركة تابعة.

**2- الشروط الإضافية للإدراج في سوق الأسهم الرئيسي:** وتتمثل فيما يلي:

- يجب أن لا يقل عدد الأسهم الدنيا الواجب إصدارها عن 25000 سهم.
- يجب أن لا يقل المبلغ الأدنى للإصدار\* عن 75 مليون درهم.
- إتفاقية التنشيط غير إلزامية في السوق الرئيسي للأسهم.

**ثالثا- شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بتونس:** وتتمثل هذه الشروط فيما يلي<sup>2</sup>:

- 1- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين.
- 2- توزيع نسبة لا تقل عن 10 بالمائة من رأس مال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
- 3- تقديم تقرير لقيم أصول الشركة.
- 4- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابية للتصرف.
- 5- تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.
- 6- نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.
- 7- تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين ولا يطلب توفير هذا الشرط إذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر عملية ترفيع في رأس المال.
- 8- توزيع الأسهم بين العموم\*\* على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.

\*- المبلغ الأدنى لإصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة، وهو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد.

\*\*- يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0.5 % من رأس المال بالنسبة لغير المؤسساتيين ونسبة أقصاها 5 في المائة بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين.

<sup>1</sup> - [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)، لوحظ يوم: 2011/03/15.

<sup>2</sup> - [www. Bvmt. Com. tn](http://www.Bvmt.Com.tn)، لوحظ يوم: 2011/03/15.

9- توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.

رابعا- شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بالجزائر: ويمكن التمييز فيها بين شروط خاصة بالقيم محل الإدراج

وشروط أخرى خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج، وهي تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

**1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:** وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة 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 للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في

البورصة.

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

**2- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:** وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

- إصدار 20 في المائة 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.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 229.

**المطلب الثاني: تطور التشريعات والتنظيمات التي تعزز انفتاح سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا**

شهدت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال الفترة ( 1999-2010)، العديد من التطورات الهامة وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة بالأطر التشريعية والتنظيمية، وأنظمة التداول وأنظمة التسوية والحفظ المركزي، بالإضافة إلى أنشطة الوساطة ونوعية الخدمات المقدمة للمتعاملين، كما أصبحت هذه الأسواق أكثر انفتاحاً على بعضها من خلال الإدراج المشترك، في الوقت الذي استمرت فيه لعب دورها كأحد الوسائل الهامة لجذب الاستثمارات الخارجية ودعم وتيرة الخوصصة في دول شمال إفريقيا.

**أولاً- إجراءات تحسين التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا:** اتخذت العديد من دول شمال إفريقيا إجراءات تهدف إلى تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية المتعلقة بأسواقها المالية بما يتماشى مع المستجدات الدولية، وقد تناولت هذه الإجراءات القوانين الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية كقانون الأوراق المالية ولوائحها الداخلية وقانون الشركات، إضافة إلى القوانين والأنظمة الاستثمارية والمتعلقة بالأوراق المالية، كما أقدمت هذه الدول على إجراء بعض التعديلات على الأنظمة والتعليمات التي تحكم أسواق أوراقها المالية بما.

**1- الفصل بين الدور التشريعي والرقابي لمعظم دول شمال إفريقيا خلال عام 1999<sup>1</sup>:** وفي هذا الصدد خلال عام 1999 عملت الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا إلى التوجه المتزايد لها نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص، ولقد نجحت كل من مصر وتونس والمغرب في ذلك، في حين أن بقية أسواق دول شمال إفريقيا تقوم بالدورين معا في نفس الوقت.

**2- تطور التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2000<sup>2</sup>:** وفي عام 2000 أقدمت السلطات المصرية على إعداد مشروع قانون جديد لسوق الأوراق المالية أكثر شمولية من القانون السابق (قيد المصادقة)، يهدف إلى إعادة تنظيم مؤسسات السوق وتعزيز الشفافية وتوفير المزيد من الحماية والثقة للمتعاملين.

**3- تطور التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2001:** وعلى نفس الصعيد الذي قامت به مصر خلال عام 2000 أقدمت العديد من دول شمال إفريقيا على تطوير التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية فيها لتتماشى مع المستجدات والمعايير الدولية، لتنظيم عملها وزيادة الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها، وفي تونس أدخل مجلس إدارة البورصة في مطلع يوليو 2001 بعض التعديلات على نسب العمولات سارية المفعول، ف فيما يخص المعاملات التي تقل قيمتها عن 50 ألف دينار، تم خفض نسبة العمولة التي يدفعها كل من البائع والمشتري من 0.10 في المائة إلى 0.05 في المائة، أما المعاملات التي تفوق قيمتها 50 ألف دينار، فقد تم خفض نسبة العمولة بالنسبة لها من 0.01 في المائة إلى 0.005 في المائة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص 124.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 240.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 119.

ومن جانب آخر، شهد نشاط الوساطة في أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا تطوراً ملحوظاً خلال 2001، إذ ارتفع عدد شركات الخدمات الاستثمارية والمالية وتنوعت في أنشطتها وخدماتها وتوسعت هذه الشركات في مجالات التسويق وتغطية الإصدارات الأولية وإدارة المحافظ للغير بجانب قيامها بأعمال الوساطة بالعمولة والوساطة بالشراء والبيع لصالح محافظها، ومن جهة أخرى، قامت هيئة سوق المال بإصدار القواعد والضوابط بشأن تصنيف الشركات الراغبة في إصدار سندات أوراق مالية أخرى والتي تشمل الشركات الناشطة في مجال توريق الحقوق المالية<sup>1</sup>.

#### 4- تطور التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2002: قامت العديد من أسواق الأوراق المالية

في دول شمال إفريقيا بوضع تعليمات تتعلق برفع مستوى معايير وقواعد السلوك المهني لدى شركات الوساطة وموظفيها، وتحدد هذه التعليمات السلوكيات المهنية المطلوب توفرها في العاملين في مجال الوساطة، وفي هذا المجال أقرت الهيئة العامة لسوق المال بمصر قواعد جديدة للسلوك المهني الخاصة بشركات الوساطة المرخص لها، وألزامت الهيئة كافة شركات الوساطة بضرورة تطبيق هذه القواعد، كما أجرت الحكومة تعديلات على بعض أحكام قانون سوق رأس المال ونشرت البنود التي أجريت عليها التعديلات<sup>2</sup>.

كما تم في مصر في عام 2002 إدخال بعض التعديلات على قانون الشركات التجارية، وتتعلق هذه التعديلات بعضوية مجالس إدارات الشركات وصلاحيات وزير التجارة والصناعة في إصدار قواعد وشروط انتخاب أعضائها وتعيين مراقب داخلي ومستشار قانوني وفقاً للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال<sup>3</sup>.

#### 5- تطور التشريعات والتنظيمات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2003: لقد خضع العديد من

القوانين والأنظمة إلى تعديلات وإصلاحات خلال عام 2003، استهدفت تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، وتحقيق المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح وسلامة وعدالة التعامل في هذه الأسواق، وفي هذا الصدد تم في مصر خلال هذا العام من الإنهاء من إعداد اللائحة الخاصة بصندوق حماية المستثمرين ضد مخاطر إفلاس شركات الوساطة، وخيانة الأمانة، وسرقة الأوراق المالية، وتحويل البورصة المصرية إلى بورصة ذاتية التنظيم، بالإضافة إلى موافقة الهيئة على إعداد صيغة لعقد نموذجي بين المستثمر وشركة السمسرة لضمان حقوق الطرفين، كما تم في مصر أيضاً الإنهاء من إعداد صيغة نهائية لمشروع القانون الموحد لتأسيس الشركات بهدف تحسين البيئة التشريعية ومناخ الاستثمار، حيث قامت اللجنة المكلفة بإعداد هذا المشروع بالعمل على توحيد الإطار التشريعي الذي ينظم إجراءات التأسيس والإدارة والتصفية للشركات العاملة في مصر بجانب فروع ومكاتب التمثيل للشركات الأجنبية مع مراعاة أن يضم المشروع، لأول مرة في التشريع المصري، شركات الأشخاص والأموال معا بعد أن كان متفرقا بين تشريعات عدة<sup>4</sup>.

1 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 120.

2 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 16.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 13.

4 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 15.

من جانب آخر تضمنت التطورات والمستجدات التي شهدتها الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2003 بوادر إنتعاش الإصدارات الأولية والتي أدت إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق وزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، كما شملت هذه التطورات استمرار برامج الخوصصة وتشجيع الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة عامة لتوسيع قاعدة المساهمين وبالتالي تعزيز وضعها المالي، ومن جهة أخرى إستمر التطور التقني والفني في توفير التسهيلات التي تجعل عمل الوسطاء والمستثمرين أكثر يسرا ودقة<sup>1</sup>.

**6- تطور التشريعات والتنظيمات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2004<sup>2</sup>:** وفي عام 2004 أقر مجلس الوزارة الاثحة التنفيذية لمشروع قانون سوق رأس المال بهدف تنشيطه، ويتضمن التعديل تعريف "شركة التوريق" بأنها الشركة التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، وتعد شركة التوريق من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والتي يقتصر دورها على مزاولة النشاط المشار إليه دون غيره.

**7- تطور التشريعات والتنظيمات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2006<sup>3</sup>:** عمدت بعض أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2006 إلى إستكمال النظم التشريعية للسوق المالي من خلال وضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أدلاء صناديق الإستثمار وإصدار لوائح لحوكمة الشركات بهدف تعزيز الثقة بالسوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها.

**8- تطور التشريعات والتنظيمات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2008<sup>4</sup>:** وبهدف تحصين أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2008 خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية، واصلت الجهاد التنفيذية والرقابية في كافة هذه الأسواق العمل على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق، وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين، وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.

**9- تطور التشريعات والتنظيمات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2009:** وفيما يخص تطورات سوق المال بمصر فإنه وعلى صعيد نشاط هيئة الرقابة المالية الموحدة خلال الربع الرابع من عام 2009، أصدرت الهيئة ضوابط جديدة تنظم بموجبها الشركات التي تعمل في مجال خدمات إدارة صناديق الاستثمار، بهدف تطوير وتنظيم قطاع صناديق الاستثمار، ومن أهم هذه الضوابط ضرورة التعاقد على شركات منفصلة لخدمات الإدارة من الشركات المرخص لها، وكيفية قيام شركات خدمات إدارة الصناديق بمهامها، كذلك أدخلت هذه الهيئة خلال الربع الرابع، تعديلات على قواعد القيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، بالإضافة على تعديل مهلة ضبط معيار الملاء المالية لشركات السمسرة التي تعمل لنظام التداول، ومن جانب آخر استحوذ قرار الهيئة على قبول عرض شراء أسهم الشركة المصرية لخدمات التلفون المحمول (موبينل) المقدم من شركة فرانس تيليكوم باهتمام كبير

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص13.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 22.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 143.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 134.

خلال هذا الربع، حيث طعنت شركة أوراسكوم تيليكوم بالقرار، وهو قيد المراجعة من قبل المحكمة، ويذكر أن سعر الشراء الإجباري المحدد في الصفقة هو 245 جنيه للسهم الواحد<sup>1</sup>.

وفيما يتعلق بأخبار بورصة الدار البيضاء خلال 2009، أعلنت إدارة السوق على خطة خمسية لتطوير البورصة تهدف بصورة رئيسية إلى زيادة عدد الشركات المدرجة إلى 150 شركة بحلول عام 2015، بالإضافة إلى السعي لجعل بورصة الدار البيضاء بورصة إقليمية لشمال وغرب إفريقيا، وإدخال أحدث التقنيات والأنظمة في عملها، وتجدر الإشارة إلى أن البورصة قد حصلت على شهادة الإيزو 9001، وكذلك طبقت المعايير الدولية للتقارير المالية (IFRS)<sup>2</sup>.

### 10- تطور التشريعات والتنظيمات التي تحكم أسواق الأوراق المالية خلال عام 2010: شهدت أسواق الأوراق

المالية بدول شمال إفريقيا تطورات تشريعية وإشرافية خلال الربع الرابع من عام 2010، حيث واصلت الهيئات والسلطات الإشرافية بهذه الدول جهودها على صعيد تعزيز قدرات الرقابة وأدائها وتوفير الحماية للمتعاملين، حيث أدخلت عدد من الهيئات، تعديلات على لوائحها لأغراض تعزيز جوانب الحماية، كما هو الحال في مصر، حيث أقدمت هيئة الرقابة المالية الموحدة، على تقديم مشروع لتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال بهدف إعادة تنظيم نشاط صناديق الاستثمار، ومنتظر أن تصدر هذه التعديلات قبل نهاية العام الجاري 2010 ويذكر في هذا الصدد، أن الهيئة مدت في يونيو 2010 المهلة المحددة لتوفيق أوضاع شركات خدمات الإدارة في مجال نشاط صناديق الاستثمار وفقا للتعليمات الجديدة الصادرة في نهاية العام الماضي 2009، والتي إقتضت بضرورة التعاقد مع شركات منفصلة لخدمات إدارة الصناديق، والمهلة الجديدة تنتهي في أغسطس 2010، كما قامت الهيئة من جانب آخر، خلال شهر مايو 2010، بإصدار قرار يحدد قواعد الكفاءة والخبرة المطلوبة لممارسة نشاط صانع السوق في مجال صناديق الاستثمار، كذلك كانت الهيئة قد أصدرت خلال مارس 2010، قرارا ينظم نشاط بنوك إيداع الأوراق المالية وقواعد إصدار شهادات الإيداع المصرية، بما يراعي حماية مصالح المستثمرين، كما أصدرت في الشهر نفسه، قرارا يحدد المعايير الأساسية للأداء المهني للشركات العاملة في مجال تقييم وتصنيف الأوراق المالية، وذلك من حيث متطلبات المصادقية في عمليات التصنيف، ومعايير الاستقلالية وتجنب تضارب المصالح، والمعايير الخاصة بمسؤوليات وواجبات شركة التصنيف تجاه المستثمرين وتجاه الشركات طالبة التصنيف، ومن جهة أخرى تم خلال شهر يونيو 2010 رفع الحد الأقصى لرأسمال الشركات المقيدة في بورصة النيل من 25 مليون جنيه إلى 50 مليون، ويذكر أن بورصة النيل مقتصرة على الشركات الصغيرة والمتوسطة<sup>3</sup>.

كما أقدمت الهيئة العامة للرقابة المالية خلال شهر نوفمبر 2010 على "إقرار مجموعة من ضوابط العمل في سوق المال، بغرض تعزيز الرقابة وحماية المتعاملين، ومن أبرز هذه الضوابط تلك المتعلقة بعمل نشاط المستشار المالي المستقل بما يضمن تنظيم عمل الشركات المرخص لها لمزاولة هذا النشاط بوجه الإلتزام بالمعايير الدولية لقواعد التقييم،

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص51.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 56.

<sup>3</sup> - صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص64.

ومن الضوابط الجديدة تلك المتعلقة بتقسيم الشركات المدرجة في البورصة من جراء عمليات الاندماج والاستحواذ، بما يؤدي إلى حماية حقوق المساهمين، كذلك أصدرت الهيئة، ضوابط تمنع قيد وتداول أسهم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصة دون الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة العامة للرقابة المالية، كما تم حظر قيام أي شركة مدرجة في البورصة المصرية بإصدار شهادات إيداع دولية دون الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة، كذلك أصدرت الهيئة ضوابط جديدة لتيسير توفيق أوضاع شركات السمسرة فيما يخص المستندات المطلوب تقديمها والمؤهلات المطلوبة، هذا وكانت الهيئة العامة للرقابة المالية قد أصدرت قرارا بتعديل قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية المصرية<sup>1</sup>.

وفيما يخص التطورات التنظيمية في بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء خلال النصف الأول من عام 2010، أقدمت إدارة بورصة الدار البيضاء على تحديث موقعها الإلكتروني بما يوفر المزيد من الخدمات للمستثمرين والمتعاملين، كذلك برز خلال هذا الربع الأخير حرص بعض البورصات على إدخال المزيد من التيسير في نشاط التداول، كما هو الحال في المغرب على صعيد تعديل الحدود السعرية<sup>2</sup>، كما تم الإعلان في شهر نوفمبر 2010 أن البورصة ستشرع بتغيير حجم التداولات وذلك من أجل التطابق مع المعايير الدولية والممارسات المعمول بها في الإتحاد الدولي للبورصات، والتي تعتبر بورصة الدار البيضاء عضوا فيها، وانطلاقا من 3 يناير 2011، فإن حجم المبادلات المبلغة سيتم احتسابه في اتجاه واحد للمبادلات (البيع أو الشراء) عوض احتساب الإبتهاين (البيع والشراء)، كما جرى به العمل في السنوات السابقة<sup>3</sup>.

**ثانيا- التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار في دول شمال إفريقيا:** عملت دول شمال إفريقيا بصورة متزايدة على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها، وتشجيع الاستثمار الأجنبي، فقد تم إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة من جهة، وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية، ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق من جهة أخرى.

**1- تطور الاستثمار خلال عام 1999<sup>4</sup>:** وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلا أنه بالإضافة إلى غياب القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في كل من مصر والمغرب تم تعديل خلال عام 1999 نسب التملك في تونس، ولقد بلغت مشتريات الأجانب من الأسهم المصرية خلال عام 1999 حوالي 2.6 مليار دولار تمثل حوالي 27 في المائة من إجمالي قيمة التعامل، مقابل 1.6 مليار دولار قيمة المبيعات وتمثل حوالي 17 في المائة من إجمالي قيمة التعامل.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 64.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 11.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 75.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص 125.

2- تطور الإستثمار خلال عام 2001<sup>1</sup>: عملت دول شمال إفريقيا بصورة متزايدة خلال عام 2001 على فتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها، وتجدر الإشارة إلى أن دول مصر والمغرب والجزائر لا تفرض أية قيود على الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، أما تونس فتفرض بعض القيود وبنسب متفاوتة على الإستثمار الأجنبي.

3- تطور الإستثمار خلال عام 2003<sup>2</sup>: لقد قامت بعض دول شمال إفريقيا بإدخال تعديلات على القوانين المتعلقة بالإستثمار بهدف تشجيع الإستثمارات سواء المحلية منها أو الأجنبية، فقد تم في مصر خلال عام 2003 تعديل قانون الإستثمار خصوصا فيما يتعلق بالضمانات وحوافز الإستثمار والذي بموجبه أصبح يحق للمستثمر الإختيار ما بين التمتع بالحوافز المقررة بقانون ضمانات وحوافز الإستثمار الحالية أو الحوافز الجديدة، وتختص هيئة الإستثمار دون غيرها بإصدار الشهادات اللازمة للتمتع بالإعفاءات الضريبية والجمركية وأية إعفاءات أخرى للشركات والمنشآت الخاصة لأحكام قانون الإستثمار، وفي هذا الصدد طرحت الحكومة المصرية 132 مشروعا للإستثمار الوطني والأجنبي بتكلفة إجمالية تزيد عن 100 مليار دولار، وأوضحت أن هذا المشروع يمثل الجزء الأول من خطة تنفيذ خريطة مشروعات إستثمارية في مصر سيكون للقطاع الخاص الأولوية في تنفيذها، كما تم في مصر إنشاء صندوق الإستثمارات الأجنبية تكون مهمته توفير أكبر قدر من الضمانات لتحويل أموال المستثمرين الأجانب إلى العملة الصعبة.

4- تطور الإستثمار خلال عام 2004<sup>3</sup>: شهدت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا عام 2004 تطورات إيجابية في مجالات الإفصاح، وتقنية المعاملات والأطر التنظيمية بما يعزز دور هذه الأسواق في إستقطاب المزيد من الإستثمارات المحلية والأجنبية.

5- تطور الإستثمار خلال عام 2006<sup>4</sup>: وفي عام 2006 إتخذت أسواق الأسهم في دول شمال إفريقيا تدابير من أجل تحسين المناخ الإستثماري وتشجيع دخول المستثمر الأجنبي إليها.

6- تطور الإستثمار خلال عام 2009: لقد بلغ حجم الإستثمار الأجنبي في تونس خلال عام 2009 إلى نحو 2.4 مليار دينار مقابل نحو 1.7 مليار دينار خلال عام 2008، مدعوما بتوجه الحكومة نحو اتخاذ إجراءات تتضمن إصلاحات مصرفية وتحرير أكبر للتجارة وتحرك باتجاه التعويم الكامل لسعر الصرف<sup>5</sup>، تم إصدار مجلة إسداء الخدمات المالية لغير المقيمين تبعا للقانون عدد 2009-64 المؤرخ في 12 أوت 2009 ويهدف إحداث هذه المجلة إلى الارتفاع بالساحة المالية التونسية إلى ساحة إقليمية تساهم في استقطاب رأس المال الأجنبي<sup>6</sup>.

1 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص121.

2 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 17.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 19.

4 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 143.

5 - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث، 2009، العدد: 59، ص22.

6 - التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2009، ص08.



7- تطور الإستثمار خلال عام 2010: وتجدر الإشارة إلى أن صافي تدفقات الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية في مصر بلغ 7.1 مليار دولار تدفق للداخل خلال الشهور التسعة الأولى من العام المالي 2009-2010، مقابل صافي تدخل للخارج بلغ 8.9 مليار دولار عن الفترة الماثلة من العام المالي السابق، وتعكس هذه الأرقام معاودة الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية المصرية بعد فترة خروج على إثر الأزمة المالية العالمية، وفي المقابل تراجع صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة في مصر ليلعب نحو 4.33 مليار دولار خلال تلك الفترة مقابل 5.24 مليار دولار عن الفترة الماثلة من العام السابق، وفيما يتعلق باستثمار غير المصريين في البورصة، تظهر البيانات أن حصة غير المصريين من إجمالي تعاملات البورصة خلال الشهور الخمسة الأولى من عام 2010، قد بلغت نحو 24.5 في المائة، وتتوزع هذه الحصة بين 16.6 في المائة لأجانب من غير العرب ونحو 7.9 في المائة للمستثمرين العرب، ويمثل ذلك تحسنا بالمقارنة مع حصة غير المصريين من إجمالي تعاملات عام 2009 البالغة 19.0 في المائة (موزعة بين 12.7 في المائة لمستثمرين غير المصريين عرب)، ويذكر أن حصة تعاملات المستثمرين غير المصريين، كانت قد وصل أقصاها خلال عام 2007، حين بلغت نحو 31.1 في المائة من إجمالي التعاملات<sup>1</sup>، أما على صعيد استثمار غير المصريين في البورصة لعام 2010 ككل، تشير البيانات أن استثمارات الأجانب بما فيهم العرب في البورصة المصرية، قد سجلت تدفق صافي موجب بلغ نحو 7.4 مليار جنيه عام 2010، وقد نتج ذلك عن صافي تدفق موجب لتعاملات الأجانب من غير العرب بقيمة 8.4 مليار جنيه، مقابل صافي تدفق سالب لتعاملات العرب بلغ حوالي 996 مليون جنيه عن هذا العام، ويمثل ذلك تحسنا ملحوظا بالمقارنة بتدفقات عام 2009 حيث سجلت تعاملات الأجانب من غير العرب صافي تدفق موجب بلغ 5.0 مليار، فيما كان تعاملات العرب قد سجلت صافي تدفق سالب بلغ 4.0 مليار جنيه عن العام، وتجدر الإشارة إلى حصة تعاملات الأجانب بما فيهم العرب، قد بلغت 22.6 في المائة من إجمالي تعاملات البورصة خلال عام 2010 (موزعة بين 6.5 للأجانب من غير العرب و 6.1 للعرب) مقابل 19.0 في المائة من تعاملات عام 2009 (موزعة بين 12.7 للأجانب من غير العرب و 6.3 للعرب)<sup>2</sup>.

لقد ارتفعت الإستثمارات الأجنبية المباشرة في المغرب خلال الشهور العشر الأولى من العام 2010 لتبلغ نحو 21 مليار درهم (مايعادل 2.5 مليار دولار)، محققة نسبة نمو بلغت نحو 16 في المائة مقارنة مع نفس الفترة من العام الماضي، ومما هو جدير بالذكر أن حجم الإستثمارات الأجنبية المباشرة قد تجاوزت 4.5 مليار دولار قبل الأزمة الإقتصادية العالمية والتي ظهرت في العام 2008<sup>3</sup>.

لقد شهدت البورصة التونسية خلال عام 2010 ارتفاعا فيما يتعلق بالإستثمارات الأجنبية المباشرة حيث بلغت 7.6 في المائة خلال الشهور الأحد عشر الأولى من عام 2010 لتصل إلى 1901 مليون دولار دينار (1320 مليون دولار) مقابل 1767 مليون دينار (1227 مليون دولار) عن نفس الفترة من العام السابق، وفيما يتعلق باستثمارات غير التونسيين في البورصة، فقد عاود المستثمرون الأجانب عمليات الشراء في البورصة بشكل تدريجي،

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص 64.

<sup>2</sup> - صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 68.

<sup>3</sup> صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 74.

حيث ارتفعت ملكيتهم من رسملة البورصة التونسية بشكل طفيف واستقرت عند نحو 20 في المائة في نهاية الربع الرابع 2010، هذا وكانت عمليات الشراء التي قام بها الأجانب خلال شهر ديسمبر 2010 قد زادت عن عمليات البيع، مما أدى إلى تدفق صافي موجب للإستثمار الأجنبي بلغت قيمته نحو 9.27 مليون دينار، مقارنة مع تدفق صافي سلبي شهر سبتمبر 2010 بنحو 13.5 مليون دولار<sup>1</sup>.

أما بخصوص الإستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، فيتوقع أن يتراجع في العام الحالي 2010 ليلبلغ نحو 1.5 مليار دولار، مقارنة مع 1.8 مليار دولار عن العام الماضي 2009<sup>2</sup>.

**ثالثاً- إتفاقيات التعاون والإدراج المشترك بين بورصات دول شمال إفريقيا والبورصات العربية:** لقد تمكنت

البورصات في دول شمال إفريقيا من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها وبين البورصات العربية، وذلك من خلال عقد الإتفاقيات الثنائية والثلاثية، وتهدف هذه الإتفاقيات في مجمله إلى زيادة التعاون المشترك بين البورصات في دول شمال إفريقيا والبورصات العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات، كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

**1- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 1999<sup>3</sup>:** لقد شهد عام 1999 التوقيع على مذكرة تفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تهدف إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية بين السوقين، ولقد سبقتها مصر من قبل في التوقيع على إتفاقية بين أسواقها وأسواق الكويت ولبنان.

**2- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2000<sup>4</sup>:** لقد تواصلت خلال عام 2000 إتفاقيات الإدراج المشترك بين أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا والأسواق العربية، ففي هذا الصدد تم التوقيع على إتفاقية تعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر، تعمل بموجبها الهيئات على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوقين وتشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين.

**3- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2002<sup>5</sup>:** وخلال عام 2002 تم التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس.

**4- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2004<sup>6</sup>:** لقد بذلت دول شمال إفريقيا جهود حثيثة خلال عام 2003 لتحقيق التعاون والتقارب فيما بين بورصاتها وبين البورصات العربية والتي إنتهت بموافقة سوق أبوظبي

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 35.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 102.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص 126.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 241.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 16.

<sup>6</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 02.

للأوراق المالية على مذكرتي تفاهم في عام 2004، الأولى مع بورصة القاهرة والإسكندرية، والثانية مع شركة مصر للمقاصة والإيداع.

**5- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2006<sup>1</sup>:** وخلال عام 2006 تم التوقيع على إتفاقيات للإدراج المتبادل وتشجيع الإستثمار بين الأسواق بغرض تعزيز فرص تنويع المحافظ الإستثمارية لتوزيع المخاطر.

**6- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2008<sup>2</sup>:** وشاركت بورصة الجزائر خلال عام 2008 في العديد من الملتقيات، من بينها الملتقى الذي نظمه المعهد الفرنكوفوني للضبط المالي باعتبار أن اللجنة عضو في هذا المعهد، والملتقى الذي نظمته المنظمة العالمية للجان القيم بإسبانيا في نوفمبر سنة 2008، وفي ملتقى تطوير أسواق رؤوس الأموال الناشئة في الفضاء المغاربي الذي عقد بالمغرب من 8 إلى 10 يوليو سنة 2008، والمؤتمر الدولي الذي نظمته اللجنة الوطنية لسوق القيم بإسبانيا من 17 إلى 19 سبتمبر سنة 2008 وتم التطرق فيه إلى آفاق أسواق رؤوس الأموال في العالم، ولا سيما منها الإشراف والضبط والتيارات والأخطار، كما شاركت في إجتماع لجنة الأسواق الناشئة الذي عقد في إسبانيا، كما شارك رئيس اللجنة والأمين العام في الإجتماع السنوي للجنة الأسواق الناشئة الذي جرى بالمغرب من 8 إلى 10 أكتوبر سنة 2008.

**7- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2009<sup>3</sup>:** وبنهاية عام 2009 إنضمت هيئة السوق المالية التونسية إلى البروتوكول الدولي لتبادل المعلومات التابع للمنظمة العالمية لهيئات أسواق المال والتي بلغ عدد منتسبيها نحو 52 دولة.

**8- تطور إتفاقيات التعاون المشترك خلال عام 2010<sup>4</sup>:** وفي عام 2010 تم إتمام إجراءات الإدراج المشترك لشركة النقل للسيارات (شركة تونسية) في بورصة الدار البيضاء حيث تم إدراج 40 في المائة من رأسمال الشركة للإكتتاب بواقع 9 مليون سهم في تونس و 3 مليون سهم في المغرب، كما إنضمت بورصة تونس لإتحاد البورصات الإفريقية خلال شهر مارس 2010، وخلال شهر مايو إنضمت كعضو مراسل إلى الإتحاد العالمي للبورصات، ويأتي ذلك في إطار إستراتيجية البورصة لتعزيز تعاونها الدولي.

**رابعا- تعديل الأنظمة الضريبية لتحفيز التعامل في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا:** يلاحظ توجه العديد من الدول في شمال إفريقيا نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الإستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، وعملت هذه الدول خلال الأعوام السابقة على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع دول شمال إفريقيا التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10 في المائة،

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 143.

<sup>2</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2008، الجزائر، الصادر في 30 أبريل 2009، ص 56.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث، 2009، العدد: 59، ص 22.

<sup>4</sup> - صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص 29.

ومن جهة أخرى عملت بعض هذه الدول على تعديل الأنظمة الضريبية لها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق، فعلى سبيل المثال قامت السلطات في تونس بتخفيض نسبة الضرائب على الأرباح من 35 في المائة إلى 20 في المائة لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30 في المائة على الأقل من رأسمالها<sup>1</sup>، كما عملت دول شمال إفريقيا خلال عام 2008 على تحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: تحليل مدى كفاءة سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا

يعتبر توفر سوق كفاء للأوراق المالية أحد العوامل الجوهرية لنجاح عملية الخصوصية وذلك لتتمكن من بيع المنشآت العامة عن طريق الطرح العام للأسهم والوصول إلى المشتريين الذين يملكون رأس المال الكافي لشراء تلك المنشآت، ولقد سعت دول شمال إفريقيا إلى العمل من أجل تنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية بها، وسنحاول في هذا المطلب تحليل مدى كفاءة سوق الأوراق المالية بهذه الدول بعد هذه الجهود.

**أولاً- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا:** أولت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية ، بهدف توفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق، حيث شملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية.

**1- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية خلال عام 1999<sup>3</sup>:** وفي هذا الجانب تقوم معظم أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 1999 بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، كما أبرمت معظم هذه الأسواق إتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول، ومن أهمها شركة **Bloomberg** وشركة **Reuters**، ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت وذلك للتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها، حيث تتضمن هذه المواقع معلومات عن التداول يتم تحديثها بشكل يومي، بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، كذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق، ومن جانب آخر أولت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى شركات المساهمة المدرجة فيها، بالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من دول شمال إفريقيا، بل أصبحت التعليمات الجديدة في بعض هذه الدول تلزم شركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص126.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص134.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص124.

- 2- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية خلال عام 2001<sup>1</sup>:** إنتهت هيئة سوق المال خلال الربع الأول من عام 2001 في مصر من إعداد الأدلة الإرشادية وذلك للتأكد من مدى إلتزام الشركات المدرجة في البورصة. بمتطلبات العرض والإفصاح ونشر القوائم على أسس المعايير المحاسبية المصرية والدولية، ويمثل هذا الدليل بداية لسلسلة من الأدلة الإرشادية التي تعتمزم الهيئة إعدادها ونشرها بهدف تعريف المتعاملين معها بنشاط الهيئة وما يجب عليهم إتباعه حتى تستطيع الهيئة تقديم خدماتها وإطلاع المتعاملين على المتطلبات الضرورية لكل خدمة.
- 3- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية خلال عام 2003<sup>2</sup>:** ولقد إستمرت جهود دول شمال إفريقيا في تعزيز الإفصاح خلال عام 2003 وذلك من خلال إعتتماد وتعميم المعايير الدولية المطلوبة بإلزام شركات المساهمة العامة المدرجة عند نشر بيانها المالية الإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات والمستجدات المتعلقة بأنشطتها بشكل دوري، كما تعمل هيئات وإدارة الأسواق المالية بصورة غير مباشرة كسلطة رقابية على كفاءة أداء الشركات، وتنشر هذه الأسواق بيانات تفصيلية عن أداء الأسهم المدرجة فيها مما يساعد المستثمرين على معرفة إتجاه الأسعار لإضفاء المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح وسلامة وعدالة التعامل في الأسواق، سواء فيما يتعلق بنتائج أعمال وأنشطة الشركات المدرجة، أو فيما يتعلق بعمليات التداول في السوق، وبالتالي الإرتقاء بمستوى وطبيعة العلاقة بين إدارات الشركات المدرجة والمساهمين فيها لتعزيز درجة الإطمئنان والثقة في أوساط المستثمرين والمتعاملين.
- 4- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية خلال عام 2004<sup>3</sup>:** وخلال هذا العام قرر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال بمصر تعديل قواعد الإدراج والشطب للأوراق المالية، حيث يلزم الشركات موافات الهيئة والبورصة بصورة من القوائم المالية السنوية فور إعدادها من قبل مجلس الإدارة وتقرير مدققي الحسابات، على أن يكون ذلك قبل بداية جلسة التداول في اليوم التالي من إعدادها على الأكثر، كما إلتزمت الهيئة والبورصة بموافاتها بصورة من تلك القوائم المالية، خلال عشرة أيام من تاريخ إعتمادها من قبل الجمعية العامة للشركة، وصورة من القوائم المالية الفصلية، وتقرير مدقق حسابات الشركة، وذلك خلال خمسة وأربعين يوماً على الأكثر من تاريخ الفترة المذكورة، كما ألزم هذا التعديل الشركات المدرجة في البورصة بتزويد الهيئة بالتقرير السنوي لمجلس إدارة الشركة المعنية.
- 5- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية خلال عام 2006<sup>4</sup>:** وشهدت أسواق الأسهم في دول شمال إفريقيا خلال عام 2006 مجموعة من التطورات الهامة حيث واصلت الهيئات الرقابية لهذه البورصات العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية وأخرى لمهنة الوسطاء ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية كما تعمل تلك الهيئات على وضع معايير للتأكد من سلامة متطلبات الإدراج وقواعد التداول، بحيث يساهم كل ذلك في زيادة كفاءة أداء الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومات الصحيحة والآنية.

1 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 119.

2 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 13.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 19.

4 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 143.

**6- إجراءات تعزيز الإفصاح والشفافية خلال عام 2007<sup>1</sup>:** إستمرت خلال عام 2007 الجهود التي تبذلها دول شمال إفريقيا لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية لهذه البورصات بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين.

**ثانيا- تطور دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية بأسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا:** تتجه معظم أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم الاستقرار فيها وحمايتها من التقلبات الحادة، ويهدف المستثمر المؤسسي في الغالب إلى الإستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالإستثمار بناء على دراسات علمية، في حين أن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وأن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، وهذا من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، لذلك تسعى هذه دول نحو تطوير دور المستثمر المؤسسي من أجل دعم إستقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة.

**1- تطور دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الإستثمارية خلال عام 1999<sup>2</sup>:** وفي هذا الجانب عملت السلطات في تونس على تشجيع الإدخار طويل الأجل بإحداث حسابات إدخار في الأسهم المدرجة في البورصة تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح في حالة تجميد الأموال المودعة لمدة 5 سنوات على الأقل، وفي مصر تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في السوق المالي، حيث بلغ خلال عام 1999 عدد الشركات المرخص لها بالعمل في مجال سمسرة الأوراق المالية 148 شركة و21 صندوق إستثمار، و30 شركة محافظ أوراق مالية، و6 شركات تصنيف و28 شركة إكتتاب عام، ومن جانب آخر تسعى بورصات دول شمال إفريقيا إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدايل الإستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الإستثمار، وتجدر الإشارة إلى أنه يتم تداول وحدات هذه الصناديق في العديد من أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، بالإضافة إلى ذلك تم خلال عام 1999 تأسيس صناديق إستثمارية جديدة في كل من تونس والمغرب، وبذلك يبلغ عدد صناديق الإستثمار المدرجة في بورصة القيم بالدار البيضاء 125 صندوقا في نهاية عام 1999، وفي تونس تم إحداث 3 صناديق إستثمار جديدة ليصبح عدد الصناديق المدرجة في السوق 26 صندوقا.

**2- تطور دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الإستثمارية خلال عام 2001<sup>3</sup>:** ولقد تم إدخال أدوات مالية جديدة للتعامل في بعض أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2001، حيث تم استحداث نشاط التوريق العقاري في مصر، مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها إسم "سندات التوريق"، وتم إضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى نشاط الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ومن جهة أخرى قامت هيئة سوق المال بإصدار القواعد والضوابط بشأن تصنيف الشركات الراغبة في إصدار سندات أوراق مالية أخرى والتي تشمل الشركات الناشطة في مجال توريق الحقوق المالية.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 136.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص 125.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 120.

ثالثاً- تحديث قواعد الإدراج وأنظمة التداول في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا: يقوم العديد من أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا بتحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم. بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال، لأنها تساهم في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وتسهيل التداول فضلاً عن زيادة شفافية السوق، كما أن إستخدام التقنيات الحديثة يؤدي إلى رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وإلى زيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين وترفع من كفاءة الوسطاء.

**1- تطور أنظمة التداول خلال عامي 1999 و 2000:** وتجدر الإشارة إلى أن أسواق الأوراق المالية لكل من مصر وتونس والمغرب تحتوي أنظمة تداول آلي متطورة في عام 1999<sup>1</sup>، ولقد وصلت دول شمال إفريقيا خلال عام 2000 تحديث أنظمة التداول سعياً لقيام أنظمة إلكترونية بالكامل، وفي هذا الصدد أقدمت مصر على إدخال التداول عن بعد، بشكل اختياري لشركات الوساطة، والجدير بالذكر أن هذه الخطوات تساهم في تسهيل التداول ورفع كفاءة الوسطاء<sup>2</sup>.

**2- تطور قواعد الإدراج وأنظمة المقاصة خلال عام 2002<sup>3</sup>:** وفي سنة 2002 أقر مجلس إدارة سوق المال بمصر قواعد الشراء الهامشي\*، وإشترطت هذه القواعد على شركات الوساطة ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال لمزاولة نشاط الشراء الهامشي، كما شملت التطورات إدخال تعديلات على أنظمة التداول وأنظمة المقاصة والتسوية بالإضافة إلى قواعد وتعليمات الإدراج، وفي هذا المجال بدأت الهيئة العامة لسوق المال بمصر تطبيق القواعد الجديدة للقيود وشطب الأوراق المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية، والتي تتماشى مع معايير المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على سوق المال، وألزمت هذه القواعد جميع الشركات المدرجة في البورصة بضرورة توفيق أوضاعها وفقاً لهذه القواعد خلال سنة من بدء العمل بها، حيث سيتم تطبيق القواعد الجديدة إعتباراً من أول أغسطس 2003 أو سيتم نقل قيد الشركات غير الملتزمة بالتطبيق إلى جدول آخر وفقاً للإجراءات التي تضعها إدارة البورصة، وتجدر الإشارة إلى أن القواعد ستطبق على جميع الأوراق المالية المقيدة بالبورصة من أسهم وسندات وصكوك تمويل ووثائق استثمار وشهادات إيداع وغيرها من الأوراق المالية.

**3- تطور قواعد الإدراج وأنظمة المقاصة خلال عام 2003<sup>5</sup>:** قامت العديد من الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2003 بإدخال أنظمة تداول ومقاصة آلية، والبعض منها قام بتطبيق أنظمة تداول الأسهم عبر الإنترنت، كما تم وضع ضوابط وقواعد وآليات جديدة لقيد شركات المساهمة بالبورصات، وهذا كله بهدف

\* - الشراء الهامشي هو عبارة عن سداد جزء من قيمة الصفقة نقداً على أن يسدد الباقي بضمان الأوراق المالية محل الصفقة.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص 126.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 241.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 14.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 13.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 20.

الوصول إلى الشفافية والإفصاح وإتاحة المزيد من الحرية لخروج ودخول الشركات لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا.

**4- تطور أنظمة التداول وأنظمة الرقابة عليها خلال عام 2004<sup>1</sup>:** وفي إطار العمل على تطوير أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا من خلال إستقطاب تقنية المعلومات والأساليب الحديثة لتنظيم التداول، تم في مصر خلال عام 2004 التوقيع على إتفاقية بين شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة لبورصتي القاهرة والإسكندرية، وسوق الدوحة للأوراق المالية لتطوير النظم الرقابية على التداول، ومن جهة أخرى أقرت السلطات المصرية نظاماً جديداً لتغطية وتداول أذون وسندات الخزينة، يسمى نظام " المتداولين الرئيسيين" ومنح البنك المركزي تراخيص لثلاثة عشر بنكاً تسمح لها بملاء تها المالية بمزاولة هذا النشاط.

**5 - تطور قواعد الإدراج خلال عام 2006<sup>2</sup>:** عملت دول شمال إفريقيا خلال عام 2006 على تحسين إجراءات وشروط إدراج الأوراق المالية في الأسواق وتنظيم عمليات إكتتاب شركات المساهمة وتطوير الإجراءات المتعلقة بالأنظمة والقوانين المعتمدة، بهدف الإرتقاء بمستويات الإفصاح وتعزيز مستوى وعي المستثمرين بالمخاطر، وأكدت الإجراءات على إلزام الشركات بالعمل على تقديم بياناتها المالية بما يساعد المستثمرين في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية السليمة.

**رابعا- تطوير أنظمة التسوية والحفظ المركزي في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا:** تعتبر مراكز الإيداع من المؤسسات الهامة في أسواق الأوراق المالية لما توفره هذه المراكز من إيجاد مناخ ملائم للإستثمارات المالية وجذب الإستثمارات الأجنبية، وذلك من خلال تخفيض تكلفة الإستثمار ورفع كفاءة تسوية قيم الأوراق المالية، وقد اتجهت العديد من أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا إلى تطبيق المعايير الدولية في هذا المجال، فالأسواق التي تمتلك أنظمة تداول إلكترونية ومراكز للإيداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري إلكترونياً فور إتمام الصفقة في اليوم نفسه، وتتم عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة (T+1)، أما فيما يتعلق بباقي الأسواق فيتم نقل ملكية الأسهم بعد يوم واحد من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+1)، وتتم عملية التسوية بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول كحد أقصى (T+3).

**1- تطور أنظمة التسوية والحفظ المركزي خلال عام 2000<sup>3</sup>:** لقد بدأت مصر خلال عام 2000 العمل بنظام الإيكتوير وهو نظام إلكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية، وهو نظام سهل الإستخدام من حيث إمكانية تشغيله ببرمجيات معربة من جانب وفي المعايير الدولية المتعارف عليها في هذا الشأن من جانب آخر، حيث أصبح قيد الأوراق المالية للشركات بالإيداع المركزي شرط للإدراج في البورصة.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 143.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 241.



**2- تطور أنظمة التسوية والحفظ المركزي خلال عام 2002<sup>1</sup>:** وخلال عام 2002 كانت العديد من دول شمال إفريقيا قد أنشأت مراكز الإيداع والحفظ المركزي والتي تميزت بالكفاءة، حيث يعمل البعض منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسوية قيم تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين، والحفظ الأمين لهذه الأوراق.

**3- تطور أنظمة التسوية والحفظ المركزي خلال عام 2007<sup>2</sup>:** وخلال عام 2007 واصلت دول شمال إفريقيا الجهود المتعلقة بتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية.

**4- تطور أنظمة التسوية والحفظ المركزي خلال عام 2008<sup>3</sup>:** إن المؤتمن المركزي لبورصة الجزائر بإعتباره حامي المعلومات السرية المتعلقة بالسوق، غير مجهز بمنظومة ملائمة تحميه من مخاطر تخص أمن المعلومات، كما لا تتوفر فيه تجهيزات إلكترونية ضرورية لمواجهة احتمال وقوع مخاطر مثل إندلاع حرائق أو وقوع سرقات أو حدوث فيضانات، كما لا يوجد أي عقد للصيانة تم إبرامه مع مقدمي الخدمات في مجال الإعلام، وهو ما قد يمثل مشكلا جديا بصورة خاصة في حالة وقوع صعوبة أو حصول عطب ما.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 15.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 136.

<sup>3</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2008، الصادر في 30 أبريل 2009، ص 56.

**المبحث الرابع: تقييم أداء سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وخصصة عن طريق هذه الأسواق**

لقد شهدت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا إصلاحات واسعة شملت جميع جوانب هذه الأسواق، بهدف توفير المقومات الأساسية لها من حيث العمق والإتساع والعدالة وتنوع الأدوات المالية، وسنحاول في هذا المبحث تقييم أداء هذه الأسواق، وذلك من خلال إستعمال مؤشرات صندوق النقد العربي التي وضعها لتقييم أسواق الأوراق المالية لكل دولة من دول شمال إفريقيا، وذلك لكي تتمكن من تلخيص أداء الأوراق المالية والتعرف على انفعالات المستثمرين بأية قوانين أو بيانات إقتصادية جديدة، وتبيان كيفية استقبال السوق لها، كما لجأنا إلى التعرف على أحجام أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، بالإضافة إلى الإطلاع على سيولة هذه الأسواق، لكي نتعرف على مدى صحة إفتراض وجود علاقات متبادلة بين الخصصة وتطور أسواق الأوراق المالية التي أشارت إليها تجارب الدول المتقدمة.

**المطلب الأول: أداء سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا**

إن المؤشرات في أسواق الأوراق المالية تمثل مرآة للحالة الاقتصادية، أما مؤشرات أسعار الأسهم فهي فضلاً عن ذلك تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغيير على الأسهم بفترة زمنية، كما أن حجم التداول في أسواق الأوراق المالية يحدد قوة السوق وتوقعات صعوده أو هبوطه بالمستقبل إذ إن كثافة حجم التداول تعني تفاؤل المستثمرين وإقبالهم على الاستثمار في السوق.

**أولاً- مؤشرات صندوق النقد العربي وأسعاره لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا:** يعتبر مؤشر البورصة طريقة موحدة لقياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يوم ي بحيث يكون موجب حين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته والعكس صحيح ، وسنعمد على المؤشرات التي أنشأها صندوق النقد الدولي في تحليلنا لواقع أداء أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا.

**1- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 1999<sup>1</sup>: لقد شهدت سنة 1999**

تحسن أداء سوقي الأوراق المالية في كل من تونس ومصر، حيث إرتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق المال بمصر بنسبة 6.9 في المائة وذلك نتيجة للإجراءات التي تم إتخاذها بهدف تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر وحماية الأسعار من التلاعب، حيث شملت هذه الإجراءات إعداد القواعد الخاصة بقيد الأوراق المالية وتأسيس صندوق ضمان التسويات وإلزام الشركات بتعزيز الإفصاح الكامل عن أي معلومات قد تؤثر على أسعار الأسهم، كما إرتفع مؤشر الأسعار الخاص بسوق تونس للأوراق المالية بنسبة 6.4 في المائة عاكسا بذلك الأداء والأرباح الجيدة للشركات المدرجة فيه، ومن جهة أخرى تراجعت أسعار أسهم باقي أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص127.

- 2- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2000<sup>1</sup>:** لقد تراجع الأداء العام لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا في نهاية عام 2000، حيث بلغ مؤشر أسعار الصندوق الخاص بسوق الأوراق المالية بمصر إنخفاضاً بنسبة 45.8 في المائة، ويرجع هذا الإنخفاض إلى تراجع أسعار الأسهم وتأثر هذا المؤشر بانخفاض سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار خلال العام لأن مؤشرات الصندوق يتم إحسابها مقومة بالدولار.
- 3 - تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2001<sup>2</sup>:** أظهرت مؤشرات صندوق النقد العربي نهاية عام 2001 تراجعاً في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، فقد سجل سوق المال بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34.0 في المائة، ويعزى انخفاض الأسعار في سوق المال بمصر إلى ضعف أداء الشركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى تخفيض سعر الجنيه مقابل الدولار خلال عام 2001.
- 4- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2002<sup>3</sup>:** واصلت مؤشرات صندوق النقد العربي خلال عام 2002 التوضيح بأن الأداء العام لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا يعاني من الإنخفاض للعام الثالث على التوالي، حيث سجل أداء بورصة تونس للأوراق المالية إنخفاضاً بلغت نسبته 6.2 في المائة، وهو أعلى إنخفاض للأسواق المالية في دول شمال إفريقيا المسجلة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ، كما سجلت كذلك بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء إنخفاضاً بنسبة 0.2 في المائة .
- 5 - تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2003<sup>4</sup>:** شهدت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2003 ككل على تحسن كبير في معظم مؤشرات أسواقها، بإستثناء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث شهد إنخفاضاً بنسبة 2.3 في المائة، بينما مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فقد سجل أعلى إرتفاع في دول شمال إفريقيا بلغت نسبته 53.9 في المائة.
- 6- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2004<sup>5</sup>:** إستمرت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2004 في أدائها الجيد الذي حققته في عام 2003 وذلك نتيجة لإستمرار الظروف الإقتصادية المواتية في هذه الدول، حيث إرتفعت أسعار النفط العالمية إلى مستويات عالية وإستمر تدني أسعار الفائدة، فقد أدت فوائض الإيرادات النفطية والطفرة في السيولة المحلية التي نتجت عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وذلك في ضوء إستمرار تدني أسعار الفائدة وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، مما عزز ثقة المستثمرين في تنشيط حركة أسواق الأوراق المالية في المنطقة، كما شهد هذا العام تطوراً آخر تمثل في نشاط كثيف لمؤسسات وأدوات الإستثمار الإسلامية، كما إرتفعت مؤشرات الأسعار التي يحتسبها الصندوق لدول شمال إفريقيا بإستثناء مؤشر بورصة الجزائر الذي إنخفض بنسبة 2.3 في المائة ،

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص242.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 123.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص18.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص18.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص16.

أما بالنسبة لمصر فقد سجل مؤشر سوق المال بمصر أعلى إرتفاع من بين دول شمال إفريقيا حيث بلغت نسبته 70.9 في المائة.

**7- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2005<sup>1</sup>:** واصلت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا أداءها الجيد في عام 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال العامين السابقين مستفيدة من نفس عوامل العام الماضي ومن توسع في الإكتتابات العامة في دول شمال إفريقيا، كما ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في هذه الدول في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والإقتصادي لهذه الدول، مما أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الإستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق، ولقد إرتفع مؤشر سوق الأوراق المالية في مصر وبلغ نسبة 119.5 في المائة.

**8- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2006:** شهدت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2006، تفاوتاً في الأداء بين هذه الأسواق، حيث إرتفع مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة كبيرة بلغت 65 في المائة، وبورصة الأوراق المالية بتونس بنحو 40 في المائة، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 5 في المائة<sup>2</sup>، أما بالنسبة لبورصة الدار البيضاء فقد سجلت أداء إستثنائياً في هذا العام إرتباطاً بدخول عدد من الشركات إلى البورصة، حيث انتقل عدد الشركات المسعرة من 54 شركة سنة 2005 إلى 64 شركة سنة 2006، وترجم ذلك بارتفاع مؤشري "مازي" و"مادكس" بـ 71.1 في المائة و 77.7 في المائة على التوالي<sup>3</sup>.

**9- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2007:** تشير بيانات صندوق النقد العربي إلى ارتفاع المؤشر المحلي لبورصتي القاهرة والإسكندرية بنسبة 43.3 في المائة عام 2007، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 33.9 في المائة، بينما بلغ الإرتفاع في بورصة الأوراق المالية بتونس نسبة 21.1 في المائة.

**10- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2008<sup>5</sup>:** ولقد شهدت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2008 عدة تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في النصف الثاني من هذا العام، مما أدى إلى تراجع أداء أغلبية دول شمال إفريقيا من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية لهذه الأسواق، وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق فقد إنخفضت مؤشرات الصندوق لجميع أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2008، بإستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، ولقد تفاوتت نسب إنخفاض مؤشرات الصندوق للأسواق بشكل كبير، وتراوح نحو 3.8 في المائة في بورصة الجزائر، وإنخفض مؤشر الصندوق لبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 50.9 في المائة، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنحو 19 في المائة.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 134.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 144.

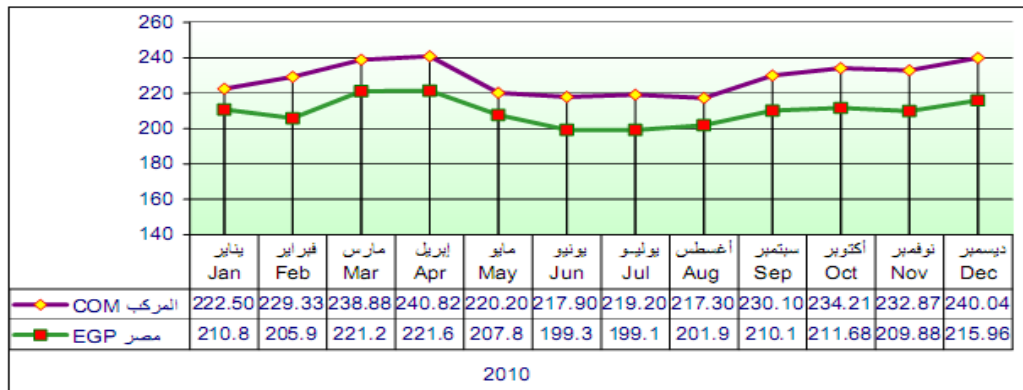
<sup>3</sup> - وزارة المالية والخصوصية، نشرة الظرفية الاقتصادية، المغرب، 2006، ص 7.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 137.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 131.

**11- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2009:** سجل المؤشر الذي يحتسبه الصندوق للبورصة المصرية انخفاضاً خلال عام 2009 بنحو 2.0 في المائة ليبلغ 170 نقطة، مقارنة مع 173.5 نقطة سجلها بنهاية عام 2008، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009 انخفض المؤشر بنسبة بلغت 15.7 في المائة خلال الربع الرابع<sup>1</sup>، كما سجل المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لبورصة القيم المقولة بالدار البيضاء في نهاية عام 2009 انخفاضاً خلال العام بلغت نسبته 3.7 في المائة ليبلغ 466 نقطة مقارنة مع 463 نقطة في نهاية العام السابق، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009، انخفض هذا المؤشر بنحو 0.8 في المائة، أما مؤشر بورصة الدار البيضاء فقد شهد تراجعاً بلغت نسبته 2.3 في المائة خلال الربع الرابع، وتراجعا بنسبة 5.0 في المائة من عام 2009 ككل، بالإضافة إلى ما سبق سجل المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لبورصة تونس للأوراق المالية ارتفاعاً بلغت نسبة 44.5 في المائة في نهاية عام 2009 مقارنة مع العام السابق، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009، ارتفع المؤشر بنسبة 5.2 في المائة خلال الربع الرابع، أما مؤشر بورصة تونس فقد حقق ارتفاعاً بلغت نسبته 5.6 في المائة خلال الربع الرابع، في حين بلغت نسبة الارتفاع لهذا المؤشر عن عام 2009 ككل نحو 48.3 في المائة، ليكون الارتفاع الأعلى بين أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وحتى الأسواق العربية خلال هذا العام، وفيما يخص تطورات أداء بورصة الجزائر فقد أظهر المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لهذه البورصة تراجع أداءها خلال عام 2009 بنسبة 1.2 في المائة مقارنة مع العام السابق، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009 ارتفع المؤشر بنسبة 0.7 في المائة خلال الربع الرابع من عام 2009<sup>2</sup>.

**12- تطور أداء مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال عام 2010:** وسنحاول من خلال الشكل الموالي إختصار أهم تطورات الأداء للبورصة المصرية خلال عام 2010. الشكل رقم (02): يوضح تطورات أداء البورصة المصرية خلال عام 2010.



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	يونيو 2010 June	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	سبتمبر 2010 Sep
8.3	216.0	199.3	2.8	216.0	210.1

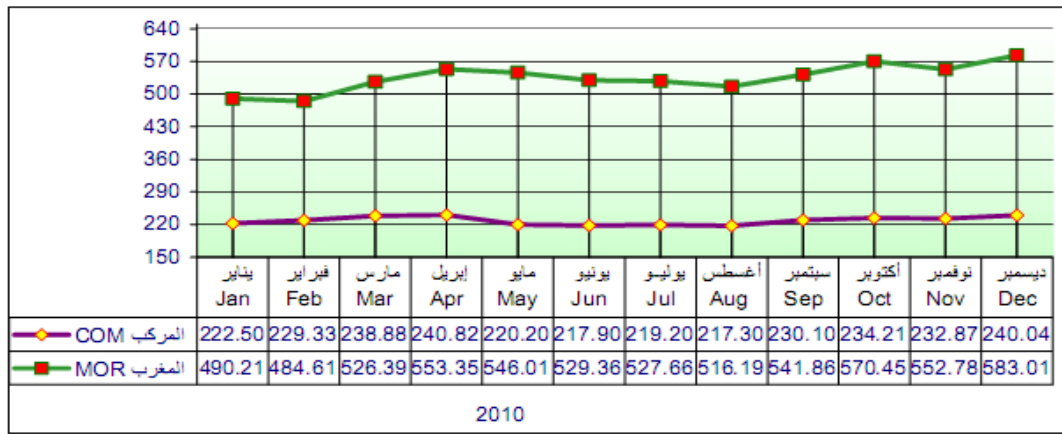
المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 6، ص 65.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص 49.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 23.

لقد تراجعت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المصرية خلال الربع الثاني من عام 2010، حيث تراجع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 9.9 في المائة خلال الربع الثاني من عام 2010، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 8.5 في المائة عن الربع الأول من العام نفسه، أما المؤشر المحلي، فقد تراجع بدوره بنسبة 15.0 في المائة خلال الربع الثاني، فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا عن الربع الأول بلغ 11.4 في المائة<sup>1</sup>، كما سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المصرية ارتفاعا خلال الربع الرابع من عام 2010 واصلت به الإرتفاع الذي سجلته خلال الربع السابق وإن كان بوتيرة أقل، فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 2.8 في المائة خلال الربع الرابع من عام 2010، مقابل ارتفاع أكبر بلغت نسبته 5.4 في المائة عن الربع الثالث من العام نفسه، أما عن العام 2010 ككل، فقد حقق مؤشر الصندوق للبورصة المصرية ارتفاعا بنحو 5.9 في المائة، أما مؤشر البورصة المصرية، فقد ارتفع بدوره بنسبة 4.0 في المائة خلال الربع الرابع، فيما كان هذا المؤشر قد سجل إرتفاعا عن الربع الثالث بلغ 8.7 في المائة<sup>2</sup>. أما بالنسبة لتطورات الأداء لبورصة الدار البيضاء فسنعحاول تلخيصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (03): يوضح تطورات أداء بورصة الدار البيضاء خلال عام 2010.



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	يونيو 2010 June	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	سبتمبر 2010 Sep
10.1	583.0	529.4	7.6	583.0	541.9

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 73. ولقد ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الدار البيضاء خلال الربع الثاني من 2010، فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 0.6 في المائة خلال الربع الثاني من عام 2010، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 6.5 في المائة عن الربع الأول من العام نفسه، أما مؤشر بورصة الدار البيضاء، فقد تراجع بدوره بنسبة 3.11 في المائة ليصل إلى 11773.87 نقطة في نهاية يونيو 2010، فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا عن الربع الأول بلغ 8.52 في المائة<sup>3</sup>، ولقد واصلت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الدار البيضاء خلال الربع الرابع 2010، ارتفاعا وللربع

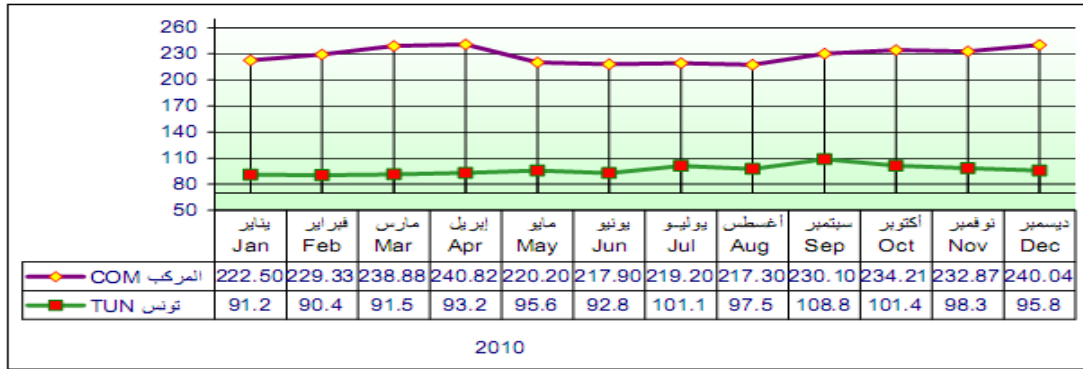
<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص 61.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 65.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص 69.

الخامس على التوالي، فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 7.6 في المائة خلال هذا الربع الرابع، مقابل ارتفاع أقل بلغت نسبته 2.4 في المائة خلال الربع الثالث من العام نفسه، أما عن عام 2010 ككل، فقد حقق مؤشر الصندوق للبورصة المغربية ارتفاعا بنحو 18 في المائة، أما مؤشر بورصة الدار البيضاء، فقد ارتفع بدوره بنسبة 6.5 في المائة خلال الربع الرابع ليصل إلى 12655.2 نقطة في نهاية ديسمبر 2010، فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا عن الربع الثالث بلغ 3.1 في المائة<sup>1</sup>. أما بالنسبة لتطورات الأداء لبورصة تونس فسنحاول تلخيصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (04): يوضح تطورات أداء بورصة تونس في عام 2010.



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	يونيو 2010 June	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	سبتمبر 2010 Sep
3.3	95.8	92.8	-11.9	95.8	108.8

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 33.

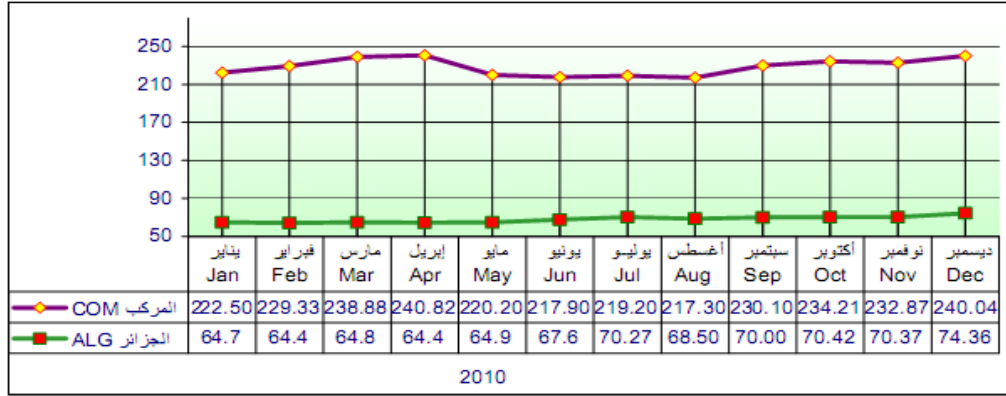
ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة تونس خلال مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 1.4 في المائة خلال الربع الثاني من عام 2010، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 6.9 في المائة عن الربع الأول من العام نفسه، أما مؤشر بورصة الأوراق المالية بتونس، فقد ارتفع بدوره بنسبة 4.87 في المائة خلال الربع الثاني ليصل إلى 4914.43 نقطة في نهاية يونيو 2010، فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا عن الربع الأول بلغ 9.19 في المائة<sup>2</sup>، ولقد تراجعت مشرات الأسعار الخاصة ببورصة تونس خلال الربع الرابع من عام 2010، وهو أول تراجع فصلي منذ بداية العام 2009، فقد انخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 11.9 في المائة خلال الربع الرابع من عام 2010 (نسبة الإنخفاض الأعلى بين أسواق دول شمال إفريقيا وحتى العربية منها خلال هذا الربع)، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 17.3 في المائة عن الربع الثالث من العام نفسه، أما عن العام 2010 ككل، فقد حقق مؤشر الصندوق للبورصة التونسية ارتفاعا بنحو 12 في المائة، أما مؤشر بورصة الأوراق المالية بتونس، فقد انخفض بدوره بنسبة 10.0 في المائة خلال الربع الرابع ليصل إلى 5112.5 نقطة في نهاية ديسمبر 2010، فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا كبيرا

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 73.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص 27.

عن الربع الثالث بلغ 15.6 في المائة<sup>1</sup>، أما بالنسبة لتطورات الأداء لبورصة الجزائر فسنبحاول إختصارها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (05) : يوضح تطورات أداء بورصة الجزائر في عام 2010.



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	يونيو 2010 June	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	سبتمبر 2010 Sep
9.9	74.4	67.6	6.2	74.4	70.0

**المصدر:** صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص101. كما ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر خلال الربع الثاني من عام 2010، فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 4.4 في المائة خلال الربع الثاني من عام 2010، مقابل ارتفاع نسبته 1.4 في المائة عن الربع الأول من العام نفسه<sup>2</sup>، كما ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر خلال الربع الرابع من عام 2010، فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 6.2 في المائة خلال الربع الرابع من عام 2010، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 3.5 في المائة عن الربع الثالث من العام نفسه، أما عن العام 2010 ككل، فقد حقق مؤشر الصندوق للبورصة الجزائرية ارتفاعا بنحو 16.6 في المائة<sup>3</sup>.

ثانيا- قياس أحجام أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا: يعتبر حجم سوق الأوراق المالية في مجتمع ما، أحد المحددات الرئيسية لقدرتها على اجتذاب المدخرات المحلية والأجنبية من جهة وتوفير التمويل اللازم للإستثمار من جهة أخرى، ويقاس حجم ومدى إتساع سوق الأوراق المالية بحجم رأس المال السوقي للشركات في البورصة ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي أو ما يعرف بمؤشر رسملة السوق، وفيما يلي سنحاول التعرف على أحجام أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال الفترة (1999-2010).

**1- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 1999<sup>4</sup>:** وقد شهدت أحجام الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا تحسنا في عام 1999، فقد ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق، حيث

1 - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 61، ص33.

2 - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص95.

3 - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص 101.

4 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص128.



بلغت القيمة السوقية لسوق المال بمصر حوالي 33.0 مليار دولار، كما بلغت القيمة السوقية لبورصة تونس حوالي 2.6 مليار دولار، كما ارتفعت قيمة التعاملات في كل من تونس ومصر والمغرب، وانخفضت في باقي أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا.

**2- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2000<sup>1</sup>:** لقد انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2000 في جميع هذه الأسواق باستثناء أسواق الأسهم بتونس التي بلغت قيمتها حوالي 2 مليار، كما ارتفعت أحجام التداول في هذه الأسواق مقارنة مع العام الماضي، وقد ارتفعت قيمة التعاملات في أسواق الأوراق المالية لكل من تونس ومصر بما نسبته 50.2 في المائة و21.3 في المائة، في حين انخفضت في باقي الأسواق، وسجل أعلى انخفاض لها في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء بنسبة 5 في المائة.

**3- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2001<sup>2</sup>:** وفيما يخص بورصة الجزائر سجل عدد أوامر البيع والشراء زيادة نسبتها 20.3 في المائة، بين عامي 2000 و2001، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 12.2 في المائة، وعلى الرغم من ارتفاع عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت قيمة هذه الأسهم بحوالي 28.2 في المائة، ولمزيد من المعلومات حول القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا خلال الفترة (1994-2002) يرجى الإطلاع على الجدول الموالي رقم: (01).

جدول رقم (01): يوضح القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا خلال الفترة (1994-2002) بالمليون دولار

بورصة الأوراق المالية بتونس	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	الهيئة العامة لسوق المال بمصر	
2,559.29	4,446.10	4,258.82	1994
3,868.54	5,970.71	8,074.20	1995
3,851.56	8,554.92	14,184.76	1996
2,315.68	12,248.77	20,875.70	1997
2,229.09	15,610.38	24,381.37	1998
2,638.43	13,701.68	33,038.65	1999
2,809.12	10,875.84	30,791.26	2000
2,229.57	9,030.80	24,308.57	2001
2,125.68	8,564.24	26,338.69	2002

المصدر: صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، يونيو 2003، ص 22.

**4- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2003<sup>3</sup>:** أما بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا لعام 2003، فنلمس ارتفاع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية في مصر، نتيجة لارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير، وكذلك نتيجة لزيادة أرباح هذه الشركات وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 244.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 125.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 19.

**5- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2004:** لقد إنخفضت القيمة السوقية لبورصة الجزائر بنسبة 2.3 في المائة وإنخفضت قيمة الأسهم المتداولة فيها بنسبة 47.1 في المائة<sup>1</sup>، ولقد واصلت بورصة الجزائر خلال عام 2005 إنخفاض قيمة الأسهم المتداولة فيها بنسبة 60.4 في المائة<sup>2</sup>.

**6- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2006:** شهد عدد من الأسواق في دول شمال إفريقيا طرح إصدارات جديدة خلال عام 2006، فقد تم طرح إصدارات جديدة في بورصتي القاهرة والإسكندرية بقيمة 17.2 مليار دولار، ولقد تصدرت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء الأسواق في دول شمال إفريقيا، وحتى الأسواق العربية في ارتفاع أسعار الأسهم فيها إلى مستويات قياسية حيث بلغ مضاعف السعر على العائد حوالي 32، وتليها بمستوى أقل بكثير بورصة الأوراق المالية في تونس<sup>3</sup>.

ولقد بلغت رسملة البورصة المغرب 417.1 مليار درهم خلال عام 2006 مرتفعة بـ: 65.3 في المائة، وذلك ارتباطا بتزايد الأسعار المتوسطة بـ: 63.1 في المائة وزيادة عدد القيم المقبولة للإدراج بـ: 1.3 في المائة، إثر إدراج 10 شركات جديدة، من بينها 6 مقاولات صغرى ومتوسطة، مقابل 5 شركات فقط خلال الفترة 2002-2005، كما تم تمديد التشجيعات الضريبية لدخول البورصة لثلاث سنوات، مما يدل على دعم الدولة لتطوير سوق البورصة، وأما على صعيد الحجم الإجمالي للمعاملات، فقد بلغ 166.4 مليار درهم عند نهاية 2006، مسجلا بذلك إرتفاعا بـ: 10.5 في المائة مقارنة مع 2005، ولقد تم الجزء الأكبر من المبادلات على مستوى السوق المركزية بنسبة 71.3 في المائة بفضل نشاط قيم الضحي 29.2 في المائة واتصالات المغرب 17.4 في المائة، أما باقي المبادلات فتوزعت ما بين سوق الكتل 12.3 في المائة والإدراجات 7.8 في المائة والمساهمة بالسندات 6.2 في المائة والزيادة في رأس المال 2.2 في المائة، وعلى المستوى القطاعي تضاعف مؤشر قطاع العقار بأكثر من أربع مرات 328.2 في المائة، إرتباطا بالأداء الجيد لأسهم مجموعة الضحي إثر إعلانها عن مشاريعها الإستثمارية وإتفاقية شراكتها مع المجموعة الإماراتية "القدرة"، وفي المرتبة الثانية حل مؤشر قطاع الكيمياء الذي تزايد بأكثر من الضعف بفضل نشاط قيمة "كولورادو"، يليه قطاع التوزيع بـ: 117.5+ وقطاع البنوك بـ: 87.6+<sup>4</sup>.

**7- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2007:** كما شهدت غالبية أسواق الأوراق المالية تحسنا ملحوظا خلال عام 2007 سواء من حيث أحجام التداول أو الأسعار أو القيم السوقية للأوراق المتداولة في تلك الأسواق مقارنة بعام 2006، كما سجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أعلى ارتفاع في مؤشر مضاعف السعر على العائد (والذي يتم احتسابه على أساس مقارنة الارتفاع في سعر السهم المتداول مع

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 17.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 136.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 144.

<sup>4</sup> - وزارة المالية والخوصصة، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، المغرب، 2006، ص 7.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 138.

العائد المتوقع من السهم) للعام الثاني على التوالي، حيث بلغ هذا المؤشر حوالي 34 في عام 2007، تلتها بورصتي القاهرة والإسكندرية عند مستوى 19.1.

**8- تطور أحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2008<sup>1</sup>:** وفيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2008، فلقد إنخفض إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق، حيث إنخفضت القيمة السوقية لبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1 في المائة وبلغت 923,85 مليون دولار، وبلغت أحجام التداول في البورصة المصرية 87,958 مليون دولار، وفي بورصة القيم بالدار البيضاء 65,748.0 مليون دولار، وفي البورصة التونسية 6,304.1 مليون دولار، وفي البورصة الجزائرية 313.0 مليون دولار، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملاحق التي تحمل الأرقام التالية: 01، 02، 03، 04.

**9- تطور القيمة السوقية وأحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا خلال عام 2009:**

لقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المصرية في نهاية عام 2009 بنسبة 6.0 في المائة لتبلغ حوالي 91.09 مليار دولار مقارنة بنحو 85.92 مليار دولار رصيدها المسجل في نهاية عام 2008، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009، انخفضت القيمة السوقية بنحو 11.35 في المائة<sup>2</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (01).

كما ارتفعت القيمة السوقية لبورصة القيم المقولة بالدار البيضاء كذلك في نهاية عام 2009 بنسبة 12.83 في المائة لتبلغ حوالي 74.19 مليار دولار، مقارنة مع 65.75 مليار دولار في نهاية العام السابق، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009، ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 10.2 في المائة<sup>3</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (02).

ولقد ارتفعت القيمة السوقية لحجم السوق بتونس في نهاية عام 2009 بنسبة 46.5 في المائة لتبلغ حوالي 9.24 مليار دولار مقارنة مع 6.30 مليار دولار في نهاية العام الماضي، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009، ارتفعت القيمة السوقية لبورصة تونس للأوراق المالية بنسبة 6.9 في المائة<sup>4</sup>، وعلى العكس انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والبالغ عددها شركتين فقط في نهاية عام 2009 بنسبة 1.18 في المائة لتبلغ حوالي 91.08 مليون دولار مقابل 92.17 مليون دولار في نهاية العام السابق وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009 ارتفعت القيمة السوقية بنسبة بلغت نحو 0.79 في المائة<sup>5</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (03).

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 132.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص 49.

<sup>3</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 55.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص 23.

<sup>5</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 79.

أما على صعيد أحجام التداول خلال عام 2009، انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في السوق المصرية بنسبة 7.7 في المائة لتبلغ حوالي 81.17 مليار دولار، مقابل 87.96 مليار دولار خلال العام السابق، وتبعاً لذلك انخفض متوسط التداول اليومي من 345 مليون دولار إلى 320 مليون دولار، وفي المقابل ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009 بنسبة 65.5 في المائة ليبلغ حوالي 36.65 مليار سهم، مقارنة مع 22.15 مليار سهم تم تداولهم خلال العام السابق، وارتفع بذلك متوسط عدد الأسهم المتداولة يومياً من 86.9 مليون سهم إلى 144.3 مليون سهم<sup>1</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (01).

وعلى العكس ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة القيم المقولة بالدار البيضاء بنسبة 15.3 في المائة لتبلغ حوالي 16.2 مليار دولار مقارنة مع 14.1 مليار دولار خلال العام السابق، وتبعاً لارتفاع قيمة التداول، ارتفع متوسط التداول اليومي خلال العام ليبلغ 65.2 مليون دولار مقابل نحو 57.7 مليون دولار خلال العام الماضي، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009 بالمغرب قد سجل ارتفاعاً بلغت نسبته 28.1 في المائة ليبلغ 286 مليون سهم مقارنة مع 224 مليون سهم تم تداولها خلال العام السابق، ونتيجة لذلك، ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من حوالي 913 ألف سهم إلى 1.150 مليون سهم<sup>2</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (02).

كما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في السوق التونسية خلال عام 2009 بنسبة 19.5 في المائة لتبلغ 1.360 مليار دولار مقارنة مع 1.689 مليار دولار خلال العام السابق، الأمر الذي أدى إلى انخفاض في متوسط التداول اليومي من 6.8 مليون دولار إلى 5.4 مليون دولار، وارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009 في تونس بنسبة 9.7 في المائة ليبلغ حوالي 190 مليون سهم مقارنة مع 173 مليون سهم تم تداولهم خلال العام السابق، وارتفع بذلك متوسط عدد الأسهم المتداولة يومياً بتونس من حوالي 694 ألف سهم إلى حوالي 760 ألف سهم<sup>3</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (03).

كما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة الجزائرية خلال عام 2009 بنسبة 40.1 في المائة لتبلغ حوالي 190 ألف دولار مع حوالي 310 ألف دولار خلال العام السابق، ويعزى صغر أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي أسواق المالية في دول شمال إفريقيا إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك اقتصر التداول على يومي تداول في الأسبوع، وعلى صعيد عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009، انخفض عدد هذه الأسهم بنسبة 30.2 في المائة ليصل إلى نحو 496 ألف سهم خلال العام مقابل حوالي 346 ألف سهم تم تداولها خلال العام السابق<sup>4</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (04).

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص 49.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 55.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص 23.

<sup>4</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 79.

**10- تطور القيمة السوقية وأحجام التداول لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا في عام 2010:** وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لبورصة مصر، فقد بلغت هذه القيمة نحو 74780 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010، أي أقل نحو 9209 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من العام نفسه، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 348 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010، هذا وقد انخفضت أسعار 153 شركة مدرجة وذلك خلال الربع الثاني<sup>1</sup>، كما بلغت هذه القيمة نحو 84.11 مليار دولار في نهاية الربع الرابع من 2010، أي أكثر بنحو 5.6 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من العالم نفسه، أما بالمقارنة مع نهاية العام السابق 2009، تراجعت القيمة السوقية بنحو 7.0 مليار دولار، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 396.7 مليون دولار في نهاية ديسمبر 2010، مقارنة مع 297.7 مليون دولار في نهاية عام 2009<sup>2</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (01).

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية ببورصة المغرب، فقد بلغت هذه القيمة نحو 569.5 مليار درهم في نهاية الربع الثاني 2010، أي بزيادة 8.9 مليار درهم بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من العام نفسه، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 859 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010، وهذا وفيما انخفضت أسعار تسع شركات فقط، ارتفعت أسعار 65 شركة، وذلك خلال هذا الربع الثاني<sup>3</sup>، وفي نهاية ديسمبر 2010 بلغت القيمة السوقية نحو 69.39 مليار دولار، أي بزيادة بنحو 4.06 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الرابع من العام نفسه، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 925.2 مليون دولار في نهاية ديسمبر 2010، مقارنة مع 1016.2 في نهاية ديسمبر 2009، هذا وفيما ارتفعت أسعار 41 شركة، انخفضت أسعار 33 شركة مدرجة، فيما حافظت شركة واحدة على سعرها وذلك خلال الربع الرابع<sup>4</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (02).

ولقد بلغت القيمة السوقية لبورصة تونس نحو 14.4 مليار دينار تونسي في نهاية الربع الثاني 2010، أي بزيادة نحو واحد مليار دينار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من العام نفسه، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 182 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010، وهذا وفيما انخفضت أسعار 10 شركات، ارتفعت أسعار 42 شركة، وذلك خلال هذا الربع الثاني<sup>5</sup>، ولقد بلغت القيمة السوقية لبورصة تونس نحو 10.61 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2010، أي بانخفاض بنحو 1.26 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من العام نفسه أما مقارنة مع نهاية عام 2009، فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 1.37 مليار دولار، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 189.5 مليون دولار في نهاية ديسمبر 2010،

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص: 61.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص: 65.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص: 69.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص: 73.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص: 27.

مقارنة مع 177.6 مليون دولار في نهاية العام السابق 2009، هذا وفيما انخفضت أسعار 50 شركة مدرجة، ارتفعت أسعار 6 شركات فقط، وذلك خلال هذا الربع الرابع<sup>1</sup>، لمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (03).

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لبورصة الجزائر، فقد بلغت هذه القيمة نحو 96.5 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010، أي بزيادة نحو 4.1 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من العام نفسه، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 48.25 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010<sup>2</sup>، أما في نهاية الربع الرابع من عام 2010 فلقد بلغت القيمة السوقية نحو 106.1 مليون دولار أي بارتفاع بنحو 6.2 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من العام نفسه، وبالمقارنة مع نهاية عام 2009، ارتفعت القيمة السوقية بنحو 15 مليون دولار، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ نحو 53 مليون دولار في نهاية ديسمبر 2010، مقارنة مع 45.55 مليون دولار في نهاية ديسمبر 2009<sup>3</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (04).

وعلى صعيد نشاط التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة المصرية خلال الربع الثاني 2010 نحو 19325 مليون دولار، مقابل قيمة بلغت 15078 مليون دولار عن الربع الأول من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته 28.2 في المائة، وبناء على ذلك، ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو 243.2 مليون دولار عن الربع الأول ليصل إلى 311.7 مليون دولار عن الربع الثاني، ويذكر أن هذا المتوسط اليومي كان قد بلغ 319.6 مليون دولار عن العام الماضي 2009<sup>4</sup>، ولقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع 2010 نحو 12.48 مليار دولار، مقابل قيمة بلغت 10.68 مليار دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته نحو 17.0 في المائة، وبناء على ذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو 169.5 مليون دولار عن الربع الثالث ليصل إلى 208 مليون دولار عن الربع الرابع<sup>5</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (01).

وعلى صعيد نشاط التداول بالبورصة المغربية فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثاني 2010 نحو 3.28 مليار دولار، مقابل قيمة بلغت 2.25 مليار دولار عن الربع الأول من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته 45.8 في المائة، وبناء على ذلك، ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو 63.3 مليون دولار عن الربع الأول ليصل إلى 50.5 مليون دولار عن الربع الثاني، ويذكر أن هذا المتوسط اليومي كان قد بلغ 65.2 مليون دولار عن العام الماضي 2009<sup>6</sup>، ولقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع 2010 نحو 4.37 مليار دولار، مقابل قيمة

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2010، العدد: 61، ص33.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص95.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2010، العدد: 61، ص101.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص61.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد 63، ص: 65.

<sup>6</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص69.

بلغت 3.98 مليار دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته نحو 10.0 في المائة، وبناءً على ذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو 63.2 مليون دولار عن الربع الثالث ليصل إلى 693 مليون دولار عن الربع الرابع<sup>1</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (02).

ولقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية بتونس خلال الربع الثاني 2010 نحو 440 مليون دولار، مقابل قيمة بلغت 371 مليون دولار عن الربع الأول من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته 18.6 في المائة، وبناءً على ذلك، ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو 5.99 مليون دولار عن الربع الأول ليصل إلى 6.87 مليون دولار عن الربع الثاني، ويذكر أن هذا المتوسط اليومي كان قد بلغ 5.4 مليون دولار عن العام الماضي 2009<sup>2</sup>، أما بالنسبة لنشاط التداول خلال الربع الرابع من عام 2010، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو 498 مليون دولار، مقابل قيمة بلغت 562 مليون دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، أي بانخفاض بلغت نسبته 11.4 في المائة، وبناءً على ذلك، انخفض متوسط التداول اليومي نحو 8.9 مليون دولار عن الربع الثالث ليصل إلى 8.0 مليون دولار عن الربع الرابع<sup>3</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (03).

وعلى صعيد نشاط التداول ببورصة الجزائر، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثاني 2010 نحو 58 ألف دولار، مقابل قيمة بلغت 25 ألف دولار عن الربع الأول من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته 132 في المائة، وبناءً على ذلك، ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو ألف دولار عن الربع الأول ليصل إلى ألفي دولار عن الربع الثاني، ويذكر أن هذا المتوسط اليومي كان قد بلغ 1.8 ألف دولار عن العام الماضي 2009<sup>4</sup>، أما بالنسبة لنشاط التداول خلال الربع الرابع من عام 2010، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو 46.1 ألف دولار، مقابل قيمة بلغت 32.2 ألف دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، أي بارتفاع بلغت نسبته 43.2 في المائة، وبناءً على ذلك ارتفع متوسط التداول اليومي (الأولي بين الأسواق العربية) من نحو 1.29 ألف دولار عن الربع الثالث ليصل إلى 1.85 ألف دولار عن الربع الرابع، أما عن العام 2010 ككل، فقد بلغ حجم التداول نحو 161.5 دولار، يذكر أن حجم التداول عن العام 2009 بلغ نحو 187.5 ألف دولار<sup>5</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجع الإطلاع على الملحق رقم: (04).

**ثالثاً- قياس عدد الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا:** إضافة إلى معدل رأس المال السوقي هناك معيار آخر بإمكانه أن يكون دليلاً لقياس حجم السوق والمتمثل في عدد الشركات المسجلة في البورصة، حيث أن هذا المؤشر يدل على كبر حجم السوق، وكلما زاد عدد الشركات المسجلة في البورصة كلما زادت نسبة النمو في رأس المال السوقي للأسواق المالية الناشئة، ولقد احتل سوق المال بمصر الترتيب الأول في عدد

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص: 73.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص: 27.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص: 33.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد: 61، ص: 95.

<sup>5</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2010، العدد: 63، ص: 101.

الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وبواقع 1033 شركة خلال عام 1999<sup>1</sup>، وكمحصلة لإضافة وشطب وإدماج بعض الشركات المدرجة في هذه الأسواق خلال عام 2000 فقد حافظت مصر على الصدارة بـ: 1071 شركة، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر إنخفض ليبلغ 792 شركة خلال عام 2004 مقابل 967 شركة العام الماضي<sup>2</sup>، هذا ويجدر الإشارة بأن بورصة الجزائر لا تزال عدد الشركات المدرجة فيها يبلغ ثلاث شركات منذ 2001<sup>3</sup>، ولقد تصدرت سوق الأسهم لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء خلال عامي 2006 و2007 قائمة أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي يتم التداول في أسهمها حوالي 784.3 مليون دولار و1034 مليون دولار.

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عام 2008 فقد بلغ في بورصة الجزائر إثنان وفي بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء 77 شركة، وفي بورصة الأوراق المالية بتونس 50 شركة، أما بالنسبة لبورصتي القاهرة والإسكندرية فقد بلغ 373 شركة<sup>4</sup>، ولمزيد من التفاصيل يرجى الإطلاع على الملاحق التي تحمل الأرقام التالية: 01، 02، 03، 04.

ولقد إنخفض عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية من 373 شركة في نهاية 2008 إلى 306 شركة في نهاية عام 2009<sup>5</sup>، كما لقد إنخفض عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال عامي 2009 و2010 نتيجة تطبيق هذه الأسواق لقواعد جديدة لقيود وشطب الأوراق المالية، والتي تتماشى مع معايير المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على سوق المال، ولمزيد من التفاصيل يرجى الإطلاع على الملاحق التي تحمل الأرقام التالية: 01، 02، 03، 04.

### المطلب الثاني: قياس السيولة في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا

إن إتصاف أسواق الأوراق المالية بالسيولة العالية يمنحها القدرة على تخصيص رأس المال، وهذا يعني إمكانية البيع والشراء بسهولة وبتكاليف زهيدة، ومن أجل التعرف على واقع سيولة أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، لجأنا إلى قياس مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقياس معدل الدوران في كل دولة من هذه الدول.

أولاً- قياس القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا: يقيس مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عمق القيمة السوقية في الإقتصاد الوطني، وهذا ماسنحاول معرفته في أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا من خلال الجدول الموالي:

1 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص 128.

2 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 17.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 137.

4 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 133.

5 - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2009، العدد: 60، ص 23.



جدول رقم (02): يوضح القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لبعض دول شمال إفريقيا خلال الفترة (2000-2007)

الجزائر	تونس	المغرب	مصر	البلدان السنوات
-	% 14.5	% 33.1	% 32.1	2000
-	% 11.1	% 27.0	% 26.5	2001
-	% 9.2	% 23.7	% 33.3	2002
% 0.25	-	% 29.5	% 39.3	2003
% 0.17	تتراوح من 10 إلى 40 %	تتراوح من 10 إلى 40 %	% 51	2004
% 0.09	تتراوح من 9 إلى 22 %	% 52	% 89	2005
0.08	% 13.4	% 84.4	% 87.1	2006
% 0.1	% 15.4	% 102.8	% 108.5	2007

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي الموحد لصندوق النقد العربي لسنوات التالية: 2000، 2001، 2002، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007.

من الجدول يتضح لنا بأن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول شمال إفريقيا تدنت في عامي 2000 و 2001 في جميع هذه الدول، كما إنخفضت كذلك في عام 2002 بإستثناء مصر، وإبتداء من عام 2003 بدأت هذه النسبة بالإرتفاع في جميع دول شمال إفريقيا إلى غاية 2007، ويمكن ملاحظة أن دول شمال إفريقيا تشترك في أن الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول متقارب ويقل عن 50 في المائة خلال الفترة (2000-2003)، وفي سنة 2004 بلغت هذه النسبة في مصر 51 في المائة على غرار جميع الدول الباقية والتي قلت فيها النسبة عن 50 في المائة، وإبتداء من سنة 2005 يتضح بأن أسواق الأسهم في دول شمال إفريقيا يمكن تصنيفها إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي وهي بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وأما المجموعة الثانية فتضم بقية الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن نصف قيمة الناتج القومي الإجمالي، وهي تعتبر أسواقا صغيرة الحجم مقارنة بحجم الإقتصاد الوطني لبلد السوق المعني، ولزيد من المعلومات حول القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لدول شمال إفريقيا لسنوات 2008، 2009، 2010، يرجى الإطلاع على الملاحق التي تحمل الأرقام التالية: 01، 02، 03، 04.

ثانياً- قياس معدل الدوران في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا: ومن أجل التعرف على سيولة أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا سنلجأ إلى قياس معدل الدوران (وهو قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية) بهذه الأسواق والتي سنختصرها ضمن الجدول الموالي.

جدول رقم (03): يوضح معدل الدوران لبعض دول شمال إفريقيا خلال الفترة (1999-2010)

الجزائر	تونس	المغرب	مصر	البلدان السنوات
-	-	-	%29	1999
-	% 11.1	%24.5	%41.3	2000
-	% 9.3	%15.3	%24.3	2001
-	%11.6	%16.8	%24.5	2002
%0.05	% 7.7	%18.2	%15.6	2003
%0.09	-	-	%15	2004
%0.05	-	-	%35.0	2005
%0.0338	%13.59	%18.9	%52	2006
%0.2188	%14.02	%29.8	%47.3	2007
%0.31	%25.4	%20.4	%100.6	2008
%0.21	%18.4	%22.0	%90.6	2009
%0.04	% 4.69	%6.3	%14.8	*2010

\*- معدل الدوران لعام 2010 هو عبارة عن معدل الدوران لربع الرابع لعام 2010.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على إصدارات صندوق النقد العربي ل سنوات التالية: 1999، 2000، 2001، 2002، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010.

ولمزيد من المعلومات حول معدل الدوران يرجى الإطلاع على الملاحق التي تحمل الأرقام التالية: 01، 02، 03، 04.

## المطلب الثالث: حصيلة الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا

عملت الحكومات في دول شمال إفريقيا منذ بداية التسعينيات على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها، بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق وإدخال العمل فيها بالأساليب والمعايير المتعارف عليها دولياً من أجل الإرتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الإستثمارات الخارجية، ونتيجة لذلك أصبح بإمكان دول شمال إفريقيا أن تعتمد على أسلوب البيع من خلال سوق الأوراق المالية، والذي يتم بموجبه تحويل المؤسسات المراد خصخصتها إلى شركات مساهمة وطرح أسهمها للإكتتاب العام من أجل الإستفادة من مزايا هذا الأسلوب في الخصخصة، وفيمايلي سنحاول التعرف على حصيلة الخصخصة بواسطة هذا الأسلوب في دول شمال إفريقيا.

**أولاً- حصيلة الخصخصة بواسطة سوق مصر للأوراق المالية:** بدأ تنفيذ برنامج الخصخصة في مصر عام 1991 مع صدور القانون رقم 203 الذي حدد قائمة تضم 314 شركة تعمل في القطاع العام، تدار من خلال 17 شركة قابضة، قررت الدولة تحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص بصورة كاملة أوجزئية.

**1- حصيلة الخصخصة خلال الفترة ( 1996-2001 )<sup>1</sup>:** وتميزت مسيرة الخصخصة في مصر خلال الفترة (1996-1999) بالقوة والإستمرارية في ظل تنامي قدرة سوق الأوراق المالية على استيعاب المعروض من الأسهم، حيث تمت أول عملية خصخصة لمؤسسة حكومية من خلال طرح أسهمها للإكتتاب العام في عام 1996، عند طرح قرابة 75 في المائة من أسهم "مدينة نصر للإسكان والتعمير" التي لاقت إقبالا جماهيريا واسعا ثم تلى ذلك عمليات طرح أسهم لشركات أخرى، حيث تم تحصيل قرابة 40 في المائة من مجمل إيرادات الخصخصة والبالغة حوالي 5.2 مليار دولار عبر البورصة منذ بدأ تنفيذ برنامج الخصخصة وحتى نهاية عام 2001.

**2- حصيلة الخصخصة خلال عام 2002<sup>2</sup>:** وخلال عام 2002 تمت الموافقة في مصر على مشروع قانون يفتح الطريق أمام خصخصة قطاع الاتصالات وينهي احتكار الدولة لعدد من الخدمات في هذا القطاع ويعرض امتيازات كبيرة على القطاع الخاص تسمح له بمضاعفة الاستثمارات فيه.

**3- حصيلة الخصخصة خلال عام 2003<sup>3</sup>:** وفي خلال هذا العام قررت وزارة قطاع الأعمال بمصر إعادة النظر في أساليب تقييم الشركات المطروحة للبيع في إطار برامج الخصخصة، لتيسير عملية بيع الشركات، حيث سيتم التوسع في البيع بنظام الوحدات المستقلة والذي يشمل طرح الشركات للبيع بعد تقسيمها إلى فروع ومصانع وبيع كل فرع ومصنع بصفة مستقلة للتيسير على المستثمرين، ومن المتوقع أن يتم إقرار القواعد الجديدة لأساليب التقييم وطرق البيع من قبل اللجنة الوزارية للخصخصة، وتهدف عملية إعادة النظر في أساليب التقييم إلى تنشيط بيع عدد من الشركات

1 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص171.

2 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 17.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص17.

التجارية والصناعية والفنادق التي تعثر بيعها خلال الفترة الماضية، ووافقت اللجنة العليا للخوصصة على طرح حصة من المال العام في شركة مصر لفنادق للبيع من خلال طرحها في البورصة.

**4- حصيلة الخوصصة خلال عام 2004<sup>1</sup>:** وقامت وزارة الاستثمار في مصر بطرح الحصص المملوكة للدولة في 10 شركات للبيع في إطار برنامجها "إدارة الأصول والإستثمارات"، على أن يتم البيع من خلال مستثمر رئيسي أو من خلال سوق المال المحلي، وحققت أسهم الشركات المطروحة للبيع والتي لديها أسهم متداولة في البورصة زيادات في الأسعار.

**5- حصيلة الخوصصة خلال عام 2005<sup>2</sup>:** ولقد أحدثت وزارة الإستثمار خلال عام 2005 طفرة غير مسبوقة في برنامج الخوصصة، لتبلغ عائدات الخوصصة خلال عام 2005 ما يزيد عن 15.8 مليار جنيه أي ما يزيد عن 8 أضعاف العائد المتحقق خلال الثلاث سنوات السابقة، ولأول مرة يكون هناك برنامج محدد وواضح لبيع وإدارة الأصول المملوكة للدولة ويتم تنفيذه في التوقيتات المحددة، حيث شهدت البورصة طفرة في تطبيق برنامج الخوصصة والذي التزمت وزارة الإستثمار بتنفيذه من خلال البورصة المصرية، ليشهد العام تنفيذ ما يزيد عن 19 صفقة خوصصة من خلال البورصة المصرية بلغت عائداتها نحو 14.9 مليار جنيه وهو ما يمثل نحو 94 في المائة من إجمالي عائدات الخوصصة خلال عام 2005، كما شهدت البورصة لأول مرة منذ خمس سنوات طرح شركات حكومية للإكتتاب العام بإجمالي عائدات بلغت ما يزيد عن 7.6 مليار جنيه، وهي سيدي كرير والإسكندرية للزيوت المعدنية المصرية للإتصالات والأخيرة وحدها هي أكبر طرح عام في تاريخ منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا حيث ارتفعت عائداته عن 5.1 مليار جنيه، ولقد كشفت تلك الإكتتابات عن وجود تعطش شديد لقوى الطلب في السوق للإصدارات الجديدة حيث توجد سيولة كبيرة ظهرت من خلال معدلات تغطية الإكتتابات التي بلغت ما يزيد عن 34 مرة في اكتتاب الإسكندرية للزيوت المعدنية، و60 مرة في الطرح الخاص للمصرية للإتصالات، وفي الإطار تستهدف وزارة الإستثمار طرح مجموعة جديدة من الشركات للإكتتاب العام خلال عام 2006 في مختلف القطاعات.

**6- حصيلة الخوصصة الخوصصة خلال عام 2006:** لقد شهدت بداية النصف الثاني من عام 2006 تحولات عديدة مست السوق، حيث شهد تحولات إيجابية عديدة هامة دفعت به للأمام، بدأت بحسم المنافسة على الشبكة الثالثة للتليفون المحمول والتي تنافس عليها عدد من أكبر تحالفات الإتصالات في العالم وفازت بها مجموعة إقليمية مقابل 16.7 مليار جنيه وهي القيمة التي فاقت كل التوقعات مما أعطى دفعة قوية للسوق خاصة مع ما تمثله الصفقة من دعم قوي للنمو الإقتصادي وما سيرتب عليها من تخفيض عجز الموازنة بشكل كبير بالإضافة إلى الزيادة المتوقعة في الإستثمارات الأجنبية التي ستقوم بها الشركة في قطاع الإتصالات، ولقد تجاوز السوق بشكل قوي مع الحدث

1 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص21.

2 - التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005، ص2.

حيث قفز بنحو 12.5 في المائة خلال الأسبوع وهو أعلى ارتفاع يسجله المؤشر خلال أسبوع على مدار العامين الأخيرين، ولتتجاوز التعاملات حاجز المليار جنيه وسط روح متفائلة في السوق بتزايد النمو خلال الفترة القادمة<sup>1</sup>. ولقد استطاعت البورصة المصرية خلال عام 2006 جذب القطاع الخاص العائلي للقيود في البورصة المصرية، ولقد شهد هذا العام قيام شركة السويدي للكابلات بطرح أسهمها في إكتتاب خاص وبدأ التداول عليها في نهاية شهر مايو 2006، كما قامت شركة العرفة للإستثمارات والإستشارات بطرح أسهمها في إكتتاب عام وخاص وبدأ التداول عليها في نهاية ديسمبر 2006<sup>2</sup>.

**7- حصيلة الخوصصة خلال عام 2007:** وهذا ما سنحاول التعرف عليه من خلال دراسة كل من تطور قيد الشركات والطروحات الأولية بالبورصة المصرية وصفقات الإستحواذ التي تمت عن طريقها.

**7-1- تطور قيد الشركات والطروحات الأولية بالبورصة المصرية خلال عام 2007:** ولقد تم في عام 2007 قيد 20 شركة مقابل 22 شركة تم قيدها في عام 2006، إلا أن رؤوس أموال الشركات الجديدة المقيدة في عام 2007 قد سجل زيادة قياسية مقارنة بالعام الماضي حيث تضاعفت ما يقرب من ستة مرات هذا العام لتسجل مليار جنيه مقارنة بنحو 3.7 مليار جنيه فقط، بينما تم شطب 180 شركة خلال العام الحالي بقيمة 12.7 مليار جنيه مقارنة بعدد 155 شركة تم شطبها خلال عام 2006 بقيمة 7.5 مليار جنيه.

لقد شهد عام 2007 طروحات أولية استكمالاً لجهود البورصة في جذب الشركات العائلية للقيود في سوق الأوراق المالية وتوسيع قاعدة المساهمين بها، وقد انعكست تلك الجهود في قيام شركة جي بي أوتو بطرح أسهمها في إكتتاب عام وخاص بقيمة 340 مليون جنيه مصري والذي تم تغطيته بنحو 42 مرة للطرح العام و 17 مرة للطرح الخاص، وهو أعلى معدلات التغطية التي شهدتها السوق المصري وتكشف عن معدلات السيولة المرتفعة التي أصبحت تتوافر في السوق المصري، لقد قامت 37 شركة بزيادة رأسمالها خلال عام 2007 من خلال الإكتتابات (SPO) بقيمة 6 مليار جنيه، وذلك مقارنة بزيادة رؤوس أموال 23 شركة من خلال الإكتتابات (SPO) بقيمة 3.9 مليار جنيه خلال العام الماضي.

**7-2- صفقات الإستحواذ المنفذة من خلال البورصة المصرية خلال عام 2007:** لقد اعتمدت 66 شركة في زيادة رأسمالها على الزيادة النقدية أو من خلال إصدار أسهم مجانية، تعديل القيمة الإسمية، الإندماج، الإستحواذ أو المبادلة وذلك باجمالي قيمة قدرها 7.3 مليار جنيه، مقابل 92 شركة قامت بزيادة رأسمالها باتباع نفس الطرق خلال العام الماضي بقيمة 13 مليار جنيه، ولقد بلغ عدد صفقات الإستحواذ المنفذة من خلال البورصة المصرية خلال هذا العام 28 صفقة بقيمة 37 مليار جنيه مصري مقابل 42 صفقة إستحواذ بقيمة 39 مليار جنيه مصري في 2006، وتأتي في مقدمة الصفقات التي تم تنفيذها هذا العام صفقة إستحواذ مجموعة طلعت مصطفى القابضة 100

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2006، ص5.

<sup>2</sup> - التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2006، ص2.

<sup>3</sup> - التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2007، ص36.

<sup>4</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص37.

في المائة من العربية للمشروعات والتطوير العمراني بقيمة 14.4 مليار جنيه، كذلك صفقة بيع 100 في المائة من شركة المصرية للأسمدة للشركة المصرية لليوريا والبتروكيماويات بقيمة 8 مليار جنيه، وكذا صفقة استحواذ بنك الكويت الوطني على 93.8 في المائة من البنك الوطني المصري بقيمة 5.4 مليار جنيه مصري، بالإضافة إلى صفقة استحواذ مجموعة طلعت مصطفى القابضة على 97 في المائة من الإسكندرية للإستثمار العقاري بقيمة 2.9 مليار جنيه مصري، وفي الملحق رقم (05) سنحاول تناول أهم صفقات الإستحواذ لعام 2007.

**8- حصيلة الخوصصة خلال عام 2008:** وهذا ما سنحاول التعرف عليه من خلال دراسة كل من تطور قيد الشركات والطروحات الأولية في البورصة وصفقات الإستحواذ التي تمت عن طريقها.

**8-1- تطور قيد الشركات والطروحات الأولية في البورصة المصرية:** استمرت البورصة المصرية في جذب الشركات العائلية والمغلقة للقيد في السوق وتوسيع قاعدة ملكيتها خلال عام 2008، حيث شهدت هذه السوق عملية طرح أسهم أربع شركات بقيمة 4.2 مليار جنيه، وقد تمت تغطية الطروحات بنسب كبيرة وصلت في بعض الحالات ما يزيد عن 40 مرة، كما تطورت حركة زيادات رؤوس الأموال والإكتتابات في بورصة مصر خلال عام 2008، حيث تم قيد 24 شركة جديدة برأسمال قدره 6.4 مليار جنيه مقابل 20 شركة تم قيدها في 2007 برأسمال قدره 21 مليار جنيه، بينما تم شطب 83 شركة خلال العام الحالي بقيمة 6 مليار جنيه مقارنة بعدد 180 شركة تم شطبها خلال عام 2007 بقيمة 12.7 جنيه<sup>1</sup>.

ولقد شهد عام 2008 عدة طروحات أولية كبرى بلغت قيمتها 4.2 مليار جنيه حيث قامت شركة بالم هيلز بطرح أسهمها في اكتتاب عام وخاص بقيمة 1.8 مليار جنيه، تلاه الطرح العام والخاص لأسهم الخدمات الملاحية والبتروولية ماريديف بقيمة تقترب من 1.5 مليار جنيه مصري والذي تم تغطيته بنحو 31 مرة للطرح العام و 19 مرة للطرح الخاص، ومن ناحية أخرى فقد تم تنفيذ الطرح الخاص لشركة بايونيرز القابضة للإستثمارات المالية بقيمة 900 مليون جنيه، والطرح العام لشركة مصر للأسواق الحرة بقيمة 10 مليون جنيه في السوق الأولي<sup>2</sup>، ولقد قامت 39 شركة بزيادة رأسمالها خلال عام 2008 من خلال الإكتتابات (SPO) بقيمة 7.9 مليار جنيه، وذلك مقارنة بزيادة رؤوس أموال 37 شركة من خلال الإكتتابات (SPO) بقيمة 6 مليار جنيه خلال العام الماضي.

**8-2- صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية خلال عام 2008:** لقد اعتمدت 59 شركة في زيادة رأسمالها على الزيادة النقدية أو من خلال إصدار أسهم مجانية، تعديل القيمة الإسمية، الإندماج، الإستحواذ أو المبادلة وذلك بأجمالي قيمة قدرها 7.3 مليار جنيه وهي نفس القيمة التي تحققت خلال العام الماضي حيث قامت 66 شركة بزيادة رأسمالها باتباع نفس الطرق خلال عام 2007، ولقد بلغ عدد صفقات الإستحواذ المنفذة في عام 2008 عن طريق البورصة 28 صفقة بقيمة 105 مليار جنيه مصري وهونفس عدد الصفقات التي تم تنفيذها العام الماضي بقيمة 37 مليار جنيه مصري، وتأتي في مقدمة الصفقات التي تم تنفيذها هذا العام صفقة استحواذ لافارج

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصة القاهرة والإسكندرية، 2008، ص5.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص41.

<sup>3</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص42.

على 100 في المائة من شركة أوراسكوم بلدينج ماتريالز هولدينج والتي تجاوزت قيمتها 71 مليار جنيه، كذلك صفقة بيع 98 في المائة من شركة أوراسكوم للإنشاء والصناعة على المصرية للأسمدة بقيمة 8.7 مليار جنيه، بالإضافة إلى استحواذ مواني دبي العالمية على 90 في المائة من المصرية لتداول الحاويات بقيمة 3.7 مليار جنيه مصري، وسنحاول في الملحق رقم (06) توضيح أهم صفقات الإستحواذ خلال عام 2008.

**9- حصيلة الخوصصة خلال عام 2009:** وهذا ما سنحاول التعرف عليه من خلال دراسة كل من التطور في حركة زيادات رؤوس الأموال، الإكتتابات، وقيد الشركات بالبورصة المصرية وتطور صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية.

**9-1- التطور في حركة زيادات رؤوس الأموال، الإكتتابات وقيد الشركات بالبورصة المصرية**<sup>1</sup>: شهدت سنة 2009 تطور في حركة زيادات رؤوس الأموال والإكتتابات، حيث تم قيد 6 شركات جديدة في البورصة المصرية خلال عام 2009 برأسمال قدره 3.3 مليار جنيه مقابل 24 شركة تم قيدها في 2008 برأسمال قدره 6.4 مليار جنيه، بينما تم شطب 65 شركة خلال العام الحالي بقيمة 7.5 مليار جنيه مقارنة بعدد 83 شركة تم شطبها خلال عام 2008 بقيمة 6 مليار جنيه، كما قامت 20 شركة بزيادة رأسمالها خلال عام 2009 من خلال الإكتتاب (spo) بقيمة 2.1 مليار جنيه، وذلك مقارنة بزيادة رؤوس أموال 39 شركة من خلال الإكتتابات (spo) بقيمة 7.9 مليار جنيه خلال العام الماضي.

**9-2- صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية خلال عام 2009:** لقد اعتمدت 41 شركة في زيادة رأسمالها على الزيادة النقدية أو من خلال إصدار أسهم مجانية، تعديل القيمة الإسمية، الإندماج، الإستحواذ أو المبادلة وذلك بإجمالي قيمة قدرها 3 مليار جنيه، مقابل 59 شركة قامت بزيادة رأسمالها باتباع نفس الطرق خلال العام الماضي بقيمة 7.3 مليار جنيه، كما بلغ عدد صفقات الإستحواذ المنفذة في عام 2009 من خلال البورصة المصرية نحو 11 صفقة بقيمة 42 مليار جنيه مصري مقابل 28 صفقة استحواذ بقيمة 105 مليار جنيه مصري في 2008، وتأتي في مقدمة الصفقات التي تم تنفيذها هذا العام صفقة استحواذ أوراسكوم لصيانة مصانع الأسمدة على 100 في المائة من شركة المصرية للأسمدة والتي تجاوزت قيمتها 19 مليار جنيه، كذلك صفقة بيع 54 في المائة من شركة لافارج للأسمنت مصر لشركة لافارج بيلدينج ماتريالز تريدينج إيجيبت بقيمة 15 مليار جنيه، و صفقة استحواذ سامكريت للإستثمار الهندسي على 99.6 في المائة من سامكريت مصر بقيمة 4 مليار جنيه، وكذا صفقة استحواذ الجونة للنقل السياحي على 100 في المائة من الشركة الدولية القابضة للفنادق بقيمة 2 مليار جنيه، بالإضافة إلى صفقة استحواذ مؤسسة التمويل الدولية (IFC) على 10 في المائة من بنك الإسكندرية بقيمة 1.1 مليار جنيه، وسنحاول توضيح أهم صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية في 2009 من خلال الملحق رقم (07).

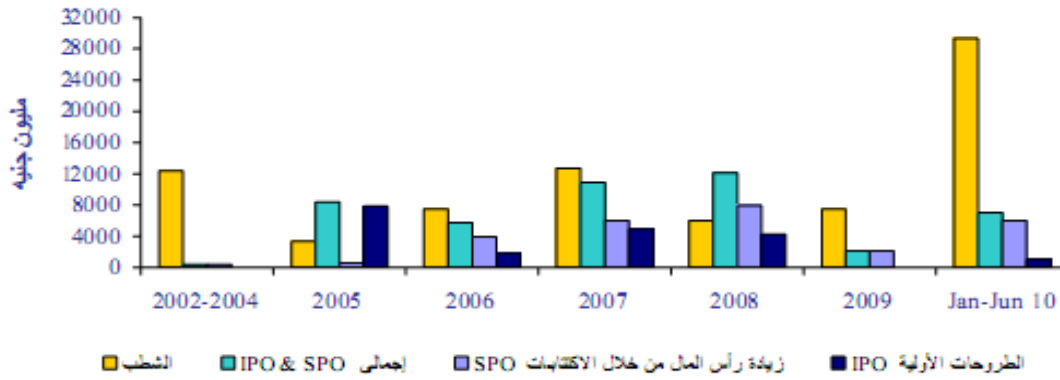
<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصة القاهرة والإسكندرية، 2009، ص31.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه ونفس الصفحة.

**10- حصيلة الخوصصة خلال عام 2010** : وهذا ما سنحاول التعرف عليه من خلال دراسة كل من التطور في حركة زيادات رؤوس الأموال والإكتتابات، تطور تطور الطروحات الأولية، تطور صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية.

**10-1- تطور في حركة زيادات رؤوس الأموال والإكتتابات خلال عام 2010<sup>1</sup>**: تطورت حركة زيادات رؤوس الأموال والإكتتابات في البورصة المصرية خلال عام 2010، حيث تم قيد 16 شركة برأسمال قدره 1.9 مليار جنيه مقابل 6 شركة تم قيدها في 2009 برأسمال قدره 3.3 مليار جنيه، كما بلغت قيمة زيادات رؤوس الأموال التي قامت بها الشركات خلال عام 2010 نحو 17.3 مليار جنيه، وذلك مقارنة بزيادة رؤوس أموال قيمتها 5.1 مليار جنيه خلال العام الماضي، وفي الشكل الموالي سنوضح زيادات رؤوس الأموال خلال الفترة (2002-2010)

الشكل رقم (06): يوضح رؤوس الأموال المشطوبة مقابل قيمة الطروحات الأولية (IPO) وزيادات رؤوس الأموال من خلال الإكتتابات (SPO) خلال الفترة (2010-2002)



المصدر: التقرير النصف السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2010، ص18.

**10-2- تطور الطروحات الأولية في مصر خلال عام 2010<sup>2</sup>**: شهد عام 2010 عودة الطروحات مرة أخرى والتي بلغت قيمتها 2.2 مليار جنيه وذلك بعد توقف استمر قرابة عامان متأثراً في ذلك بالأزمة المالية العالمية حيث قامت جهينة للصناعات الغذائية بطرح أسهمها في إكتتاب عام وخاص بقيمة تقترب من مليار جنيه والذي تم تغطيته بنحو 7 مرات للطرح العام ومرتين للطرح الخاص، والتي تعتبر أول شركة تقوم بطرح عام لأسهمها منذ الأزمة العالمية، تلا ذلك الطرح الخاص لأسهم العبوات الدوائية المتطورة بقيمة تبلغ 21 مليون جنيه مصري والذي تم تغطيته بنحو 1.5 مرة، وقد قامت مجموعة عامر القابضة (عامر جروب) بطرح أسهمها في إكتتاب عام وخاص في نوفمبر 2010 بقيمة 1.2 مليار جنيه والذي تم تغطيته بنحو 6 مرات للطرح العام و3 مرات للطرح الخاص.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2010، ص18.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص29.



**10-3- صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية خلال عام 2010<sup>1</sup>:** كما بلغت صفقات الإستحواذ المنفذه من خلال البورصة في عام 2010 نحو 8 صفقات بقيمة 3.1 مليار مصري مقابل 11 صفقة استحواذ بقيمة 42 مليار جنيه مصري في 2009، وتأتي في مقدمة الصفقات التي تم تنفيذها هذا العام صفقة استحواذ البنك الأهلي المتحد (شركة مساهمة بحرينية) على 44 في المائة من البنك الأهلي المتحد (مصر) بقيمة 985 مليون، كذلك صفقة بيع 80 في المائة من شركة غاز مصر للشركة المصرية القابضة للغازات الطبيعية (ايجاس) بقيمة 674 مليون جنيه، كما استحوذت مجموعة سليمان القابضة للإستثمارات المالية على كل من لورد للصناعات الدقيقية، لورد للإستيراد والتصدير ولورد انترناشيونال في ثلاث صفقات مبادلة أسهم بقيمة بلغت 513 مليون جنيه، 436 مليون جنيه و 329 مليون جنيه على التوالي، وسنحاول في الملحق رقم ( 09) توضيح صفقات الإستحواذ التي تمت عن طرق البورصة المصرية.

**ثانيا- حصيلة الخصخصة بواسطة بورصة القيم المنقولة لدار البيضاء:** كانت مساهمة أسواق الأوراق المالية في تنفيذ عمليات الخصخصة متواضعة نسبيا، فإنه ومنذ بدء برنامج الخصخصة عام 1993 وحتى نهاية عام 2001، تمكنت الدولة من إدراج نحو 15 شركة فقط في بورصة الدار البيضاء من أصل 80 شركة بيعت حصص الدولة فيها، كما بلغت مساهمة البيع عبر الإكتتاب العام قرابة 8 في المائة فقط من مجمل إيرادات الخصخصة<sup>2</sup>، حيث تقرر خلال عام 1999 بيع 40 في المائة من رأس مال الخطوط الجوية المغربية، كما تقرر بيع حوالي 35 في المائة من رأس مال الشركة المغربية للإتصالات<sup>3</sup>، وخلال عام 2001 واصلت السلطات المغربية جهودها الرامية إلى خصخصة قطاعات الاتصالات والنقل، والمياه، والمصارف، وقد تم في هذا الإطار بيع بعض الفنادق، كما أقدمت بعض المصارف التجارية الأجنبية مثل مصرف باريبا على شراء أسهم في البنك المغربي للتجارة والصناعة لتصل حصته إلى 51.5 في المائة من رأسمال المصرف المغربي، ولقد ساهمت عمليات الخصخصة في تنشيط بورصة الدار البيضاء حيث أن رسملة المنشآت التي تمت خصوصتها تمثل 50 في المائة من الرسملة الإجمالية كما عرفت المهن الاستشارية والهندسة المالية وتطورا وتحديثا ملحوظين إثر هذه العمليات، وسنحاول أن نوضح في الملحق رقم ( 09) أهم الشركات التي تم خصوصتها عن طريق بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء<sup>4</sup>.

وإلى حدود نهاية سبتمبر 2009، تم تحقيق إيرادات إجمالية 101 مليار درهم منها ما تم تحقيقه وفقا للقانون 89-39 (87.6 مليار درهم) وأخرى بمقتضى نصوص خاصة وكذا تلك الناجمة عن التراخيص الممنوحة في مجال الاتصالات (13.7 مليار درهم)، ومنذ إنجاز أول عملية سنة 1993، تم تحويل ما مجموعه 47 شركة و 26 مؤسسة

1 - التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2010، ص31.

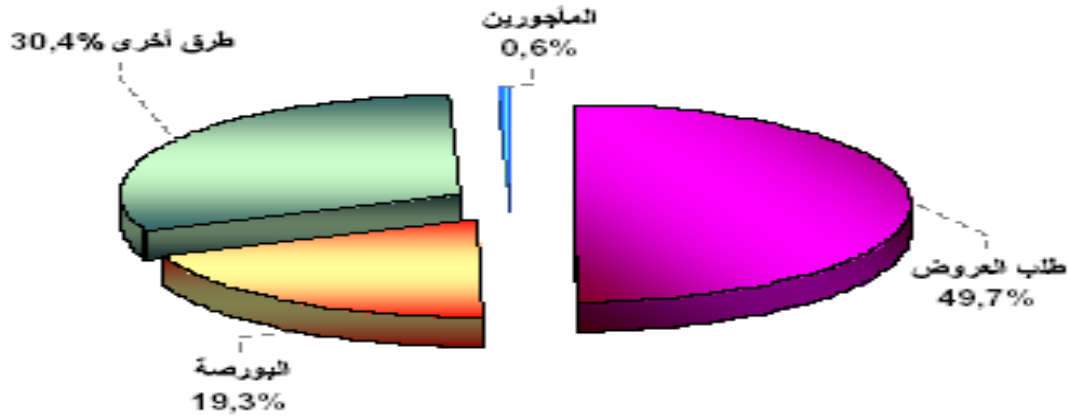
2 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص171.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999، ص127.

4 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص121.

فندقية إلى القطاع الخاص بموجب القانون رقم 89-39 وذلك من خلال 107 عملية، ولقد بلغت المداخيل الإجمالية أكثر من 87.6 مليار درهم<sup>1</sup>، والشكل الموالي يوضح لنا توزيع مداخيل الخوصصة منذ (1993-2009).

شكل رقم (07): يوضح توزيع مداخيل الخوصصة حسب طريقة التفويت من (1993-2009) بالمغرب.



المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية المغربية، مشروع قانون المالية لسنة 2011، من الموقع: [www.Finances.Gov.ma](http://www.Finances.Gov.ma)

ثالثاً- حصيلة الخوصصة بواسطة بورصة تونس للأوراق المالية: تعتبر حصيلة الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية محدودة نسبياً، إذ يقدر نصيبها بحوالي 6 في المائة من مجمل إيرادات الخوصصة البالغة قرابة 975 مليار دولار منذ بدأ تنفيذ البرنامج عام 1989 وحتى نهاية عام 2001، وقد تمكنت الحكومة من بيع حصص لها في نحو 110 مؤسسة صغيرة معظمها تم بيعها عبر نظام العطاءات في حين تمكنت من بيع حصصها في حوالي 20 مؤسسة متوسطة الحجم عبر البورصة<sup>2</sup>، وسنحاول في الملحق رقم (11) التعرض لأهم عمليات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية بتونس.

شهدت سنة 2009 انطلاق ثلاث عمليات خاصة بالعروض العمومية بتونس شملت أولها الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية بعد قيام السيد الهادي بن عياد باقتناء كتلة نفوذ في رأس مالها بنسبة 53.46 في المائة ونفس النسبة من حقوق الإقتراع بمعية أفراد وذوات اعتبارات، حيث أخضعت بعدها هيئة السوق المالية مقتني الكتلة إلى عرض عمومي إجباري للشراء بسعر الكتلة أي 1.3000 دينار للسهم الواحد بقيمة اسمية تساوي دينار ولم تتلق البورصة أي طلب على هذا العرض العمومي الإجباري للشراء كما وقعت عملية ثانية مشابهة بخصوص الشركة الصناعية العامة للمصافي التي شهدت كذلك اقتناء كتلة نفوذ بنسبة 68.5 في المائة من رأس مالها مشفوعة بعرض عمومي إجباري لشراء بقية رأس مال الشركة أي 31.50 في المائة وقد تم اقتناء كتلة النفوذ من قبل الشركة التونسية للسيارات والخدمات والشركة العقارية والتنمية وشركة دلماس وشركة مجموعة مزايي بسعر 4.300 دينار للسهم

<sup>1</sup> - وزارة المالية والاقتصاد المغربية، تقرير حول قطاع المؤسسات والمنشآت العامة، 2010، ص ص 20-74.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 171.

بقيمة اسمية تساوي دينار واحدا، وتمثلت العملية الثالثة في عرض عمومي للسحب طرحه مساهمو الأغلبية في شركة نزل بالم بيتش الذي يملكون معا 99.29 في المائة من الأسهم العادية و 90.84 في المائة من الأسهم ذات الأولوية في الربح بدون حقوق الاقتراع بخصوص بقية الأسهم العادية والأسهم ذات الأولوية في الربح وبلغ سعر العرض المقترح 8.540 دينار لسهم قيمته الإسمية 10 دينار<sup>1</sup>، أما بالنسبة لشركات التي تم خصصتها عن طريق البورصة خلال عام 2010 فسنحاول توضيحها في الجدول الموالي:

**الجدول رقم (04): يوضح حصيلة الخصخصة عن طريق سوق الأوراق المالية بتونس في سنة 2010.**

المنشأة	صيغة الخصخصة
الشركة التونسية لصناعة الحديد ( الفولاذ)	الترفيح في رأس المال لفائدة مستثمر استراتيجي
الشركة التونسية للملاحة (CTN)	فتح رأس المال بنسبة 25 % في إطار الترفيع فيه عن طريق عرض عمومي للإكتتاب
الشركة الوطنية لتوزيع البترول (SNDP)	فتح رأس المال بنسبة 20 % للعموم
الشركة التونسية لصناعة الإطارات المطاطية (stip)	فتح رأس المال بنسبة 51.59 % من رأس المال
الشركة التونسية للسكر ( sts )	التفويت في المساهمات العمومية 68 % من رأس المال
شركة الإيجار المالي ( MODERN LEASING )	فتح رأس المال في إطار الترفيع فيه عن طريق عرض عمومي للإكتتاب
الشركة التونسية لتربية الدواجن (SOTAVI)	عرض عمومي للبيع في حدود 19.84 % من رأس المال

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على المعطيات المتواجدة في الموقع: [WWW.Privatisation.gov.tn](http://WWW.Privatisation.gov.tn)، ولقد لوحظ يوم 2011/01/20.

وسنحاول توضيح أهم الشركات التي تمت خصصتها عن طريق سوق الأوراق المالية بتونس ومداعيلها خلال الفترة ما بين ( 1998-2008) وذلك من خلال الملحق رقمك (11)

رابعا- حصيلة الخصخصة بواسطة سوق الأوراق المالية في الجزائر: من أجل تنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر، تقرر طرح جزء من رأس مال كل من مؤسسة فندق الأوراسي، والرياض سطيف، ومجمع صيدال بنسبة 20 في المائة للإكتتاب العام، ولتوضيح وضعية هذه المؤسسات التي دخلت إلى بورصة الجزائر فإنه من الأفضل الإطلاع على مايلي<sup>2</sup>:

**1- الرياض السطيف:** هي مؤسسة للصناعات الغذائية والحبوب، يقدر رأس مالها الإجتماعي بـ: 5 مليار، وقد تمت الموافقة على تسجيلها بالبورصة رسميا يوم 27 أكتوبر 1998. بموجب تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 98/01، ولقد كان الهدف من دخول الرياض سطيف للبورصة هو الرفع من رأس مال الشركة، فقد قامت بإصدار 4.000.000 سهم بقيمة إسمية تقدر بـ: 2.300 دج للسهم الواحد، حيث امتدت فترة الإكتتاب من 20

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2009، ص16.

<sup>2</sup> - نبيلة تكارلي صوفية، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير فرع نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، بدون السنة الدراسية، صص 134-137.

نوفمبر إلى غاية 15 أكتوبر 1998، وقد تم اكتتاب 51 في المائة من الأسهم والـ: 49 في المائة المتبقية تم شراؤها من طرف نقابة الإصدار التي تتكون من خمس بنوك عمومية وثلاثة شركات لتأمين.

**2- مجمع صيدال:** وهو عبارة عن مجمع صناعي لإنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية، رأسماله مقدر بـ: 2.5 مليار دج عرض منه 20 في المائة أي ما يقارب الـ: 500 مليون دج، أدرج في البورصة رسميا سنة 1998 وكان الهدف من هذه العملية هو الخوصصة الجزئية، حيث امتدت فترة الإكتتاب بأسهم صيدال من 15 فيفري إلى غاية 15 مارس 1999، وأما العملية فقد تمت وفقا للعرض العمومي للبيع بسعر ثابت، وقدرت القيمة الإسمية لسهم الواحد بـ: 250 دج من المجموع الكلي لـ: 10.000.000 سهم، وقد حدد سعر العرض بـ: 800 دج وقد تمت أول تسعيرة لسهم صيدال في البورصة يوم 16 ماي 1999.

**3- مؤسسة التسيير السياحي الأوراسي:** أما عن فندق الأوراسي فقد تم إدراج تبعا لقرار المجلس الوطني لمساهمة الدولة والذي قدم الأمر رقم 22/95 والمؤرخ في 26 أوت 1995 والمتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية، وكان ذلك بموجب الموافقة الرسمية من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تبعا للتأشيرة رقم 99/01 والمؤرخة في 24 ماي 1999، وقد كان دخوله للبورصة يوم 20 جانفي 2000، وعن المعلومات التي تخص الفندق، فإن حجم رأس ماله الاجتماعي يقارب 1.5 مليار دج، وقد قام بعملية عرض عام للبيع مست 20 في المائة من رأسماله، حيث بيع 1.200.000 دج بسعر 400 دج للسهم الواحد. ويمكن إختصار وضعية المؤسسات التي دخلت بورصة الجزائر في الجدول الموالي:

جدول رقم (05): يوضح عمليات الخوصصة في الجزائر عن طريق البورصة.

النسبة من رأس المال الاجتماعي المعروض للإكتتاب	تاريخ الإنضمام	عدد الأسهم المدرجة	عدد الأسهم	الرأس مال الاجتماعي (دج)	قطاع النشاط	البيان المؤسسة
20 %	1999/09/13	1.000.000	5.000.000	5000.000.0000	الصناعات الغذائية	الرياض/سطيف
20 %	1999/09/20	2.000.000	10.000.000	2.500.000.000	الصيدلية	مجمع صيدال
20 %	2000/02/14	1.200.000	6.000.000	1.500.000.000	الخدمات	الأوراسي

المصدر: جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 255.

## خلاصة الفصل الثالث:

- من خلال استعراضنا لمختلف العناصر الواردة في هذا الفصل والذي يحمل عنوان: "تحليل وتشخيص واقع الخصوصية بواسطة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا"، تمكنا من إستخلاص العديد من النتائج نذكر أهمها فيما يلي:
- 1- إن الخصوصية تتطلب إيجاد بنية قانونية مكتملة متوفرة بما حزمة من القوانين الأساسية مثل قوانين التجارة والشركات، والقوانين المالية التي تنظم عمل البنوك والأسواق المالية، كما تحتاج إلى أجهزة فعالة تعمل على تطبيقها.
  - 2 - تم في معظم دول شمال إفريقيا إدخال العديد من الإصلاحات على الإطار القانوني والمؤسسي لأسواق الأوراق المالية بما من أجل تطورها والإستفادة منها في التنمية الإقتصادية.
  - 3- تتميز أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، بغياب ثقافة البورصة الأمر الذي أثر على نشاطها، إذ أن البورصة لا تنشط إلا إذا اقتنع الأفراد بالاستثمار فيها، لأن المستثمر الواعي هو الذي يحقق نجاح البورصة لا المضاربين.
  - 4- اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خطوات واسعة نحو تطوير هذه الأسواق حتى ولو كانت بنسب متفاوتة.
  - 5- تعاني أسواق الأوراق المالية من غياب الإفصاح التام، وعدم توافر الأمان وفرص الربحية نتيجة غياب أدوات مالية ومؤسسات مالية هامة وضرورية لحفظ سير العمل داخل سوق الأوراق المالية .
  - 6- إن بيع الشركات العامة من خلال طرح أسهمها في البورصة حتى بكفاءة فلا بد أن يكون من خلال بورصة قوية لديها قاعدة واسعة من صغار ومتوسطي المستثمرين فضلا عن كبارهم ولديها شركات صانعة للأسواق ولديها ضوابط تمنع تحولها لساحة للمضاربات.
  - 7- إن دور أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا ضعيف ضمن اقتصادياته الوطنية وإن معدلات نموها لا زالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية.
  - 8- إن عملية الخصوصية عن طريق سوق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا لا تستقطب أعداد كبيرة من الراغبين في شراء الأسهم بإستثناء عدد محدود من المؤسسات العامة ذات الأسهم الراجعة، كما أنها لم تستعمل أسلوب البيع لقاعدة واسعة من السكان في معظم عمليات الخصوصية، مما حرمها من الإستفادة من التطوير لأسواق الأوراق المالية الذي يحدث نتيجة اللجوء إلى أسلوب البيع لقاعدة واسعة من السكان.

## الفصل الرابع:

سبل تفعيل سوق الأوراق المالية

في دعم وتشجيع عملية الخصخصة

في دول شمال إفريقيا



## تمهيد:

إن تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية في القيام بوظائفها في دعم التنمية الاقتصادية في دول شمال إفريقيا وبدورها في دعم وتشجيع عملية الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية لا يتم بصورة تلقائية، وإنما يتطلب سياسات ومؤسسات فعالة مساندة، إلى جانب تراكم الخبرات بخصوص أفضل الترتيبات لعمل أسواق الأوراق المالية في إطار جغرافي وزمني محدد، ولهذا لا يجب الاعتماد على توصيات البنك الدولي تجاه هذه الأسواق لأنها لا تميز بصورة متسقة بين الاقتصاديات الصغيرة ذات أسواق الأوراق المالية المتواضعة وبين الاقتصاديات الكبيرة ذات المؤسسات المالية عالية التقنية ومتعددة الجنسيات، وبصورة عامة فإن التعامل مع قيود ضالة حجم السوق المحلي بدول شمال إفريقيا وارتفاع المخاطر القطرية المدركة والفعالية معا، من خلال الإستراتيجيات التنموية والتنافسية يجب أن يرافقه إجراءات عملية من قبل القطاعين العام والخاص لتحسين نظام معلومات الأعمال ومهارات تقييم فرص الاستثمار المتاحة محليا وإقليميا، بما يهيئ المجال لتحديد المشاريع الأكثر جدوى بدول شمال إفريقيا، ويعتبر تنمية الموارد البشرية من خلال الاستثمار في التعليم العالي والمتخصص في هذا المجال أولوية عالية، لذا سأحاول في هذا الفصل والذي اخترت له عنوان محاور تفعيل دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخصخصة في دول شمال إفريقيا، وضع خطوط عريضة لإستراتيجيات تسعى إلى الاستفادة من أسواق الأوراق المالية المتواضعة الموجودة في الاقتصاديات الصغيرة، وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: أثار عملية الخصخصة بين وجود وغياب مقومات نجاحها؛
- المبحث الثاني: معوقات سوق الأوراق المالية كآلية لعملية الخصخصة في دول شمال إفريقيا؛
- المبحث الثالث: الإستراتيجية المقترحة لنجاح عملية الخصخصة وبرنامجها في دول شمال إفريقيا؛
- المبحث الرابع: إستراتيجية تفعيل سوق الأوراق المالية لدعم وتشجيع الخصخصة في دول شمال إفريقيا.

## المبحث الأول: آثار عملية الخصخصة بين وجود وغياب مقومات نجاحها

قام العديد من الكتاب بإجراء دراسات هامة ساهمت في توضيح الأثر الذي يترتب على تغيير نمط ملكية إدارة المشروعات العامة، وقد لعبت الاختلافات وهياكل السوق والتنظيم والتكنولوجيا للمشروعات التي تم تحليلها دورا كبيرا في هذه المقارنات ولقد أشارت هذه الدراسات إلى أن الخصخصة إذا طبقت بنجاح سيكون لها آثار إيجابية على المستوى الجزئي والكلبي وسنحاول فيما يلي تحليل عناصر كل مستوى باختصار، أما في حالة تطبيقها في غياب مقومات نجاحها كما في دول شمال إفريقيا والتي تعتبر من الدول النامية فستؤدي إلى آثار مدمرة للاقتصاد.

### المطلب الأول: آثار الخصخصة على المستوى الكلبي في ظل وجود مقومات نجاحها

هناك عدة اعتبارات مرتبطة بالمشروعات التي يتم خصصتها والتي تمارس تأثيرها على الاقتصاد القومي على المستوى الكلبي، وتشمل اتساع قاعدة الملكية وانتعاش سوق رأس المال، وعلى تطوير كفاءة أداء المشروعات التي تكون مصحوبة بتحرير القيود وزيادة المنافسة، وعلى جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

**أولاً- آثار الخصخصة على سوق الأوراق المالية وقاعدة الملكية:** تعتبر سوق الأوراق المالية هي المحرك الأساسي للأداء الاقتصادي والذي يمثل تطويره هدفا أساسيا في بعض الدول النامية ولذلك فإن زيادة حجم ومدى الأسهم الذي يتم في نطاقها التبادل في هذه السوق سيكون له أثر أساسي في جذب الإستثمارات الرأسمالية، كما يؤدي إلى زيادة تعبئة المدخرات وتوجيهها من خلال سوق الأوراق المالية إلى أوجه استثمارية إنتاجية<sup>1</sup>.

إن اتساع نطاق الملكية عن طريق سوق الأوراق المالية يعد عاملا له أهمية كبيرة، حيث يجعل هؤلاء الذين يمتلكون الأسهم وبصفة خاصة المواطنين والعمال يشعرون أنهم يحصلون على ثمار نجاح الشركة، مما يدفعهم إلى زيادة إنتاجيتهم وبالتالي زيادة الاهتمام بأداء الاقتصاد القومي بصورة غير مباشرة<sup>2</sup>.

تشير الدراسات إلى أن نسبة الأفراد المساهمين في الأسواق المالية من إجمالي عدد السكان في أسواق رأس المال المتقدمة تصل إلى حوالي 5-25 في المائة، بالمقابل فإن نسبة المساهمين في الأسواق المالية لمعظم دول الأسواق الناشئة كنسبة من إجمالي عدد السكان صغيرة جدا، فمثلا كان عدد المساهمين الأفراد في الأسواق المالية في الأرجنتين قبل تنفيذ عمليات الخصخصة حوالي (50) ألف شخص (أي حوالي 0,2 في المائة من السكان)، وحوالي (400) ألف (أي أقل من 1 في المائة من السكان) في تايلاند، و(25) ألف (أي أقل من 0,2 في المائة من السكان) في جمايكا، وكنتيحة للخصخصة استطاعت جمايكا أن تجذب حوالي (30) ألف مساهم جديد في أول عملية خصخصة لوحدها، كما واستطاعت كل من تشيلي ونيجيريا اجتذاب (63) ألف و(400) ألف مساهم جديد على التوالي، عن طريق إتباع أسلوب بيع الأسهم لقاعدة واسعة من السكان، وقد ارتفع عدد المساهمين المباشرين في السوق المالي في تشيلي بمئات الآلاف، علاوة على ذلك فقد ساهم حوالي 80 في المائة من العمال التشيليين في خصخصة مؤسسة

<sup>1</sup> - علي سالم أرميص، مرجع سبق ذكره، ص163.

<sup>2</sup> - فالخ أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 161.



الضمان الاجتماعي التشيلية، وهذه الأرقام مذهلة مقارنة مع برامج الخوصصة الشاملة التي اتبعتها في روسيا ودول أوروبا الشرقية<sup>1</sup>.

إن توسيع قاعدة المساهمين في الدولة يساعد على تطوير قطاع الأوراق المالية المحلية، فعملية المتاجرة بالأسهم من خلال الخوصصة لها أهمية كبرى للوسطاء الماليين ولأن عدد العمليات المنفذة وحجم العمولات تكون محدودة وذات مردود محدود، تبحث المؤسسات العامة المراد خوصصتها عن مصادر أخرى للإيراد، وأحد أهم مصادر الإيرادات هذه هي بنوك الاستثمار التي تنشأ وتتطور بفضل الخوصصة وبفضل إصدارات الأسهم الجديدة للشركات الخاصة، ولما كانت الدول النامية تعاني عند تنفيذها لأسلوب الخوصصة عن طريق الأسهم لعامة الناس، من مشكلتي ضعف نشاط ضمان أو تعهد الأسهم، وعدم تطور بنوك الاستثمار، لذلك فإن تنفيذ بعض عمليات الخوصصة عن طريق البيع لقاعدة واسعة من السكان هي إحدى الوسائل لتطوير قطاع بنوك الاستثمار وعمليات تغطية الأسهم، وهذا من شأنه تطوير حجم وتنوع أعمال صناعة الأوراق المالية.

ويعتبر أسلوب الخوصصة عن طريق البيع لقاعدة واسعة من السكان أكثر الأساليب شفافية، فلتنفيذ هذا الأسلوب يتم عمل نشرة لتقديم المعلومات اللازمة عن تاريخ الشركة وإدارتها وخططها الإستراتيجية وأدائها المالي لآخر سنتين أو ثلاث سنوات، كما وتوفر النشرة معلومات حول شروط وتعليمات التقدم بالعروض، بالإضافة إلى احتوائها على نماذج التقدم بطلبات العروض علاوة على ذلك، يمكن إضافة بعض المعلومات للنشرة لتساعد في زيادة الوعي لعامة الناس وبالتالي تقديم معلومات عن معنى وأهمية ملكية الأسهم.

كما يمكن لحجم سوق الأوراق المالية في بعض الدول أن يعوق حجم الأسهم التي يمكن استيعابها وجذبها ولكن مع ازدياد الخوصصة فإن هذا العائق يبدأ في الزوال، كما يتم رفع كفاءة وقدرة المؤسسات المالية والمصرفية من خلال برنامج الخوصصة وهذا يساهم في زيادة تعبئة المدخرات.

ثانياً- آثار الخوصصة على كل من النمو، الإنتاجية والاستثمار: إن الخوصصة تكون أكثر كفاءة في تطوير أداء المشروعات عندما تكون مصحوبة بتحرير القيود وزيادة المنافسة، ولكنها في حالة المشروعات التي لديها احتكار طبيعي عليها أن تكون مصحوبة ببعض القوانين اللازمة لرفع عنصر الكفاءة وتحسين أرفع مستويات الخدمة، وتكون النظم والقوانين فعالة في القطاع الخاص عندما تكون الحكومة هي المنظم وليس المساهم أو الممول للمشروع، ويتم ذلك من خلال: <sup>2</sup>إزالة جميع العوائق الحمائية للدخول للأسواق والوسائل الأخرى التي تؤدي إلى تقليل المنافسة كالإعانات والدعم وتقليل احتكار الحكومة، بالإضافة إلى إلزام مؤسسات القطاع العام بالعمل في ظل بيئة تنافسية مثل الشركات الخاصة .

<sup>1</sup> - عدلي شحادة قندح، التخاصية أحدث نماذج التنمية الاقتصادية، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص144.

<sup>2</sup> - فالخ أبو عامرية، مرجع سبق ذكره، ص163.

وتؤدي الخصخصة إلى نمو الناتج الكلي لسببين رئيسيين<sup>1</sup>: أولهم يتمثل في تحسين تخصيص الموارد والذي يؤدي لزيادة الإنتاجية أما السبب الثاني فهو يتمثل في استثمار الأموال المحررة في أصول القطاع العام المباعة ويترتب عن هذا الاستثمار زيادة في الناتج كما يترتب كذلك عن الخصخصة إعادة توزيع الناتج الكلي بين القطاعين العام والخاص في صالح الأخير.

**ثالثاً- آثار الخصخصة على جذب الاستثمارات الأجنبية**<sup>2</sup>: يعد برنامج الخصخصة محركاً أساسياً لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وذلك من خلال الاستثمار المباشر من خلال قيام المستثمر أو المستثمرين بشراء شركة أو منشأة عامة في إطار الخصخصة عن طريق البيع لمستثمر إستراتيجي أو من خلال الاستثمار غير المباشر عن طريق محفظة الأوراق المالية.

ونجد في الواقع العملي أن الاستثمارات الأجنبية مثار للجدل بين الباحثين وصانعي القرار الإقتصادي والسياسي، فينظر البعض إليها على أنها الحل النهائي للمشاكل الاقتصادية الرئيسية للدول، بينما ينظر إليها البعض الآخر بتخوف وذلك من منطلق أن المستثمر الأجنبي سيعمل على السيطرة على مقدرات الاقتصاد الوطني، والملاحظ أن النظرية الأولى متفائلة بإفراط والثانية متشائمة جداً، والحقيقة أن كلا الاعتبارين غير واقعي، فالنظرية الثانية محبطة للدولة المستضيفة للاستثمارات، والنظرية الثانية محبطة للمستثمر الأجنبي. وبغض النظر عن كلا النظريتين، تشير تجارب الدول التي استقطبت استثمارات أجنبية على مدى العقود الماضية إلى أن الاستثمارات الأجنبية لعبت دوراً بارزاً في إحداث نقلة نوعية في أداء اقتصاديات تلك الدول، كما أن أثر الخصخصة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر القادمة لا يتوقف عند بيع الأصول إلى المستثمرين الأجانب، إذ يتضح من خلال دراسة تحليلية باستخدام النماذج الإحصائية القياسية لشريحة من 36 بلداً من البلدان النامية للفترة 1988-1993 أن لعمليات وبرامج الخصخصة أثر قوي على الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق اجتذاب التدفقات المستقلة عن عمليات البيع التي تمت في إطار برامج الخصخصة.

**رابعاً- آثار الخصخصة على إيرادات الدولة والنظام الاقتصادي**: تؤدي عملية الخصخصة إلى زيادة إيرادات الدولة وذلك لأنها تنطوي على عملية تبادل بين الموارد العينية التي تملكها الدولة بما يقابلها من موارد مالية من القطاع الخاص، قد تكون محلية أو أجنبية، وهذا يعني حصول الحكومة على عوائد مالية سائلة تنصرف فيها كيفما تشاء أي أن تملك الدولة لهذه الموارد هو عبارة عن إضافة مورد جديد تستطيع الدولة أن تسيطر عليه وتتحكم فيه. كما يتشكل النظام الاقتصادي تبعاً لنمط الملكية السائدة فكلما ازدادت الملكية العامة كلما أصبح النمط الاشتراكي هو السائد وبالتالي يصبح النظام الاقتصادي هونظاماً اشتراكياً والعكس كلما ازدادت الملكية الخاصة كلما أصبح النمط الرأسمالي هو السائد وبالتالي يصبح النظام الاقتصادي هونظاماً رأسمالي، وبما أن الخصخصة تهدف إلى زيادة

<sup>1</sup> - قوريش نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 185.

<sup>2</sup> - عدلي شحادة قندح، مرجع سبق ذكره، ص 99.

الأهمية النسبية للقطاع الخاص فهي تؤدي حتما إلى تحول النظم الاقتصادية السائدة سواء اشتراكية أو مختلطة إلى نظم رأسمالية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: آثار الخصخصة على المستوى الجزئي في ظل وجود مقومات نجاحها

هناك عدة اعتبارات مرتبطة بالمشروعات التي يتم خصصتها والتي تمارس تأثيرها على الاقتصاد القومي على المستوى الجزئي، وتشمل المستهلكين الذين يتأثرون بصفة خاصة بالتغيرات في سياسات التسعير، والمستثمرون الذين يتأثرون بالسياسات الإنتاجية، والعمال الذين يتأثرون بسياسات التعيين وطرق تعويضات الأجور، وسنركز على أهم هذه التأثيرات في الفروع الموالية.

**أولاً- تأثير الخصخصة على المستهلك:** تختلف الآثار الاقتصادية للخصخصة والتي تظهر على المستهلك وفقا لطبيعة المشروع في حد ذاته فالظروف المتباينة التي يتم خلالها تحويل مشروعات عامة إلى خاصة تختلف بحسب طبيعة المشروع، ويمكن إجمال هذه الظروف في ما يلي<sup>2</sup>:

1- عندما يتم خصخصة مشروع ما كان يتعرض للخسائر بسبب عدم الكفاءة يبدل مالكي المشروع الجدد قسارى جهدهم لتقديم أسعار اقتصادية، والعمل على رفع مستوى كفاءته دون اللجوء إلى الارتفاع المفاجئ في الأسعار، وهذا يعتبر وحده عنصرا كافيا كي يحقق المشروع ربحية عالية، وبالتالي من الممكن أن يتحقق فائض للمستهلك في هذه الحالة.

2- أحيانا يتمتع مشروع ما بوجود قوى الاحتكار، إلا أنه يحقق أرباحا ضئيلة وفي بعض الأحيان يتعرض للخسارة بسبب عدم الكفاءة، ولكن مع خصخصة هذا المشروع وتحوله للعمل في بيئة تنافسية يؤدي إلى رفع مستوى كفاءته وتخفيض الأسعار، فيمكنه أن يحقق ربحية عالية دون الحاجة إلى رفع الأسعار، أي أنه لن تتوافر لديه القدرة على رفع الأسعار واستغلال موقفه الاحتكاري، وهذا الأمر يكون في صالح المستهلك.

3- في بعض الأحيان يتمتع مشروع ما بوجود قوى الاحتكار، إلا أنه يحقق أرباحا ضئيلة، بل ويتعرض لخسارة بسبب أهداف السياسة العامة، والتي هي في صالح المستهلكين، وبعد خصخصة هذا المشروع يبدأ في رفع أسعاره وبالتالي سيفقد بعض المستهلكين الفائدة التي كانوا يتمتعون بها من قبل، ألا وهي توفير الخدمات المدعمة.

**ثانياً- تأثير الخصخصة على العمالة والأسعار:** وتعد البطالة من أهم المشاكل التي تواجه الدول النامية في تطبيقها للخصخصة لأنها قد تؤدي إلى إيقاف بعض العمالة عن العمل، ويرجع السبب في ذلك إلى وجود قوى عاملة زائدة عن الحاجة في المشروعات العامة، وعند قيام المؤسسة المخصصة بإعادة تنظيم هيكلها وإنتاجها حتى تتمكن من تحقيق ربحية عالية فإنها تصبح في الأمد القصير مجبرة على تخفيض القوى العاملة الزائدة عن الحاجة بصورة مناسبة.

<sup>1</sup> - قوريش نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 185.

<sup>2</sup> - فالخ أبو عامرية، مرجع سبق ذكره، ص 167.

أما من جهة الأسعار من المفترض أن تنخفض أسعار الاستهلاك سواء للسلع أو الخدمات بعد تطبيق الخوصصة نتيجة للزيادة المتوقعة في المنافسة بين الشركات الخاصة التي تعمل في مجال الإنتاج وتقديم الخدمات، إلا أنه يجب أن يتوافق هذا الأمر في الخوصصة مع مراعاة كل العوامل التي تؤدي إلى خفض الأسعار نذكر من أهمها<sup>1</sup>:

- 1- حجم الإنتاج ووفورات الحجم، ومدى تحسن أسعار المواد الخام المستخدمة في الإنتاج؛
- 2- مدى وجود تدخل حكومي أو قوانين تتحكم بالأسعار، ومدى انضباط السوق؛
- 3- مدى وجود فساد في أجهزة الحكومة أو في القطاع الخاص، ومدى وجود تشريعات تمنع الاحتكار؛
- 4- مدى وجود شركات متعددة تنتج نفس السلعة أو الخدمة وبنفس المواصفات.

**ثالثاً- تأثير الخوصصة على توزيع الدخل:** تتأثر عدة مجموعات من أفراد المجتمع من الخوصصة، وتمثل هذه المجموعات في: دافعي الضرائب، ومجموعة المستثمرين في المنشآت التي تتم خوصصتها، ومجموعة المستهلكين للسلع التي تنتجها المنشآت، ومجموعة العمال والمستخدمين في المنشآت المخوصصة وهكذا فإن دراسة تأثير الخوصصة على توزيع الدخل يتطلب معرفة التغيرات المقارنة في الدخل الحقيقية لهذه الفئات والتي يمكن أن تنتج عن عوامل عديدة نذكر أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

- 1- إذا تم نقل ملكية منشأة عامة ناجحة إلى القطاع الخاص، تصبح الأرباح التي كانت تحققها المنشأة العامة من نصيب المستثمرين الذين تملكوا المنشأة، وعليه تتحقق إعادة توزيع الدخل الوطني في صالح المستثمرين اللذين تملكوا المنشأة، وفي غير صالح دافعي الضرائب؛
- 2- كلما كان متوسط دخل المستثمرين أعلى من متوسط دخل دافعي الضرائب بوجه عام كلما ازدادت حدة التفاوت في توزيع الدخل القومي بسبب الخوصصة؛
- 3- يؤثر الأسلوب الذي يستخدم للخوصصة في توزيع الدخل، فإذا تم بيع المنشأة العامة، مثلاً بسعر يقل عن قيمتها فإن الأثر لصالح المستثمرين يتزايد والعكس صحيح؛
- 4- يستفيد دافعوا الضرائب من خوصصة المشروعات العامة التي كانت تحقق الخسائر لأن تلك الخسائر كانت عبئاً على خزينة الدولة، حيث يترتب على عملية نقل الملكية للمستثمرين إلغاء ذلك العبء عن دافعي الضرائب؛
- 5- ليس من الضروري أن يؤدي الاستثمار الأجنبي في برنامج الخوصصة الوطني إلى تخفيض درجة العدالة في توزيع الدخل القومي، فقد يترتب على تلك المشاركة الأجنبية تحديث تقني يؤدي إلى تخفيض التكاليف وزيادة الإنتاجية وفتح الأسواق الخارجية الجديدة، مما يخفض من الأسعار لصالح المستهلكين ويزيد من تشغيل العمال وتحسن في الميزان التجاري للدولة.

1 - فالخ أبو عامرية، مرجع سبق ذكره، ص 171.

2 - المرسي السيد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص 78.

6- وأخيرا وبوجه عام توضح تجارب الدولة المختلفة في عمليات تخصيص المنشآت الإنتاجية أن درجة تركيز الملكية الخاصة قد ازدادت في المنشآت الصناعية والتعدينية ولعل السرعة في إجراء الخصخصة وغياب الأسواق المالية الفعالة يفسر جانبا كبيرا من تركيز الملكية الخاصة بعد الخصخصة.

### المطلب الثالث: آثار الخصخصة على دول شمال إفريقيا في ظل غياب مقومات نجاحها

تعرض دول شمال إفريقيا نتيجة تبنيتها لسياسة الخصخصة إلى العديد من الآثار السلبية نتيجة غياب مقومات نجاحها في هذه الدول، خاصة وأن هذه الدول مفتوحة على رأس المال الدولي وأن علاقات القوى لا تكون دائما لفائدة الدولة المعنية، فإن الرأسمال الدولي يفرض على هذه الأخيرة شروطا مبالغ فيها بالنسبة لاستغلال قوة العمل والثروات الوطنية، وسنحاول فيما يلي التعرض لأهم هذه الآثار.

#### أولاً- آثار الخصخصة حول تحسين الأوضاع الاجتماعية، توزيع الدخل وسوق العمل<sup>1</sup>: ويوضح الاقتصادي

المشهور جون لينت غالبريت مثالب قصور آلية السوق في إطار عدم استقرار الاقتصاد الكلي وعدم فعالية الاقتصاد الجزئي، وعدم توفر المساواة الاجتماعية، ومعالجة هذه العيوب يرى فالبريت أن السياسة الحكومية وتدخل الدولة أمران أساسيان لإحداث الاستقرار الاقتصادي والفعالية الاقتصادية، وكذلك لتحقيق نوع من العدالة الاجتماعية، ويقوم رأيه المؤيد لتدخل الحكومات على نموذج مثالي للحكومة الإنسانية الفاعلة وذات الإطلاع الواسع، القادرة على التعرف على أشكال السوق وطرق معالجتها، وتحقيق الأهداف القومية بالوسائل الديمقراطية، وذلك انسجاما مع قواعد السلوك التي يتحلى بها اقتصاد الرعاية الاجتماعية الرسمية.

إن وجود الاحتكارات المتمثلة بالشركات الكبيرة ليس ما كان آدم سميث يفكر فيه بالنسبة لاقتصاديات السوق الحرة، إذ إن المزايا التي تتحقق عن اليد الخفية تعتمد على وجود منافسة تامة من شأنها أن تحقق المنفعة لكل من الممول والمنتج والمستهلك، ويعارض الكثير من مفكري شرائح الدخل المختلفة اقتصاد السوق الحرة، إذ يرون أن آلية السوق لا تصيب في عملها إلا القادرين على الأخذ والعطاء، أما هؤلاء الذين هم ضعفاء اقتصاديا بحكم عمرهم، كالمسنين أو المتعاقدين، أو بحكم عدم تلقيهم التدريب الكافي كالعاطلين عن العمل أو المتعطلين أو بحكم إضطرارهم لتلقي العلم كالتلاميذ والطلاب، والحقيقة أن آلية السوق تظلمهم عن طريق حرمانهم من المشاركة العادلة في منجزات الاقتصاد الوطني، وهذا الأمر يمتد بالضرورة في الاقتصاد الذي يدار بمبادئ اقتصاد السوق لموظفي وعمال الخدمات العامة محدودي الدخل، الذين يتعرضون لنتائج الدورات الاقتصادية من انكماش أو تضخم، أو توسع سريع في الاقتصاد نتيجة لنقص أوزيادة الطلب على الاستثمار فيه، مما يجعلهم غير مطمئنين إلى سلامة دخلهم أو حتى بقائهم في أعمالهم، وبالتالي يجعل ذلك منهم وجلين، بل ناقمين على مفاهيم وتجارب اقتصاد السوق التقليدية. ويبين تاريخ التطور الاقتصادي أن علاقة القوة هي التي تحكم السوق وهي التي تتحكم بآليات العرض والطلب، وبالتالي فإن تعظيم المنفعة من خلال التبادل في السوق يتم عبر تعظيم منفعة فئة على حساب منفعة

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، العولمة وإقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 3، الجزائر، 2007، ص18.

الآخرين، وهذا ما يجعل السوق أداة صراع وغلبة، الغلبة فيها للقوى، ويتحقق التوازن في السوق بغض النظر عن تلبية الاحتياجات الأساسية، والغبن والظلم لفئات اجتماعية واسعة تشكل الغالبية في المجتمع.

ويصف لستر اليد الخفية بأنها يد نشال، إذ كثيرا ما تبين أن الأسواق الحرة التي لا قيود عليها تكشف عن أنظمة مريحة للغاية، ولكنها ليست منتجة على الإطلاق، وأثبتت التجربة العلمية أن تعظيم الربح لا يؤدي دائما إلى تعظيم الناتج<sup>1</sup>، فإنشاء الاحتكارات ورفع الأسعار يحقق أرباحا أكبر من زيادة الكفاءة والإنتاجية، وممارسة الشركات لتلك الأنشطة كان يحقق التزامها الخاص بتعظيم الربح وثروة مساهميها، ولكنها لم تكن تحقق التزامها الاجتماعي بأن تكون أداة لتعظيم النمو من أجل تحقيق مستوى أعلى للجميع.

لا شك أن تأثير الخصخصة في سوق العمل في المدى المباشر والقصير هو تأثير سلبي يعمل باتجاه زيادة معدلات البطالة، خصوصا إذا اعتمد مبدأ السرعة في عملية تحويل الملكية، أما في المدى الأبعد، فالمسألة ترتبط بتأثير الخصخصة في حركة النمو الإقتصادي، الأمر الذي سبق الكلام عليه.

**ثانيا- آثار الخصخصة حول زيادة كل من الإنتاجية، الاستثمار وإيرادات الدولة:** سنحاول فيما يلي توضيح وهم زيادة الكفاءة الإنتاجية بمجرد تغيير الملكية، وتأثير الخصخصة على زيادة الاستثمار، وإذا ما كانت فعلا الخصخصة قادرة على زيادة قيمة مضافة للدول التي تبناها.

**1- تأثير الخصخصة على الكفاءة الإنتاجية:** ويتضح وهم زيادة الكفاءة الإنتاجية في دراسة "لروفلت فان درهوفن" قدمت في ندوة أعدها صندوق النقد العربي بالتعاون مع البنك الدولي ومؤسسات مالية أخرى، حيث يقول: "لا تقدم تجارب تخصيص المنشآت العامة براهين تمكنا من تقرير ما إذا كان من شأن تغيير الملكية بحد ذاته يعمل على تعزيز الكفاءة، فمن الصعب الفصل بين تأثير العوامل المختلفة على أداء المنشآت، ولم تجر أية دراسة منهجية لرصد الكفاءة على المدى الطويل للمنشآت التي نقلت ملكيتها أو لمقارنة أدائها بالتنبؤات الموضوعية لأدائها على افتراض بقائها ضمن القطاع العام.

ولقد أصبح واضحا أيضا أنه لا بد من الاعتراف بتكاليف الخصخصة، والسبل الممكنة لاستخدام الإيرادات الناجمة عنها، وقد بلغت تكاليف الخصخصة في بلدان عديدة أكثر مما كان مقدر لها، ونادرا ما أدت دورا هاما في برنامج الاستقرار، على الرغم من افتراض دور لها من هذا القبيل<sup>2</sup>.

وإضافة لما سبق خرجت معظم الدراسات النظرية والميدانية إلى أنه ليس هناك من أسباب نظرية، ولا من أدلة تجريبية ميدانية تجعل من نوع الملكية العنصر المحدد لكفاءة وحدات الإنتاج<sup>3</sup>، وأنه إذا كان أداء وحدات الإنتاج العام في أحيان كثيرة ضعيفا، فذلك مرده إلى أسباب وعوامل لا تتعلق بطبيعة الملكية، وإنما بطبيعة السوق ونوعية الإدارة والظروف المحيطة بالاقتصاد ككل، وعليه يجب ألا ننتظر تحسنا واضحا في الأداء الإقتصادي لوحدات الإنتاج المتعثرة

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، العولمة وإقتصاد السوق الحرة، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 150.

<sup>3</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 497.

من مجرد تحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص، مادام لم يصاحب هذا التحويل جملة من الإجراءات أهمها إعادة هيكلة وحدات الإنتاج المعنية على جميع المستويات: الفنية والإدارية، ومدها بالعناصر الإدارية الكفؤة وعلى وجه الخصوص وضعها في بيئة تنافسية فعلية خالية من التشوهات التي تميز عادة أسواق البلدان النامية<sup>1</sup>.

**2- تأثير الخصخصة على الاستثمار:** أما فيما يخص وهم أن الخصخصة تزيد من الاستثمار فلقد جرت دراسة لعينة من 23 دولة نامية في آسيا وإفريقيا، وأمريكا اللاتينية للفترة (1961-1981) تبين أنه لا يوجد ترابط عكسي ذودلالة بين حصة الشركات العامة في الدول النامية والاستثمار من جهة والدخل الفردي ونمو هذا الدخل من جهة أخرى، وشبيه بذلك ما توصلت إليه دراسة حديثة في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في بعض الدول وأثار إيجابية في البعض الآخر لكن لا يوجد تأثير مميز في الغالب.<sup>2</sup>

كما أن استبدال الديون بأصول عامة لا يشكل استثمارا في الاقتصاد المعني حيث لا يضيف طاقات جديدة، كما أنه وفي كثير من الحالات لا يشكل تحقيقا لجملة احتياجاتها من النقد الأجنبي لأن إخراج الأرباح والعوائد السنوية قد يفوق جملة الفوائد المدفوعة للدين الخارجي، وفي المحصلة فإن جملة الفوائد التي يمكن أن تحصل عليها الدولة من مقايضة ديونها لا تبرر هذه التضحية، وعلى العكس من ذلك يمكن أن تكون ذات نتائج معوقة لنموها وتطورها المستقبلي.

**3- تأثير الخصخصة على إيرادات الدولة:** أما فيما يخص أوهام الخصخصة في زيادة الإيرادات فلقد أثبتت تجربة التاريخية للدول التي قطعت أشواطاً كبيرة في تطبيق الخصخصة بينت أنها ترافقت مع تكاليف باهظة<sup>3</sup> على جميع الأصعدة تفوق المنافع المتوقعة لها، حيث نلاحظ أن الوضع الاقتصادي ساء في جل الدول والبعض القليل بقي كما كان، وهي في نظري نتيجة حتمية لأن الدول النامية لا تمتلك الشروط الأساسية لنجاح عملية الخصخصة، أما الإحصائيات التي نجدتها تتكلم عن ارتفاع الإيرادات على سبيل المثال زادت إيرادات الأرجنتين بنحو 19 مليار دولار نتيجة عملية الخصخصة الأمر الذي أدى إلى تخفيض ديونها التجارية بنسبة 40 في المائة عندما استخدمت 11 مليار دولار من حصيلة الخصخصة في خفض هذه الديون، كما خفضت المكسيك ديونها وقامت كذلك بتخصيص جزء من إيرادات الخصخصة والتي بلغت 22 مليار دولار لتمويل برنامج مكافحة الفقر مما أدى إلى زيادة درجة التأيد العام لبرنامج الخصخصة<sup>4</sup>، غاب عن ذهنهم أن هذه الإيرادات ناتجة عن مقايضة أصول كانوا يملكونها، بمعنى أنهم غير وممتلكاتهم العينية إلى سيولة فقط، فأين الإيراد الذي حققته الخصخصة أو أين قيمتها المضافة؟ وفوق هذا يستعملون هذا الإيراد بشكل خاطئ، حيث يعملون على كسب الرأي العام اتجاه سياسة مدمرة لاقتصاديات البلدان التي تبناها، بدلا من استثمارها بمشاريع تولد قيمة مضافة تساعد على الخروج من أزمة المديونية كخطوة أولى للنهوض بالاقتصاد الوطني.

<sup>1</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 498.

<sup>2</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<sup>3</sup> - لمزيد من المعلومات حول تكاليف الخصخصة يرجى الإطلاع على موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 136-156.

<sup>4</sup> - علي سالم أرميص، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

ثالثاً- آثار الخصخصة حول ميزان المدفوعات، الإحتكارات، والسيادة الوطنية: إن سياسة الخصخصة لا يمكن

تبريرها سوى بكونها تعبيراً عن ترجمة حرفية لمصالح الرأسمال الدولي ورجال الأعمال المحليين والذين يجدون في هيمنتهم على المرافق العمومية مصدراً لا ينضب من الأرباح واستغلال الحاجات الأساسية للمواطنين من أجل المزيد من التراكم الرأسمالي، خاصة في ظل الإحتكارات الطبيعية، كما أنها تجهز من جهة أخرى على ما تبقى من سيادة الدولة واستقلاليتها نظراً لما تشكله سيطرة الأجانب على المقدرات الاقتصادية للبلاد من مظاهر للاستعمار الجديد.

**1- تأثير الخصخصة على ميزان المدفوعات**<sup>1</sup>: الأرحح أن تأثير الخصخصة الإيجابي في التجارة وبالتالي في ميزان المدفوعات من حيث تنشيط الصادرات، ناتج عن التأثير غير مباشر وتحديدًا عن طريق ما يفترض أن تأتي به الخصخصة من تحسين في كفاءة وحدات الإنتاج المتأتبة بدورها من التحسين المفترض في استخدام الموارد الاقتصادية. وبهذا الخصوص لا يبدو أن بلدان شرق آسيا المصنعة حديثاً تقدم في هذا السياق المثل على نجاح الخصخصة في دفع حركة التصدير نحو الأمام، لأنه على العكس من الاعتقاد الرائج الذي كان للبنك الدولي دور كبير في إشاعته، فإن النجاح الذي حققته الدول الشرق آسيوية مثل كوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة لم يكن بفضل اعتمادها المفرط على الخصخصة، بل كان مفتاح النجاح هو تفعيل هذه الدول لعدد من السياسات الصناعية والتجارية والاجتماعية الداعمة للتنمية، وتدخّلها بإقامة المشروعات التي تعمل على تحقيق تغييرات هيكلية ذات شأن في اقتصادياتها، وذلك فضلاً عن السعي بسبل شتى لترويض آليات السوق والتحكم في مساراتها وتسخيرها لخدمة التنمية<sup>2</sup>.

**2- الخصخصة وإمكانية ظهور الإحتكارات الخاصة**<sup>3</sup>: حتى ضمن التشريعات التي تمنع الإحتكار يمكن أن تكون هناك إحتكارات خاصة، وذلك لأن وحدات القطاع العام كانت تحتكر قبل خصصتها سوق بعض السلع والخدمات، الأمر الذي أثر في معايير الجودة والأسعار، وتحقيق الأهداف الاجتماعية، ويتوقع إذا تم بيع هذه الوحدات إلى القطاع الخاص أن ينتقل إحتكار الدولة إلى إحتكار أفراد، وقد يتعزز ذلك بالحماية التي ستوفر للقطاع الخاص في ظل سياسة الخصخصة، بالإضافة إلى عدم إمكانية قيام وحدات منافسة للوحدات القائمة الآن، ذلك لضخامة الأموال المطلوبة للاستثمار في مثل هذه المشاريع، وعليه يتعين وضع الأسس والضوابط لمنع قيام مثل هذه الإحتكارات، ووضع معايير وأسس للجودة وللتسعير وقوانين حماية المستهلك ضماناً لنجاح سياسة الخصخصة.

**3- أثر الخصخصة على السيادة الوطنية:** إن مراجعة وملاحظة التاريخ الاقتصادي للدول التي طبقت برامج الإصلاح الاقتصادي التي تعتبر الخصخصة أهم محاوره والمقدم من طرف المؤسسات المالية الدولية، يبين لنا أن هذه الإصلاحات منيت بالفشل في غالبية الدول التي طبقتها، وجعلتها أكثر تبعية للخارج وأصبحت هذه المؤسسات المالية الدولية بصحبة نخبة من الدول المتقدمة تدير اقتصاديات الدول النامية إدارة مركزية، وتسيرها كما تريد وتدفعها أينما تريد، وهذا ما كانت تصبو إليه من البداية.

<sup>1</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 499.

<sup>2</sup> - إبراهيم العيسوي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

<sup>3</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 513.



**رابعاً- آثار الخصخصة حول النمو الاقتصادي، التضخم وعجز الموازنة العامة:** تؤكد دراسة حديثة لصندوق النقد الدولي تمت في أكثر من 100 دولة نامية يعترف فيها أن برامج إعادة الهيكلة التي تمثل الخصخصة أهم محاورها أدت إلى زيادة التضخم، وانخفاض النمو، وتقول هذه الدراسة: "لا نستطيع القول بثقة إذا كانت هذه البرامج المدعومة من قبل صندوق النقد الدولي قد توصلت إلى تحسين الفعاليات في مجال التضخم والنمو الاقتصادي، في الواقع لقد اتضح غالباً أن تطبيق برامج التعديل قد ترافق بزيادة في التضخم وانخفاض في معدل النمو"<sup>1</sup>.

أما بخصوص الرهان على تأثير الخصخصة الإيجابي في المالية العامة للحكومة (من حيث خفض العجز في الموازنة والتخفيف من عبء المديونية الخارجية)، هنا أيضاً لا نتائج التحليل النظري ولا نتائج البحوث التجريبية الميدانية تسمح بالخروج بأدلة واضحة وقاطعة على صحة هذا الرهان، على الأقل في ما يتعلق بعمل الخصخصة على تقليص عجز الموازنة<sup>2</sup>.

أما فيما يخص المديونية الخارجية تستطيع الدول النامية الاستفادة من إعادة الجدولة لديونها وهذا لا يعد حلاً ولا عفاؤها من قسم منها، بمعنى أن الاستفادة ليست عن طريق انعكاس تطبيق الخصخصة وإنما ناتجة عن الموافقة على تطبيقها فقط.

### المبحث الثاني: معوقات سوق الأوراق المالية كآلية لعملية الخصخصة في دول شمال إفريقيا

لقد كانت عمليات الخصخصة عن طريق سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا ضئيلة، ويعود ذلك للعديد من المعوقات التي مست العديد من الجوانب منها ما يتعلق بسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا ومنها ما يتعلق بعملية الخصخصة في دول شمال إفريقيا، ومنها ما يتعلق بالبيئة المحيطة، ومن أجل مواجهة هذه المعوقات لابد من التعرف عليها وتحليلها، حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من سوق الأوراق المالية في دعم الخصخصة في دول شمال إفريقيا.

### المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي

تؤدي أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا دور محدود في توفير السيولة نظراً لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها، وكذا ضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة لانخفاض عوائدها، وميل الأفراد نحو الاستثمار المصرفي بعيداً عن أسواق المال وما يصاحبها من تقلبات في الأسعار، كل هذه المعوقات وغيرها يمكن توضيحها في النقاط التالية:

**أولاً- ضيق نطاق سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا:** يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا ومحدودتها من خلال حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم) وعدد الشركات المدرجة في البورصة، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل

<sup>1</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص 140.  
<sup>2</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 498.

التقلبات في عوائد الأوراق المالية) فالملاحظ على أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا نتيجة لدارستنا التطورات وأداء الأسواق خلال الفترة (1999-2010) أنها:

1- تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل، وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث تقل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50 في المائة في كل من مصر، تونس المغرب، الجزائر؛

2- تتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة فيها، كما أن المعلومات في سوق الأوراق المالية في هذه الأسواق تتصف بالضعف مما يؤثر على جزء هام من الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا ويؤدي بالتالي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران؛

3- ضعف السيولة ويزر ذلك واضحا من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويرجع ضعف التداول أساسا إلى ضعف الادخار ومنه ضعف الطلب.

ثانيا- ضآلة العرض والطلب في سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا: نتيجة لدارستنا لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، يتضح لنا بأنها تعاني من ضآلة العرض والطلب، وتعود أسبابه إلى النقاط التالية:<sup>1</sup>

1- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للاستثمار، إضافة إلى ذلك انعدام الثقافة الاستثمارية المالية لدى الكثير من الأفراد؛

2- انخفاض عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات؛

3- ارتفاع سعر الفائدة، فكلما كان سعر الفائدة مرتفعا أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية، على خلاف لو كان منخفضا فإنه سيغري المستثمرين على زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية؛

4- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق بالأسواق المالية في دول شمال إفريقيا حيث تؤدي دورا ازدواجيا كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، وضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار؛

5- تجنب عدد كبير من المدخرين استثمار أموالهم في السندات وذلك تفاديا لتأثير معدل التضخم الذي يرتبط ارتباطا وثيقا بنشاط سوق الأوراق المالية، إذ يؤثر ارتفاع معدل التضخم سلبا على حجم العمليات في البورصة حيث أن التضخم يؤثر على قيمة النقد وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية فإنه يؤثر على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتمامهم إلى ارتفاع الأسعار بدل التوظيف في سوق الأوراق المالية؛

6- قلة الانفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة على كامل دول شمال إفريقيا أثر سلبا على ثقة المستثمرين لهذه الأسواق وبالتالي عدم فتح المجال للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات؛

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 191.

- 7- ضالة الفرص المتاحة للتنويع في بورصات دول شمال إفريقيا إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، أما أسواق السندات فلا تزال في مراحلها الأولى، وتعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، إضافة إلى ذلك نجد النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية مما يضعف الفرص المتاحة سواء أمام المستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي؛
  - 8- التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا في الوقت الحاضر، رغم تحديد معظمها لهامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح ما بين 5 في المائة و10 في المائة، إلا أن حركات الأسعار العشوائية يرجع ذلك لاعتماد البورصات في دول شمال إفريقيا على التمويل من المصادر الخارجية مثل القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، وبدرجة أقل على الأرباح المحتجزة، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في القيمة السوقية للسهم وفي ربحيته، وهو ما يثير مخاوف المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منه؛
  - 9- إرتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها، وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص.
- ثالثاً- مشكلة هجرة أموال دول شمال إفريقيا إلى الخارج:** تعاني دول شمال إفريقيا من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة، ارتفاع الأسعار، ضعف الإنتاج ويتم استثمار هذه الأموال في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية منها وتعود أسبابها إلى العوامل التالية<sup>1</sup>:
- 1- تدني فرص الاستثمار في بلدان دول شمال إفريقيا لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة؛
  - 2- إمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق؛
  - 3- عدم قدرة دول شمال إفريقيا على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك والشركات والمؤسسات المالية في دول شمال إفريقيا على استثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة؛
  - 4- انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات في دول شمال إفريقيا؛
  - 5- هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي؛
  - 6- غياب قوانين الاستثمار في دول شمال إفريقيا على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين، وعدم التصريح قانونياً بالحماية التشريعية للمستثمر.

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سبق ذكره، ص192.

#### رابعا- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا<sup>1</sup>: أمام الصعوبات التي

تعترض عمل بورصات دول شمال إفريقيا وتعقد وضبابية التعامل فيها، نجد بالمقابل أن هناك العديد من الفرص الاستثمارية المضمونة المكاسب والسهولة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن نشاط الاستيراد والتصدير في سنوات الانفتاح وتخلي الدولة عن احتكار التجارة الخارجية قد استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة، وبالتالي فإن جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت قليلة في غالب الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى، وصعوبات ومعوقات البورصة.

#### المطلب الثاني: المعوقات التنظيمية لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

شهدت دول شمال إفريقيا في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي التي شملت التنظيم القانوني والمهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نموورسمة هذه الأسواق وحجم التداول فيه، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب، وتظهر الثغرات متباينة بين أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا في شكل معوقات تحول دون كفاءتها، لذا كان من الضروري البحث من أجل التعرف على هذه المعوقات من أجل القضاء عليها.

#### أولاً- قلة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي لسوق الأوراق المالية، فهي

العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما لاحظناه من خلال دراستنا لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا في الفترة من (1999-2010) هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا.

#### ثانيا- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها

الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر.

#### ثالثا- ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية: لا تكمن أهمية الإفصاح في توفير البيانات والمعلومات والقوائم المالية

فحسب، ولكن أيضا في جودة ودقة هذه البيانات والمعلومات وشموليتها وتوقيتها وتوفر الخبراء والحللون الماليون المختصون، فضلا عن قوانين وأنظمة المحاسبة والتدقيق، كما يساعد تواجد شركات تقييم الملاءة الائتمانية على رفع مستوى الإفصاح والشفافية في السوق.

<sup>1</sup> - منصورى الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بدون السنة الدراسية، ص137.

<sup>2</sup> - بداوي مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص107.

لذا تعتبر شفافية السوق من العوامل المؤثرة في تشجيع التعامل والتداول بالأوراق المالية، في ظل إجراءات محاسبية، وفق المعايير الدولية، من أجل تأمين وضمان دقة الإفصاح عن المعلومات، لذلك تبرز أهمية تطوير مهنة المحاسبة والتدقيق وإكسابها دورا استقلاليا ووضع الأنظمة والتعليمات والأحكام المتعلقة بها<sup>1</sup>.  
بعدها تعرفنا على أهمية الشفافية لسوق الأوراق المالية يجدر بنا أن نوضح بأن بورصات دول شمال إفريقيا تعاني من ضعف نظام المعلومات الذي يعمل على ضمان الشفافية لمستعمليهها، بالإضافة إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين بالقيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر، ولكن بشكل متفاوت.

### المطلب الثالث: معوقات أخرى لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواق نامية مازالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتمثل أهم تلك المعوقات فيما يلي:  
**أولاً- المعوقات التنظيمية والتشريعية والهيكلية لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا:** تواجه سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا معوقات تنظيمية وتشريعية وأخرى تتعلق بهيكلها السوقي الأمر الذي يحول دون تطورها، وتمثل أهم تلك المعوقات في<sup>2</sup>:

**1- المعوقات التنظيمية:** وتمثل أهم المعوقات التنظيمية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا فيما يلي:

أ- عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.  
ب- كثرة إصدار القرارات وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها.

ج- غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يجب، وليس كما تريد هي وتحتاج.  
د- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب.

<sup>1</sup> - أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 89.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 189.

هـ- عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها لقيود على الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

**2- المعوقات التشريعية:** ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا والتي تتمثل فيما يلي:

أ- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين هذه البورصات والبورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة، أسهم عادية وسندات.

ب- افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصریحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

**3- المعوقات الهيكلية:** ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات الهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا والتي تتمثل فيما يلي:

أ- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني .

ب- عدم استفادة المصارف في دول شمال إفريقيا من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

ج- تأخر برامج الخوصصة في بلدان دول شمال إفريقيا.

**ثانياً- العائق الاجتماعي لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا:** إن تطبيق برامج التعديل الهيكلي أدت إلى ارتفاع البطالة وانخفاض القدرة الشرائية للمواطنين نتيجة انعدام دخولهم وانخفاضها وانتشار ظاهرة الفقر، إضافة إلى هذا فإن العائلات التي تبقت لها القدرة على الادخار تميل إلى توجيه ادخارها أساساً نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقه عمل سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، ففي هذه الحالات والأوضاع فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف الأسر من أجل الادخار في الأصول المالية وغيرها من المجالات.

**ثالثاً- تأثير العامل الديني والثقافي على سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>:** لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 9 - 4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة، كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خاتمة الكسب

<sup>1</sup> - زيدان محمد، ونورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص16.

الحلال، كما نجد غياب الثقافة البورصية وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

رابعا- تأثير الظروف السياسية وضعف مدخرات القطاع الخاص الوطني على سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا<sup>1</sup>: إن الظروف السياسية غير المستقرة تساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية ، بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى.

إذ كانت الخصخصة تشكل بالفعل اختبارا لمصادقية القطاع الخاص الوطني في دول شمال إفريقيا، فالملاحظ على هذا الأخير أنه غير مؤهل لمنافسة الرساميل الأجنبية وحتى وإن سعت السلطة إلى التوزيع المجاني للأسهم على الخواص الوطنيين حيث هناك خطر تحول الخصخصة إلى مجرد نقل امتياز الاحتكار من القطاع العام إلى القطاع الخاص بسبب الذهنية التي تعود عليها في مختلف مراحل التطور الاقتصادي الوطني، والتي جعلت منه كائن انتهازي، يستهويه الاحتكار بدل المنافسة، والربح السريع بدل الجهد الاستثماري، وكما عبر بعض الكتاب بقوله م " دعنا من خرافة أن الشعب هو الذي سيشتري المؤسسات العمومية لأنه شعار خادع فأغلبية الشعب فقيرة أو محدودة الدخل، ولا تملك أكثر من قوت يومها ولا دراية لها بسوق المال " إذن المقصود بالشعب في هذا الشعار ليس أكثر من القلة صاحبة الدخول العليا أو المستثمرين الأجانب".

<sup>1</sup> - عجة الجليلي، مرجع سبق ذكره، ص99.

### المبحث الثالث: الإستراتيجية المقترحة لنجاح عملية الخصخصة وبرنامجهما في دول شمال إفريقيا

يتفق جمهور الاقتصاديين على أنه يتعين على المصادر الوطنية تدبير الشطر الأكبر من الأموال اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية، وذلك انطلاقاً من حقيقة أن تكوين رأس المال يجب أن يتم ذاتياً، وتلك ضرورة تملئها اعتبارات التنمية الاقتصادية طويلة الأجل وطموحات الاستقلال الوطني الذي تنشده البلدان المتخلفة عامة، الأمر الذي يشجع على ضرورة أن تعمل هذه البلدان جاهدة من أجل تشجيع المدخرات الوطنية وإحكام تعبئتها وتوجيهها نحو مجالات التنمية الفعالة، مستفيدة في مسعاها من التجارب الدولية التي سبقتها في ذلك.

#### المطلب الأول: الدروس المستفادة من التجارب الدولية للخصخصة

إن كل تجربة من تجارب الخصخصة تضيف إلى حصيلة التجارب الدولية دروساً مستفادة، تستحق الدراسة لتفادي سلباتها وإتباع إيجابياتها في تنفيذ مشروعات الخصخصة المستقبلية، بيد أن الخبراء يؤكدون أهمية أخذ الظروف والمتغيرات المحلية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والقانونية بعين الاعتبار، عند إعداد استراتيجيات الخصخصة وتنفيذها، فثمة ما يشبه الاقتناع العالمي بأن تجارب الخصخصة لا يمكن نقلها بحذافيرها من دولة إلى أخرى، ونبين فيما يلي عدداً من التجارب العالمية في الترويج لبرنامج الخصخصة، لدول تختلف في توجهاتها الاقتصادية، وتباين في المتغيرات السياسية والاجتماعية التي تكتنفها في فترات الترويج للخصخصة.

**أولاً- التجارب الناجحة لعملية الخصخصة:** وفيما يلي أهم الدروس المستفادة من تجارب بعض الدول المتقدمة والنامية:

**1- تجربة بريطانيا:** تتصف التجربة البريطانية في الخصخصة بالنجاح، منذ أن بدأت مع حكومة المحافظين برئاسة مارجريت تاتشر، ذلك أن أسباب النجاح قد تجمعت فيها، وهي من أولى البدايات في هذا المضمار، لذا تعد بحق من التجارب الرائدة من حيث التهيئة التشريعية والسياسية والاقتصادية مع إجراء إصلاحات في سوق الأوراق المالية والهيكلة الضريبية، ثم شمول الخصخصة لكافة قطاعات الاقتصاد القومي السلعية والخدمية، وهي تركز في الجهود الترويجية على<sup>1</sup>:

**1-1- استخدام حملات إعلامية وإعلانية مكثفة موجهة إلى كل القطاعات السوقية المستهدفة (الشعب، المستثمرين، العاملين، المديرين، الأجهزة الرسمية، القيادات السياسية والاجتماعية)، وذلك لإقناعهم وترغيبهم واستمالتهم بجدوى الخصخصة فمثلاً استمرت الحملات الإعلامية والإعلانية في بيع شركة British Telecom سنة ونصف السنة.**

**1-2- أعمال الأسلوب التدريجي في الخصخصة، حتى يمكن إعطاء فرصة لجهود العلاقات العامة، النشر، البيع الشخصي، الإعلام، الإعلان والدعاية أن تؤتي ثمارها وتُحدث تأثيرها.**

**1-3- التركيز على جودة المنتج في قضايا الخصخصة، إذ يتم التركيز على المؤسسات الراجعة والمبشرة بالخير في كل قطاع، لئتم تحويلها بشكل نموذجي، لتكون مثلاً يحتذى به في باقي المؤسسات المشابهة.**

<sup>1</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص35.



1-4- التركيز على التحشيد والشراكة الإستراتيجية للمستثمرين، المواطنين، المديرين، العاملين، ومؤسسي الشركات، في توسيع قاعدة الملكية كما يلي:

- أ- تشجيع الدولة للمؤسسين في المقام الأول على شراء نصيب الدولة من الأسهم أوجزء منها.
- ب- تشجيع المديرين والعاملين بإعطائهم أولوية في شراء الأسهم، أو إعطائهم أسهماً مقابل نصيبهم في الأرباح أو تخفيض ثمن الأسهم لهم، أو إعطائهم حافزاً للشراء، أو منح المتميزين من العاملين أسهماً مجانية لكونهم ذوي المسؤولية الأولى في استمرار عطائهم للشركة وتطويره ومضاعفته (إعطاء مزايا واضحة للعاملين).
- ج- تشجيع المستثمرين على شراء الأسهم بإعطائهم معلومات كاملة وصادقة تبين الاتجاه الواعد لفرص الربحية في الشركات المعروضة للبيع.
- د- تخفيض قيمة الأسهم أو تقسيط الثمن أو إعطاء أولوية لطلبات المساهمة الصغيرة، فمثلاً حينما بيعت حصة الدولة الباقية في رأس مال شركة Cable and wireless في ديسمبر 1985، تمت الاستجابة إلى كل الطلبات التي لا تتجاوز 200 سهم ولم يُستجب إلا إلى 30 في المائة من الطلبات التي تفوق 1000 سهم، هذا على الرغم من أن عدد المساهمين يتقلص بسرعة بعد عملية الإصدار، رغم ما تقدمه الحكومة من تشجيع للاحتفاظ بالأسهم، فقد تقلص مثلاً عدد المساهمين بين تاريخ البيع في 18 فبراير 1981، لشركة British Aerospace وحتى 7 من يناير 1982، من 137492 مساهم إلى 47512 مساهم.

1-5 - وضع قيود على المستثمرين الأجانب في عمليات الخصخصة، بمطالبتهم بالقيود في سجل المساهمين الأجانب لدى الدولة، وألا تزيد حصة المستثمر الأجنبي عن 15 في المائة من إجمالي أسهم الشركة، مع عدم مشاركة الأجنبي في مجلس الإدارة.

1-6 - احتفاظ الحكومة بسهم خاص يسمى السهم الذهبي في الشركة المخصصة، يحق لها به حضور الجمعية العمومية، التصويت، تعيين ممثل لها من رجال الأعمال في مجلس الإدارة وكذلك يحق لها الاعتراض في الأحوال الطارئة على بعض القرارات، وهذا يعطي صورة ذهنية أمام المواطن أن الشركات المخصصة تعمل بمراقبة الدولة لإعمال الصالح العام ودون إضرار متعمد بحقوق المستثمرين والمساهمين.

1-7- تخيير المديرين في المؤسسات العامة في الدولة، والمعارضين للخصخصة إما بنقلهم إلى وظائف بديلة في المؤسسات المخصصة أو بحل هذه المؤسسات فيفقدون وظائفهم.

1-8- يشرف وزير المالية على جميع عمليات الخصخصة بالتعاون مع الوزارات المعنية، برسم وإقرار الخطوط العامة للخصخصة أما تفاصيل العمليات الفنية، فتترك للمختصين من بنوك أعمال ووسطاء ماليين ورجال قانون، ومكاتب محاسبة مما يوسع دائرة الشراكة الإستراتيجية في الخصخصة.

1-9- المساندة السياسية الكبيرة للحزب الحاكم والحكومة والوزارات للخصخصة يعكس قوة التأثير الداعم للتوجه للخصخصة.

1-10- توخت الحكومة طريقتين في ضبط أسعار البيع للشركات المعروضة للخصخصة، إما بقرار مباشر منها أو عن طريق المزايدات، وفي كلتا الحالتين يسبق قرار السعر، تقييم يقوم به مكتب محاسبة متخصص بالاشتراك مع

البنك المسئول ووزارة المالية ثم ينتهي الأمر إلى ضبط سعر يؤخذ به في عمليات الخوصصة المباشرة إلى بعض أصناف المستثمرين أو يؤخذ به كحد أدنى في عمليات المزايدة التي تلجأ إليها الحكومة.

1-11- الحرص الشديد من قبل السلطات المسئولة على أن يتم إنجاز الخوصصة بمصداقية وشفافية إلى جانب المؤازرة من جل الأطراف المعنية، وتم هذه المؤازرة، بتقييم السلطات المسئولة لوقوع التحول للخوصصة على كل الأطراف المعنية بها، ثم التعديل بمختلف الإجراءات الجبائية والمالية بينها حتى يمكن ضمان مؤازرة هذه الأطراف لعملية الخوصصة.

1-12- يتم التركيز في الجهود الترويجية على التكامل بينها وبين الجهود التسويقية ككل، وكذلك على العوائد والمكاسب المحققة لكل الأطراف نتيجة عمليات الخوصصة، فيتم إبراز الإعلامي والإعلاني والدعائي للنواتج الإيجابية للخوصصة على تحفيز العنصر البشري في المشروعات المخصصة وكيف زادت دخولها، وكذلك النتائج الإيجابية على الارتفاع الملحوظ في مستوى أسعار الأسهم، وزيادة نشاط السوق المالية، وكذلك التزايد المضطرب في مستويات التطوير والنهوض والتحسين في إنتاجية الشركات المخصصة إلى جانب إبراز التحسين في النتائج الاجتماعية والسياسية.

2- تجربة فرنسا: بدأت فكرة الخوصصة تجد رواجاً وقبولاً بين الأوساط القيادية الفرنسية، منذ أن تولى فرانسوا ميتران الحكم، وكان ثمة تطلع لنتائج تجربة الخوصصة في بريطانيا، وقد بدأت تجربة الخوصصة في فرنسا 1986، بخوصصة شركة رينو لصناعة السيارات، وقد كانت الأهداف والأساليب المتبعة لتنفيذ برنامج الخوصصة في فرنسا شبيهة إلى حد كبير بالأهداف والأساليب المتبعة في برنامج الخوصصة لدى الحكومة البريطانية (والذي بدأ تنفيذه عام 1979، بحكومة المحافظين برئاسة مارجريت تاتشر) وتمثل الجهود الترويجية وما يتكامل معها من جهود تسويقية فيما يلي<sup>1</sup>:

2-1- قامت الحكومة الفرنسية بتهيئة المناخ الاستثماري، وتطوير أسواق رأس المال الفرنسية، وأعطت اهتماماً متزايداً لتوسيع قاعدة الملكية.

2-2- قامت الحكومة بتشجيع صغار المستثمرين المواطنين، بإعطائهم أولوية في شراء الأسهم المعروضة، وإعطاء المزيد من الاهتمام للعاملين في الشركات التي يشملها برنامج الخوصصة، بإعطائهم حق الاكتتاب في حدود 10 في المائة من أسهم منشأتهم، وخصم في قيمة السهم بنسبة 5 في المائة وأن ترتفع نسبة الخصم إلى 20 في المائة إذا تم الاحتفاظ بالسهم لمدة عامين، كما سُمح للعاملين بتقسيط قيمة الأسهم على ثلاث سنوات، ولم يسمح بمساهمة الفرد الواحد بما تزيد عن 5 في المائة من رأس مال المنشأة لضمان عدم تركيز الملكية لدى عدد قليل من الملاك.

2-3- احتفظت الدولة لنفسها بسهم ذهبي في بعض المنشآت.

2-4- تطوير القوانين لجذب الاستثمارات الأجنبية، مع وضع ضوابط لمساهمة المستثمرين الأجانب، حتى لا يترتب عليها ضرر للاقتصاد.

<sup>1</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص46.

2-5- القيام بحملات إعلامية ضخمة لتشجيع المواطنين على شراء الأسهم، وبخاصة أسهم الشركات التي يعملون فيها.

2-6- تتركز الأساليب المستخدمة للبيع في برنامج الخوصصة الفرنسي في:

أ- **الاكتتاب العام عن طريق البيع:** حيث يحدد وزير الاقتصاد والمالية والتخصيص سعر السهم بناء على توصية لجنة الخوصصة، ويتم إعلانه للمشتريين، دون إعلان الطريقة التي تم بها التوصل إليه، وتتم جميع العمليات بصورة مركزية عن طريق هيئة محايدة هي غرفة سماسرة سوق الأوراق المالية، ثم يتم الإعلان الواسع للجمهور بعدد الأسهم المطروحة للبيع، وبعد إقفال عمليات الاكتتاب، تتم عملية تخصيص الأسهم، فإذا زادت طلبات الشراء، يتم السحب عن طريق القرعة أو تخفيض القيمة الاسمية للأسهم، بهدف زيادة عدد الأسهم المعروضة للبيع.

ب- **الاكتتاب العام عن طريق المبادلة** بشهادات الاستثمار وأسهم المشاركة وهي أسهم خاصة بالشركات المحولة إلى القطاع الخاص، والتي كانت مؤمنة من قبل.

ج- **زيادة رأس المال**، حينما تكون الدولة من حملة الأسهم في الشركة، فلا تمارس حقها في الاكتتاب في مزيد من الأسهم، ولكن تترك الفرصة للمدخرات العامة في تلبية احتياجات التمويل.

د- **البيع بعقد خاص عن طريق المزايمة**، مع مراعاة تقييم القدرات المهنية والمالية للمشتريين المرتقبين كأساس للتفضيل فضلاً عن الإمكانيات التسويقية لهم.

هـ- **الشراء من قبل العاملين**، وقد يمنحون سهماً مجانياً لكل عشرة أسهم، مع فرض حيازة للأسهم لمدة سنة أو يمنحون الأولوية أو التيسيط.

2-7- يبدأ الإعلام في برنامج الخوصصة بعد اختيار الشركات المرشحة للتحويل، واختيار طرق التمويل المناسبة، حيث يبدأ وزير الاقتصاد والمالية والتخصيص بإصدار إعلان عام عن بدء عملية التحويل، ويظهر على التلفاز ومتحدثاً في الإذاعة عن عملية التحويل، كما يعقد مؤتمرات صحفية من أجل توسيع نطاق القبول العام، وفي الوقت نفسه تعرض المصارف الاستثمارية (القائمين بعمل مصرفي الاستثمار للشركة المحولة)، ومراجعي الحسابات (القائمين بعمل استشاري عملية التحويل)، استقبال عطاءات المستثمرين للشراء على أوراق رسمية ويشترط ألا يكون المكتب قد قام بمراجعة حسابات الشركة المحولة في فترة السنوات الثلاث السابقة، والتي بلغت فيها أتعاب المراجعة التي تقاضها 15 في المائة من قيمة ما دفعته الشركة المحولة كأتعاب للمراجعة الخارجية.

2-8- تقوم الشركة المحولة باختيار شركة دعاية للبدء في وضع مشروع الحملة الإعلانية.

يقدم مراجع الحسابات تقديره إلى خمسة مستخدمين هم: وزير الاقتصاد والمالية والخوصصة، والعميل الذي كلف مراجع الحسابات بالعمل، مصرفي الاستثمار (بنكيران الاستثمار)، لجنة الخوصصة، لجنة البورصة، أما مصرفي الاستثمار فيقدم تقريره بعد ذلك إلى الوزير وإلى لجنة الخوصصة.

- 2-9- تم إنشاء لجنة الخصخصة كإستراتيجية حكومية لتأكيد موضوعية التقييم، وللفصل بين الوزير والمستثمرين المشترين في عمليات التفاوض، وبعد قيام لجنة الخصخصة بإجراء مشاورات، تصدر توصية بالحد الأدنى بسعر بيع الأسهم أو الموجودات، ولا يفصح الوزير عن كيفية الوصول إلى قراره بسعر البيع النهائي.
- 2-10- تستخدم لجنة الخصخصة والوزير المختص، استراتيجية التسعير بسعر منخفض نسبياً لتعزيز عملية البيع النهائي، لاكتساب ثقة الجمهور في عدالة عروض الخصخصة وصولاً إلى الأثر التشجيعي الناجم عن ارتفاع قيم السهم في السوق عن السعر المحدد له.
- 2-11- تقوم الوزارة بتحديد أسعار الأسهم واختيار النواة الصلبة من حملة الأسهم، وتعلن تفاصيل الاكتتاب، كما يقوم مصرفي الاستثمار بإرسال المعلومات عن طريق التلكس إلى وكلائهم وإلى المصارف الأخرى في أنحاء العالم، كما تنتشر حملات الدعاية داخل وسائل الإعلام والإعلان الوطني والدولي، وبين المستثمرين.
- 2-12- بعد إتمام عملية الاكتتاب يعلن الوزير المختص النتائج وتقوم سلطات البورصة بنشرها وتصدر جداول الأسعار الرسمية الأولى للسوق، ويتم إبلاغ مصرفي أو مصارف الاستثمار بعدد الأسهم المخصصة، وقيد أسماء حملة الأسهم، وبعد أسبوعين (وبعد مضي نحو أربعة أو خمسة أشهر من تاريخ الإعلان الأول) يتم استكمال نقل الملكية.
- 3- تجربة تشيلي<sup>1</sup>: بدأت عملية الخصخصة في تشيلي عام 1973 كجزء من برنامج التصحيح الاقتصادي وإعادة الهيكلة مبتدئة بإعادة حوصصة الشركات التي تم تأميمها في العقود السابقة، حيث تم إعادة تلك المؤسسات لأصحابها السابقين، إلا أن المرحلة الأولى من الخصخصة في تشيلي لم تأتي بأية دروس أو عبر لغيرها من الدول بسبب بعض عمليات إعادة التأميم التي حصلت لاحقاً، لذلك طغت التجربتان البريطانية والأمريكية على تجربة تشيلي، إلا أن تجربة تشيلي كانت ناجحة في حوصصة الضمان الاجتماعي، فقد قامت الحكومة التشيلية عام 1981 بإعادة هيكلة نظام الضمان الاجتماعي لديها عن طريق إنشاء نظام ضمان تنظمه الحكومة ويديره القطاع الخاص، وبذلك تمكنت تشيلي من إيقاف نظامها القديم غير الكفء الذي كان مبني على أساس pay-as-you-go، والبدء في نظام جديد مبني على أساس مساهمة محددة تستند على رسمة حسابات الأفراد، حيث تعتمد فيها منافع التقاعد على مساهمات الأفراد خلال فترة عملهم المهنية وعلى استثمار الدخل المتحقق على أساس متراكم.
- ويدار النظام التشيلي الجديد من قبل عدد من شركات القطاع الخاص المؤهلة، وفي ظل هذا النظام يتم إيداع ما يعادل 10 في المائة من رواتب وأجور العمال في حسابات ادخارية فردية تدار من قبل صناديق خاصة يختارها العمال أنفسهم، كما ويمكن للعامل أن يساهم بـ 10 في المائة إضافية تقتطع من راتبه شهرياً، وينحصر دور الحكومة في تنظيم هذه الصناديق والتأكد من وجود حدود دنيا للتقاعد في حالة أن قيمة التقاعد المقبوضة من الصناديق المخصصة لا تصل الحد الأدنى لمستوى الكفاف، وقد تجاوزت القوى العاملة التشيلية بشكل جيد لهذا النظام الجديد، فقد اختار حوالي 80 في المائة من العمال النظام الخاص وساهموا بصناديق التقاعد، على الرغم من

<sup>1</sup> - عدلي شحادة قندح، مرجع سبق ذكره، ص 147.

تردد بعضهم في البداية، وقد حققت الصناديق الخاصة معدل إيراد حقيقي وصل إلى 9.2 في المائة سنويا وهو أعلى معدل للإيراد في أي نظام ضمان اجتماعي في العالم خلال عقد الثمانينات .

وقد وصلت حجم المساهمات في النظام الجديد في تشيلي إلى سبعة مليارات دولار أمريكي، أو ما يعادل 25 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1992، وإلى 25 مليار دولار عام 1995، أو ما يعادل 40 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وقد ساهم النظام في إقامة أرضية صلبة لسوق رأس المال، وبأدوات مالية متنوعة مثل السندات والأسهم وغيرها، كما وارتفعت معدلات الادخار إلى 27 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وانخفضت معدلات البطالة إلى 5 في المائة فقط، في حين ارتفعت معدلات النمو من 3 في المائة إلى 6.5 في المائة بالمتوسط سنويا خلال العقدين الماضيين.

أما فيما يتعلق بأهم المنافع الأخرى التي حصدها تشيلي ويمكن أن تحصدها أي دولة أخرى من وراء خصخصة نظام الضمان الاجتماعي لديها فهي ما يلي:

- زيادة الطلب على الأسهم والسندات؛

- خلق مصادر جديدة للاستثمارات الرأسمالية؛

- تحسين كفاءة الأسواق الرأسمالية وزيادة استقرارها؛

- زيادة السيولة في السوق، وأخيرا تحسين أساليب وأسس إدارة المؤسسات.

**ثانيا- التجارب الفاشلة لعملية الخصخصة:** بعدما تعرضنا إلى التجارب الناجحة في الخصخصة سنتعرض فيما يلي لبعض التجارب الفاشلة في الخصخصة<sup>1</sup>:

**1- تجربة روسيا:** على الرغم من أن ملكية المؤسسات الخاصة ذهبت إلى عاملها في روسيا إلا أن أسلوب الخصخصة السريع الذي انتهجته روسيا " أي الخصخصة في أقل وقت ممكن" ترتبت عليه النتائج التالية:

- لعب الأجانب دورا هاما في شراء الأوراق المالية.

- لم يحقق برنامج الخصخصة نتائجه المرجوة، لأن الخصخصة في روسيا كانت سياسية أكثر منها اقتصادية (فقد حصل العمال والإدارة على 5 في المائة من رأس المال بسعر يقل عن 2 في المائة من القيمة الدفترية).

- لم تشهد المؤسسات العامة في روسيا إصلاحات جذرية ضرورية كانت ينبغي أن تواكب عملية الخصخصة.

- أدى ضعف الحكومة وعدم وجود حقوق ملكية واضحة إلى جعل عملية الخصخصة تركز الثروة في أيدي عدد

قليل من الصناعيين ذوي العلاقة الوثيقة مع رجال الدولة، وتضمن هذا بالطبع وجود فساد وعدم كفاءة في برنامج الخصخصة.

- اهتمت روسيا بخصخصة المشروعات العامة الكبيرة القائمة أكثر من اهتمامها بفتح المجال أمام المشروعات الجديدة.

<sup>1</sup> - المرسي السيد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص90.

- لم تتضمن تشريعات الخصخصة الحماية الكافية للصناعات الحيوية في الاقتصاد القومي من تغلغل الأجانب باستثناء قطاعات الوقود والطاقة وصناعة المعادن النفيسة والعناصر المشعة.

- المعاملة المتساوية بين المواطنين والأجانب (على الرغم من المزايا التمويلية التي منحت للمواطنين) يعني تقليل حقوق المواطنين ومنح الثروة للخارج.

**2- تجربة بولندا:** تمت الخصخصة على نطاق واسع، ومرة أخرى أصبحت هذه الخصخصة سياسة أكثر منها اقتصادية، حيث لم تتوفر المعلومات ولا الشفافية عن جدوى الخصخصة، ومجالاتها، ولذا خشي المواطن البولندي أن تؤدي الخصخصة إلى البيع للمستثمرين الأجانب، أو يتم البيع للمستثمرين المحليين بأسعار لا تعكس القيمة الحقيقية للأصول التي تمت خصومتها، ويعني هذا توزيع ثروة المجتمع على فئة قليلة من المحظوظين، وفي استبيان أجري حول المستفيدين والمتضررين من الخصخصة، تبين أن أهم المستفيدين من الخصخصة هم الأغنياء والمستثمرين الأجانب وممثلوا الحكومة، بينما يعد المواطن من الطبقة المتوسطة والعمال والزراعيين من أهم الفئات الخاسرة، مما يعني أن إعادة توزيع الدخل الناجم عن الخصخصة ستكون في غير صالح العدالة الاجتماعية، وبسبب العمالة الزائدة أو البطالة المقنعة التي كانت سائدة في المشروعات العامة في بولندا، فإن إحدى نتائج برنامج الخصخصة هي البطالة الصريحة لأعداد كبيرة من العمال قدرت بما بين 20 في المائة إلى 40 في المائة من عدد العاملين.

**3- تجربة يوغسلافيا:** يقول اليوغسلافيون "إن الخصخصة ليست الطريق السريع إلى الجنة"، وذلك نتيجة لآثار السالبة التي حققتها الخصخصة خلال فترة زمنية محدودة حيث أدت الخصخصة إلى تدفق الرأس مال الأجنبي إلى الداخل وزيادة كبيرة في رواتب الموظفين هذا من جهة أما من جهة أخرى زاد عدد الباحثين عن العمل من ثلاثة آلاف إلى 145 ألفا وشهد الإنتاج القومي تدنيا خطيرا، ولذا يذكرون أنه لا توجد خصخصة عادلة.

**4- أمثلة أخرى للخصخصة:** وتمثل فيما يلي:

- باعت بعض دول أمريكا اللاتينية والكاربي الاحتكارات الحكومية (التليفونات) لشركات أجنبية (لمدة 40 عاما) وأدى ذلك إلى ارتفاع فاتورة التليفون وإلى خلق اعتراضات واسعة الانتشار.

- تتطلب عملية إعادة الهيكلة المالية والفنية قبل القيام بعملية الخصخصة في عديد من الدول النامية، في أحيان كثيرة، تكاليف عالية للمستثمرين ربما تزيد عن ثمن بيع الأصول.

- لم تثبت الأدلة في كل من إنجلترا وفرنسا في قطاع المياه أن الشركات الخاصة أفضل من العامة في التعامل مع قضايا الصيانة والتلوث، ففي بريطانيا سمحت إحدى الشركات بتلوث كيميائي وتكنولوجي مضر، أما في فرنسا فقد ارتفعت الأسعار بعد الخصخصة بنسبة 124 في المائة وذلك بسبب عدم الإشراف الكافي على هذه الشركات، كما لا تتوفر المعلومات الكافية عن المستهلكين، وربما يرجع ذلك إلى الجري السريع وراء الأرباح بدلا من المنفعة العامة.

- في أمريكا اللاتينية وعلى الرغم من عدم السرعة في تطبيق برنامج الخصخصة، تسببت خصخصة قطاع المنافع العامة والاتصالات إلى خسارة قدرها 32 في المائة في عدد الوظائف عام 1993، كما انخفض عدد العاملين في شيلي قبل الخصخصة في القطاع العام بنسبة 40 في المائة للتخلص من العمالة الزائدة.

- في بريطانيا كان الهدف الأساسي للخصخصة هو تحقيق الكفاءة، ونتيجة لعدم وجود برامج حماية للعمال حدث انخفاض في عدد الوظائف كأداة لتحقيق وفورات اقتصادية، ولذا كان الانخفاض في عدد العاملين في بريطانيا في بداية تطبيق برنامج الخصخصة أكبر مقارنة بدول القارة الأوروبية الأخرى.

- في قطاع المياه لم يستفد القطاع المتري من منافع الخصخصة، مقارنة بالقطاع الصناعي الذي أمكن له الحصول على تعريفة أقل للمياه، وفي أحيان كثيرة زادت الأسعار للمستهلكين في القطاع المتري.

**ثالثاً- مقارنة تجربة الخصخصة في الدول المتقدمة والنامية:** بالنظر في التجارب والبرامج التي طبقتها الدول المختلفة لإنجاز عملية الخصخصة نجد أن نتائج عملية الخصخصة تفاوتت بشكل كبير إيجاباً وسلباً من دولة لأخرى، وبوجه عام نجد أن الخصخصة قد حققت نتائج إيجابية في الدول المتقدمة بيد، أن نتائجها في الدول النامية كانت في جملتها مخيبة للآمال، حيث لم تحقق الكثير من أهدافها بل إنها في حالات كثيرة جاءت بنقيض مقصودها، وذلك على صعيد الكفاءة والعدالة والعمالة وعلاج الاختلالات في الموازنات العامة وموازن المدفوعات، ففي الكثير من البرامج زاد حجم البطالة ولم ينكمش، وارتفعت الأسعار، ولم تتحسن بشكل ملحوظ موازنات الدول وموازن مدفوعاتها، بل وبددت أصول المجتمع الإنتاجية الثابتة من خلال عدم الرشد في استخدام حصيلة بيعها، كما أن التقويم شابه في حالات عديدة الفساد، وأسهمت في توسيع نطاق الاحتكار وتملك الأجانب كثيراً من الأصول الإنتاجية المهمة. والتساؤل المثار هو: لم كان هذا الحصاد المرء؟ والجواب عن ذلك أن الخصخصة ليست مسألة نظرية فكرية يتقرر من خلال الورق صلاحها من عدمه، وإنما هي مسألة عملية ونهج تطبيقي، ومن ثم فهي في حاجة ماسة إلى توافر العديد من المقومات حتى تحقق مقصودها، ومن تلك المقومات ما يلي<sup>1</sup>:

- 1- توفير البيئة الملائمة من النواحي التشريعية والقانونية
- 2- توفير القناعة لدى العاملين في المشروع حتى لا يعرفوا سير العملية
- 3- وجود جهاز قومي أمين وكفء يتولى القيام بعملية الخصخصة.
- 4- وجود توافق قومي صريح حول كل خطوات عملية الخصخصة وحتى التصرف في حصيلتها.
- 5- توفر الهياكل الاقتصادية المحددة والواضحة.
- 6 - استقرار القوانين والإجراءات مع وجود قطاع خاص قوي منذ فترة طويلة.
- 7- وجود جوعام من المنافسة بين المشروعات سواء خاصة أو عامة.
- 8 - توفر رقابة على الأسعار والمنتجات مع وجود هيكل أسعار قائم على التكلفة الواقعية.
- 9- الإعداد الجيد للشركات المرشحة للخصخصة.
- 10 - تكليف مدراء أكفاء بتسيير المؤسسات قبل وأثناء عملية الخصخصة.
- 11- توفر أسواق مالية كفئة وواسعة لاستيعاب الأعداد الكبيرة للأسهم المعروضة للبيع والتداول.

<sup>1</sup> - شوقي دنيا، الخصخصة وتقليص دور القطاع العام موقف الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003، ص 9.

وبعبارة جامعة توفير قاعدة المشروعية لهذه العملية، حتى تحقق أقصى قدر ممكن من المصلحة العامة، تلك التي تركز على ركيزتي الكفاءة والعدالة معاً، ومما يؤسف له أن العديد من برامج الخصخصة في الدول المختلفة وخاصة الدول النامية قد أخفق في توفير معظم هذه المتطلبات.

إضافة لما سبق من دروس لا يمكن للدول النامية أن تعتبر نجاح الخصخصة في دول المتقدمة مؤشر على نجاحها إذا قامت بتبنيها وذلك لأنه:

- يجب ملاحظة الاختلاف الجوهرى في طريق التحول نحو الليبرالية بشكلها الأصولي بين البلدان الصناعية (بما فيها البلدان الاشتراكية سابقاً) والبلدان النامية، ففي حين يحصل التحول في مجموعة البلدان الأولى بفعل الأزمات الاقتصادية وتفاعلاتها الداخلية على المستويين السياسي والفكري، يبدو أن هذا التحول يأخذ مجراه في البلدان النامية بتأثير من الخارج بشكل رئيسي، وتحديدًا من خلال سياسات رسمتها لهذه البلدان هيئات دولية كصندوق النقد الدولي، وذلك بحكم طبيعة الأزمة التي تعانيها البلدان المعنية، ووجهها الأبرز (أزمة المديونية)، الذي يضعها مباشرة في علاقة مع هذه الهيئات والدول الدائنة عموماً، وهكذا نلاحظ أن حركة الخصخصة في البلدان النامية إنما تأتي عموماً كجزء أساسي من برامج التثبيت الاقتصادي والتصحيح الهيكلي التي يقترحها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي على البلدان النامية<sup>1</sup>.

- تختلف الخصخصة في النظام الأمريكي عنه في دول أوروبا الشرقية، وهذه بدورها تختلف عنها في الدول الآخذة في النمو (نطاق العالم الثالث) على سبيل المثال في النظام الأمريكي والبريطاني والفرنسي فإن الغرض من الخصخصة هو التخلص من المشروعات الحكومية الخاسرة، وإتاحة الفرصة للقطاع الخاص لزيادة قاعدة الإنتاجية، ولا يتم البيع للأجانب، وإذا تم ذلك لسبب أو لآخر يتم بيع أسهم الشركات دون بيع الأصول<sup>2</sup>.

- نتيجة الاختلاف الكبير والبين بين ظروف النمو ومراحلها في المجتمعات المتقدمة والمجتمعات النامية، خاصة فيما يتعلق بمستوى الرفاهية، والقدرة على حماية مصالح الضعفاء اقتصادياً<sup>3</sup>، أضف إلى ذلك فإن الأهداف الاقتصادية تتباين وتختلف بين الدول المتقدمة والدول النامية "فإذا كانت مشكلة الدول المتقدمة هي المحافظة على الكفاءة التوظيفية للطاقات الإنتاجية المتطورة والرشادة التشغيلية للموارد الاقتصادية والطاقات البشرية، فإن الأصل في مشكلة البلدان النامية المتخلفة هو القيام بعملية التنمية الشاملة التي يتم في إطارها الاستخدام الكفء للموارد الاقتصادية، والتوظيف الكامل للطاقات البشرية بصورة تؤدي إلى بناء الطاقات الإنتاجية والمحافظة عليها وحمايتها، كما أن مشكلة الدول المتقدمة هي البطالة الدورية، والتي تهدف وتوسع إلى حلها، أما الدول النامية فهي

<sup>1</sup> - مصطفى محمد العبد الله وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 494.

<sup>2</sup> - عمر حسين، الجات والخصخصة "الكيانات الاقتصادية الكبرى، التكاثر البشري والرفاهية، مشكلات اقتصادية معاصرة"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 1996، ص 85.

<sup>3</sup> - ضياء المجيد الموسوي، الخصخصة والتصحيحات الهيكلية - أداءات واتجاهات -، مرجع سبق ذكره، ص 67



تعاني من البطالة الهيكلية بأنواعها المتعددة من مقنعة وموسمية، وهذا يستدعي علاج الحل الهيكلي في الاقتصاد الوطني ورفع كفاءته الإستخدامية لموارد المجتمع المتاحة<sup>1</sup>.

ونتيجة تطبيق الخصخصة في الدول النامية دون مراعاة هذه الاختلافات، تم تحطم القاعدة الإنتاجية في ظل فوضى الانفتاح ليتحول الاقتصاد الوطني إلى مجرد سوق استهلاكية.

### المطلب الثاني: الإجراءات المقترحة لمواجهة المعوقات السياسية للخصخصة

تأتي القيود السياسية على رأس قيود البيئة المحلية لعملية الخصخصة، وتتمثل هذه القيود في إمكانية وجود معارضة ضد فكرة الخصخصة أو على الأقل ضد التوسع فيها، وفيما يلي سنحاول إيجاد حلول وسطية مبنية على أسس علمية من أجل النجاح في عملية الخصخصة في دول شمال إفريقيا، عن طريق تكاتف الجهود من كل الاتجاهات والمجالات بهدف النهوض بالقطاع الخاص وتقويته في دول شمال إفريقيا، وسنحاول فيما يلي معالجة أهم مخاوف الفئة المعارضة لعملية الخصخصة.

**أولاً- إجراءات تغيير النظرة السوداودية للخصخصة<sup>2</sup>:** على الدولة أن تعالج الاتهامات الموجهة لعملية الخصخصة من خلال حملات إعلامية ذكية، تتضمن الترويج لبرامج الخصخصة بحملات إعلامية، وإعلانية مكثفة، وموجهة إلى كل القطاعات السوقية المستهدفة (الشعب، المستثمرين، العاملين، المديرين، الأجهزة الرسمية، القيادات السياسية والاجتماعية)، ويُعد ذلك ضرورياً من حيث: أهمية بناء جسور من الثقة، لدرء الصورة السوداء من جراء أحداث التأميمات في الماضي، والخصخصة التي تم تطبيقها من قبل بأسلوب خاطئ وللإقلال من مقاومة العاملين والمديرين والقيادات الشعبية والسياسية لبرنامج الخصخصة، ولكون ذلك ضرورياً لتوفير الشفافية والمصادقية للبرنامج، وللتأكيد على التحرير الاقتصادي وبث روح المنافسة، وإعطاء دور متزايد للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية.

**ثانياً - الإجراءات التنظيمية للحد من الاستثمار الأجنبي الضار بالاقتصاد الوطني لدول شمال إفريقيا:** إن الخوف من مساهمة المستثمر الأجنبي هو خوف مبرر لذا يجب الكشف لجمهور الشعب وتوعيته بأن لدخول المستثمر إيجابيات أخرى غابت عن ذهنهم وحتى سلبيات المستثمر يمكن التحكم فيها إذا اتخذت الدولة إجراءات محددة كإن يتضمن برنامج الخصخصة أسساً واضحة بشأن نوعية المشروعات التي يسمح فيها بدخول مستثمرين أجنب، وتلك التي ستكون قاصرة على المستثمرين الوطنيين، ونسبة الملكية المسموح فيها لكل فئة منها في كل نوع من أنواع المشروعات، هذا فضلاً عن الكشف على أن استبعاد المستثمر الأجنبي في حالة عدم كفاية مدخرات الوطنيين، من شأنه أن يؤثر سلباً على حصيلة بيع الأصول أو أسهم رأس المال، وعلى المعرفة الفنية والتكنولوجية<sup>3</sup>.

وخير مثال على الإجراءات التنظيمية للحد من الاستثمار الأجنبي الضار للاقتصاد التجربة البريطانية والتجربة الفرنسية في الخصخصة، حيث وضعت هذه الدول قيوداً محدودة على المستثمرين الأجانب، رعاية منها للاقتصادي

<sup>1</sup> - موسوس مغنية، مرجع سبق ذكره، ص77.

<sup>2</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص60.

<sup>3</sup> - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص192.

القومي والصالح العام، فهي في الحقيقة ضوابط تنظيمية، وليست عائقاً لجذب الاستثمارات الأجنبية، وذلك ما يجب أن يؤخذ به بشكل مدروس في تجربة الخصخصة في دول شمال إفريقيا، خوفاً من مضاربات المستثمرين الأجانب في أسواق رأس المال، إثر احترافهم لهذا السلوك وسعيهم لتحقيق الأرباح السريعة، وهو أمر قد يتحقق في ظل عدم وجود شفافية أو مصداقية أو دقة في المعلومات المتداولة<sup>1</sup>.

ومن جهة أخرى كشفت التجربة الإسبانية فيما يخص الاستثمار الأجنبي بأنه المستثمر المثالي في بعض الحالات، فعندما طرحت أسهم شركة " فولكس واجن" للبيع، كان المستثمرون الأجانب هم الوحيدون من بين المتقدمين الذين يمتلكون المعرفة الفنية والتكنولوجية إضافة إلى القدرة المالية التي تضمن تشغيل المنشأة بكفاءة وفاعلية<sup>2</sup>.

كما يمكن الاستفادة من تجارب إنجلترا وفرنسا وماليزيا والبرازيل في تدعيم وتطوير الصناعات التصديرية، وتطوير التقنيات المرتبطة بها والداعمة لها، إلى جانب التطوير الفني والمهني في تخصصات العمالة اللازمة للتصدير، ويتصف هذا التوجه بالمدود العالي، والجدوى الاقتصادية، والانفتاح على الأسواق العالمية، وإطلاق الطاقات الكامنة للمنافسة، مما يسهم في تأهيل العمالة الوطنية، وتحقيق النتائج الواعدة، وحينئذ يمكن توجيه المزيد من الإعلام والإعلان سبباً للتوعية، وتشجيعاً على المضي قدماً في الترويج بصورة أفضل لبرنامج الخصخصة<sup>3</sup>.

ثالثاً- إجراءات الحد من تركيز الملكية في يد قلة من الشعب<sup>4</sup>: أما الخوف من أن برنامج الخصخصة سوف يؤدي إلى تركيز ثروة البلاد في أيدي قلة من الشعب، يمكن مواجهته بإعطاء أولوية لهدف تنويع وتوسيع دائرة الملكية، وذلك بطرح أسهم المنشأة للبيع للجمهور، مع وضع حد أقصى لعدد الأسهم التي يمكن أن يمتلكها كل مساهم، وهذا لا يعني رفض فكرة تركيز الملكية، بل ما نقصده هو قصرها على الحالات التي يكون فيها تركيز الملكية، هو أسلوب الخصخصة الأمثل، الذي من شأنه أن يحقق أقصى كفاءة وفاعلية لعمليات المنشأة.

رابعاً- إجراءات التقليل من الآثار السلبية للخصخصة على العمال<sup>5</sup>: يحق للعمال الخوف من الخصخصة فهي في معظم الحالات تؤدي إلى تخفيض حجم العمالة، وهو ما أسفرت عنه تجارب دول كثيرة، من بينها بريطانيا وتايلاند، هذا في الوقت الذي قد لا يوجد فيه نظام للتأمين ضد البطالة، أو خطة لإعادة توزيع العمالة الفائضة، إلا أنه مازال أمام المسؤولين فرصة للتقليل من مخاوف العاملين، وذلك من خلال توضيح بأن ليست كل عملية من عمليات الخصخصة تؤدي إلى التقليل من العمالة ففي المنشآت التي هي في مرحلة النمو، يتوقع أن يترتب على خصصتها زيادة في حجم العمالة وعلى سبيل المثال شركة جاجوار البريطانية فبعد خصصتها زاد حجم العمالة بما يعادل ألفي عامل، كما زاد حجم العمالة في شركة هافيلاند الكندية للطائرات، وذلك بعد بيعها لشركة بوينج، هذا فضلاً عن

1 - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 59.

2 - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 192.

3 - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 60.

4 - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 192.

5 - نفس المرجع أعلاه ونفس الصفحة.

أن أسلوب الخصخصة من خلال مساهمة القطاع الخاص برأسمال إضافي، هو أمر قد يكون من شأنه أن يزيد الطاقة الإنتاجية، ويزداد معها حجم العمالة بالتبعية، وفي حالات أخرى لا يتم تخفيض مستوى العمال، فقد يبقى المالك الجديد على معظمها، بل أن قدرته على إدارة الشركة بكفاءة وفعالية، ربما تؤدي إلى زيادة حجم العمالة وليس إنقاصها.

وكما على الدولة إنشاء نظام للتأمين ضد البطالة، وخطة لإعادة توزيع العمالة الفائضة، وخير مثال على هذا ما تقدمه دولة نيوزيلندا للقوى العاملة الفائضة عن حاجة الشركات المحولة للقطاع الخاص، من تعويضات مالية تصل أحيانا إلى راتب ثلاث سنوات، وترتبط هذه التعويضات بعدد سنوات الخدمة، وذلك خلال الستة أشهر الأولى من إنهاء الخدمة لمساعدتهم على البحث عن فرص عمل في القطاع الخاص، وبعد انقضاء هذه الفترة يتم صرف حوالي 500 دولار شهرياً لتأمين الحاجات الأساسية إلى جانب مساعدة الدولة لهم في تدبير وظائف في القطاع الخاص<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود الاجتماعية، الاقتصادية، والقانونية للخصخصة

إن عملية الخصخصة لا يمكن أن تتم بسهولة ويسر مجرد تصميم الحكومة وبالضبط الإدارة السياسية تنفيذها، وإنما هناك الكثير من العوائق والصعوبات التي يجب وضعها في الحسبان، ويأتي في مقدمة الصعوبات والمعوقات العامل الاجتماعي والقيود الاقتصادية والقانونية للخصخصة، وسنحاول في هذا المطلب تناول الإجراءات المقترحة لمواجهة هذا النوع من القيود والصعوبات.

**أولاً- الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود الاجتماعية للخصخصة<sup>2</sup>:** تتجلى أهمية القيود الاجتماعية من خلال بعض المنشآت الاحتكارية التي تديرها الدولة مثل منشآت الخدمة العامة كمرافق المياه والكهرباء والتليفون، إذ يخشى أن يترتب على ملكية القطاع الخاص لتلك المنشآت أن تتضاعف أسعار الخدمة، دون أن يكون هناك مبرر لذلك، لذا على الدولة في وضعها لبرنامج الخصخصة أن تتجنب ولو جزئياً تلك المشكلة، وذلك بإتباع أسلوب الخصخصة الملائم، فبدلاً من بيع تلك المنشآت بالكامل للمستثمرين، يمكن إتباع أسلوب عقود الإدارة أو تجزئة المنشآت إلى وحدات مستقلة متنافسة، بهدف رفع الكفاءة وخفض التكاليف، كما قد يمكنها إتباع أسلوب مشاركة المستثمرين للحكومة في ملكية تلك المنشآت، بدلاً من بيعها بالكامل لهم، بما يضمن رقابة فعالة على تسعير الخدمة، وكذلك يمكن توفير ضمانات تمنع حدوث تجاوز، بما في ذلك ضمانات ينص عليها في عقود البيع أو استخدام ما يسمى **بالسهم الذهبي\***، باعتبار أن هناك مصالح هامة عامة، ولقد لجأت دولة نيوزيلندا إلى إنشاء مجلس الرقابة التجارية التابع لوزارة التجارة لغرض حماية مصالح المستهلك، عند شكواه من تدني الجودة أو ارتفاع غير مبرر في السعر وغيرها من القضايا.

**ثانياً- الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود الاقتصادية للخصخصة :** وفي الشق الاقتصادي نجد هناك مجموعة من القيود التي تعيق برنامج الخصخصة من ذلك نذكر عدم وجود سوق كفاء لرأس المال وذلك لأن في دول شمال

\* - والسهم الذهبي هو سهم تمتلكه الحكومة فقط ويعطيها الحق في التأكد من أن قرارات المنشأة تتسجم مع السياسة العامة.

1 - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص45.

2 - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص193.

إفريقيا تتركز السلطة الاقتصادية، ومن ثم السلطة السياسية، في أيدي قلة من الأطراف الفاعلة، مما ينتج عنه سوق غير مستقرة وصغيرة وقد تكون حديثة العهد، فيترتب على ذلك تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم كنتيجة طبيعية للتداول، أو التلاعب المتعمد أو عدم الشفافية، ويصبح ذلك عقبة كئود لتطوير سوق رأس المال، مما يعوق الترويج لبرنامج الخصخصة، ورفع الكفاءة، وزيادة معدلات النمو، والعقبة الثانية لتطوير سوق رأس المال، هي كون التخطيط الاستثماري قصير الأجل، هو الذي يسيطر على الشركات، وتزداد هذه العقبة حجماً إذا كانت الأسواق المحلية صغيرة، فيتم استعادة التكاليف الأولية للاستثمار على فترات طويلة تتجاوز حدود الحدود المالية لقرارات الاستثمار ويعوق ذلك خفض التكاليف الكلية، أسعار البيع، القدرة على المنافسة في الأسواق، كما يعوق التصدير، وقد يتطور ذلك إلى الإفلاس في نهاية المطاف<sup>1</sup>.

وفي غياب وسائل بديلة يصبح من الصعب طرح الأسهم للتداول العام الأمر الذي يؤدي ببرنامج الخصخصة إلى تركيز ملكية المنشآت في يد عدد محدود من المستثمرين كما قد يواجه برنامج الخصخصة ندرة في المدخرات المحلية، وحتى لو سمح للمستثمر الأجنبي بالاستثمار في رؤوس أموال الشركات، فقد تكون عملة الدولة غير قابلة للتحويل بما يعني استبعاد ضمناً للمستثمر الأجنبي إذ من غير المتوقع أن يقبل استثمار أمواله في دولة يصعب فيها تحويل أرباحه إلى عملة الدولة التي ينتمي إليها ، ومن بين القيود الاقتصادية كذلك تقلب سعر الصرف لذا يصبح لزاماً على الحكومة أن تنظم التعامل في سوق العملة، بما يحقق قدرًا من الاستقرار في أسعارها، مثل هذا الاستقرار يعتبر ضرورة لا مناص منها في نشاط الاستيراد والتصدير، ولتحقيق قدر من الأمان للمستثمر سواء كان وطنياً أو أجنبياً، وإذا لم يتحقق ذلك فقد يصعب على الحكومة استخدام أي أسلوب من أساليب خصخصة الملكية<sup>2</sup>.

**ثالثاً- الإجراءات المقترحة لمواجهة القيود القانونية للخصخصة<sup>3</sup>:** وفي الشق القانوني نجد هناك مجموعة من القيود التي تحول دون تطبيق برنامج الخصخصة من ذلك نذكر: القوانين التي تميز منشآت القطاع العام على منشآت القطاع الخاص، إما بطريقة مباشرة أو من خلال الدعم الذي تقدمه الحكومة لمنشآت القطاع العام، هذا التمييز من شأنه أن يثير الشك في نفوس المستثمرين، ويدعوهم للتردد في شراء المنشآت المطروحة للبيع، وهناك قانون العمل الذي صدر في ظل تملك الحكومة لمنشآت الأعمال، والذي يعطي للعمال حقوقاً تفوق بكثير المسؤوليات والمهام الملقاة على عاتقهم، بل يصعب في ظلها على المستثمرين المحتملين تسيير المنشأة بكفاءة وفاعلية، بالإضافة إلى العديد من القيود القانونية الأخرى.

وعلىنا أن نعلم أن برنامج الخصخصة يحتاج دائماً إلى تهيئة تشريعية وقانونية كاملة على مستوى الدولة، فكون رأس المال جباناً يعد بديهية اقتصادية واضحة وما تم في اقتصاديات دول شمال إفريقيا في هذا الشأن هو تعديل لبعض القوانين والإجراءات التي تمس الخصخصة، بينما لا تزال التشريعات والقوانين في هذه الدول لا توفر الأمان الكامل للمستثمرين، مما يجعلهم يتخذون قرارات الاستثمار بالملايين وهم يتوجسون خيفة مما يخبئ لهم في هذا

<sup>1</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 61.

<sup>2</sup> - منصورى الزين، مرجع سبق ذكره، ص 193.

<sup>3</sup> - نفس المرجع أعلاه، ونفس الصفحة .

المضمار، بل إن البعض منهم لا يتعامل - لتوفير الأمان لاستثماراته - إلا مع الطرق الجانبية والأساليب غير النظامية، في حين أن الهيئة التشريعية والقانونية الكاملة على مستوى الدولة تعد استثماراً اقتصادياً مجدياً للاقتصاد القومي ككل، وهي أيضاً شرط ضروري وليس كافياً فحسب لجذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية لبرنامج الخصخصة في دول شمال إفريقيا وبشروط أفضل<sup>1</sup>.

ولمواجهة هذه القيود فقد لجأت تركيا مثلاً إلى دمج جميع القوانين التي ترتبط ببرنامج الخصخصة في قانون واحد، مع تبسيط هيكل اتخاذ القرار، وذلك بتعيين مجلس أعلى تسند إليه سلطة اتخاذ القرار، هذا إلى جانب قيامها بدراسة مقترحات لحل العديد من المشكلات القانونية، مثل إنشاء صندوق التأمين ضد البطالة، يودع فيه ما يعادل 15 في المائة من عائد الخصخصة، وكذا اقتراح إنشاء صندوق لتصفية ديون بعض الشركات التي ستجرى خصصتها كلياً أو جزئياً.

#### المطلب الرابع: عوامل نجاح برنامج الخصخصة

تتمثل عوامل نجاح برنامج الخصخصة في ضرورة تحديد سمات المنشآت التي يتضمنها برنامج الخصخصة، واختيار أسلوب الخصخصة الملائم لكل منشأة، وكذلك الوقوف على الخطوات اللازمة لبرنامج الخصخصة، ثم نقوم بالجدولة الزمنية للطريقة الملائمة التي وقع الاختيار عليها، دون أن نغفل دور الدولة في تحسين البيئة المساعدة ودعم الكفاءة التنافسية لمؤسسات القطاع الخاص الوطني في دول شمال إفريقيا.

#### أولاً - سمات المنشآت التي يتضمنها برنامج الخصخصة<sup>2</sup>: تؤثر سمات وخصائص المؤسسات المقترحة لبرنامج

الخصخصة على نجاح عملية الخصخصة، هذه السمات تختلف من دولة إلى أخرى، إلا أنه يوجد قدر من الإجماع بشأن الحد من خصخصة منشآت الخدمات العامة، وإذا كان ولا بد من خصصتها فليكن ذلك من خلال خصخصة الإدارة، أما خصخصة الملكية فقد لا يفضل أن تكون كلية، وأن تظل للحكومة الكلمة العليا في شأنها، كذلك يوجد قدر من الإجماع على أن المنشآت الراجعة هي التي يسهل خصصتها، وهو ما أكدته أيضاً التجربة الإسبانية، التي لم يحظ فيها برنامج الخصخصة بقدر من النجاح بسبب كون المنشآت التي تضمنها البرنامج لم تكن كذلك.

ثانياً - اختيار أسلوب الخصخصة الملائم<sup>3</sup>: يعتمد أسلوب الخصخصة المتبع على متغيرين أساسيين هما: الهدف من الخصخصة، وخصائص المنشأة التي يتضمنها برنامج الخصخصة، فإذا كان هدف الخصخصة هو توسيع الملكية، حينئذ يكون طرح أسهم المنشأة للتداول العام هو الأسلوب الأمثل، أما إذا كان الهدف من الخصخصة هو توفير خبرات إدارية ومعارف تكنولوجية فقد تكون خصخصة الإدارة من خلال عقود الإدارة هي الأكثر جاذبية.

<sup>1</sup> - نحمده عبد الحميد ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 59.

<sup>2</sup> - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 195.

<sup>3</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 196.

وإذا كانت الحاجة إلى مزيد من رأس المال هي الهدف فقد تكون الخصخصة من خلال دعوى القطاع الخاص لتزويد المنشأة برأسمال إضافي هو الأسلوب الأمثل، وعندما يكون الهدف هو زيادة الإنتاجية فقد يكون الطرح الخاص للأسهم هو الأفضل، على أن يتم اختيار المستثمرين وفقا لمعايير تضمن تحقيق الهدف المنشود. أما هدف تحقيق مناخ يتميز بالمنافسة فقد يقتضي إتباع أسلوب الخصخصة من خلال تقسيم المنشأة الكبيرة إلى وحدات لها شخصية مستقلة، ثم بيع الوحدات الإنتاجية وحدة بعد وحدة بدلا من بيع المنشأة كوحدة واحدة، كذلك يتأثر برنامج الخصخصة بسمات المنشأة محل الخصخصة، فالمركز القانوني، وهيكل السوق الذي تعمل فيه المنشأة، القطاع الذي تنتمي إليه وحجمها، كلها متغيرات لها تأثير على طرق وأساليب الخصخصة.

**ثالثا- وضع الخطوات اللازمة لبرنامج الخصخصة وتحديد مدته الزمنية<sup>1</sup>:** عند وضع برنامج زمني للخصخصة يجب أن يراعى في ذلك مجموعة من العوامل، كدرجة اكتمال وتطوير في مؤسسات سوق الأوراق المالية، ومدى توافر خبرات التقييم والتسعير، وقدرة السوق على استيعاب المنشآت المطروحة للبيع... وفي هذا الشأن يقول نانكاني (Nankani) أن الإسراع غير المحسوب في تنفيذ برنامج الخصخصة، قد يؤدي إلى زيادة العروض من الأسهم والوحدات عن طاقة السوق، مما يؤدي بالتبعية إلى انخفاض حصيلة البيع، ويضيف أن الإبطاء في تنفيذ البرنامج لا يمثل حماية فقط ضد انخفاض أسعار الأسهم أو الوحدات المعروضة للبيع، بل إن ذلك من شأنه أن يضعف المعارضة السياسية لبرنامج الخصخصة عندما لا تجد أسس منطقية وعلمية تستند إليها في معارضتها ويقلل من فرص حدوث حالة من عدم الاستقرار السياسي.

ومن جهة أخرى لابد من الإعداد والتجهيز لخصخصة المنشأة ويتعلق الأمر هنا بالكشف عن الخطوات اللازمة لتنفيذ برنامج الخصخصة، وتمثل هذه الخطوات في تشخيص حالة المنشأة وتحليل ظروفها المالية والتشغيلية، والتأكد من استيفاء الجوانب القانونية التي يتطلبها أسلوب الخصخصة المقترح، وتغيير الشكل القانوني للمنشأة إن تطلب الأمر ذلك، إعادة الهيكلة المالية، إعادة هيكلة الأصول وإعادة هيكلة شؤون التوظيف والتخلص من العمالة الزائدة إذا ما كان ذلك ضروريا هذا فضلا عن مساندة الإدارة العليا لفكرة الخصخصة.

**رابعا- تحسين البيئة المساعدة والكفاءة التنافسية لمؤسسات القطاع الخاص الوطني بدول شمال إفريقيا :** إن تحسين البيئة المساعدة والكفاءة التنافسية لمؤسسات القطاع الخاص الوطني في دول شمال إفريقيا يرتبط بمدى رغبة وإسهام الدولة من خلال ما يمكن أن تسطرته الوزارة الوصية أو وزارة الصناعة أو ما تهدف إليه الدولة بصفة عامة من تحسين بيئة أداء الأعمال في القطر، حيث تبين التجارب القطرية لعديد من الدول ولاسيما في شرق آسيا وأمريكا اللاتينية والوسطى أن سياسات الحكومة التي تستهدف قطاعات صناعية معينة وكذلك بيئة الأعمال التي تعمل فيها المنشآت الصغيرة لها أهمية كبيرة في إيجاد بيئة مساعدة يمكن أن تساعد المنشآت الصغيرة على النمو والتوسع.

<sup>1</sup> - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 196.

- 1- **مميزات بيئة الأعمال الخاصة في دول شمال إفريقيا:** تتميز بيئة الأعمال التي تعمل فيها المؤسسات الخاصة بمجموعة من العوامل تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:
  - **البيئة الأساسية:** وتتمثل في البيئة الأساسية التقليدية مثل النقل، عدم كفاية أنظمة الاتصال.
  - **التعليم:** ويتميز التعليم بالافتقار إلى المهارات الأساسية، الافتقار إلى الموارد البشرية، انخفاض الإنفاق على البحث والتطوير، حيث أن مجموع ما تخصصه دول شمال إفريقيا جميعها لا يصل إلى ما تخصصه الهند للبحث العلمي والتطوير.
  - **القطاع المالي:** ويتميز هذا القطاع بضعف الكفاءة المصرفية، الافتقار إلى رأس المال المخاطر، الافتقار إلى المشاريع.
- 2- **السياسات الواجب إتباعها لخلق بيئة مساعدة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة لدعم القطاع الخاص** وهي السياسات التي تساعد على إيجاد بيئة أعمال تؤدي إلى زيادة التجارة من خلال إيجاد معاملة متساوية للمنشآت الصغيرة والمتوسطة وخلق أسواق أكثر سلامة في التعامل وأكثر تنافسية ومن أهم هذه السياسات مايلي<sup>2</sup>:
  - توفير الآليات والسياسات الفعلية التي تقوي بموجها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة موقعها الاقتصادي مما يسمح بإعادة تأهيلها.
  - لذلك فالمؤسسات في دول شمال إفريقيا مجبرة على تبني سياسة اقتصادية جديدة من خلال تطوير معادتها وتوظيف يد عاملة كفئة من خلال التكوين وتحسين المستوى والرسكلة والاستعانة بالإطارات المهنية المتخصصة وأن تمنح لها رواتب مقبولة، إذ يجب أن يقتنع القطاع الخاص بأن هذه الخطوة تعتبر استثمار على المدى الطويل، تدر ربحاً وليست مضیعة للوقت والمال.
  - كما أنه على الحكومة أن تجد الآليات الأساسية لدعم القطاع الخاص الذي يقع على عاتقه تنمية الاقتصاد المحلي وفقاً لما هو قائم في البلدان الأوروبية وأن تعمل على تغيير النظرة إلى القطاع الخاص الذي كان محل اتهام وتشكيك خلال العقود السابقة بتسهيل إنشاء المؤسسات الصغيرة.
  - دعم الحكومة لبرنامج إعادة الهيكلة وبيع المنشآت الحكومية العاجزة (برنامج الخوصصة).
  - إصلاحات جادة ومستمرة للإطار التنظيمي من أجل تسيير التنافس في توريد الخدمات وتشجيع الكفاءة والتحديث وتوسيع نوعية التغطية الإقليمية والاجتماعية للخدمات وخاصة في المناطق الريفية وفي مجالات الإسكان والتشغيل ذات الدخل المنخفض .
  - توفير التمويل من أجل الاستثمار في البنية القاعدية لما في ذلك من تصميم وتنفيذ آليات جديدة تتيح الدخول إلى الأسواق الوطنية والدولية.

1 - منصورى الزین، مرجع سبق ذكره، ص 197.

2 - نفس المرجع أعلاه، ص 198.

## المبحث الرابع: إستراتيجية تفعيل سوق الأوراق المالية لدعم وتشجيع الخوصصة في دول شمال إفريقيا

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من دعم الخوصصة وتشجيعها في دول شمال إفريقيا يجب عليها القيام بدورها الفعال والجاد، وحتى تتمكن من القيام به ينبغي أن يتوفر لها المحيط المناسب وعلى الدولة العمل على تجنب العراقيل التي تقف في طريق تطويرها وذلك من خلال إستراتيجية متكاملة تهيئ مناخ ملائم لنمو المدخرات، وتعمل على استقطاب رؤوس الأموال وتطوير حجم السوق من خلال تدعيم بنيتها المؤسسية وتحفيز جانبي العرض والطلب فيها مما يؤدي إلى زيادة كفاءتها وقدرتها التنافسية في مواجهة المنافسة الأجنبية القادمة.

### المطلب الأول: شروط تطوير حجم سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

إن التطوير الجاد والفعال لأسواق الأوراق المالية يستلزم تحقيق التعايش بين السوق الأولية والثانوية، كما تتطلب تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية وتنشيط جانب العرض، كما ينبغي فتح هذه الأسواق أمام جميع الأعوان الاقتصاديين بعدالة، كما على هذه الأسواق أن تتضمن كل من مبدأ حرية الاستثمار ومبدأ حرية حركة رأس المال ومبدأ الاستقرار، بالإضافة إلى وفرة البيانات المعلوماتية الكمية وغير الكمية المخصصة للاستثمار ومحيطه تتصف بالدقة، وفيما يلي سنحاول جمع هذه العناصر وتلخيصها ضمن جملة من الشروط وهي:

أولاً- شروط تتعلق بطبيعة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا: وتتضمن العناصر التالية:

**1- مبدأ تعايش قسمي سوق الأوراق المالية:** ونعني بهذا المبدأ التعايش بين سوق الإصدار وسوق التداول، ومن أجل تحقيق هذا التعايش وتوسيع السوق لابد من تطوير المجالات الكبرى التالية<sup>1</sup>:

**1-1- مجال السوق الأولية:** تسمح هذه المهمة للادخار السائل من التوجه مباشرة للمؤسسات، وتسمح بتحويل أموال الادخار إلى سندات ملكية أوديون، وبالتالي تضمن تمويل الاقتصاد بواسطة مدخرين ذوي أسهم أودائين يمكن اللجوء إليهم بمقتضى الإجراءات القانونية الخاصة بالإعلان العمومي للادخار.

**1-2- مجال السوق الثانوية:** إن هذه المهمة في سوق الأوراق المالية ضرورية لضمان السير الحسن للمهمة الأولية حيث تمكن المستثمر الأولي على المدى الطويل من التنازل أو تغيير هيكله حافظته في أي وقت، وتضمن سيولة وحركة الأموال الموظفة (البيع والشراء في أي وقت).

**2- مبدأ تعدد المتدخلين في سوق الأوراق المالية:** إن عملية تطوير حجم السوق تتطلب تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى، وعليه ينبغي تعميم مبدأ المساواة، وفتح هذه الأسواق لجميع الأعوان الاقتصاديين من الخزينة العمومية، البنوك، والمؤسسات.

**1-2- جانب الطلب:** يتأثر الطلب في سوق الأوراق المالية سواء كان محلياً أو أجنبياً بمجموعة من العناصر تعد بمثابة محددات رئيسية لهذا الطلب منها الاستقرار الاقتصادي، توافر بنية أساسية قوية لسوق الأوراق المالية من حيث إجراءات وقواعد ونظم التعامل في الأوراق المالية، إضافة إلى توافر مجموعة من الأدوات الاستثمارية المتنوعة

<sup>1</sup> - محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع التخطيط، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم اقتصادية، 2006، ص222.



التي تمكن المستثمر من تنويع محفظة الأوراق المالية، ويتمثل الطلب على الأوراق المالية في طلب محلي، يأتي من داخل الاقتصاد الوطني، وطلب أجنبي في صورة تدفقات مالية في محفظة الأوراق المالية، سواء كان وراء هذه التدفقات أفراد أم مؤسسات<sup>1</sup>. وتتطلب عملية تحفيز الطلب على الأوراق المالية، وتطويره العمل من خلال عدة محاور رئيسية:

## 2-1-1- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي العائلي: وذلك عن طريق إعداد وتنفيذ خطة إعلامية

واسعة للتعريف بالبورصة والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية وذلك سواء بهدف البحث على القيام بتأسيس الشركات أو الاكتتاب فيما يطرح من أسهم رأس مالها عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال أو شراء الأسهم المعروضة للبيع في البورصة، أو بشراء ما تطرحه الشركات من سندات، ويمكن أن تستند تلك الخطة الإعلامية إلى الأسس الرئيسية التالية<sup>2</sup>:

أ- تعميق مفهوم ملكية المشروعات لدى المستثمرين من حيث أن حيازة الأسهم تعني ملكية جزئية للشركة بما يمثله ذلك من حقوق مختلفة أثناء حياة الشركة وعند تصفيتها؛

ب- إن عائد الاستثمار في الأسهم لا يقتصر على مجرد فائدة سنوية ثابتة كما هو الحال في الودائع المصرفية مثلا وإنما يتمثل العائد في نصيب الأسهم من الأرباح التي تحققها الشركة والذي يودع دوريا في شكل كوبون قد يزيد مقداره وينقص وهو ما يتواءم مع إستبعاد شبهة الربا التي تحوم حول الفائدة السنوية الثابتة وفضلا عن ذلك فإن هناك عائدا آخر هو الربح الرأسمالي حيث تتزايد قيمة الأسهم في البورصة تبعا لأداء الشركة وتحسن مركزها ومن ثم يمكن عند بيع الأسهم الحصول على مبلغ يزيد على ما سبق أن اشترى به، هذا مقابل تناقص القوة الشرائية للودائع النقدية بمقدار معدلات التضخم السنوية والتي تزيد في معظم الأحيان على ما تدره هذه الودائع من فائدة ثابتة بحيث يمكن القول أن الفائدة في هذه الحالة تكون بالسالب؛

ج- إن الاستثمار في الأسهم يستوعب التضخم أو يقلل من آثاره إذ أن السهم وإن كان يمثل حقا ماليا لصاحبه في الشركة إلا أنه يقابل هذا الحق أصول ثابتة وغير ثابتة تتزايد قيمتها الحقيقية مع زيادة معدلات التضخم.

د- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين<sup>3</sup>: لأن المستثمرين في السوق، كشركات الاستثمار المشترك والتأمين وصناديق الإستثمار وغيرها من مؤسسات وشركات تجميع المدخرات واستثمارها، تعد عاملا رئيسيا في دفع عوامل العرض والطلب وارتقاء السوق، نظرا لأنها تشكل قناة لتجميع مدخرات المستثمرين الصغار، الذين تتوافر لديهم الإمكانية والمقدرة على متابعة وتحليل تطورات السوق، كما تساعد الأحجام الكبيرة إستثمارات هذه المؤسسات في استقرار السوق، لأن توجهات أغلب هذه الإستثمارات طويلة الأجل وذات طبيعة غير مضاربة، كذلك يمكن أن تساهم هذه المؤسسات في تعزيز عرض الأدوات المالية إذا إرتأت إدراج أوراقها في السوق، كما هو حال بعض الأسواق المالية الخليجية حيث يتم تداول وحدات صناديق الإستثمار، وبناء عليه لا بد من تعديل قانون الشركات لإنشاء هذه

1 - محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص 223.

2 - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 172.

3 - أحمد سفر، مرجع سبق ذكره، ص 91.

المؤسسات ووضع القواعد والضوابط لعملها، بما يكفل حماية المستثمرين وتقديم التسهيلات الضرورية للقيام بنشاطها، والسماح لصناديق التقاعد وغيرها من مؤسسات التأمين باستثمار نسبة من مدخراتها في السوق المالي؛ هـ- تقوية العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية كبقاء الجزء المعفى من الدخل الخاضع للضريبة مستثمرا في الأوراق المالية لمدة معينة؛

و- تحفيز الطلب الأجنبي والمحافظة على استقرار السوق.

**2-2-2- جانب العرض:** يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائما إلى تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة، وتنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين وهما<sup>1</sup>:

**2-2-1- المخاطر المنتظمة:** وتمثل بالمخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها وتعود إلى أسباب خاصة بالسوق، ويمكن الحد منها من خلال تحقيق الاستقرار في الأداء الاقتصادي.

**2-2-2- المخاطر غير المنتظمة:** وهي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر التخلص منها حيث أنها ترتبط بالشركات المصدرة لتلك الأوراق، ويمكن للمستثمر أن يتجنب هذه المخاطر عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعا جيدا، ولكي يتحقق هدف التنوع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لابد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يتم ذلك من خلال ما يلي:

**أ- تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم:** تعد الأسهم المصدر الأساسي الذاتي للتمويل طويل الأجل سواء كانت أسهما عادية أم ممتازة، ويستلزم تنشيط سوق الأسهم مجموعة من الإجراءات، ومن ضمنها:

- تشجيع تنفيذ برامج الخوصصة أو استكمال ما بدئ منها لما لها من دور فاعل في طرح المزيد من الأدوات وتنشيط السوق، حيث تسهم برامج الخوصصة في توسيع قاعدة الملكية، وفي خفض درجة التركيز القطاعي لسوق الأوراق المالية؛

- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر، لما لها من دور في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام.

**ب- إنشاء نوادي الاستثمار<sup>2</sup>:** هناك صور أخرى لتشجيع صغار المدخرين الذين تجمع بينهم وحدة العمل أو مكان الإقامة للاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بالاستفادة من تجارب الدول الأخرى في هذا الصدد، ومن ذلك فكرة إنشاء نوادي الاستثمار في الأوراق المالية المنتشرة في فرنسا والتي تؤسس في التجمعات المختلفة مثل الأندية الرياضية، والاجتماعية والنقابات، والمدارس، والمصانع، والبنوك والشركات، وذلك عن طريق اقتطاع مدخرات صغيرة منهم دوريا توجه لشراء أوراق مالية سواء عند الإصدار أو عند التداول في البورصة، وتكون مملوكة ملكية جماعية لهم، ومن ثم يتاح للأعضاء فرصة تملك أوراق قد لا يكون متاحا لهم تملكها على إنفراد دفعة واحدة، ومن شأن إنشاء هذه النوادي زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات الصغيرة للاستثمار فيها بما قد ينتهي إلى أن يكون لكل عضو محفظة أوراق مالية خاصة به وهو ما ينشط السوق، هذا فضلا عن إيجاد طبقة جديدة من صغار

<sup>1</sup> - محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص 223.

<sup>2</sup> - منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 175.

المدخرين المستثمرين مما يقلل من حجم السيولة المالية في يد الأفراد وبالتالي الحد من الميل إلى الاستهلاك وخفض معدلات التضخم.

ج- إنشاء صناديق الاستثمار في الأوراق المالية<sup>1</sup>: في الأسواق العالمية الرائدة توجد هناك العديد من صناديق

الاستثمار، ولهذه الصناديق أهمية كبيرة في تنشيط سوق الأوراق المالية، فوجود مثل هذه الصناديق ضروري لتحريك السوق، حيث أن هذه الصناديق عند وجودها تتيح للمستثمر إمكانية تقليل المخاطر عما لو استثمر في ورقة واحدة أو ورقتين، وقد أثبت هذا النظام نجاحا كبيرا في الدول التي طبقتة.

د- قصر الحوافز الضريبية وتخفيض رسوم القيد لشركات الطرح العام فقط.

هـ- تشجيع الشركات على طرح أسهم ممتازة والعمل على نشر الوعي بالنسبة لخصائصها الاستثمارية لدى الجمهور.

3- مبدأ إصدار القيم المنقولة: أي تنوع القيم المنقولة الصادرة والتي يتم التفاوض على أساسها في السوق المالية، ومن تلك الأدوات التي يمكن استحداثها<sup>2</sup>:

3-1- أنواع جديدة من السندات: ومن أهم هذه الأنواع وأكثرها شيوعا السندات التي تتمتع ببعض حقوق الملكية ومنها: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات القابلة للبيع، السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم.

3-2- إدراج الأوراق المالية الإسلامية: إن إدراج هذا النوع من الأوراق المالية سوف يساهم في تنشيط البورصة ويدخل نوعية جديدة من المتعاملين، إذا ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدراجها، من منظور المعاملات الإسلامية التي تستلزم الشروط التالية:

أ- أن تمثل الورقة حصة شائعة من موجودات المؤسسة أو المشروع أو الصندوق، بعبارة أخرى ألا تمثل الورقة دينا على الجهة المصدرة؛

ب- أن لا يكون عائد الورقة المالية نسبة متفق عليها من الربح الذي سوف يتحقق فعلا.

ج- أن يكون نشاط الجهة المصدرة مشروعاً من منظور فقه المعاملات، إذ لا يصح أن يتم إصدار أو تداول أسهم المشروعات التي تدير أنشطة محرمة.

ثانياً- شروط تتعلق بالسيولة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا: وهي تتضمن المبادئ التالية: مبدأ

تسلسل معايير الدخول والخروج في السوق المالية، مبدأ حرية الاستثمار، مبدأ حرية حركة رأس المال ومبدأ الاستقرار، وحتى تتمكن سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا باعتبارها من الأسواق الناشئة من الاندماج في النظام المالي العالمي بطريقة آمنة يجب عليها إتباع مجموعة من الأساليب المقترحة الحديثة لرسم سياسة اقتصادية محلية من أجل التحوط ضد الأزمات، ويمكن إجمالها في مجموعتين أساسيتين هما:

<sup>1</sup> - منصورى الزين، مرجع سبق ذكره، ص175.

<sup>2</sup> - محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص224.

**1- المجموعة الأولى:** تتضمن الأساليب التي تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها، ومن أهم هذه الأساليب:

**1-1- الرقابة الحذرة:** تعد الرقابة الحذرة على تدفقات رؤوس الأموال أمراً ضرورياً للحد من اقتراض البنوك في ظل تطوير الأدوات والابتكارات المالية، وارتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية، هذا إضافة إلى دورها في الحد من الاقتراض الخارجي قصير الأجل لكل من الشركات والحكومات.

**1-2- قيود على خروج رؤوس الأموال:** إن فرض قيود دائمة في ظل عدم وجود أسس اقتصادية صحيحة يؤدي إلى آثار سلبية، وقد أشارت بعض الدراسات إلى فاعلية فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال مثل (فرض قيود على عمليات خروج مبالغ ذات أحجام كبيرة أو على رؤوس الأموال قصيرة الأجل وشديدة التقلب) يؤدي إلى حماية الاقتصاد من صدمات مالية مفاجئة، ولقد نجحت التجربة الماليزية بتطبيق هذا الأسلوب.

**2-2- المجموعة الثانية:** تتضمن الأساليب التي تهدف إلى توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال، ومن أهمها:

أ- توفير احتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل؛

ب- خطوط ائتمان للطوارئ، ويتمثل ذلك في اتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين، يتعهد بموجبه المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الاتفاق مبلغاً يتفق عليه مسبقاً في حالة حدوث ظروف طارئة، على أن يكون التعاقد بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت كما يتعهد صاحب الحق في الاقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة.

**ثالثاً- شروط تتعلق بالشفافية في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا<sup>1</sup>:** إن النظام الاقتصادي الفعال يستلزم أن تكون البيانات المعلوماتية الكمية وغير الكمية المخصصة للاستثمار ولحيطه دقيقة، ويتم نشرها باستمرار وتكون سهلة البلوغ والإدراك دون تمييز ولا تفرقة وبدون تكلفة للعناصر المتدخلة في سوق الأوراق المالية، لذا على السوق القيام دورياً بنشر المعلومات والبيانات والمؤشرات والتحليلات المختلفة عن أداء القطاعات الاقتصادية في الصحف اليومية، كما بدأ بعضها بعرض البيانات والمعلومات على شبكة الإنترنت، كذلك على الأسواق أن تقوم بنشر تقارير ونشرات دورية وشهرية وفصلية وسنوية عن أنشطتها، كما يقوم بعض منها بتحليل الميزانيات والقوائم المالية الأخرى للشركات المدرجة وتوزيعها على المتعاملين في السوق مباشرة ونشرها في وسائل الإعلام المختلفة.

ولا تكمن أهمية الإفصاح في توفير البيانات والمعلومات والقوائم المالية فحسب، ولكن أيضاً في جودة ودقة هذه البيانات والمعلومات وشموليتها وتوقيتها حالما توافر الخبراء والمحللون الماليون المختصون، فضلاً عن قوانين وأنظمة المحاسبة والتدقيق، كما يساعد تواجد شركات تقييم الملاءة الائتمانية على رفع مستوى الإفصاح والشفافية في السوق، لذا تعتبر شفافية السوق من العوامل المؤثرة في تشجيع التعامل والتداول بالأوراق المالية، في ظل إجراءات محاسبية وفق

<sup>1</sup> - أحمد سفر، مرجع سبق ذكره، ص 88.

المعايير الدولية من أجل تأمين وضمان دقة الإفصاح عن المعلومات، لذلك تبرز أهمية تطوير مهنة المحاسبة والتدقيق وإكسابها دورا استقلاليا ووضع الأنظمة والتعليمات والأحكام المتعلقة بها.

### المطلب الثاني: تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

إن توفير بنية تنظيمية متطورة وقادرة على تلبية متطلبات النمو المطرد الذي تشهده أسواق بعض دول شمال إفريقيا، وإرساء أساس صلب وقوي لهذه الأسواق يركز على تطوير ودعم مؤسسات هذه الأسواق، وتطبيق القوانين واللوائح التنظيمية والعمليات وفقا للمعايير الدولية، والعمل على تنسيق عمليات السوق والحد من المخاطر النظامية، وكذلك تعزيز وعي المستثمرين وحمائهم.

**أولاً- توفير نظام الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة بسوق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا:** إن نجاح الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة يتطلب عدة شروط منها<sup>1</sup>:

- 1- أن يتوفر لها القانون الذي يسمح بتواجدها ويحول لها سلطات محددة.
- 2- وأن يتبنى التنظيم وضع نظام وآداب المهنة التي تحكم العلاقة بين الأعضاء والعملاء.
- 3- وأن تشمل الهيئة جميع العاملين في سوق الأوراق المالية وأن لا تكون هادفة للربح.

**ثانياً- الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا<sup>2</sup>:** وتتمثل أهم هذه الشركات فيما يلي:

**1- شركات الوساطة:** وتشمل شركات السمسرة، شركات الترويج وتغطية الاكتتاب، فالأولى تلعب دور الوسيط بين البائع والمشتري في تنفيذ الأوامر المختلفة، ولها تأثير على استقرار الأسعار، ودرجة سيولة السوق، وتنشيط الطلب على الأوراق المالية، وأمّا الثانية فتسهم بفعالية في تنشيط السوق حيث تساعد على إصدار الأوراق المالية عن طريق تغيير هيكل وزيادة حجم التمويل الخاص بالشركة، وتقديم الخدمات الاستشارية بوقت الإصدار، ونوعية الورقة المصدرة، كما أنها تروج للاكتتاب من خلال تعريف العميل بالورقة المطروحة، وتضمن تغطية الاكتتاب.

**2- تشجيع شركات الاستثمار المتخصصة في تنشيط السوق:** فهي تساعد المستثمرين في تكوين محفظتهم المالية لاسيما هؤلاء الذين تنقصهم الخبرة والمعرفة والوقت اللازم للتعامل في الأوراق المالية ونذكر منها صناديق الاستثمار، شركة تكوين وإدارة المحافظ صناديق رأس المال المخاطر.

**3- تشجيع شركات الخدمات:** التي تقدم الاستشارات المالية الخاصة بتقييم وتصنيف وتحليل الأوراق المالية، فوجود مثل هذه الشركات يمكن أن يسهم في الحد من التقلبات غير المبررة في الأسعار وفي تحديد الجدارة الائتمانية لمختلف الشركات.

**4- مؤسسات صناع السوق:** يتمثل دورها الأساسي في التدخل في الوقت المناسب لمنع حدوث ارتفاع عشوائي أو انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية دون مبرر اقتصادي في سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص 225.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ونفس الصفحة.

**5- الترويج والإعلان عن الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية:** من أجل توعية المستثمر بدورها وبالخدمات التي تستطيع أن تقدمها للمستثمر العادي وقيمة العمولات والأتعاب.

ثالثاً- تطوير نظم التسوية، المقاصة، الحفظ المركزي ورفع كفاءة الرقابة على المؤسسات في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا<sup>1</sup>: يمثل وجود نظام سريع وآمن للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي دعامة أساسية لقيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته بما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، كما أنه يحقق مزايا كافة المتعاملين في مجال الأوراق المالية، حيث يوفر هذا النظام التعامل مع الأوراق المالية في شكل قيود دفترية مما يقلل نسبة المخاطر والتزوير وبالتالي الوصول إلى المعايير الدولية، كما يقوم بإتمام عمليات التسوية في مواعيد ثابتة وتوفير بيانات دقيقة عن المساهمين وحمائهم، ويمكن أن تتم عملية تفعيل هذا الدور الرقابي من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في سوق الأوراق المالية مثل قواعد القيد في البورصة ونظم وقواعد الإفصاح والشفافية.

### المطلب الثالث: سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

من واقع الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مرحة ذات الكفاءة العالية والفعالية، أصبح من الضروري البحث عن السبل وآليات لتغيير كفاءة أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، على هذا الأساس نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير هذه الدول ورفع مستوى كفاءتها.

**أولاً- تعزيز الدور الرقابي لسوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا<sup>2</sup>:** وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك على مايلي:

1- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.

2- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار.

3- الرقابة على التداول.

**ثانياً- تعزيز الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا :** بإصدار نشرة يومية وأسبوعية

وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك من

<sup>1</sup> - محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص226.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سبق ذكره، ص192.

الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال<sup>1</sup>:

- 1- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
  - 2- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
  - 3- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.
  - 4- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.
  - 5- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.
- ثالثا- وسائل أخرى من أجل رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا: ومن أهم هذه الوسائل مايلي<sup>2</sup>:
- 1- **تعميق الوعي الاستثماري** : لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري في دول شمال إفريقيا.
  - 2- **تشجيع الاستثمار الأجنبي** : بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها، مع التقيد بعدم الإضرار بمصلحة الدولة الآنية والمستقبلية.
  - 3- **تعديل الأنظمة الضريبية** : أو إلغاء بعض منها كالضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية، وجذب الاستثمارات الأجنبية.
  - 4- **التوسع في برامج الخوصصة العادلة**: التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أولشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.
  - 5- **مكننة أنظمة التداول** : باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
  - 6- **الربط والتعاون بين البورصات في دول شمال إفريقيا** : وذلك عن طريق إنشاء شبكة اتصالات متطورة بين هذه الدول تعمل على توفير المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضا إنشاء شركة مساهمة لدول شمال إفريقيا للوساطة المالية تساعد كثيرا على انفتاح الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا وزيادة ارتباطها ضمنا لتدفق رؤوس الأموال، ثم بعد ذلك الانتقال إلى الربط والتعاون على المستوى العربي ثم العالمي.
  - 7- **إنشاء هيئة حكومية تعمل على حماية حقوق المستثمر**: إني أوافق رأي الدكتور صالح الحناوي في أن المستثمر في دول شمال إفريقيا وحتى في الدول العربية في حاجة إلى حماية حقوقه، إلا أني أفضل أن تكون هيئة منشئة من طرف الحكومة وليست جمعية، بشرط أن تتمتع هذه الهيئة بالاستقلالية حيث تقوم هذه الهيئة بزيادة قوة وحقوق المستثمر في

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سبق ذكره، ص192.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص193.

- الأوراق المالية في مواجهة جميع المؤسسات المالية التي يمكن أن يتعامل معها سواء كانت حكومية أو أهلية، هيئة تحميهم من هذه المؤسسات بل وتحميهم من أنفسهم، وعلى نفس النمط الذي سار عليه الرئيس الأمريكي كيندي عندما قدم وثيقة حقوق المستهلك عام 1962 والذي تابعها بكل جد ومثابرة المصلح الاجتماعي الاقتصادي الأمريكي "رالف نادر" منذ أوائل السبعينات، فإنني أؤكد الحاجة الماسة إلى الاقتراح الذي قدمه محمد صالح الحناوي على الوثيقة التي قدمها باسم ( وثيقة حقوق المستثمر). والتي يمكن أن تضمن الحقوق التالية للمستثمر:
- حقه في الأمان لحماية المستثمر من أخطار تسويق أوراق مالية مشبوهة وغير آمنة.
  - حقه في الحصول على معلومات كافية لحماية المستثمر من المعلومات الكاذبة والدعاية المضللة وتوفير المعلومات الضرورية التي يحتاجها للقيام بالاختيار الرشيد للأوراق المالية.
  - حقه في الاختيار وذلك بالتأكد من وجود فرصة الاختيار للمستثمر وذلك بتوفير تشكيلة من الأوراق المالية المتنافسة والتي تحدد عائدا عادلا يتناسب مع درجة المخاطرة التي تعرض لها.
  - حقه ليس فقط في التعبير عن نفسه ولكن أيضا في أن يستمع إليه وذلك بالتأكيد على أن مصالح المستثمر تؤخذ في الاعتبار عند وضع السياسات الحكومية وعند تنفيذها.
  - حقه في الحماية من نفسه- فالمستثمر- مثله في ذلك مثل المستهلك الذي يشتري السجائر وهو يعرف ضررها- قد يقدم على شراء أوراق مالية "غير مضمونة" لأسباب غير رشيدة.
- وباختصار فإن هذه الهيئة تهدف إلى توفير بيئة استثمارية نقية توفر للمستثمر الأمان والمعلومات والعائد المناسب، وهذه الهيئة لا تحمي المستثمر من قطاع الأعمال فقط، ولكنها تحمي أيضا من الأجهزة والإجراءات الحكومية المجحفة وما أطلب به إذن هوانشاء هذه الهيئة من إطارات يتميزون بالخبرة في مجالات التحليل المالي، وبالقدرة على استيعاب متغيرات أسواق المال، وبالرغبة في القيام بمهمة قومية وتحمل المسؤولية الاجتماعية، ولا بد أن تحظى هذه الهيئة بمساندة سياسية وتأييد شعبي ودعم صحفي ودعائي حتى يكون دورها فعالا، في إزالة مخاوف المدخر وتزويده بالمعلومات فلا يقع مرة أخرى في براثن الأفاقين وأصحاب الضمائر الخربة، وتعمل على مساعدة المدخر والمستثمر الصغير على الحصول على حقوقه الطبيعية فتزول شكوكه وتتدفق مدخراته إلى سوق المال وتتحقق بذلك الخوصصة بمفهومها الصحيح الفعال ولا شك أن البيئة الأساسية لهذه الهيئة قد تتطلب في البداية الحصول على مساندة مالية في شكل إيرادات رسمية، وبعدها تستطيع أن تقف على قدميها عن طريق الاشتراكات الرمزية والبسيطة التي يدفعها المستفيدون من خدمات الهيئة.
- ويمكن لهذه الهيئة أن تمارس الأنشطة التالية على سبيل المثال وليس الحصر وذلك في تطبيق للخطوط العريضة لميثاق حقوق المستثمر.
- **حماية المستثمر:** يجعل عملية شراء الأوراق المالية أقل خطورة وجعل أخطاء الشراء تحمل معها تكلفة أقل وذلك بالتأكد من إصدار القوانين الحكومية التي تحمي المستثمر من الممارسات الخاطئة والحرمة، وملاحقة الحكومة بصورة دائمة حتى تتم هذه الحماية، بالإضافة إلى متابعة الحملات الإعلانية للمؤسسات المالية لتأكيد جديتها.



- **تعليم المستثمر:** يجعل المستثمر أكثر دقة وحكمة عند اتخاذ القرار الاستثماري بالإضافة إلى جعله أكثر معرفة بالظروف البيئية المحيطة ويكون ذلك عن طريق مركز المعلومات للإجابة على تساؤلات المدخرين، وفي هذا الشأن لابد من إجراء دراسات تمهيدية بغرض تحديد الوسائل المثلى للمهام التالية:
- أ- تمويل عمل الهيئة.
  - ب- إصدار النشرات أو التقارير الاقتصادية.
  - ج- تنظيم الحلقات الدراسية أو ورش العمل لتعميق المفاهيم الأساسية للمستثمرين المرتقبين.
  - د- تقييم نشرات الإصدار لكل ورقة مالية جديدة.
  - هـ- وضع ميثاق شرف لأخلاقيات التعامل في سوق الأوراق المالية يلتزم به المتعاملون في هذه السوق.
  - و- تلقي شكاوى المستثمرين ودراستها وتحويلها إلى الجهات المختصة مثل الهيئات العامة لسوق المال والقضاء وغيرها.
  - ز- مساعدة المستثمرين على إعادة بيع أوراقهم المالية عند الحاجة بدون التعرض للاستغلال .

## خلاصة الفصل الرابع:

من خلال استعراضنا لمختلف العناصر الواردة في هذا الفصل، تمكنا من استخلاص العديد من النتائج نذكر أهمها فيما يلي:

- 1- إن آثار عملية الخوصصة على إقتصاديات الدول التي تطبقها تكون إيجابية إذا ماتوفرت هذه الدول على مقومات نجاحها، وتكون مدمرة في حالة غياب هذه المقومات.
- 2- على الرغم من الجهود المبذولة من أجل تطوير أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، إلا أن هذه الأسواق جميعها تتصف بمجموعة من المعوقات التي تحدد من قدرتها كآلية لعملية الخوصصة نذكر أهمها فيما يلي:
  - ضيق نطاق سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا؛
  - ضآلة العرض والطلب في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا؛
  - هجرة أموال دول شمال إفريقيا إلى الخارج؛
  - منافسة البدائل الإستثمارية المتاحة لسوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا؛
  - قلة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا؛
  - عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا؛
  - ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية بدول شمال إفريقيا؛
  - تأثير العامل الديني والثقافي على سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا؛
  - تأثير الظروف السياسية وضعف مدخرات القطاع الخاص الوطني على سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا.
- 3- إن عملية الخوصصة بدول شمال إفريقيا بحاجة لإبتكار أساليب تناسب الطبيعة الإقتصادية لهذه الدول عن طريق الإستفادة من مختلف التجارب التي مرت بها الدول التي سبقتهم في تنفيذها.
- 4- من خلال البحث يتضح لنا بأن أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا بحاجة إلى إستراتيجية تعمل على تطوير هذه الأسواق حتى تتمكن من دعم وتشجيع الخوصصة بهذه الدول، ونذكر أهم محاور هذه الإستراتيجية فيما يلي:
  - توفير شروط تطوير حجم وسيولة سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى الشفافية؛
  - تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا؛
  - توفير الوسائل التي تعمل على رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا.

الثقافة العامة

## الخاتمة العامة

## 1- ملخص البحث:

استهدف هذا البحث تسليط الضوء على الدور الذي يمكن أن تقوم به سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة مع التركيز على دول شمال إفريقيا خلال الفترة ( 1999-2010)، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول.

تناول الفصل الأول من الدراسة الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية، حيث وضحنا فيه ماهية سوق الأوراق المالية، ثم تناول الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما تناول هذا الفصل ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها، وكان لا بد أن يتناول هذا الفصل ماهية الأسواق المالية الناشئة وأثارها على إقتصاديات الدول النامية لكون دول شمال إفريقيا تدرج ضمن الأسواق المالية الناشئة.

أما الفصل الثاني من الدراسة فخصصناه لدراسة أساسيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية، وقد تطلب منا التعرض لماهية عملية الخوصصة وتحليل أسبابها وأهدافها، ولأن عملية الخوصصة تمثل جزء من سياسات الإصلاح الإقتصادي كان لا بد من عرض المقومات والركائز التي تضمن نجاحها، كما كان لا بد من التعرف على إستراتيجيات التحول إلى عملية الخوصصة، ثم انتهى الفصل بعرض لإستراتيجيات الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية كونها من الإستراتيجيات الأقل إنتقادا لأنها تساهم في توسيع قاعدة الملكية الشعبية، كما أنها تعطي لبرنامج الخوصصة طابعا ديمقراطيا، وصورة ذهنية إيجابية قوية، حيث يتاح لصغار المستثمرين وللمديرين والعاملين في المشروعات المخوصصة أن يشاركو في ملكية أسهمها.

أما الفصل الثالث فلقد تصدر البحث لكونه تناول لب الموضوع حيث عمدنا فيه إلى تحليل وتشخيص واقع الخوصصة بواسطة سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، ولقد تطلب هذا أولا بحث واقع كل من أسواق الأوراق المالية وعملية الخوصصة بدول شمال إفريقيا، فضلا عن التعرض لتطورات سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا لكون درجة تطور ونشاط أسواق الأوراق المالية يعتبر أحد أهم محاور نجاح دور هذه الأسواق في دعم وتشجيع عملية الخوصصة، وأختتم الفصل بتقييم أداء أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وحصيلة الخوصصة عن طريق هذه الأسواق من خلال تحليل مؤشرات أسواق الأوراق المالية وبحث العلاقة بين تطور هذه الأسواق وحصيلة الخوصصة.

أما الفصل الرابع والأخير والذي تناول سبل تفعيل دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا، حيث بدأ بتوضيح أثار عملية الخوصصة في غياب مقومات نجاحها، ثم عرض لمعوقات سوق الأوراق المالية كآلية لعملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا، وبعد ذلك شرع الفصل في تشكيل إستراتيجية لنجاح عملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا لذا كان لا بد من عرض بعض التجارب الدولية في ذلك الخصوص، وتأسيسا على ما سبق أختتم الفصل بإقتراح إستراتيجية لتفعيل سوق الأوراق المالية لدعم وتشجيع الخوصصة في دول شمال إفريقيا.

وأخيرا لا بد من الاعتراف بأن الأفكار المتواجدة في الفصل الرابع والخاص بمحاور تفعيل سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة في دول شمال إفريقيا، مازالت في المهد وتحتاج إلى دراسة وتحليل وتمحيص ومناقشة، ولكننا نقدمها عن اقتناع كامل بأن المبادرات المطلوبة في وقت نحن فيه بأشد الحاجة إلى تطويع الأساليب العالمية لتتنفق مع أوضاعنا وظروفنا وإلى ابتداع الأساليب التي تتفق مع واقعنا المعاصر ولصالح الأجيال القادمة.

**2- نتائج البحث:** تم التوصل من خلال تحليل مختلف فصول هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نورد أهمها فيما يلي:

- يتضح لنا الدور الجلي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة للمشروعات العامة من خلال العمليات التالية: الإفصاح المالي، تقييم الأصول، الاكتتاب والتداول.

- إن عملية الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية ليست بالأمر اليسير، حيث تتطلب توفر شروط متعددة لنجاحها، كما أنها تنطوي على تكلفة أكبر مقارنة ببقية أساليب الخوصصة.

- إن الجهود المبذولة من أجل تطوير أداء سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا تختلف من دولة إلى أخرى على النحو التالي:

- أ- لقد خطت سوق الأوراق المالية المصرية خطوات واسعة من أجل إستكمال الطرق الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق بالإضافة إلى توفير الحماية للمتعاملين بشكل فعال، وتلتها بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتلتها سوق الأوراق المالية بورصة بتونس أما بورصة الجزائر فكانت خطوات إستكمال الطرق الرقابية والتنظيمية بها ضئيلة.
- ب- قامت دول شمال إفريقيا بإدخال تعديلات على القوانين المتعلقة بالإستثمار هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الإستثمارات المحلية والأجنبية، ولقد تصدرت مصر هذه التعديلات ثم تلتها تونس، المغرب، الجزائر.
- ج- لقد تمكنت البورصات في دول شمال إفريقيا من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها وبين البورصات العربية تقريبا بدرجات متساوية.
- د- لم تعطي سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا أهمية كبيرة لتعديل الأنظمة الضريبية لتحفيز التعامل في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا.

ه- لقد تفاوتت إجراءات تعزيز الشفافية والإفصاح في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، ولقد أولت سوق الأوراق المالية المصرية إهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، بهدف تكافؤ الفرص للمتعاملين، حيث شملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها، أما أسواق الأوراق المالية لكل من المغرب، تونس، الجزائر فمازالت بحاجة إلى الجودة والدقة في البيانات وشموليتها وتوقيتها.

و- رغم الجهود المبذولة نحو تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الإستثمارية، إلا أن هذا الدور مازال يفتقر لوجود الوعي بالوظيفة الأساسية للمستثمر المؤسسي حتى لدى سوق الأوراق المالية المصرية.

- ز- تتفاوت الجهود المبذولة في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا الخاصة بتحديث أنظمة التداول، المقاصة والحفظ المركزي لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عمليات تداول الأسهم بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال، إلا أنها تشترك في كونها قامت بمستوى لا بأس به من التطورات على هذا الصعيد، إلا أن مصر تصدرت هذه التطورات.
- ح- تتفاوت قدرة إجتذاب أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا للمدخرات المحلية والأجنبية نتيجة تفاوت أحجام أسواق الأوراق المالية بها.
- ط- مازالت تكاليف الإستثمار في أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا مرتفعة نتيجة قلة السيولة لهذه الأسواق ولكن بدرجات متفاوتة .
- اختلفت حصيلة الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا باختلاف درجات التطور لكل من الأسواق الأوراق المالية بها ولبرنامج الخوصصة المتبع، ولقد بلغت مصر المرتبة الأولى من حيث حصيلة الخوصصة عن طريق هذه الأسواق تلتها المغرب ثم تونس وفي الأخير الجزائر.
- من خلال البحث يتضح لنا بأنه رغم الإصلاحات العديدة والمتفاوتة التي قامت بها حكومات دول شمال إفريقيا من أجل الإستفادة من دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة، إلا أن هذا الدور محدود جدا ويعود ذلك للأسباب التالية:
- أ- مازالت أسواق الأوراق المالية تتسم بعدد من الخصائص والسمات العامة أهمها: الحدودية الشديدة، عدم العمق، وضعف الاستجابة، غياب صناع السوق، غياب ثقافة البورصة... الخ مما يجعلها تبعد عن الكفاءة بمفاهيمها المختلفة، كما أن طاقاتها على استيعاب إصدارات برامج الخوصصة ضعيفة ومحدودة.
- ب- رغم الجهود المتفاوتة نحو تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية، إلا أن هذا الدور مازال يفتقر لوجود الوعي بالوظيفة الأساسية للمستثمر المؤسسي .
- ج- هناك تفاوت في الجهود المبذولة من أجل ترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة بأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، إلا أنها مازالت بحاجة إلى الجودة في الدقة في البيانات والمعلومات وشموليتها وتوقيتها.
- د- إفتقار أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا لخدمات الملاعة الإئتمانية والتي تعمل على معالجة النقص في البيانات المالية للجهات المصدرة لهذه الأوراق وكذلك اختلاف النظم المحاسبية.
- هـ- عدم تنوع الأدوات الإستثمارية في أغلب هذه الأسواق بما يتناسب مع إحتياجات المتعاملين فيها، وضيق أو إنعدام الأسواق الثانوية لتداول الأوراق المالية، مما يحد من سيولتها وإقبال المستثمرين على إقتنائها، وتدني مستوى الوعي الإستثماري وقصور الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي، وندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية وخاصة بنوك الإستثمار التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

و- قصور التشريعات المحلية لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا والتي تحد من القدرة على تسجيل وتداول الأوراق المالية، بالإضافة إلى المرونة المتدنية في هيكل أسعار الفوائد وعدم وجود أجهزة فعالة للرقابة تضمن حد أدنى من الإفصاح المالي وتوفر الحماية اللازمة لكسب ثقة المستثمرين .

- تحتاج أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا إلى استراتيجية تعمل على تفعيل وتطوير دور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة من خلال كونها أسواق مالية ناشئة تنتمي إلى إقتصاديات متواضعة وتعاني العديد من المشاكل والتي نرى أن من أهم محاورها مايلي:

أ- إن من الضروريات الجوهرية للخوصصة هي أن يتم تطوير أسواق الأوراق المالية الأمر الذي يجعل تدخل الدولة أو التدخل الإداري الحكيم المبني على آراء خبراء إقتصاديين أمرا ضروريا بدول شمال إفريقيا بسبب غياب المؤسسات المالية الضرورية داخل البورصة حتى تعوض النقص في الدور الذي عادة يؤديه كل من المتخصصون وصناع السوق وشركات تقييم وتصنيف الأوراق المالية في توازن السوق.

ب- إيجاد وسائل لحماية المستثمر بنفس الصورة التي انتشرت بالنسبة للمستهلك، فالمستثمر هو مستهلك لسلعة الأوراق المالية ومن ثمة فمفاهيم حماية المستهلك لا بد أن تمتد للمستثمر الصغير، الذي تقع المسؤولية الرئيسية فيه على هيئة المال وجزئيا على الجمعيات الأهلية.

ج - إدخال الأوراق المالية الإسلامية إلى أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا.

د - العمل على تحسين الهياكل المالية والإدارية والفنية للمؤسسات العمومية الخاسرة قبل طرحها للبيع من خلال أسواق الأوراق المالية بدل بيع المؤسسات الناجحة في الأصل مثلما حدث في دول شمال إفريقيا.

هـ- يجب مراعات عند طرح أسهم الشركات المخصصة في سوق الأوراق المالية وبالأخص الناشئة منها كل من حجم هذه الأسواق ومستواها بالإضافة إلى مراعاة إصدار الأسهم بقيمة صغيرة وأخيرا مراعاة دور المعلومات المحاسبية.

و- إن الخوصصة تستهدف قدوم الاستثمارات الأجنبية كما هو معلوم، لذا يتوجب توجيهها إلى سوق الإصدار، لأننا بحاجة إلى الإقبال على إنشاء شركات جديدة بدل تركها تعمل من أجل الحصول على أرباح رأسمالية وتحميل الخسائر للمستثمر الصغير في النهاية، وبالتالي نكون قد حولنا الموضوع من مجرد مضاربة إلى تمويل حقيقي.

- من خلال البحث يتضح لنا أن المحور الأساسي للنجاح في إحداث الإصلاح المطلوب لاقتصاديات دول شمال إفريقيا يتمثل في إقامة علاقة شراكة وثيقة بين القطاع الخاص والحكومة ويتطلب تحقيق مثل هذه الشراكة تجاوز الأسلوب السائد الذي يقصر دور القطاع الخاص على تلقي القرارات الاقتصادية والمالية والتشريعية، والعمل على إشراكه في صنع هذه السياسات من خلال تحقيق مستوى أكبر من التواصل بين المسؤولين الحكوميين وممثلي القطاع الخاص، وعقد اجتماعات ولقاءات دورية لمناقشة همومه ومشاكله والعمل على معالجتها.

- تحتاج أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا إلى إيجاد بدائل جديدة تعمل على تطوير هذه الأسواق من خلال القيام بدراسات واسعة وفي اتجاهات متعددة بهدف وضع أنظمة وآليات لعمل هذه الأسواق تتناسب مع الظروف المحلية لهذه الدول ولاقتصادياتها.

**3- توصيات الدراسة:** على ضوء دراستنا لموضوع البحث، وبعد استعراضنا لنتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم أهم التوصيات التي نراها كفيلة بجعل دول شمال إفريقيا تتمكن من الاستفادة من الدور الذي تقدمه أسواق الأوراق المالية بها في دعم وتشجيع عملية الخصخصة، والتي نستعرضها فيما يلي:

- إن لتوفر المعلومات المالية السليمة والدقيقة أهمية كبرى في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية.

- ضرورة إيجاد هيئة معنية أو إيجاد لجان خاصة للإشراف على حسابات الشركات، وإعطاء مثل هذه الهيئات أو اللجنة صلاحيات واسعة لتطوير وإصلاح نظام الإفصاح، وأن تكون ذات دور أكثر نشاطاً وفاعلية في الرقابة ومراجعة الحسابات.

- تحسين مستوى التقارير المالية كونها مصدر مهم للمعلومات المتوفرة للمستثمرين من خلال تطوير وإدخال التحسينات على القوانين والتشريعات المتعلقة باشهار المعلومات والعمل على تطوير الجمعيات والهيئات المشرفة على مهنة المحاسبة ودعمها وتشجيع حضور الندوات الدولية والعربية والمحلية وإجراء الأبحاث والدراسات والمشاركة في المؤتمرات العلمية، مما يفيد في تبادل الخبرات وتحسين الكفايات المهنية، و تشكيل هيئة عليا تضم محاسبين من القطاع العام والخاص للخروج بتصوير لإطار علمي متطور لمهنة المحاسبة بشكل عام ولإعداد التقارير المحاسبية بشكل خاص وأخيراً دعم مهنة التحليل المالي وتشجيع قيام مؤسسات التحليل المالي.

- لا بد من إعداد دراسات نعتمد عليها لجذب الإستثمار الأجنبي إلى السوق الأولية، أي تشجيعه على دخول السوق الأولية بحيث لا يقتصر دخوله على السوق الثانوية فقط.

- ضرورة استفادة بورصات دول شمال إفريقيا وهيئات سوق المال بها من البحوث والدراسات التي يجريها الأكاديميون، والجهات العلمية المستقلة الأخرى.

- إنشاء مجالس للإستشارة يتم معها إشراك القطاع الخاص مع الحكومة في صنع السياسات الاقتصادية، حتى يمكن الاستفادة من آراء الأطراف المعنية بالسياسات الإقتصادية قبل صنع هذه السياسات مع دراسة خطوات وأثار التدخل الحكومي محلياً وخارجياً.

- على الدولة أن تدعم خلق قطاع خاص قوي يكون بمقدوره تنمية القطاع الخاص في دول شمال إفريقيا ودفعه نحو النمو أكثر فأكثر، حيث أن الدولة يمكن أن تخلق الشبكة بالإستعانة بأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة (مرحلة الإنشاء عن طريق سوق الإصدار) وتطبق بعد ذلك إستراتيجية توجيهية حسب الأهداف المسطرة مستعينة كذلك بأسواق الأوراق المالية وبالأخص سوق التداول.

- تنشيط التداول وإزالة أي معوقات من شأنها أن تحد أو تخفض من حجم التداول بالبورصة.



- تهيئة محيط ملائم يحفز على إنشاء مؤسسات صانعي السوق (متخصصون، تجار، بيوت سمسة، بنوك استثمارات، صناديق الإستثمار....) التي تعمل على إعادة التوازن للسوق من أجل إعادة إنعاش أسواق الأوراق المالية بها وإعادة الثقة بالسوق.

- تشجيع وتخفيف جانب الطلب على الأوراق المالية، بما ينعكس إيجابيا على البورصة.

- التعاون بين هيئة سوق المال والبورصة ووزارة الإعلام لتطوير برنامج قومي إعلامي لتعميق الوعي الإستثماري.

- ضرورة التنسيق بين الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية في سياسات أسعار الفائدة على الودائع في البنوك التي تكون غالبا منافسة للأوراق المالية.

- العمل على توافر المعلومات والإفصاح والشفافية في بورصات دول شمال إفريقيا، حيث يرجع جزء كبير من مشاكل هذه البورصات وحالة الركود التي تمر بها إلى ضعف الشفافية ونقص المعلومات والتي تعد المصدر الرئيسي في تحديد هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، واختيار المستثمر لي تشكيلة الأوراق المالية.

- على الدولة إعداد قوانين للشركات تعمل على تنظيم مشاركة العاملين في رؤوس أموال الشركات وتحديد حدود فاصلة وواضحة بين الشركات التي تؤسس عن طريق الاكتتاب العام والمزايا التي تتمتع بها والشركات التي تؤسس عن غير طريق الاكتتاب العام، مع تشجيع النمط الأول لتوسيع قاعدة الملكية في المجتمع وزيادة مساهمة أكبر عدد من الأفراد في الحياة الاقتصادية للبلاد وتستهدف بصورة رئيسية الإدارة الاقتصادية للشركات أيا كان شكل الملكية فيها (قطاع عام أو خاص).

- توفير للباحثين قاعدة بيانات إلكترونية يمكن التعامل من خلالها بدقة في المجالات البحثية الاقتصادية المختلفة خاصة ما يتعلق بأسواق الأوراق المالية، لعل ذلك يشجع من توجه الجهود البحثي نحو دراسة الأبحاث والتي لم تكن ممكنة إلا في حالة وجود تتبع دقيق لحركة أسعار الأسهم المرتبطة بأحداث معينة سواء اقتصادية، سياسية واجتماعية أو أحداث خاصة بالمنشأة نفسها.

- العمل على تحقيق السرعة والليونة في وضع التشريعات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية، حيث تتميز السلطات التنظيمية في البلدان المتقدمة بكونها تعمل عن كثب بالقرب من الأسواق وتتابع ما يستجد فيها من تطورات، ويتم باستمرار تعديل وتحديث القواعد المنظمة لنشاطها، على أن تواصل مراقبة السلطات لتلك الأسواق بغية مواكبتها على نحو موازي على الأقل.

- ضرورة إعادة النظر في سياسة الخوصصة المتبعة في دول شمال إفريقيا على ضوء الظروف الاقتصادية والاجتماعية في هذه الدول وليس على ضوء ما يطلبه صندوق النقد الدولي والدول الدائنة لدول شمال إفريقيا.

- تأكيد دور الدولة كدافع ومشجع ومشرف على النشاط الاقتصادي لكل القطاعات: العام، المشترك، التعاوني، الخاص وذلك في إطار من التنافس والتكامل في تحقيق الأهداف العامة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية المتواصلة، وبأوسع مشاركة جماهيرية ورقابة شعبية.

- تشجيع البحث والتطوير وتسهيل إنشاء مؤسسات التقدم العلمي والفني ومراكز التدريب المتخصصة في أسواق الأوراق المالية بالقدرات والكفاءات والمهارات اللازمة لتوسيع وتعميق دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، والعمل على خلق كوادر مؤهلة تأهيلا متميزا وذلك بإرسال بعثات تدريب على نظام العمل بأسواق الأوراق المالية العالمية.
  - إطلاق مركز للمعلومات لأسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا، حيث يتولى المركز مهمة إدارة وتطوير البنية المعلوماتية للبورصات في دول شمال إفريقيا بما يهدف تقديم خدمات معلوماتية أفضل عن هذه الأسواق للمتعاملين وذلك على غرار المتبع في عدد كبير من البورصات العالمية.
  - الإهتمام بمهنة السمسرة في أسواق الأوراق المالية والنظر إليها باعتبارها مهنة شأنها شأن باقي المهن ذات الاحترام الاجتماعي المرموق في بيئة الأعمال بشكل عام.
  - إنشاء هيئة حكومية تعمل على حماية حقوق المستثمر.
- 4 - صعوبات الدراسة:** لقد واجهتنا صعوبات ومشاكل حمة في مسيرة إعدادنا هذا البحث، ويمكن إبراز أهم هذه الصعوبات في الآتي:
- النقص الشديد للمراجع المتخصصة والمعقدة في دراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية وعملية الخوصصة خاصة ما تعلق بدور سوق الأوراق المالية في دعم وتشجيع عملية الخوصصة
  - ندرة الدراسات التي تناولت التقييم المحلي لتنفيذ عمليات الخوصصة عن طريق أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، وتحديد مدى فعالية هذه الأسواق الناشئة في دعم وتشجيع عملية الخوصصة .
  - طبيعة الموضوع في حد ذاته، حيث يضم عددا كبيرا من المفاهيم المختلفة والمتداخلة في أحيان كثيرة، حيث نلمس صعوبة في توضيح من له الأسبقية في التأثير على الآخر خاصة في علاقة أسواق الأوراق المالية بعملية الخوصصة، والعتبة التي يجب أن تبلغها أسواق الأوراق المالية لتطور أدائها حتى تصبح العلاقة تكاملية وتفاعلية بينها وبين عملية الخوصصة .
  - المشاكل المتعلقة بعدم توفر المعلومات الكافية والدقيقة عن أسواق الأوراق المالية وعن عملية الخوصصة في بعض دول شمال إفريقيا مثل موريطانيا وليبيا، وتضارب الإحصائيات المتوفرة ما بين المصادر المختلفة.
- 5- آفاق البحث:** أثناء إنجازنا لهذا البحث تبين لنا بأن موضوع بحثنا هذا متشعب له أبعاد متعددة، ويمكن تناوله من جوانب مختلفة، لهذا تركناها لنقترحها كمواضيع من شأنها أن تشكل مادة خام وركيزة أساسية لمعالجة أبحاث مستقبلية، ومنها على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:
- تحديد موقع الخوصصة من المسائل الفعلية التي تطرحها مسألة التنمية في البلدان النامية.
  - دراسة عتبة التطور التي ينبغي أن تصل إليها أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا حتى تصبح العلاقة بين هذه الأسواق وعملية الخوصصة علاقة تكاملية تفاعلية.

- دراسة إمكانية أن يؤدي تنشيط سوق الإصدار إلى تصحيح معدلات الأسعار العالية وغير الحقيقية التي تعاني منها سوق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا وحتى الدول العربية.
- دراسة وتحليل قدرة سوق الأوراق المالية على استيعاب المعروض من الأسهم الناتج عن الخصخصة.
- ما مدى فعالية الخصخصة في رفع كفاءة الأداء المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية في الفترة التالية للخصخصة.
- دراسة تأثير إنشاء سوق متخصص للمشروعات الصغيرة والمتوسطة داخل الإطار التنظيمي لأسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا أو الدول العربية على تطوير هذه الأسواق.
- دور شركات رأس المال المخاطر في النهوض بالشركات المتعثرة وتأهيلها للاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية.
- دراسة الدور الذي يلعبه الوسطاء الماليين المتخصصين في توفير وتداول المعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية.
- دراسة مدى قدرة سوق الأوراق المالية على مواجهة الخلل في الأسعار الناجم عن عدم التوازن بين العرض والطلب لأسباب لا علاقة لها بأداء الشركة.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا-الكتب

I-الكتب باللغة العربية

- 1- أحمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، "مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
- 2- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
- 3- أحمد صقر عاشور، التحول إلى القطاع الخاص تجارب عربية في خصخصة المشروعات العامة منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 1996.
- 4- أحمد ماهر، دليل المدير في الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 5- أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 6- ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار لمسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
- 7- المرسي السيد حجازي، الخصخصة إعادة ترتيب دور الدولة ودور القطاع الخاص، الدار الجامعية للمطالعة والنشر، بيروت، 2003.
- 8- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 9- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 10- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 11- جمال جويدان الجمل، الأوراق النقدية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002.
- 12- سعيد أوكيل وآخرون، استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1994.
- 13- شكري رجب العشماوي، الخصخصة اتحاد العاملين المساهمين مفاهيم تجارب دولية وعربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 14- شمعون شمعون، البورصة "بورصة الجزائر"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 15- صلاح الدين حسن السييسي، بورصات الأوراق المالية (الاهمية، الاهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب القاهرة، 2003.

- 16- صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية "علميا - عمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000 .
- 17- صلاح عباس الموسوي، الخصخصة، المصطلح والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 18- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 19- ضياء مجيد الموسوي، الخصخصة والتصحيحات الهيكلية - أدوات واتجاهات - ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 20- ضياء مجيد الموسوي ،العولمة وإقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 3، الجزائر، 2007.
- 21- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002.
- 22- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 23- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 24- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر "أفراد، إدارات، شركات، بنوك، مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 25- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويريها، الناشر دار الفكر الإسلامي، الإسكندرية، 2006.
- 26- عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول للاقتصاد السوق ، الناشر مؤسسة شباب الجامعة، 2005.
- 27- عبد الأول عابد بن محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة دراسة فقهية مقارنة ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 28- عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف (السياسات المصرفية - تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية - البنوك الإسلامية والتجارية)، دار الجامعة الجديدة للنشر والإسكندرية، 2002.
- 29- عبدالغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
- 30- عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 31- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 32- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، طبع بشركة البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الخامسة، 2006.
- 33- عدلي شحادة قندح، التخاصية أحدث نماذج التنمية الاقتصادية، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

- 34- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 35- عمر حسين، الجات والخصوصية "الكيانات الاقتصادية الكبرى، التكاثر البشري والرفاهية، مشكلات اقتصادية معاصرة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 1996.
- 36- فالح أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 37- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 38- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية طبع نشر، الإسكندرية، 1997.
- 39- محمد صالح الحناوي، الخصخصة المصرية "رؤية شخصية"، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية، 1998.
- 40- محمد صالح الحناوي، دليل المستثمر المصاحب لكتاب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 41- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 42- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 43- محمد نصر مهنا، الإدارة العامة وإدارة الخصوصية مع نماذج لتجارب بعض دول العالم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 44- مصطفى محمد العبد الله وآخرون، "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصوصية في البلدان العربية، بحوث الندوة الفكرية التي نظمها المركز الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط- الجزائر، حقوق الطبع والنشر محفوظة لمركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة 2، لبنان، 2006.
- 45 - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 46- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، بورصات، أوراق، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 47- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 48- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، الجزائر.

- 49- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- 50- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 51- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 52- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 53- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2003.

## II-الكتب باللغات الأجنبية

- 54- B-laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris, 1990.
- 55-P.TOPSCALIAN, **Les indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996.
- 56- JAFFEUX CORRYNNE, **Bourse et financement des entreprises**, édition DALLOZ, 1994.
- 57- Joyrette Jean, **comment réussir la privatisation**, Dunod, paris, sans année d'édition.
- 58- Longuville guy, **les privatisation francaise avant et après la crise boursière de 1987**, dunod, paris.
- 59- Michel durand, **la bourse**, edition la découverte, paris, 1987.
- 60- Pierre Conso, **La Gestion Financière de l'entreprise**, DUNOD, 7ème édition, tome 2, Paris, 1989.
- 61- P. BALLY, **La Bourse Mythe et Réalité**, édition Hatier, 1ère édition, 1987.
- 62- Sava E.S, **la privatization pour une société performante**, copyright, paris, 1988.

## ثانيا- الرسائل والمذكرات

### I- رسائل الدكتوراه

- 63- جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم لتسيير، 2008/2007.
- 64- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، 2006.
- 65- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، 2004.



- 66- عجة الجيلالي، المظاهر القانونية للإصلاحات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم القانونية والإدارية، جامعة الجزائر، 2006.
- 67- علي سالم ارميص، أزمة المديونية الخارجية للأقطار العربية، دراسة مقارنة (مصر - الجزائر) (1985-2002)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع التسيير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007.
- 68- قوريش نصيرة، دراسة وتحليل إعادة هيكلة جهاز الإنتاج الصناعي في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 69- محمد عبد النبي محمد سلام، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال دراسة مقارنة لبيان أثر صناديق الاستثمار الأجنبية على استقرار سوق رأس المال المصري، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة عين شمس، كلية التجارة، قسم اقتصاد، 2003.
- 70- منصور الزين، آليات تشجيع وترقية الإستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بدون السنة الدراسية.
- 71- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003.
- ## II- مذكرات الماجستير
- 72- امغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك، جامعة الجزائر.
- 73- بداوي مصطفى، المنظمة العالمية للتجارة وتحرير الخدمات المالية والمصرفية- دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبيدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، البيدة، نوفمبر، 2004.
- 74- بومدين نورين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007.
- 75- حاج صدوق بن شرفي، المؤسسة العمومية الاقتصادية واقتصاد السوق دراسة، حالة الشركة الوطنية للبناءات المصنعة **BATICIC**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، السنة الدراسية مجهولة.

- 76- سناقحي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار دراسة حالة مجتمع صيدال ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسيبة بن بوعللي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2009.
- 77- قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم اقتصادية- تخصص نقود- مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2005.
- 78- محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع التخطيط، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم اقتصادية، 2006.
- 79- مغنية موسوس، دور الهيئات المالية الدولية في تقليص القطاع العام في الدول النامية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2001.
- 80- نادية بن شاعة، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وبنوك، جامعة حسيبة بن بوعللي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007.
- 81- نبيلة تكارلي صوفية، السوق المالي وبورصة الجزائر ، بحث مقدم ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، بدون السنة الدراسية.
- 82- نسيلي جهيدة، "أثر العجز المالي على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية ، جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2005.
- 83- نسيمة لعبادي ، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2004.
- ثالثا- المجالات
- I- المجالات بالغة العربية
- 84- مهدي عيسى بن صالح، ملامح هيكلية المؤسسة الشبكية، مجلة الباحث، عدد 2004، 03 .
- 85- حسان خضر، تحليل الاسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس، 2004 .
- 86- حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات والشروط)، مجلة الباحث، العدد رقم (7)، الجزائر، 2010.

- 87- صالح ياسر حسن، الليبرالية - الخصوصية: برامج التكيف الهيكلي بين أوامم الخطاب الإيديولوجي وحقائق إعادة إنتاج التبعية، مجلة جامعة منتوري قسنطينة، العدد رقم (12)، 1999.
- 88- عبد العزيز أعبيد أبوبكر، ليلي صالح اليفي، إستراتيجيات الخصوصية "دراسة نظرية تحليلية"، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة، المجلد رقم (25)، 2006.
- 89- محمد زرقون، انعكاسات إستراتيجية الخصوصية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مجلة الباحث، العدد 2009/07-2010.
- 90- محمد معن ديوب، المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخصوصية، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، والقانونية، المجلد (28)، العدد (2)، 2006.
- 91- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد: 07، الجزائر، 2010.
- 92- ياسر بوحسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني"، سورية، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27) العدد (1) 2005.

## II - المجالات باللغة الأجنبية

- 93- Mohamed Bouhazza, la Privatisation de l'entreprise Public Algérienne et le rôle de l'état dans le processus, Revue des sciences économiques et de gestion, Université ferhat Abbas, N°3
- 94- GLIZ ABDELKADER, "LES technique de privatisation" Revue algerienne de comptabilité et d'audit, N°15, 3ème Trimestre, Ed par SNC, Alger, 1997.

## رابعا- الملتقيات والمؤتمرات

- 95- زيدان محمد، ونورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006.
- 96- إبراهيم العيسوي، نموذج التنمية المستقلة البديل لتوافق واشنطن وإمكانية تطبيقه في زمن العولمة ، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الذي عقده المعهد العربي للتخطيط حول "مقاربات جديدة لصياغة السياسات التنموية، يومي 20 و 21 مارس 2006.
- 97- دريد آل شبيب، وعبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، حالة شركة وورلدكم الأمريكية (WORLD COM)، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، بعنوان

- استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديفيا/ من 15-  
2005./03/16
- 98- شوقي دنيا، الخصوصية وتقليص دور القطاع العام موقف الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003.
- 99- محمد احمد المتيوي، النموذج الإداري البديل في ظل الخصخصة، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003.
- 100- نحمده عبد الحميد ثابت ، ترويج قضايا الخصخصة (تجارب عالمية) ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003.
- 101- زهير بن جنات ، التجربة التونسية من سياسات الدولة إلى إستراتيجية الفردنة، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية، تقييم واستشراف لبنان، 23-25 مارس 2009.

### خامسا- التقارير

- 102- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2004.
- 103- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005.
- 104- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2006.
- 105- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2007.
- 106- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2008.
- 107- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2009.
- 108- التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2010.
- 109- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2009، من الموقع [www.Bvmt.Com.tn](http://www.Bvmt.Com.tn)
- 110- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2008، الصادر في 30 أبريل 2009.
- 111- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999.
- 112- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000.
- 113- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001.
- 114- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002.
- 115- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003.
- 116- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004.
- 117- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005.
- 118- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006.

- 119- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007.
- 120- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008.
- 121- وزارة المالية والخصوصية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، المغرب، 2006.
- 122- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2009، العدد 60.
- 123- رياض دهنال، حسن الحاج، حول طرق الخصوصية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، سلسلة أوراق عمل رقم: 9804 (API/WPS)، 1998.
- 124- وزارة المالية والخصوصية، نشرة الظرفية الاقتصادية، المغرب، 2006.
- 125- وزارة الاقتصاد والمالية المغربية، مشروع قانون المالية لسنة 2011.
- 126- وزارة المالية والخصوصية، نشرة الظرفية الاقتصادية، المغرب، 2006.
- 127- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، يونيو 2003.
- 128- صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الأول والثاني، 2010، العدد 61.
- 129- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث، 2009، العدد رقم 59.
- 130- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، 2010، العدد: 63.

### سابعاً- قائمة المواقع الالكترونية

- 131- [www.arab-api-org](http://www.arab-api-org)
- 132- [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com)
- 133- [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
- 134- [www.Privatisation.gov.tn](http://www.Privatisation.gov.tn)
- 135- [www.cosob.org](http://www.cosob.org)
- 136- [www.Finance.gov.ma](http://www.Finance.gov.ma)
- 137- [www.Bvmt.Com.tn](http://www.Bvmt.Com.tn)

الأملا حقة

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
442	أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية المصرية لسنوات 2008، 2009، 2010	01
244	أهم المؤشرات لأداء بورصة القيم للدار البيضاء لسنوات 2008، 2009، 2010	02
246	أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية التونسية لسنوات 2008، 2009، 2010	03
248	أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية الجزائرية لسنوات 2008، 2009، 2010	04
250	أهم صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية خلال عام 2007	05
251	صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية خلال عام 2008	06
252	صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية خلال عام 2009	07
252	صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية خلال عام 2010	08
253	الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ما بين (1993-2008)	09
254	الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق بورصة تونس ومداخيلها خلال الفترة ما بين (1998-2008)	10

الملحق رقم (01): يوضح أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية المصرية لسنوات 2008، 2009، 2010.

البورصة المصرية														
2010				2009					2008					
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
212	213	215	219	306	306	321	333	354	373	373	380	377	424	عدد الشركات المدرجة
														القيمة السوقية
488,209	447,857	410,144	460,653	499,613	499,613	564,693	463,645	393,735	473,738	473,738	623,122	814,773	874,808	بالجنيه المصري (مليون)
84,109	78,516	74,780	83,989	91,092	91,092	102,750	82,890	69,960	85,923	85,923	114,341	152,817	160,362	بالدولار الأمريكي (مليون)
														أحجام التداول
72,442	60,903	105,992	82,699	449,457	174,055	84,144	129,733	61,525	476,653	43,820	69,810	154,000	209,023	بالجنيه المصري (مليون)
12,480	10,677	19,325	15,078	81,173	31,735	15,311	23,194	10,932	87,958	7,948	12,810	28,769	38,316	بالدولار الأمريكي (مليون)
7,123	6,231	8,574	6,022	36,654	7,193	7,886	14,326.0	7,249.0	22,151	4,540	4,280	6,532.0	6,799.1	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
60	63	62	62	254	63	64	64	63	255	57	66	65	67	عدد أيام التداول
208.0	169.5	311.7	243.2	319.6	503.7	239.2	362.4	173.6	344.9	139.4	194.1	444.4	571.9	متوسط التداول اليومي
14.8	13.6	25.8	18.0	90.0	34.8	14.9	28.0	15.6	100.6	9.2	11.2	18.9	23.9	معدل دوران السهم (%)
														الإصدارات الأولية
819	752	0	0	0	0	0	729	800	2,651	767	551	742	591	عدد الإصدارات
2,272	3,044	0	0	0	0	0	-	4,413.6	6,842	4,579	-	-	2,263.9	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
														المؤشرات المحلية
1,504	1,445	1,329	1,563	1,403	1,403	1,809	1,558	1,385	1,573	1,573	2,354	3,330	3,796	مؤشر البورصة المصرية
4.0	8.7	-15.0	11.4	-10.8	-22.4	16.1	12.5	-12.0	-53.9	-33.2	-29.3	-12.3	11.2	نسبة التغير في المؤشر (%)



0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
0.0	0.0	0.0	0.0	00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	00	0.0	الربيع (%)
														مؤشر صندوق النقد العربي
76	76	76	76	100	100	100	100	100	100	100	100	100.0	100.0	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
50,529.4	49,157.5	46,641.4	51,761.1	37,245.4	37,245.4	44,203.4	36,882.1	31,132.8	38,022.8	38,022.8	57,772.5	80,330.2	85,722.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
216.0	210.1	199.3	221.2	170.0	170.0	201.7	168.3	146.0	173.5	173.5	263.6	366.6	391.2	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
2.8	5.4	-9.9	8.5	-2.0	-15.7	19.9	18.5	-18.1	-50.9	-34.2	-28.1	-6.3	10.8	التغير في مؤشر الأسعار (%)
														أسعار الصرف
5.805	5.704	5.485	5.485	5.485	5.485	5.496	5.594	5.628	5.514	5.514	5.450	5.332	5.455	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-1.762	-3.998	0.000	0.000	-0.522	0.202	1.747	0.590	-2.068	-0.370	-1.171	-2.213	2.264	1.424	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على إصدارات صندوق النقد العربي وبالأخص النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية لسنوات 2008، 2009، 2010.

الملحق رقم (05): يوضح أهم صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية خلال عام 2007.

المشتري	الورقة المالية	التاريخ	%	القيمة (مليون جنيه)	مدير الإستثمار
1	الشركة المتحدة القابضة	المصرية للحبس	ديسمبر	100.9	هيرمس لتداول الأوراق المالية
2	بنك الكويت الوطني	البنك الوطني المصري	ديسمبر	120.3	اتش سي للسمسة
3	الخليج للتأمين	المجموعة العربية المصرية للتأمين (أميج)	ديسمبر	17.9	برايم لتداول الأوراق المالية
4	AMIRALE HOLDINGS LTD	المصرية لتداول الحاويات	نوفمبر	153.8	جراند انفستمنت لتداول الأوراق المالية
5	رسملة للإستثمارات المحدودة	دلنا مصر لتداول الأوراق المالية	نوفمبر	84.7	دلنا مصر لتداول الأوراق المالية
6	شركة رويال فود	مصانع حلويات الرشيدي المبران	نوفمبر	335	هيرمس للسمسة في الأوراق المالية
7	بنك الكويت الوطني	البنك الوطني المصري	نوفمبر	5415.9	اتش سي للسمسة
8	رولاكولفنادق	سيميراس للفنادق	أكتوبر	278.6	مجموعة تراسن
9	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	الإسكندرية للمشروعات العمرانية	أكتوبر	133.4	الشرق الأوسط للسمسة
10	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	سان استيفانويل للإستثمار العقاري	أكتوبر	785.4	هيرمس للوساطة في الأوراق المالية
11	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	العربية للمشروعات والتطوير العمراني	أكتوبر	14413.2	هيرمس للوساطة في الأوراق المالية
12	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	الإسكندرية للإستثمار العقاري	سبتمبر	2900.05	هيرمس للوساطة في الأوراق المالية
13	أوراسكوم بلدينج ماتريال هولدينج	المصرية للإسمنت	سبتمبر	187.54	مجموعة تراسن
14	النعيم القابضة للإستثمارات	النعيم للإستثمارات المالية	سبتمبر	15.50	نعيم للوساطة في الأوراق المالية
15	الوطنية للإستثمار والزراعة وآخرون	دينا للإستثمارات الزراعية	سبتمبر	476.90	الشرق الأوسط للسمسة/فاروس للسمسة في الأوراق المالية
16	أم جي أم القابضة للإستثمارات المالية MENAGLASS LTD	مصر لصناعة الزجاج	سبتمبر	661.42 356.39	فاروس للسمسة في الأوراق المالية
17	HIKMA UK LIMITED وآخرون	الكان فارما	سبتمبر	341.52	اتش اس بي سي للسمسة
18	مصرف أبوظبي الإسلامي شركة الإمارات الدولية للإستثمار	البنك الوطني للتنمية	يوليو	151.96 7.12	برايم لتداول الأوراق المالية
19	شركة آراء كابينال	المصرية الأمريكية للوساطة في الأوراق المالية	يوليو	2	المصرية الأمريكية للوساطة في الأوراق المالية
20	CARRAMAR DEVELOPMENT-INC مستثمرون آخرون	العربية للمشروعات والتطوير العمراني	يوليو	418.4 93.3	الرواد لتداول الأوراق المالية
21	CARRAMAR DEVELOPMENT INC	العربية للمشروعات والتطوير العمراني	يوليو	190	الرواد لتداول الأوراق المالية
22	الشركة المصرية للبوريا والبتروكيماويات*	المصرية للأسمدة	يونيو	1,411.20	هيرمس للسمسة/فاروس لتداول الأوراق المالية
23	العالمية للطاقة مستثمرون آخرون	حلوبال للطاقة	يونيو	77.85 0.005	دلنا مصر
24	سيريا مصر لإنتاج الكيماويات والبلاستيك	بلاستيكي كيم	مارس	270.9	التجاري الدولي/مجموعة تراسن
25	العالمية للإستثمارات المالية	سيريا مصر لإنتاج الكيماويات والبلاستيك	مارس	116.1	التجاري الدولي/مجموعة تراسن
26	بنك الإستثمار القومي	النصر للتعدين	فبراير	462.5	مترو للوساطة في الأوراق المالية
27	القاعة للإستثمارات المالية، فاينانشال هولدينج اترناشيونال ومستثمرون آخرون.	اسيك للتعدين	فبراير	126.7	دلنا مصر للسمسة
28	سي أي كابينال القابضة	دايناميك لتداول الأوراق المالية	فبراير	281.9	التجاري الدولي للسمسة

\*-القيمة بالدولار الأمريكي

المصدر: التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2007، ص:38.

الملحق رقم (06): يوضح صفقات الإستحواذ التي تمت عن طريق البورصة المصرية خلال عام 2008.

المشتري	الورقة المالية	التاريخ	%	القيمة (مليون جنيه)
01	شركة حديد البحر الأحمر	ديسمبر	4.0	14.8
02	شركة حديد البحر الأحمر	ديسمبر	96.0	355.8
03	مجموعة من المستثمرين	ديسمبر	42.6	2.6
04	النعيم القابضة للاستثمارات	أكتوبر	38.0	9.5
05	شركة مالك القابضة للصناعة	سبتمبر	28.8	19.2
06	شركة شركاء باتون القابضة المحدودة	سبتمبر	99.9	68.6
07	Prime Industrial Holding	سبتمبر	88.3	192.1
08	شركة أبوظبي للخدمات المالية	أغسطس	70.0	21.0
09	المصرية لصناعة المنسوجات	أغسطس	60.0	88.0
10	مجموعة من المستثمرين	أغسطس	48.5	19.4
11	شارم دريمز القابضة للسياحة والفنادق	يوليو	10.1	62.6
12	البنك التجاري الدولي مصر	يوليو	49.9	768.2
13	أموال العربية للأقطان	يونيو	39.6	483.1
14	الشركة القومية للتشييد والتعمير	يونيو	43.6	10.9
15	الإسماعيلية مصر العربية للدواجن	يونيو	99.2	422.8
16	شركة الصفات للاستثمار*	يونيو	60.0	75.0
17	أوراسكوم القابضة للتنمية	مايو	98.1	16,725.1
18	شارم دريمز القابضة للسياحة والفنادق جينرال مبدترينيا هولدنغ مصر للاستثمارات السياحية والعقارية	مايو	26.97 20.00	167.5 124.2
19	Abraag SPV 62 Limited	مايو	76.9	778.3
20	أوراسكوم للإنشاء والصناعة*	مارس	100	1590.4
21	المنصور والمغربي للإستثمار والتنمية	مارس	10.0	80.77
22	المنصور والمغربي للإستثمار والتنمية	مارس	3.7	247.7
23	المصرف العربي الدولي آخرون	مارس	23.8 14.3	413.0 248.2
24	موانئ دبي العالمية	فبراير	90	3680.3
25	الشركة المصرية لتداول الحوايات* آخرون*	فبراير	9.998 0.004	74.0 0.03
26	Lafarge	يناير	100	71022.9
27	Sarwa Investment Limited	يناير	57	120.3
28	سلدار مصر	يناير	64.8	36.9

\*- القيمة بالدولار الأمريكي

المصدر: التقرير السنوي لبورصة القاهرة والإسكندرية، 2008، ص:42.

الملحق رقم (07): يوضح صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية خلال عام 2009.

المشتري	الورقة المالية	التاريخ	%	القيمة مليون جنيه
01	سامكريت للإستثمار الهندسي	ديسمبر - 09	99.6	4,071
02	Beltone Partners Holding Ltd	ديسمبر - 09	99.8	72.6
03	الجونة للنقل السياحي	ديسمبر - 09	99.7	1,944.4
04	مستثمرون أفراد	ديسمبر - 09	12.7	12.5
05	لافارج بيلدينج ماتريلز تريدينج ايجيبت	نوفمبر - 09	53.65	15,466
06	أوليمبيك جروب للاستثمارات المالية*	أغسطس - 09	98.8	66.4
07	أوراسكوم لصيانة مصانع الأسمدة**	يونيو - 09	99.99	3,468.8
08	GLobal Investment And Management Group Limited	أبريل - 09	69.1	29.1
09	البنك الوطني للتنمية	أبريل - 09	88.3	182.5
10	مؤسسة التمويل الدولية (IFC)	مارس - 09	9.75	1106.82
11	مستثمر هندي	مارس - 09	86.35	96.7

\* - صفقة مبادلة أسهم

\*\* - القيمة بالدولار الأمريكي

المصدر: التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2009، ص:42.

الملحق رقم (08): يوضح صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة المصرية خلال عام 2010.

المشتري	الورقة المالية	التاريخ	%	القيمة مليون جنيه
01	البنك الوطني للتنمية	ديسمبر	24.8	33.9
02	المصرية القابضة للغازات الطبيعية (ايجاس)	أغسطس	80	674.21
03	شارم دريمز القابضة للسياحة والفنادق	أغسطس	10.12	62.87
04	الشركة المصرية العامة للسياحة والفنادق	يوليو	65.29	56.55
05	البنك الأهلي المتحد ( شركة مساهمة بحرينية)	يناير	44.4	984.9
06	مجموعة سليمان القابضة للإستثمارات المالية*	يناير	99.98	82.5
07	مجموعة سليمان القابضة للإستثمارات المالية*	يناير	96.87	95.7
08	مجموعة سليمان القابضة للإستثمارات المالية*	يناير	99.98	65.1

\*-القيمة بالدولار الأمريكي

المصدر: التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، 2010، ص:31.

الملحق رقم (09): يوضح الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ما بين (1993-2008)

التاريخ	إسم الشركة	نشاط الشركة	الحصة المقتونة	المقتني	تمن التفويت بمليون درهم
جوان 1993	الشركة الوطنية للنقل - خطوط وطنية CTM-LN	النقل الطرقي للمسافرين والإرساليات	40%	بورصة	94.3
			35%	مجموعة المؤسسات المالية المغربية	11.6
ديسمبر 1993	شركة إسمنت المغرب الشرقي CIOR	صناعة الإسمنت	34%	بورصة	329.2
أفريل 1994	شركة تمويل الشراء بالسلف SOFAC-CREDIT	قرض الاستهلاك	35%	مجموعة مالية مغربية	89.3
			18.37%	بورصة	40.0
سبتمبر 1994	الشركة الوطنية للنقل - خطوط وطنية CTM-LN	النقل الطرقي للمسافرين والإرساليات	18.46%	بورصة	48.7
أكتوبر 1994	الشركة الوطنية للاستثمار SNI	إعناش الاستثمار	15.63%	بورصة	361.1
ديسمبر 1994	البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCE	بنك تجاري	14.01%	بورصة	455.3
			3%	المأجورين	82.9
جوان 1995	شركة قرض التجهيز المتري crédit EQDOM	قرض مالي للمستهلكين	18%	بورصة	72.0
مارس 1996	الشركة المغربية لتكرير النفط SAMIR	تكرير النفط	30%	بورصة	1504.8
جوان 1996	الشركة الوطنية لصناعة الصلب SONASID	صناعة الصلب	35%	بورصة	420.4
أكتوبر 1996	الشركة المغربية للأسمدة FERTIMA	صناعة الأسمدة	30%	بورصة	120.1
جوان 1997	الشركة المعدنية لا ميطر SMI	استخراج الفضة	13%	مجموعة أونا	84.5
			20%	بورصة	130.3
جويلية 2006	اتصالات المغرب IAM	الاتصالات	0.1%	بورصة	98.6
جوان 2007	اتصالات المغرب IAM	الاتصالات	4%	بورصة	4571.3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقرير حول المؤسسات والمنشآت العامة من موقع وزارة المالية والاقتصاد للمملكة المغربية وهو: [www.Finance.gov.ma](http://www.Finance.gov.ma)، ولقد لوحظ يوم 2011/05/06.

الملحق رقم (10): يوضح الشركات التي تمت خصومتها عن طريق بورصة تونس ومدإخيلها خلال الفترة ما بين (1998-2008)

المشأة	المداحيل (بالألف دينار)	سنة التفويت	طريقة التفويت	المتقني
شركة إسمنت النفضة	168000	1998	بيع أسهم (87.862% من رأس المال)	مجمع يونيلاند (الإسباني)
شركة الإسمنت بجبل الوسط	241330	1998	بيع أسهم (100% من رأس المال)	مجمع سيمبور (البرتغالي)
الشركة التونسية للمواد الخرفية بنابل	1900	1999	بيع أسهم (100% من رأس المال)	زهير الصيد
الشركة التونسية للبلور	3311	1999	عرض عمومي للبيع مع سعر أدنى	عدة مقتنين
الشركة التونسية للمعدات واللوازم الكهربائية	2626	1999	بيع أسهم 20% من رأس المال	الصندوق الكويتي للإستثمار
شركة قابس للف	2736	1999	عرض عمومي للبيع	عدة مقتنين
نافيتور	3000	1999	بيع أسهم 55.06% من رأس المال	نجيب المرزوقي
المغازة العامة	600	1999	بيع أسهم 100% من رأس المال	كلود أليساندرو
شركة الصحراء للرفاهة	2125	1999	عرض عمومي للبيع مع زيادة في رأس المال (10%)	عدة مقتنين
الشركة التونسية لأسواق الجملة	2223	1999	بيع أسهم 51.91% من رأس المال	شركة أرنكس (سويسرا)
الشركة العقارية والسياحية نابل	4725	1999	عرض عمومي للبيع (35% من رأس المال)	عدة مقتنين
صحراء تور	2422	2000	عرض عمومي للبيع (13% من رأس المال)	عدة مقتنين
شركة صانعو جرجيس	274	2000	بيع أسهم 2.3% من رأس المال بالزيادة (سعر الإدراج 18 دينار)	عدة مقتنين
شركة الإسمنت للإصطناعي التونسي	206	2000	بيع أسهم 78.34% من رأس المال	شركة <b>SOCOTU</b>
شركة الخرك	967	2000	بيع أسهم (24.24%) من رأس المال	حسين جمالي
المصنع التونسي للخرف	274	2000	بيع أسهم 2.3% من رأس المال بالزيادة (سعر الإدراج 18 دينار)	عدة مقتنين
شركة إسمنت قابس	311100	2000	التفويت في أسهم 99.772% من رأس المال	مجمع سيسيل (البرتغالي)
شركة الخرك	50500	2000	التفويت في أسهم 100% من رأس المال	مجمع كولاسام (الإيطالي)
الشركة الصناعية التونسية للكهرباء الصناعية	21000	2000	بيع أسهم 54.3% من رأس المال	شركة الإستثمار والتنمية الميكانيكية
المصنع التونسي للخرف	2340	2000	بيع أسهم 87.42% من رأس المال	الطيب الغالي، شركة المساهمات والنهوض بالإستثمارات، الشركة الصناعية للمعدات واللوازم الكهربائية "سيلام"، محمد شخاري، صندوق كويين.
شركة إسمنت قابس	11662	2001	بيع أسهم (94.7% من رأس المال)	رفيق الكيلاني لحساب "شركة خرف بترت"
شركة إسمنت قابس	6090	2001	عرض عمومي للبيع 32.2% من رأس المال	عدد من المشتريين
شركة إسمنت قابس	2820	2001	بيع أسهم (37.5%) من رأس المال	مجموعة المزاي
شركة إسمنت قابس	63799	2001	بيع أسهم 53.31% من رأس المال	الشركة الليبية العربية للإستثمار الخارجي
شركة إسمنت قابس	250	2001	بيع أسهم 28.91% من رأس المال	الشركة الليبية العربية للإستثمار الخارجي
شركة إسمنت قابس	3050	2001	بيع أسهم 94.7% من رأس المال	محمد بلعجزة
شركة إسمنت قابس	180	2001	بيع أسهم 5% من رأس المال	نبيل موهي
شركة إسمنت قابس	363	2001	بيع أسهم (60.478%) من رأس المال	شركة "أموريم" (البرتغالي)
شركة إسمنت قابس	9876	2001	عرض عمومي للبيع (30.39% من رأس المال)	أشخاص طبيعون تونسيون
شركة إسمنت قابس	4123	2001	بيع أسهم (99.17% من رأس المال)	بيت التمويل التونسي السعودي لإعادة التأمين، بي تي آر، سيفينا سيكار، والبنك العربي بتونس
شركة إسمنت قابس	102721	2002	بيع أسهم (52% من رأس المال)	سوسييتي جنرال (بنك فرنسي)
شركة إسمنت قابس	6400	2002	بيع أسهم 98.94% من رأس المال	ناحي المهدي وعدد من المشتريين
شركة إسمنت قابس	408	2002	بيع أسهم (40800 سهم)	-
شركة إسمنت قابس	3140	2002	بيع أسهم 47.36% من رأس المال	شركة التبريد والجمعة بتونس
شركة إسمنت قابس	6159	2002	عرض عمومي للبيع 10% من رأس المال	عدد من المشتريين
شركة إسمنت قابس	1101	2003	بيع أسهم 20.16% من رأس المال	حرفاء الشركة
شركة إسمنت قابس	7018	2003	بيع أسهم (87.60%) من رأس المال	مجمع "مقلدة"

محمد بن سلامة	بيع أسهم (27.78%) من رأس المال	2003	600	شركة الطرق التفتني
سامي بن نصر وإخوته	بيع أسهم بالزيادة في البورصة (15%) من رأس المال	2003	513	شركة الأورو- إفريقية لإنجازات الصناعية
منصف سلامي	بيع أسهم بالزيادة في البورصة (12.1%) من رأس المال	2003	1785	شركة "فوبا برتند" المسالك
<b>Sppi-SICAR</b>	بيع مساهمات الشركة التونسية للبنك (24.58% من رأس المال)	2003	2347	شركة المساهمات والنهوض بالإستثمار
<b>Sppi-SICAR</b>	بيع مساهمات البنك الوطني الفلاحي (4.17% من رأس المال)	2003	550	
شركة المحطات الإستشفائية والمياه المعدنية	عرض عمومي للسحب 9.27% من رأس المال	2004	24	شركة الثلج
شركة "كنوف لاريتان ساس"	بيع أسهم (66.88% من رأس المال)	2004	14714	شركة الجبسي التونسي
فححي بزراقي	بيع أسهم (14.77%) من رأس المال	2004	154	الشركة التونسية للملابس الشعبية
نبيل جموسي	التفويت في مساهمات الشركة التونسية للبنك والبنك الوطني الفلاحي في رأس مال الشركة	2005	89	الشركة التونسية للتعاون الفني
محمد نبيل بن عبد الله	التفويت في جزء من مساهمات الشركة التونسية للبنك 7.5% من رأس المال	2005	100	الشركة السياحية الخمير "بزول الريحانة"
شركة أندلو مغرب ش.خ. (شركة مكونة من قبل بنك الوفاء التجاري وبنك سنتندار)	التفويت في جميع المساهمات العمومية والبالغة (33.54% من رأس المال)	2005	61050	بنك الجنوب
مجمع برازا الإسباني	التفويت في مساهمات عمومية تبلغ 15% من رأس المال.	2005	14550	الشركة التونسية الجزائرية للإسمنت الأبيض
مصطفى بكار شنيق ومحمد شنيق	التفويت في مساهمات الشركة التونسية للبنك والبالغة 21.64% من رأس المال	2005	207.760	شركة سيباك
<b>Y H K HOLDING S.A.</b>	بيع أسهم بالزيادة 12.1% من رأس المال	2005	7	المصفاة الأفريقية
نبيل جموسي	التفويت في مساهمات الشركة التونسية للبنك والبنك الوطني الفلاحي في رأس مال الشركة	2005	89	الشركة التونسية للتعاون الفني
المجمع التونسي الكويبي للتنمية - CTKD	التفويت في مساهمات الشركة التونسية للبنك في رأس مال الشركة	2006	1529.85	الشركة العامة للسيياحة
شركة برينسيس هولدينغ "Princesse Holding"	بيع أسهم 100% من رأس المال	2006	22021	شركة النقل
شركة "SOFIDE"	مساهمات في رأس المال شركة مالية	2006	4027	بنك الإسكان
<b>onal -Emirates Internati unications -telecomm LLC-( Tunisia) FZ</b>	فتح رأس المال في حدود 35% من رأس المال لفائدة مستثمر إستراتيجي	2006	3052000	الشركة الوطنية للإتصالات
مجمع لاسبراميك "Plastic"	التفويت في المساهمات العمومية (33% من رأس المال)	2007	907	الشركة المتوسطة للخدمات الجوية
<b>Med Investment Company</b>	التفويت في كتلة أسهم تمثل 76.31% من رأس المال	2007	70321	شركة المغارة العامة
<b>Lybian Arab African Investment company- LAAICO</b>	التفويت في كتلة أسهم تمثل 59.99% من رأس المال	2007	50127	شركة السياحة والمؤتمرات
مجمع أوراس "AURES"	التفويت في كتلة أسهم تمثل 88.771% من رأس المال	2008	2446	المعامل الآلية للساحل
الشركة السياحية "نراواس"	التفويت في كتلة أسهم تمثل 99.93% من رأس المال منها 83.97 راجعة لمنشآت عمومية وذات مساهمات عمومية.	2008	12597.4	شركة سوسة سنتر
مجمع كاس ديريبي "Oceor Caisse (dEpargne) - فرنسا	التفويت في 30% من رأس مال في إطار كتلة تمثل 60% من رأس المال	2008	150000	البنك التونسي الكويتي
<b>Gropama SA</b> - فرنسا	الزيادة في رأس المال في حدود 35% من رأس المال لفائدة مستثمر إستراتيجي	2008	132000	الشركة التونسية للتأمين وإعادة التأمين

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على المعطيات المتواجدة في الموقع [WWW.Privatisation.gov.tr](http://WWW.Privatisation.gov.tr)

ولقد لوحظ يوم 20/01/2011.

الملحق رقم (02): يوضح أهم المؤشرات لأداء بورصة القيم للدار البيضاء لسنوات 2008، 2009، 2010.

بورصة الدار البيضاء														
2010				2009					2008					
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
75	73	74	76	73	73	76	76	77	77	77	76	76	74	عدد الشركات المدرجة
														القيمة السوقية
579,020	538,157.3	569,458	560,534.2	586,328	586,328	521,737	553,908	508,460	531,750	531,750	598.601	660,756	679,339	بالدرهم المغربي (مليون)
69,386.1	65,327.0	63,571.2	70,982.4	74,185.9	74,185.9	67,325.3	68,926.7	60,552.6	65,7480	65,748.0	74,770.0	90,591.5	93,418.4	بالدولار الأمريكي (مليون)
														أحجام التداول
36,430.5	32,797.8	29,401.3	17,781.1	129,271.0	92,186.1	8,525.3	11,457.5	17,102.1	108,299.6	39,112.6	20,987.7	19,851.1	28,348.2	بالدرهم المغربي (مليون)
4,365.6	3,981.3	3,282.2	2,251.7	16,226.5	11,664.0	1,100.1	1,425.7	2,036.7	14,077.5	4,836.1	2,621.5	2,703.9	3,898.3	بالدولار الأمريكي (مليون)
132.5	98.4	69.4	56.0	286.4	140.5	33.5	45.2	67.1	223.7	124.4	36.1	29.9	33.3	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
63	63	65	62	249	64	60	64	61	245	59	62	64	60	عدد أيام التداول
69.3	63.2	50.5	36.3	65.2	182.2	18.3	22.3	33.4	57.5	82.0	42.3	42.5	65.0	متوسط التداول اليومي
6.3	6.1	5.2	3.2	22.0	15.7	1.6	2.1	3.4	20.4	7.4	3.5	3.0	4.2	معدل دوران السهم (%)
														الإصدارات الأولية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
														المؤشرات المحلية
12,655.2	11,896.4	11,773.9	11,418.8	10,522.6	10,522.6	10,765.4	11,588.6	10,402.1	10,984.3	10,984.3	12,487.7	14,191.1	14,684.1	مؤشر بورصة القيم المنقولة
6.4	1.0	3.1	8.5	-4.2	-2.3	-7.1	11.4	-5.3	-13.5	-12.0	-12.0	-3.4	15.7	نسبة التغير في المؤشر (%)



0.0	0.0	0.0	20.1	33.8	33.8	18.7	19.9	18.3	19.1	19.1	21.6	38.1	39.2	مضاعف السعر إلى العائد
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
0.0	0.0	0.0	2.6	2.1	2.1	2.8	2.7	2.9	2.8	2.8	3.3	1.8	1.8	الربح (%)
														مؤشر صندوق النقد العربي
42	44	44	43	44	44	44	44	35	35	35	35	35	35	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
54,611	56,305	55,007	54,653	52,831	52,831	53,260	55,819	23,200	25,392	25,392	30,068	35,575	37,350	القيمة السوقية (مليون دولار)
583.0	541.9	529.4	526.4	446.0	446.0	449.7	471.3	423.0	463.0	463.0	548.3	648.7	681.1	مؤشر الأسعار -ديسمبر 1995=100
7.6	2.4	0.6	6.5	-3.7	-0.8	-4.6	11.4	-8.6	-19.0	-15.6	-15.5	-4.8	19.1	التغير في مؤشر الأسعار (%)
														أسعار الصرف
8.3449	8.2379	8.9578	7.8968	7.9035	7.9035	7.7495	8.0362	8.3970	8.0877	8.0877	8.0059	7.2938	7.2720	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-1.30	8.0366	-13.44	0.0000	-2.28	-1.99	3.57	4.30	-3.82	4.14	-1.02	-9.76	-0.30	6.37	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إصدارات صندوق النقد العربي وبالأخص النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية لسنوات 2008، 2009، 2010.

الملحق رقم (03): يوضح أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية التونسية لسنوات 2008، 2009، 2010.

بورصة تونس														
2010				2009					2008					
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
56	55	52	52	52	52	51	51	50	50	50	50	51	51	عدد الشركات المدرجة
														القيمة السوقية
15,281.8	16,862.2	14,369.7	13,362.6	12,227.1	12,227.1	11,208.9	10,126.1	8,842.0	8,301.3	8,301.3	9,580.5	7,697.1	6,846.7	بالدينار التونسي (مليون)
10,612.4	11,877.3	9,464.3	9,539.3	9,237.1	9,237.1	8,640.9	7,527.0	6,326.1	6,304.1	6,304.1	7,570.6	6,614.3	5,976.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
														أحجام التداول
716.8	797.7	667.5	519.9	1,814.0	562.8	450.1	526.5	274.6	2,109.1	893.9	530.2	504.9	180.0	بالدينار التونسي (مليون)
497.8	561.9	439.6	371.1	1,360.0	425.2	346.9	391.4	196.5	1,688.9	678.9	419.0	433.9	157.2	بالدولار الأمريكي (مليون)
76.6	92.2	60.2	43.0	189.6	75.9	36.2	48.7	28.8	172.8	65.2	45.1	42.1	20.5	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
62	63	64	62	251	63	64	63	61	249	62	64	63	60	عدد أيام التداول
8.0	8.9	6.9	6.0	5.4	6.7	5.4	6.2	3.2	6.8	10.9	6.5	6.9	2.6	متوسط التداول اليومي
4.69	4.73	4.65	3.89	14.84	4.60	4.02	5.20	3.11	25.41	10.77	5.53	6.56	2.63	معدل دوران السهم (%)
														الإصدارات الأولية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
														المؤشرات المحلية
5,112.5	5,681.4	4,914.4	4,686.3	4,291.7	4,291.7	4,063.8	3,677.5	3,113.0	1,971.3	1,971.3	2,308.0	2,152.1	1,972.6	مؤشر البورصة التونسية
-10.0	15.6	4.9	9.2	117.7	5.6	10.5	18.1	7.6	1.8	-14.6	7.2	9.1	1.9	نسبة التغير في المؤشر (%)
15.6	19.3	16.8	15.6	17.1	17.1	15.9	14.5	13.7	13.7	13.7	15.9	14.6	16.8	مضاعف السعر إلى العائد
2.7	2.8	2.5	2.4	2.3	3	2.1	2.1	1.8	1.8	1.8	2.1	2.0	1.7	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
2.9	2.8	3.3	2.8	3.3	3.3	3.7	4.1	3.2	2.9	2.9	2.9	3.1	3.0	الربح (%)
														مؤشر صندوق النقد العربي
36	36	36	39	32	32	32	32	33	33	33	33	33	33	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
7,002.7	7,950.2	6,778.0	7,036.0	5,817.8	5,817.8	5,525.6	5,078.4	4,398.3	4,059.5	4,059.5	4,719.0	4,476.1	4,072.8	القيمة السوقية (مليون دولار)

95.8	108.8	92.8	91.5	85.7	85.7	81.4	74.8	64.3	59.3	59.3	69.0	65.4	59.5	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995-100
-11.9	17.3	1.4	6.9	44.5	5.3	8.8	16.4	8.3	1.6	-14.0	5.4	9.9	1.9	التغير في مؤشر الأسعار(%)
														أسعار الصرف
1.4400	1.4197	1.5183	1.4008	1.3237	1.3237	1.2972	1.3453	1.3977	1.3168	1.3168	1.2655	1.1637	1.1456	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-1.4299	6.4941	-8.3881	-5.8726	0.5240	-2.0429	3.5754	3.749	-6.144	7.7049	-4.0537	-8.7480	-1.5800	6.2981	نسبة التغير في أسعار الصرف(%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إصدارات صندوق النقد العربي وبالأخص النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية لسنوات 2008، 2009، 2010.

الملحق رقم (04): يوضح أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية الجزائرية لسنوات 2008، 2009، 2010.

بورصة الجزائر														
2010				2009					2008					
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة
														القيمة السوقية
7,900	7,400	7,200	6,750	6,550	6,550	6,550	6,550	6,500	6,500	6,500	6,380	6,380	6,460	بالدينار الجزائري (مليون)
106.1	99.9	96.5	92.4	91.1	91.1	90.4	89.8	86.4	92.2	92.2	104.3	101.5	99.1	بالدولار الأمريكي (مليون)
														أحجام التداول
3,435	2,387	4,344	1,821	13,777	2,171	2,653	4,082	4,872	20,385	5,152	3,314	5,113	6,806	بالدينار الجزائري ( ألف )
46.1	32.2	58.2	24.9	187.5	30.2	36.6	56.0	64.8	313.0	73.1	54.2	81.4	104.4	بالدولار الأمريكي ( ألف )
7.4	5.2	10.3	4.4	34.6	5.1	6.8	10.4	12.3	49.6	12.5	7.8	12.5	16.8	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
25	25	26	26	103	25	27	26	25	105	26	26	26	27	عدد أيام التداول
1.85	1.29	2.24	0.96	1.82	1.21	1.36	2.15	2.59	2.98	2.81	2.08	3.13	3.87	متوسط التداول اليومي (ألف)
0.04	0.03	0.06	0.03	0.21	0.03	0.04	0.06	0.07	0.31	0.08	0.05	0.08	0.11	معدل دوران السهم (%)
														الإصدارات الأولية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
														المؤشرات المحلية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	مؤشر البورصة الجزائرية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
2.1	2.0	3.5	3.3	3.2	3.2	4.2	4.2	4.2	5.3	5.3	5.2	5.2	5.3	مضاعف السعر إلى العائد
2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
823.0	878.0	0.0	0.0	983.0	983.0	598.0	598.0	603.0	763.0	763.0	784.0	784.0	774.0	الربع (%)
														مؤشر صندوق النقد العربي

2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
106.1	99.9	96.5	92.4	91.1	91.1	90.4	89.2	86.4	92.2	92.2	104.3	100.0	101.5	القيمة السوقية (مليون دولار)
74.4	70.0	67.6	64.8	63.8	63.8	63.3	62.5	60.6	64.6	64.6	73.1	71.0	70.3	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
6.2	3.5	4.4	1.4	-1.2	0.8	1.4	3.2	-6.2	-3.8	-11.7	3.1	0.9	4.7	التغير في مؤشر الأسعار(%)
														أسعار الصرف
74.470	74.096	74.613	73.056	71,914	71.914	72.483	72.905	75.223	70.522	70.522	61.155	62.827	65.196	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-0.504	0.6918	-2.131	-1.5880	1.973	0.785	0.579	3.081	-6.666	5.422	-15.317	2.661	3.634	2.540	نسبة التغير في أسعار الصرف(%)

**المصدر:** من إعداد الباحثة بالإعتماد على إصدارات صندوق النقد العربي وبالأخص النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية لسنوات 2008، 2009، 2010.