



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

المرجع : ...../2017

الميدان : العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص : مالية و بنوك

مذكرة بعنوان :

أثر كفاءة السوق المالي في عمليات الخصخصة

دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص " مالية وبنوك "

إشراف الأستاذ:

إعداد الطالبة :

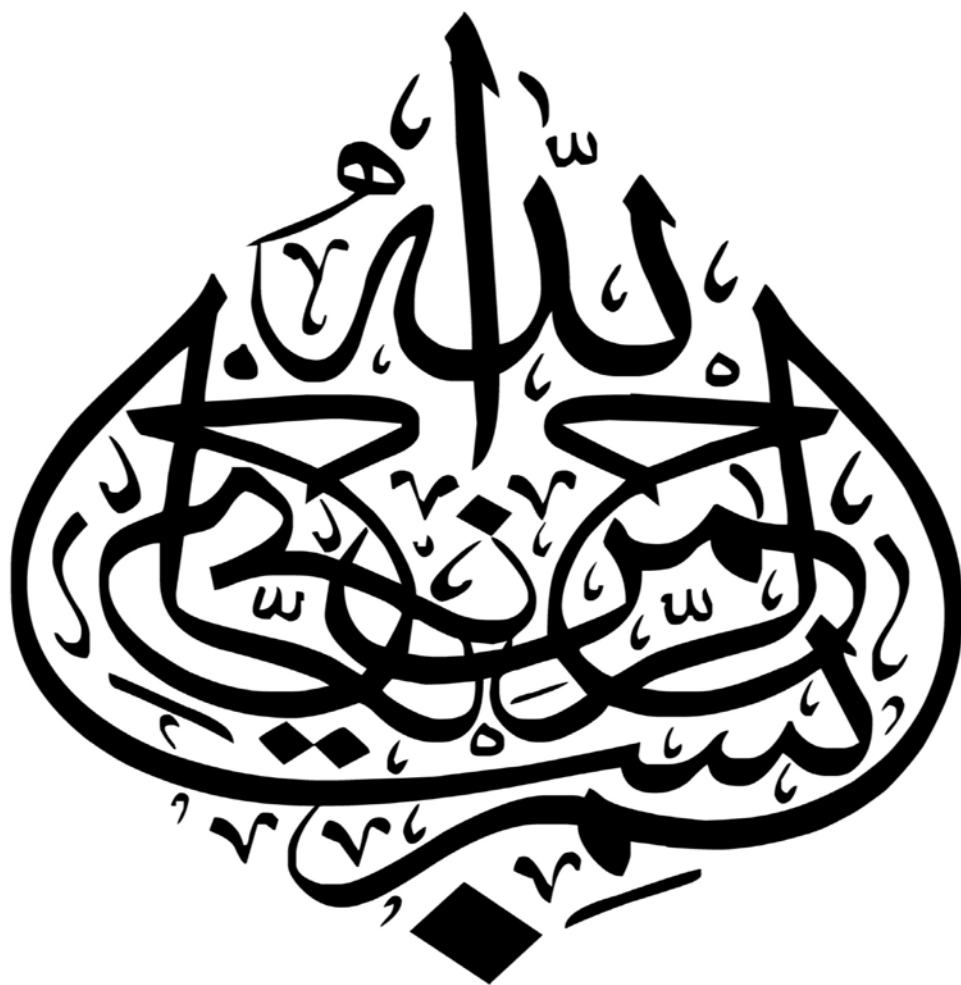
– وليد لطيف

– سمية بوعافية

لجنة المناقشة :

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	صلاح كروش
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	سناء طباحي
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	وليد لطيف

السنة الجامعية: 2017/2016



## دعاء

يارب إذا أعطيتني نجاحا لا تفقدني تواضعي، وإذا  
أعطيتني تواضعا لا تفقدني اعتزازي بكرامتي فإذا  
أسأت يا رب إلى الناس فامنحني شجاعة العفو ولا  
تجعلني أصاب بالغرور، إذا نجحت وباليأس إذا  
أخفقت، بل ذكرني دائما أن الإخفاق هو التجربة  
التي تسبق النجاح.  
أمين يا رب العالمين.

# شكر وعرfan

حمدتك باللسان والجنان... وحمدك عزة النعم الحسان.

الحمد لله القائل في كتابه: "واشكروا لي..."

فلك اللهم الشكر على إتمام هذا الدراسة الذي كان بتوفيق منك

والحمد لله وبعد:

ومعاني الشكر في خلدي، لم أجد لفظا يترجمها بنعم، أتقدم بوافر الشكر  
وعظيم التقدير إلى الأستاذ المشرف "وليد لطيف" الذي كان نعم الموجه  
والقدوة من خلال ملاحظاته القيمة التي شكلت مفتاحا لكل ما استغلت في  
رحلة البحث.

إليك أصدق معاني العرفان بالجميل، أدين لك بكل حرف وكلمة وبكل  
فكرة، وبكل نجاح، جزاك الله خير، الصحة والنعمة في الدنيا وجنة  
الرضوان في الآخرة.

وكل الشكر والتقدير إلى الأحبة والأصدقاء وإليهم أهدي ثمرة جهدي هذا.

## إهداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهم، ولا الأرقام تحصي فضائلهم، إلى من قال فيهم سبحانه وتعالى:  
"وبالوالدين إحساناً"

إلى التي شهدت على يديها أول تسبيحة في الوجود، ولازلت أرتل تحت قدميها حروف الكون الأول، إلى التي كانت لي في عطائها بحرا، إلى التي ملأتني بفيض حنانها ولطفها، "إليك أمي" أطال الله في عمرك.  
إلى الذي كد واجتهد في عتيق الليل، ووقدة النهار، والوقار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار "إليك أبي" أطال الله في عمرك.

إلى أخواتي نور عيوني، إلى أختي أحلام وزوجها عبد القادر وأولادهما "إياد وفراس وعبد الحي"

إلى أختي نعيمة وزوجها بشير وأولادهما: "الجين - لؤي"

إلى من لهما أكبر، وعليهما أعتد، إلى من بهما أكسب قوة، إلى الذين كانا لي نعم الإخوة: "حسن، محمد" وفقكما الله وأنار دربكما.

إلى الشموع التي أنارت ظلمة حياتي، وعرفت معهم معنى الحياة، إلى أخواتي: "فرح - مريم - أميمة - سوسن" إلى الدعامة التي ارتكز عليها، إلى من لا تحلوا الحياة إلا معه، إلى من لا أرى الدنيا إلى به، إلى من أحيأ وأعيش لأجله، إلى أغلى وأحلى شيء في حياتي....

إلى من ربنتني، والتي أعتبرها أمي الثانية، فكانت لي نعم الأم الحنون

إليك خالتي "يمينة" شفاك الله ، وإلى بناتها إلهام، جنات، كريمة، حفيظة.

إلى من يخفق القلب عند ذكرهم، فكيف عند رؤيتهم إلى: وفاء - خولة - عائشة - لمياء - سامية - سعاد - هدى للذين أفتقدهم وأتمنى أن يفتقدونني.

إلى الوجوه المفعمة بالبراءة، ولمحبتكم أزهرت أيامي، وتفتحت بها براعم الغد، إليكم يا رفيقات الدرب في الجامعة بسلاف - "خديجة - فضيلة - رتيبة - كريمة، وسيلة - سهيلة - مريم - إلهام - صليحة - والذين كانوا ملاذا وملجأ لي وتذوقت معهم أجمل اللحظات في حياتي.

إلى كل من ذكرهم قلبي، ونسيهم قلبي

إليكم أهذي عملي المتواضع.

سمية

### الملخص:

تعد الأسواق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفاء للموارد، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة.

وتعتبر الخصخصة أهم أدوات الإصلاح الاقتصادي المتبع في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، فقد اختلفت أشكالها وأساليبها ومع هذا الإختلاف كثرت الانتقادات الموجهة للخصخصة في حد ذاته هذا من جهة وإلى انتقاد الطرق التي تتم بها من جهة أخرى، وتعتبر الخصخصة عن طريق الأسواق المالية إحدى طرق تحويل الملكية الأقل انتقادا باعتبارها تساهم في توسيع الملكية، وتدرس هذه الدراسة مختلف أساليب هذه الطريقة وإلى مبرراتها وشروط نجاحها.

وتهدف هذه الدراسة إلى محاولة معرفة ما إذا كان لكفاءة السوق المالي أثر على تفعيل عمليات الخصخصة وشملت هذه الدراسة السوق الجزائري والمغربي.

### الكلمات المفتاحية:

السوق المالي، كفاءة سوق رأس المال، الخصخصة.

**Abstract:**

Financial markets are the target for investors who want efficient allocation of resources, which requires a fair amount of correct financial data and information about companies trading their instruments in the market so that they can rationalize their decisions and make extraordinary profits in an efficient market.

Privatization is the most important tool for economic reform in both developed and developing countries. Its forms and methods varied. However, there were many criticisms of privatization itself and criticism of the ways in which privatization is carried out. Privatization through financial markets is one of the ways Transforming the less critical property as contributing to the expansion of ownership, this study examines the different methods of this method and its justification and conditions of success.

The aim of this study is to try to determine whether the efficiency of the financial market has affected the operation of privatization. This study included the Algerian and Moroccan markets.

**keywords:** Financial market, capital market efficiency, privatization.



# فهرس المحتويات



## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	البسمة
II	الدعاء
III	شكر وتقدير
IV	إهداء
V	ملخص
VI	فهرس المحتويات
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الجداول
أ-ح	مقدمة
41-2	الفصل الأول: السوق المالي ونظرية الكفاءة
2	تمهيد.
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.
3	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية.
10	المطلب الثاني: هيئات الأسواق المالية وتصنيفاتها.
15	المطلب الثالث: أدوات وعمليات سوق رأس المال.
23	المبحث الثاني: نظرية الكفاءة.
23	المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية.
29	المطلب الثاني: الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق رأس المال.
30	المطلب الثالث: الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال.
36	المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.
36	المطلب الأول: الصيغة الضعيفة.
38	المطلب الثاني: الصيغة متوسطة القوة.
39	المطلب الثالث: الصيغة القوية.
41	خلاصة الفصل.

85-43	<b>الفصل الثاني: الخصخصة والسوق المالي</b>
43	تمهيد:
44	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الخصخصة.
44	المطلب الأول: ماهية الخصخصة.
50	المطلب الثاني: أسباب، أشكال ودوافع الخصخصة والعوامل التي تساعد على نجاحها.
55	المطلب الثالث: الخصخصة بين المؤيدين والمعارضين ومراحلها واستراتيجياتها.
63	المبحث الثاني: الإجراءات اللازمة لتنفيذ الخصخصة .
63	المطلب الأول: أساليب الخصخصة.
67	المطلب الثاني: متطلبات تنفيذ وتخطيط برنامج الخصخصة.
69	المطلب الثالث: القيود و المعوقات التي تعترض على تطبيق برنامج الخصخصة.
71	المبحث الثالث: الخصخصة و السوق المالي.
71	المطلب الأول: السوق المالي و تحقيق إستراتيجية الخصخصة.
72	المطلب الثاني: الخصخصة عن طريق السوق المالي.
79	المطلب الثالث: الآثار المترتبة على عملية الخصخصة.
85	خلاصة الفصل.
161-87	<b>الفصل الثالث: تقييم أثر كفاءة بورصة الجزائر والمغرب في عمليات الخصخصة -دراسة مقارنة-</b>
87	تمهيد:
88	المبحث الأول: الخصخصة في الجزائر والمغرب.
88	المطلب الأول: القطاع العام وبرنامج التعديل الهيكلي في الجزائر والمغرب.
93	المطلب الثاني: الإطار القانوني والتنظيمي لعملية الخصخصة في الجزائر والمغرب.
97	المطلب الثالث: أسباب وأهداف الخصخصة في الجزائر والمغرب وأساليبها.
107	المبحث الثاني: بورصة الجزائر والمغرب وقياس مستوى الكفاءة.
107	المطلب الأول: ماهية بورصة الجزائر والمغرب.
115	المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر والمغرب وأسس تنظيمها.

## فهرس المحتويات

123	المطلب الثالث: قياس مدى كفاءة بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء.
130	المبحث الثالث: تقييم أثر كفاءة بورصة الجزائر والمغرب في عمليات الخصخصة (دراسة مقارنة).
130	المطلب الأول: تقييم أثر كفاءة بورصة الجزائر في عمليات الخصخصة.
138	المطلب الثاني: تقييم أثر كفاءة بورصة المغرب في عمليات الخصخصة.
144	المطلب الثالث: تقييم ومقارنة تجربة الجزائر والمغرب في خصخصة المؤسسات العمومية.
152	خلاصة الفصل:
157-154	خاتمة
166-159	قائمة المراجع
168	قائمة الملاحق



# قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم
09	يوضح وظيفتي الإقراض والاقتراض.	01-01
11	يوضح دور الوسطاء الماليين.	02-01
12	يوضح كيفية سير عمل السماسرة.	03-01
15	يوضح تصنيفات الأسواق المالية.	04-01
28	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.	05-01
28	الشكل أ: رد فعل السوق بعد وصول معلومة مشجعة (ارتفاع الأسعار).	
28	الشكل ب: رد فعل السوق بعد وصول معلومة محبطة (انخفاض الأسعار).	
40	العلاقة بين صيغ الكفاءة.	06-01
110	تسعيرة الرسمية لبورصة القيم.	07-03
133	إيرادات الخصخصة عن طرق بورصة الجزائر.	08-03
142	مداخل الخصخصة في المغرب (1993-2013).	09-03
144	توزيع عائدات الخصخصة حسب طرق التقويت.	10-03



# قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
01-02	حجج المؤيدين والمعارضين للخصخصة.	59
02-02	تصنيفات المؤسسات الشركات العامة لأغراض الخصخصة :	68
03-02	يوضح قيمة العائد من الخصخصة و الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1985-1995.	80
04-02	يوضح نسبة البطالة في أكبر خمس دول صناعية 1981-1996.	82
05-03	تطورات المديونية الخارجية الجزائرية (1985-1993)	89
06-03	تطور المديونية الخارجية المغربية في ظل الإصلاحات الهيكلية وتحرير الاقتصاد.	92
07-03	مهام الهيئات المكلفة بالخصخصة في المغرب.	97
08-03	تدهور معدلات التضخم الاستهلاكي.	98
09-03	الشروط الأساسية.	122
10-03	الشروط الإضافية.	122
11-03	تطورات عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.	124
12-03	تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر.	125
13-03	تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر.	126
14-03	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.	127
15-03	تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.	128
16-03	تطورات رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.	129
17-03	نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع الرياض - سطيف.	132
18-03	نتائج اللجوء العمومي لأسهم مجمع صيدال.	131
19-03	نتائج اللجوء العمومي لأسهم مجمع الفندق الأوراسي.	132
20-03	إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر.	132
21-03	المؤسسات التي تمت خصصتها حسب المفهوم الضيق (1995-2003).	133
22-03	المؤسسات المنحلة حسب القطاع الذي تنتمي إليه (1994-1998).	135

## قائمة الجداول

136	حصيلة الخصخصة في الجزائر حسب الأساليب المستخدمة (2001-2008).	23-03
138	المؤسسات التي تمت خصخصتها عن طريق البورصة الدار البيضاء للفترة (1993-2016).	24-03
139	إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء.	25-03
141	مداخل الخصخصة في المغرب.	26-03
143	مداخل الخصخصة حسب الطرق المعتمدة.	27-03





# قائمة الملاحق

## قائمة الأشكال

---

الصفحة	عنوان الملحق	رقم
168	الشركات التي تمت خصصتها في المغرب (1993-2007).	01
173	الفنادق التي تم خصصتها في المغرب.	02

# مقدمة عامة

## مقدمة عامة

مقدمة.

أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام كبير في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وذلك لما تلعبه هذه الأسواق من دور هام في التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية من خلال الإيفاء بالمتطلبات التمويلية اللازمة، ولقد حظيت هذه الأسواق في العصر الحديث على مكانة عظيمة وخاصة بعد العولمة، حيث اعتبرت المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول وذلك لأن اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي.

وعليه وفي إطار المنافسة الشديدة أصبح لزاماً على كل دولة أن تولي اهتماماً كبيراً للأسواق المالية وتعمل على تطويرها على جميع المستويات الإدارية والتنظيمية والتشريعية إلى جانب العمل على تنويع الأدوات المالية المتداولة، وهذا من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو السوق المالي وزيادة كفاءته فمن الناحية النظرية تنقسم الأسواق المالية إلى أسواق نقدية وأسواق رأس المال ويتداول فيها أدوات مالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة.

ويعتبر السوق كفاء عندما تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء المتعلقة بالأحداث التاريخية أو الحاضرة أو المستقبلية العامة أو الخاصة، ويعتبر كذلك كفاء عندما يضم عدد كبير من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد ويرغبون في تعظيم عوائدهم، وفي هذا الإطار يكون السوق في حالة توازن عندما تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية وبهذا لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

إن التطورات الاقتصادية العالمية السريعة لم تعد تسمح بتنظيم ينطوي على الهيمنة المطلقة للقطاع العام على المجالات الاقتصادية والاجتماعية، وذلك بسبب الفساد والتسيب وانعدام الكفاءة الإنتاجية، وعلى أساس ما تقدم اتجهت الكثير من بلدان العالم في العقود الثلاثة السابقة إلى تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، فاجتاحت سياسة الخصخصة الكثير من اقتصاديات الدول خاصة وأن نظام اقتصاد السوق أصبح هو السائد بعد زوال الأحادية القطبية إلا أن هذا التحول للملكية ليس بالأمر البسيط وذلك لاختلاف أشكالها وأساليبها، ومع اختلاف هذه الأساليب كثرة الانتقادات الموجهة للخصخصة في حد ذاتها هذا من جهة، وإلى انتقادات الطرق التي تتم بها من جهة أخرى، وتعتبر الخصخصة عن طريق الأسواق المالية إحدى طرق تحويل الملكية الأقل انتقاداً لأنها تساهم في توسيع الملكية، ويعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عوامل نجاح سياسة الخصخصة ويتوقف هذا الاختيار بدوره على عدة عناصر من أهمها مدى تطور السوق، ففي الجزائر والتي بدأت سياسة الإصلاح الاقتصادي عقب الأزمة البترولية

## مقدمة عامة

سنة 1986، وأعطت الاستقلالية المالية للمؤسسات العامة بعد سنتين وشرعت في تطبيق برنامج التعديل الهيكلي الذي فرضته عليها المؤسسات المالية الدولية في إطار الإصلاحات الاقتصادية وتم إصدار مرسوم تشريعي سنة 1993 يتضمن إنشاء بورصة الجزائر، وبدأت العمل سنة 1999 وكان الهدف من إنشائها خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة بعد فتح المجال للخواص، والمشاركة في خصخصة أكثر من ألف مؤسسة عامة في إطار التوجه نحو اقتصاد السوق.

أما في المغرب وبالرغم من إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929 إلا أن دورها كان محدودًا في عمليات تمويل مما دفع بالسلطات إلى إجراء إصلاحات جذرية كان آخرها سنة 1993 بغية خلق أطر مؤسسية جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية، والتقليل من سيطرة القروض البنكية وبدأت في خصخصة المشروعات العامة وإشراك السوق المالي في تنفيذ برامجها. إشكالية الدراسة.

تتمحور إشكالية الدراسة في دراسة الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في عمليات الخصخصة وهذا من خلال دراسة كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة (الجزائر والمغرب)، ويمكن صياغة هذه الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي:

- هل لكفاءة الأسواق المالية أثر في عمليات الخصخصة؟

من أجل الإجابة على هذه الإشكالية يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟
- ما هي الشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة سوق رأس المال؟.
- ما هي دوافع وأهداف وأساليب الخصخصة في الجزائر والمغرب؟.
- ما هي المعوقات الخصخصة عن طريق السوق المالي الجزائري ؟ وما هي الاقتراحات اللازمة لتفعيل مشاركته في تنفيذ الخصخصة؟.

فرضيات الدراسة.

للإجابة على هذه الأسئلة يمكن الاعتماد على الفرضيات الآتية:

- ربما يعتبر السوق كفاء عندما تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة.

## مقدمة عامة

- في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس قيمتها الحقيقية وتتغير هذه القيمة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.
- من أهداف الخصخصة تحقيق الكفاءة الاقتصادية ويعتبر أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي الأفضل في الخصخصة.
- إن نجاح تنفيذ برنامج الخصخصة مرهون بمدى وجود أسواق مالية متطورة ونشطة كما يساهم برنامج الخصخصة في توسيع هذه الأسواق.

### أسباب اختيار الموضوع.

- من أسباب اختيار الموضوع أهميته ومستويات تطور الأسواق المالية من بلد لآخر واختلاف نتائج الخصخصة.
- ومن بين الأسباب هو الترغيب في الخصخصة من جهة والترهيب منها من جهة أخرى هذا بغية رؤية واضحة عن مستقبل المؤسسة العمومية في الجزائر، ومن أجل المساهمة في إيجاد بعض المنافذ لتطوير اقتصادنا على ضوء تجارب الدول لإدارة سياسة الخصخصة وذلك على النحو الذي يحقق الغايات النهائية المستهدفة منها.
- المساهمة في إثراء المواضيع التي تتناول علاقة الأسواق المالية بالخصخصة.

### أهداف الدراسة.

إن الأهداف التي نسعى لبلوغها من خلال هذه الدراسة هي:

➤ تهدف هذه الدراسة إلى محاولة إبراز الدور الهام التي تقوم به الأسواق المالية في تنفيذ عملية الخصخصة وذلك من خلال تبين آليات الخصخصة عبر السوق المالي، وتوضيح الفوارق الموجودة بينهما والخروج بنتائج يستفاد منها.

➤ التعريف بالخصخصة والطرق المتبعة لإنجاحها وإيضاح المبررات والدوافع لتطبيق سياسة الخصخصة.

➤ محاولة إبراز الصعوبات والمزايا التي تتلقاها عملية الخصخصة عن طريق السوق المالي.

### أهمية الدراسة.

أهمية الدراسة تكمن في إبراز الدور الذي تؤديه السوق المالي في التنمية وكذا تنشيط سياسة الخصخصة على حد سواء، وكذلك تكمن في محاولة فهم سياسة الخصخصة في الجزائر

## مقدمة عامة

والمغرب ومعرفة مدى جدوى تطبيقها في تحقيق التنمية الشاملة، لأنها تعتبر من أهم الأساليب الإصلاح الاقتصادي.

### الدراسات السابقة.

من بين الدراسات السابقة التي اهتمت بالأسواق المالية والخصخصة نذكر منها:

الدراسة الأولى: رشيد هولي، مدى فعالية الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير لسنة 2010-2011، حيث استهل الباحث دراسته في الجانب النظري بالأسواق المالية والخصخصة، وفي الأخير تطرق إلى دور الأسواق المالية المغربية في خصخصة المؤسسات العمومية حيث اعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي وذلك لطبيعة الموضوع، ومن نتائج هذه الدراسة إثبات العلاقة الطردية المتبادلة بين الخصخصة وسوق المالي.

الدراسة الثانية: نفيسة حجاج، أثر الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة- دراسة حالة مؤسسة التوزيع وصيانة العتاد الفلاحي ورقلة، رسالة ماستر 2011-2012، حيث استهلته الباحثة دراستها بالإطار النظري للخصخصة والوضعية المالية للمؤسسة واعتمدت على المنهج الوصفي والتحليلي، ومن نتائج هذه الدراسة أن الخصخصة ليست فكرة حديثة وإنما هي امتداد لثلاثة عقود السابقة وينتج عنها البطالة.

### المنهج المتبع.

اتبعنا في دراستنا هذه على المنهج الوصفي وذلك لتناولنا المفاهيم العامة حول الأسواق المالية ونظرية الكفاءة، وكذلك عندما تطرقنا إلى الإطار العام للخصخصة واستعملناه أيضاً عند عرض الإصلاحات الاقتصادية والقانونية التي مر بها الاقتصاد الجزائري والمغربي، أما المنهج التحليلي استخدمناه عند تحليل البيانات والتطورات السوق المالي للجزائر والمغرب وتبيين كفاءة هذه الأسواق وأثرها في عمليات الخصخصة.

### هيكل الدراسة.

للإجابة على إشكالية الدراسة وتحقيق الأهداف السابقة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول حيث تم التطرق في الفصل الأول على السوق المالي ونظرية الكفاءة، وقد قسم هذا الفصل بدوره إلى ثلاثة مباحث تم التطرق في المبحث الأول على مفاهيم عامة حول الأسواق المالية وفي المبحث الثاني تناولنا نظرية الكفاءة أما المبحث الثالث تناولنا الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.

## مقدمة عامة

---

وقد تم التطرق في الفصل الثاني على الخصخصة والسوق المالي وقسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول على مفاهيم عامة حول الخصخصة وتناولنا الخصخصة بين المؤيدين والمعارضين ومراحلها واستراتيجياتها في المبحث الثاني أما المبحث الثالث فتطرقنا إلى الخصخصة والسوق المالي.

أما الفصل الثالث فقد تم التطرق إلى تقييم أثر كفاءة بورصة الجزائر والمغرب في عمليات الخصخصة -دراسة مقارنة- وهو الآخر قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول خصص إلى الخصخصة في الجزائر والمغرب والمبحث الثاني خصص إلى بورصة الجزائر والمغرب وقياس مستوى الكفاءة، أما المبحث الثالث خصص إلى تقييم ومقارنة أثر كفاءة بورصة الجزائر والمغرب في عمليات الخصخصة.



**الفصل الأول: السوق  
المالي ونظرية الكفاءة**

**تمهيد:**

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أصبحت الأسواق المالية تحظى بالاهتمام البالغ في الدول النامية والمتقدمة على حدّ سواء وذلك لما تلعبه هذه الأسواق من دور أساسي في توفير السيولة وهذا من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز.

كما أنّ التطور التكنولوجي الكبير الذي عرفه العالم، وخاصّة على مستوى الاتّصالات و المعلوماتية جعل العالم بأسره قرية صغيرة، هذا التطور شمل كذلك أسواق رأس المال، مما أدّى إلى ترابط وتكامل المعاملات بين مختلف أسواق رأس المال في أي منطقة من العالم.

ونتيجة هذه التطورات التي عرفت أسواق رأس المال، ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

لذا سنحاول من خلال هذا الفصل البحث حول مفاهيم عامة حول السوق المالي، وذلك بإعطاء تعريفه ونشأته، خصائصه، مقوماته، وظائفه، هيئاته، تصنيفاته، أدواته وعملياته.

كما سنتعرض في هذا الفصل إلى ماهية كفاءة سوق رأس المال، والصيغ المختلفة له.

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: نظرية الكفاءة.
- المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

تهدف الأنظمة الاقتصادية الحديثة إلى توجيه مؤسساتها العامة كانت أو الخاصة، لتجميع الأرصدة النقدية اللازمة لتمويل الأعباء المتزايدة لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ما يعكس مدى تشعب الأسواق المالية وتشابكها مع مختلف الأنشطة داخل النظام الاقتصادي.

وسنتطرق من خلال هذا المبحث إلى ماهية الأسواق المالية وهيئتها وتصنيفاتها وباعتبار أن سوق رأس المال هو الذي يهتما في هذه الدراسة سندرجه في هذا المبحث وذلك بالتطرق إلى عملياته والأدوات المتداول فيه.

### المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية.

#### الفرع الأول: تعريف ونشأة وخصائص السوق المالي.

##### أولاً: تعريف السوق المالي.

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط غير أنّ المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

وتعتبر الأسواق المالية نوع من الأسواق، إذا قبل التطرق لتعريف السوق المالي سنقوم بإعطاء تعريف للسوق.

تعريف السوق : بالمفهوم القديم يُعرّف السوق على أنه المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشتريين وذلك لتبادل السلع والخدمات ومن تمّ تحديد سعرها، أما حديثاً فيعرف على أنه مجموعة من العلاقات التبادلية بين البائعين والمشتريين نظراً لتلاقي إراداتهم ورغباتهم لتبادل السلع والخدمات، وتتعدّد الأسواق بتعدد معايير التصنيف حيث تصنف حسب معيار توحيد السعر إلى السوق الكاملة والسوق الغير كاملة وحسب معيار درجة المنافسة ينقسم إلى ثلاثة أنواع هي: سوق المنافسة الكاملة، سوق الاحتكار التام والسوق الاحتكارية، أما حسب معيار طبيعة السلعة فنجد أربعة أنواع هي: سوق السلع، سوق الخدمات سوق العمل، سوق المال والنقد.<sup>1</sup>

يختلف تعريف الأسواق المالية باختلاف الكتاب والعلماء نذكر منها كالتالي:

<sup>1</sup> - سعيد الخضري، مبادئ الاقتصاد، جامعة قناة السويس، مصر، 2003، ص 274.

التعريف الأول: تُعرّف الأسواق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت لتوسّع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقّق للمقرضين فرصة الحصول على العائد (ربح أو خسارة) مقابل التنازل على نقودهم.<sup>1</sup>

التعريف الثاني: وتُعرّف كذلك من حيث كونها هيكل مؤسسي على أنها مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تعمل كقنوات ينساب من خلالها فائض الوحدات الاقتصادية إلى ذوي الحاجة إليه، من المنتجين عن طريق الوسطاء الماليين وفق لسياسة معينة وفترة زمنية محدّدة.<sup>2</sup>

التعريف الثالث: وقد عرفها Richard David على أنه الإطار العام المؤسسي أو مجموعة المؤسسات المالية التي يلتقي من خلالها طالبو الأموال وعارضوها.<sup>3</sup>

التعريف الرابع: هو أداة هامة لتوفير الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخّص وظائفها في تعبئة المدخرات وتوجيهه أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.<sup>4</sup>

التعريف الخامس: وتُعرّف الأسواق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه بيع وشراء نوع معين من الأدوات المالية أو لأصل مالي معيّن، حيث يتمكّن بذلك المستثمر من بيع وشراء عدد من الأسهم داخل السّوق إما عن طريق السّمسرة أو الشّركات العامّة في هذا المجال.<sup>5</sup>

ومن التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل: إنّ السّوق المالي يستمد مفهومه من السّوق بشكل عام وهو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، ويتم التعامل فيه بالأدوات المالية سواءً كانت قصيرة أو طويلة الأجل، وهذا بشرط أن تتوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السّوق وذلك بهدف توجيه المدخرات إلى الأنشطة الاقتصادية.

### ثانياً: نشأة السّوق المالي.

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (collegin marcaterun) في القرن الخامس قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا وكان هناك أسواق عرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن وصيفية إلى الشام

<sup>1</sup> - محمد البنا، أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعلمية، زهرة الشرق مصر، 1996، ص100.

<sup>2</sup> - محمد بن علي العقلاء، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007، ص ص 3-4.

<sup>3</sup> - حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفضل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2016، عمان الأردن ص 14.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي، درسية قرياقص، السّوق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية سنة 2001، ص 213.

<sup>5</sup> - أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط4، 2012، ص16.

كما كان هناك حي لتجار في المدن الكبرى يسمونه بازار (Basar) يعرض فيها التجار أمتعتهم ويتفقون فيها على الأسعار.

أما البورصات فظهرت في القرن الثالث عشر ميلادي في إيطاليا ثم الفلندر ببلاد الفلمنك وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج (Bruge) البلجيكية، وأصبح هذا المكان مهبطا للتجار ورجال الأعمال.

ففي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجار إلى سنة 1485، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس (Anvers) في مدينة أنتروب (Antop) الفلندرية، حيث تم توسيعها عام 1531م .

كانت هذه الأسواق تسمى البورصات في أول ظهور لها في القرن السادس عشر، ثم تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال، فكانت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724، وفي بريطانيا بأوائل القرن التاسع عشر، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821م في شارع وول ستريت.<sup>1</sup>

### ثالثا: خصائص السوق المالي.

للسوق المالي بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

- الأسواق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكالات المختصة.
- يتطلب في السوق المالي وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات المالية التي تم إصدارها من قبل السوق الأولي.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في هذه السوق الثانوية يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- هذه السوق تتميز بالمرونة، وبإمكانية استقاداتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

<sup>1</sup> - بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكر لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص ص 17-18.

- الاستثمار في هذه السوق يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.<sup>1</sup>
- وهناك خصائص أخرى للسوق المالي وهي:
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على المدى الطويل.<sup>2</sup>
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي نظرا لكون الأدوات الاستثمارية فيه طويلة الأجل مثل السندات يحتمل مخاطرة سعرية سوقية.<sup>3</sup>
- الفرع الثاني: مقومات إنشاء السوق المالي.**
- يمكن التمييز بين نوعين من المقومات الأولى أساسية والثانية مساندة تعزز من كفاءة السوق وهما:
- أولاً: المقومات الأساسية:** سميت بهذا الاسم لأنها تعتبر بيئة الأسواق المالية وعمود إنشائها وهي تتضمن العناصر التالية:
- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية، والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي.<sup>4</sup>
- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود وحواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات.
- أدوات استثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وهذا يزيد من عمق واتساع السوق.
- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة قادرة على أداء مهام الوسيط المالي وتجميع المدخرات وتوزيع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب قدرتها على ممارسة الصيرفة.
- حجم مناسب من الإدخارات القابلة لتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة.

<sup>1</sup>- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص56.

<sup>2</sup>- طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص32.

<sup>3</sup>-J, pilverder ,tereyt ,le marché boursier ,Economica ,1998, p10 .

<sup>4</sup>- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية 2010 ص ص 27-26.

**ثانياً: المقومات المساندة:** سميت بهذا الاسم لأنَّ تواجدها يساعد على تطور ونضوج السوق المالي وزيادة فعاليتها وكفاءتها وهي:

- هيكل مؤسسي منظم: بمعنى تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة، تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق يتصفون بالحياد والخبرة في الشؤون المالية.
- تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق.
- تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملون في السوق من الغش والتلاعب.
- أنظمة كفؤة للإفصاح المالي والمعلومات وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بسرعة لضمان الشفافية عن واقع السوق.
- نظم اتصال فعالة ومتطورة بين جميع المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية.

يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية في النقاط التالية:

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
- يسهل السوق المالي عملية النمو للمؤسسات وذلك بضمان الموارد المالية على المدى الطويل كما تسمح لدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من أداء.
- يعمل السوق المالي على توجيه الفوائض للمؤسسات ذات العجز في التمويل، بالإضافة إلى أنها تؤمن لدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية.<sup>2</sup>
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في الأسواق المالية ويكون ذلك من خلال كثرة تنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن للمستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص 17.

<sup>2</sup> - A, choinel, et G ;Rouyer, les marches financiers structures et acteurs, Revue banque, paris, 2eme édition 1997, p:35.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية المالية، مكتبة الإشعاع مصر، 1997، ص 45.

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية حيث تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي.<sup>1</sup>

وهناك وظائف أخرى للأسواق المالية هي:

**1- وظيفة الإقراض والاقتراض:** وهي الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تسهيل حصول وحدات العجز المالي على الأموال من وحدات الفائض المالي وذلك بطريقة مباشرة وغير مباشرة.

✓ التمويل المباشر: تحصل فيه الوحدات ذات العجز المالي على الأموال مباشرة من الوحدات ذات الفائض سواء عن طريق الاقتراض المباشر أو عم طريق إصدار الأوراق المالية.

✓ التمويل الغير مباشر: وذلك من خلال الوساطة المالية مثل البنوك التجارية شركات التأمين صناديق التقاعد، وتقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من خلال الودائع بمختلف أشكالها أو من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، ثم تستخدمها في تقديم القروض أو شراء الأوراق المالية التي تصدرها الوحدات ذات العجز.<sup>2</sup>

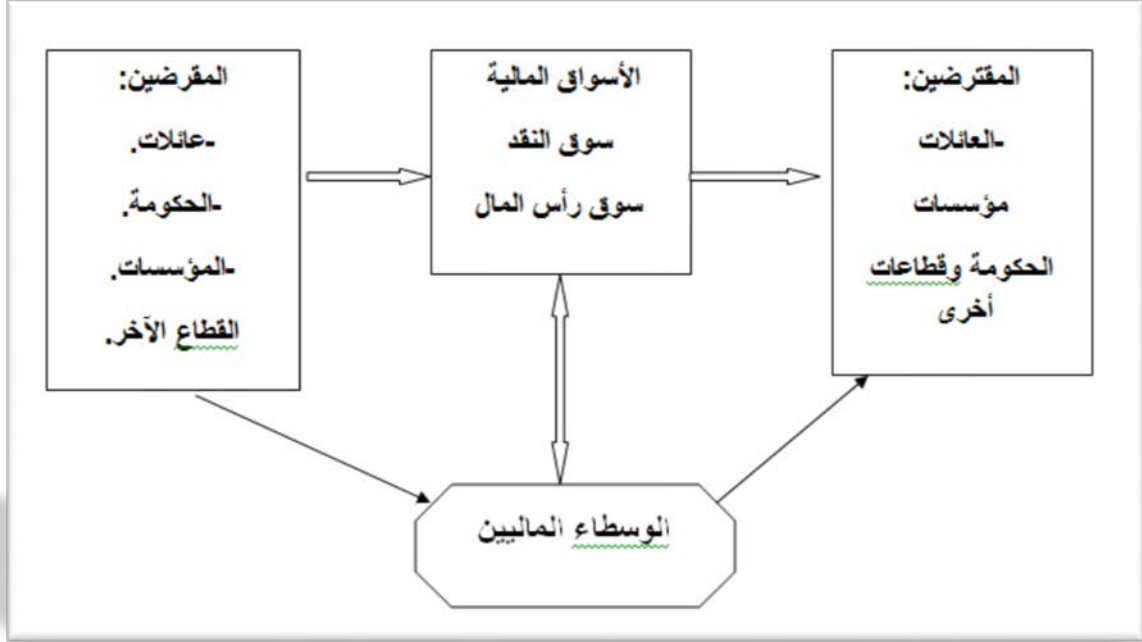
<sup>1</sup>- رسمية قياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص48.

<sup>2</sup>-Valdan DarSKUviene , fianacial marktes , vytataus magnus university, bulgaria , 2010, p07 .



الشكل رقم 01-01: يوضح وظيفتي الإقراض والاقتراض.

تمويل مباشر



تمويل غير مباشر

المصدر: البنك المركزي الأوروبي.

**2- اكتشاف السعر:** وتعني أن الصفقات بين البائعين والمشتريين للأدوات المالية في السوق المالي هي التي تحدد سعر الأصول المالية، وفي نفس الوقت يتحدد العائد المطلوب من استثمار الأصول من طرف المشاركين في السوق المالي.

ويعتمد الحافز للقيام بالصفقات لدى طالبي الأموال على العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمرون وتشير هذه الوظيفة إلى الكيفية التي ستخصص بها هذه الأموال المتاحة من أولئك الذين يرغبون في إقراض الأموال أو في استثمارها إلى أولئك المحتاجين إليها.

**3- السيولة:** توفر وظيفة السيولة فرصة للمستثمرين لبيع الأوراق المالية، أي أنها تعكس مقياسا لمدى القدرة على بيع الأصل عند قيمته السوقية في أي وقت، ومن دون وظيفة السيولة سيكون المستثمر مجبراً على الاحتفاظ بالأدوات المالية حتى بروز ظروف تسمح ببيعها أو يكون المصدر مجبراً تعاقدياً على تسديد قيمة الأصل المالي، ولا يتم تسيير أدوات الدين إلا عندما يتم استحقاقها، وأدوات الملكية عند

تصفية الشركة إراديا أو إجباريا، وتوفر الأسواق المالية نوعا من السيولة، ولذلك تتميز مختلف الأسواق المالية بدرجات مختلفة من السيولة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: هيئات الأسواق المالية وتصنيفاتها.

#### الفرع الأول: هيئات الأسواق المالية.

تعرف هذه الهيئات بالمؤسسات التي تشارك في الأسواق المالية أي في إنشاءه أو تبادل الأصول المالية، ويمكن تصنيفها إلى أربعة فئات هي: السماسرة، تجار الأوراق المالية (شركات الأوراق المالية) بنوك الاستثمار، والوسطاء الماليين.

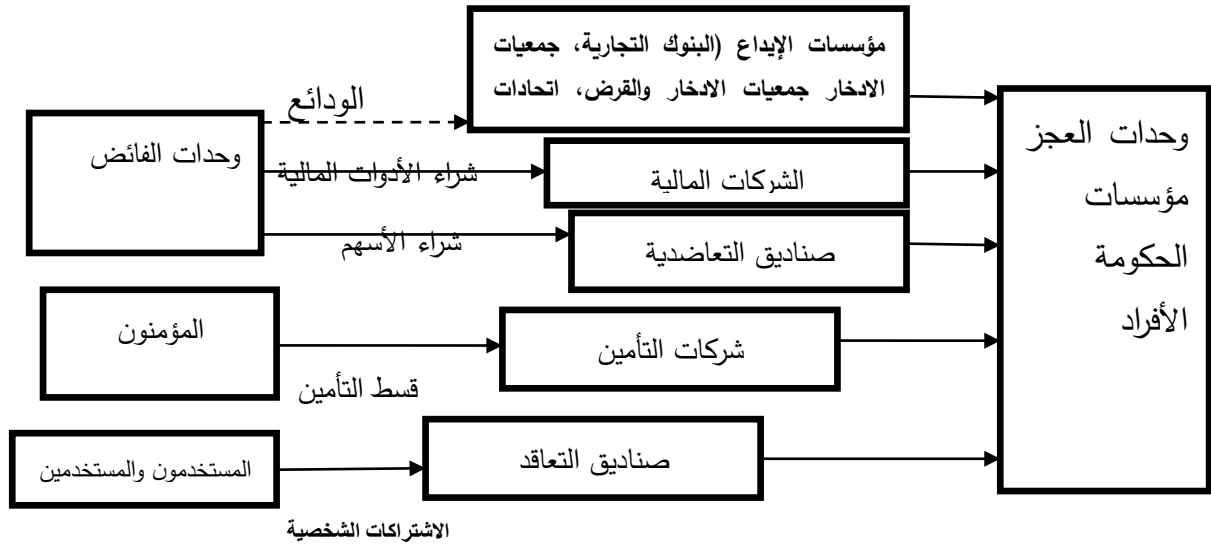
**أولاً: الوسطاء الماليين:** يعرف الوسيط بأنه كيان مالي خاص والذي يؤدي دور أو وظيفة التنظيم الكفاء للأموال عندما تكون هناك ظروف معينة تجعل من الصعب على المقرضين أو المشترين العامل (عقد الصفقات) مباشرة مع المقترضين في الأسواق المالية، ويساهم الوسطاء الماليين في:

- الحصول على الأموال من المقرضين أو المستثمرين وإعادة إقراضها امن هم في حاجة إليها.
- كما يساهم الوسطاء الماليين في تحويل الأصول المالية التي هي أقل جاذبية لجزء كبير من الجمهور المستثمر إلى أصول أخرى (تمثل التزامات للوسطاء الماليين) والتي تكون أكثر جاذبية وتفضيلا من طرف الجمهور (المستثمرين).<sup>2</sup>

<sup>1</sup>-Valdan Darskuviene , fianacial marktes , vytataus magnus university, bulgaria , 2010, p07

<sup>2</sup>- WWW.Go.to / Econ ;16-01-2017 ;21 :45

الشكل رقم 01-02: يوضح دور الوسطاء الماليين.



Source :Valdan Darskuviene , fianacial marktes , vytautas magnus university, bulgaria , 2010, p11.

01- مؤسسات الإيداع: وسطاء يتمتعون بملكيتهم الكبيرة للأموال المستمدة من ودائع عملاء وتتضمن البنوك التجارية، هيئات القرض والادخار، اتحادات الائتمان.

- ✓ البنوك التجارية: تقبل البنوك التجارية الودائع وتمنح القروض، وتشتري الأوراق المالية الحكومية.
- ✓ هيئات القرض والادخار: تاريخياً ركزت هيئات القرض والادخار على الرهن العقاري من خلال حيازة الأموال وبشكل أساسي من الودائع الادخارية.
- ✓ اتحادات الائتمان: هي هيئات غير ربحية منظمة ومملوكة من طرف أعضائها، الهدف الأساسي لها هي إرضاء حاجات الإيداع و الإقراض لأعضائها.<sup>1</sup>
- ✓ هيئات الادخار التعاقدية: تحوز الهيئات التعاقدية الأموال لفترات زمنية على أساس تعاقدية وتصنف إلى مجموعتين رئيسيتين:

أ- شركات التأمين: هدفها الرئيسي هو حماية الأفراد والمؤسسات من الحوادث الغير ملائمة تستلم علاوات من الأفراد والمؤسسات تعدهم بالتعويض في حالة وقوع حوادث معينة.

ب- صناديق التعاقد: تقدم صناديق التعاقد معاشات للمستخدمين المغطيين بمخطط التقاعد، فهي تستلم الاشتراكات من المستخدمين وتستثمر هذه المبالغ في سندات الشركات والأسهم.

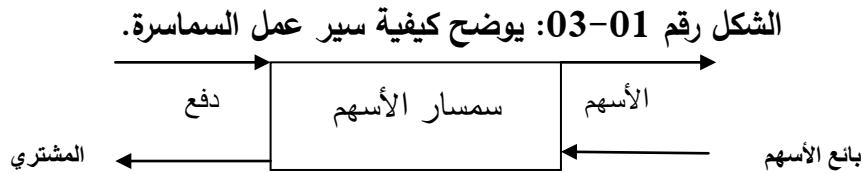
02- وسطاء الاستثمار: وتشمل ما يلي:

<sup>1</sup> - WWW.Go.to / Econ ;16-01-2017 ;21 :45

- صناديق تعاضدية: تجذب الصناديق التعاضدية الموارد من الأفراد والشركات وتستثمر هذه الموارد في الأسهم والسندات، وأدوات السوق النقدي.

- الشركات المالية: تقدم القروض، وتختلف الشركات المالية عن البنوك التجارية بأنها لا تقبل الودائع حيث تنمي الأموال من خلال بيع الأوراق التجارية (أدوات الدين قصيرة الأجل).

ثانياً- السماسرة: السمسار هو مفوض من المشتري (أو البائع) والذي يسهل التداول من خلال إيجاد بائع (أو مشتري) لإتمام الصفقة المطلوبة، ولا يتخذ موقف من الأصول المالية أي لا يحتفظ بمخزون من هذه الأصول المالية، وتتحدد عوائد السماسرة من خلال العمولات التي يتحملها مستعملو خدماتهم (المشتري البائع أو كلاهما) <sup>1</sup>.



Source :WWW.Go.to / Econ ;16-01-2017 ;21 :45.

ثالثاً- تجار الأوراق المالية: علي غرار السماسرة يقومون بتسهيل التداول من خلال ربط المشتري بالبائعين للأوراق المالية، ولا يشاركون في تحويل الأصول المالية على عكس السمسار فإن تجار الأوراق المالية يمكنهم اتخاذ موقف في السوق أي الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية التي يتداول بها، الأمر الذي يسمح لتجار ببيع من المخزون بدلا من الاضطرار إلى اللجوء إلى البائعين لربط كل عرض الشراء وكذلك لا يتلقون تجار الأوراق المالية عمولات المبيعات وإنما يجنون أرباح من خلال شراء أصول مالية عند أسعار منخفضة نسبيا وإعادة بيعها بأسعار مرتفعة نسبيا.

من خلال هذه يمكن إعطاء تعريف لتجار الأوراق المالية : هم وكلاء يربطون البائعين بالمشتريين من خلال شراء وبيع الأدوات المالية ويحتفظون بمخزون من الأوراق المالية وبييعونها بسعر أعلى نسبيا من السعر الذي قاموا بدفعه لشرائها ويكسبون الفرق.

رابعاً- بنوك الاستثمار: تساعد بنوك الاستثمار كل المؤسسات والحكومات في إصدار أدوات حقوق الملكية والدين الجديدة، وتشمل الخدمات المصرفية الاستثمارية:

- إنشاء ضمان الاكتتاب، وطرح الأوراق المالية في الأسواق المالية حيث تتطلب عملية الاكتتاب في سهم أو سند الإصدار من بنك الاستثمار شراء الإصدار كاملاً وإعادة بيعها كاملة في هذه الحالة سوف يحتفظ بالأسهم الغير مباعة في ميزانيته مقابل رسوم الاكتتاب من الشركة المصدرة.

<sup>1</sup> - WWW.Go.to / Econ ;16-01-2017 ;21 :45 .

- الاستشارات المالية على الأنشطة تمويل الشركات (مثل تقديم المشورة لعمليات الدمج والاستحواذ).<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: تصنيفات الأسواق المالية.

هناك عدة أنواع للأسواق المالية وذلك لتعدد معايير التقسيم إلا أن أهم تصنيف هو الذي يمس أسواق التمويل بحيث ينقسم إلى السوق النقدي، وسوق رأس المال.

أولاً- **السوق النقدية:** وهو السوق الذي تتم فيه عمليات الإقراض والاقتراض والمتاجرة بأدوات مالية قصيرة الأجل تحقق عائد،<sup>2</sup> وتنقسم إلى قسمين هما:

**1- السوق الأولي:** يتم فيه إصدار الورقة بين المصرف والمستفيد كشهادات الإيداع حيث تخصص هذه السوق بإصدار الورقة وبيعها.

**2- السوق الثانوي:** يتم في هذه السوق تداول الأوراق التجارية قصيرة الأجل فيما بين المضاربين والمستثمرين في سوق النقد.

ثانياً- **سوق رأس المال:** وهو المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية القروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي والذين هم في حاجة للأموال، ومن تم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها والتي تخص عائد كل من الطرفين.<sup>3</sup> وينقسم سوق رأس المال بدوره إلى:

**1- السوق الأولي (سوق الإصدار):** وهو الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة ويختص هذا السوق بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات القديمة وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.<sup>4</sup>

**2- السوق الثانوي (سوق التداول):** وهو الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار وفيه يلتقي العرض بالطلب بحيث يكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو إعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المستثمرين على نفس حقوق البائع الأصلي لهذه الأوراق (الشخص الذي اشترى من أسواق الإصدار).<sup>5</sup> وتضم بدورها الأسواق التالية:

<sup>1</sup> - WWW.Go.to / Econ ;16-01-2017 ;21 :45 .

<sup>2</sup> - عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2007، ص16.

<sup>3</sup> - F, Leroux ,Marchés internationaux des capitaux ,Montréal ,e<sup>eme</sup> édition, 1995,p :03.

<sup>4</sup> - نجاح عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث Maderm Books world إريد، الأردن 1434هـ-2014، ط1، ص207.

<sup>5</sup> - عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، الأهرام الاقتصادي، العدد87، أوت 1994، ص19.

-السوق المنظم: وهو السوق الذي يتبع القواعد والأنظمة والأساليب والإجراءات والتعليمات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية التي ترتبط بها تسيير عملياتها ونشاطاتها.<sup>1</sup>

-السوق الغير منظمة: وهي سوق غير محددة الموقع الجغرافي، ويتعامل فيها بالأوراق الغير مسجلة في البورصة بمعنى آخر غير رسمية، ولا يدفع المتعاملون فيها العملات النظامية وتكون التسجيلات في هذه السوق والمضاربة فيها من خلال وسائل الاتصال.<sup>2</sup>

وهناك أنواع أخرى من أسواق رأس المال حيث تعتبر جزء من السوق الغير منظم وتتمثل في:<sup>3</sup>

- السوق الثالثة: وهي تشمل قطاع من السوق الغير منظم حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة، ويقدمون خدمات البيع والشراء للعملاء وخاصة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وعادة ما تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من عملائها.

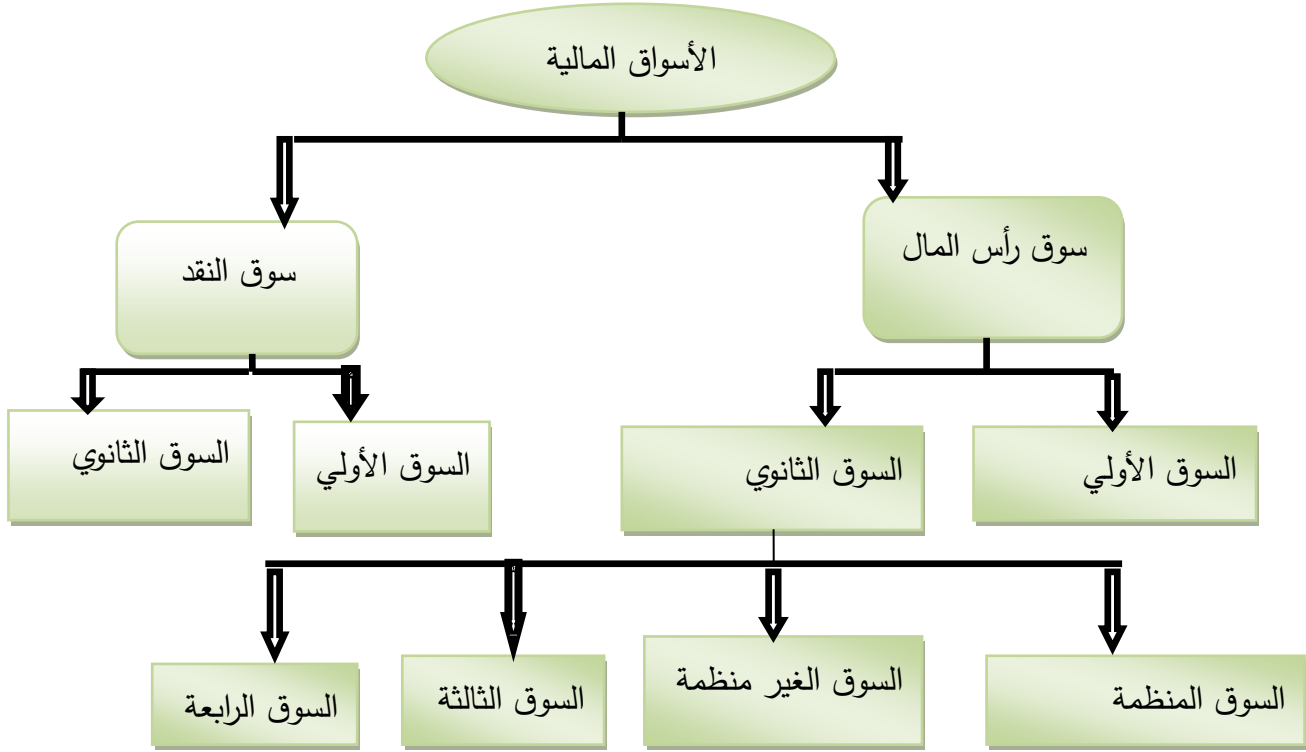
- السوق الرابعة: وهي السوق التعامل المباشر في المؤسسات الكبيرة وكبار المستثمرين، وبذلك يجتنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في العالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993، ص216.

<sup>2</sup> - أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية مصر، 1998، ص ص07-11.

<sup>3</sup> - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصخصة، دراسة حالة تونس الجزائر المغرب، مذكرة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص15.

الشكل رقم 01-04: يوضح تصنيفات الأسواق المالية.



### المطلب الثالث: أدوات وعمليات سوق رأس المال.

#### الفرع الأول: أدوات سوق رأس المال.

تعتبر الأوراق المالية من أدوات تميل سوق رأس المال، وتعتبر كذلك أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك نعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد، وتضمن لصاحبها استرداد القيمة الأصلية للورقة نهاية المدة وكذلك تضمن له حق التصرف فيها ومن بين هذه الأوراق سنتطرق إلى الأسهم (العادية و الممتازة) والسندات.

أولاً- الأسهم: قبل التطرق لمختلف الأسهم العادية والممتازة ينبغي أن نتطرق إلى تعريف السهم والتعرف على مختلف القيم التي يأخذها السهم.

• **تعريف السهم:** الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة

الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواءً كانت الحصة نقدية أو عينية.<sup>1</sup>

• **قيم السهم:** للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

- **القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمت السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادةً أقل من القيمة السوقية وتعتبر قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس ومن أهم وظائفها هو تحديد حصة السهم الواجبة في ملكية المؤسسة.

- **القيمة الدفترية:** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المالية المادية والنقدية مطروحاً منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن تم نقسم الناتج على عدد الأسهم العادية، وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة.<sup>2</sup>

- **القيمة السوقية:** هي سعر السهم خلال التداول في السوق الثانوية، الذي يخضع لظروف الطلب والعرض علماً بأن كثيراً ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلاً عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها.<sup>3</sup>

**1- الأسهم العادية:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق حامل هذه الوثيقة وتقرض واجبات، وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية ويسمح بتداولها في السوق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود على أسباب وتقييمات متباينة، وتتميز الأسهم العادية عن باقي الأدوات الأخرى حيث أنها تعتبر الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية الشركة فإن حامل السهم العادي هو آخر من يحصل على الأموال (العوائد)، وله الحق في التصويت لمجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية وهذه بحسب عدد الحصص التي يحملها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - مصطفى رشيد شبيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993 ص169.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص-ص191-192.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، الاستثمار والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2003، ص92.

<sup>4</sup> - هوشيار معروف، الاستثمار والأوراق المالية، مرجع نفسه، ص92.



2- **الأسهم الممتازة:** يعرف السهم الممتاز على أنه "يمثل سند ملكية وهو يقع في مكان الوسط بين الأسهم العادية والديون حيث يتحدد له نسبة من التوزيعات الأرباح معروفة مسبقاً لحامل هذا السهم، ولكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة بها".<sup>1</sup>

وتسمى الأسهم الممتازة كذلك بالأسهم الأولية أو أسهم الأفضلية، ولحامله حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها وكذلك عند تصفية الشركة.<sup>2</sup>

ومن خلال ما ذكرنا سابقاً يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والسهم الممتازة في النقاط التالية:

- يتمتع حامل السهم الممتاز بالأولوية في الحصول على الأرباح قبل حامل السهم العادي.
  - يتمتع حامل السهم العادي بحق التصويت في مجلس الإدارة.
  - عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
  - إمكانية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.
  - حامل السهم الممتاز له الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن التصفية أعمال الشركة.
  - القيمة الاسمية تساوي القيمة الدفترية لسهم الممتاز لأنه لا نصيب له في الأرباح المحتجزة للشركة.
- ثانياً- السندات:** تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله في تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفوائد على القيمة الاسمية.<sup>3</sup>
- وتتمتع السندات هي الأخرى بمجموعة من الخصائص وهي:
- يعتبر السند دين لحامله ولا يحق له التدخل في إدارة الشركة وله حق الأولوية في الحصول على العائد.
  - السندات تحمل مخاطر أكثر كلما كانت فترات السداد أطول وأسعار الفوائد أدنى.
  - إنَّ ارتفاع سعر السند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع عائده.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - نادية أبو فحة، محمود صبح، شامل الحموي، **الأسواق والمؤسسات المالية**، كلية التجارة عين الشمس، ص33.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد موسوي، **البورصات أسواق المال وأدواتها**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص40.

<sup>3</sup> - B, Laget , les nouveaux outils Financiers , top édition , paris , p : 18.

<sup>4</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي 1996، ص291.

الفرع الثاني: عمليات سوق رأس المال.

يتميز سوق رأس المال بكبر حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في السوق، ولذلك نجد أنه أكثر تنظيماً من سوق النقد، وتتجلى أهميته من خلال إضافة صفة العمق والاتساع لأدوات المصدرة في السوق، ويتكون هيكل سوق رأس المال من السوق الأولية وفيها تتم عمليات الإصدار (الاكتتاب)، والسوق الثانوية وتتم فيها عمليات التداول.

**أولاً- عمليات الاكتتاب:** توصف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة، سواءً للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال، وتباع الإصدارات بالجملة في السوق الأولية وتتسأ علاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية والمكاتب بها (المستثمرين)، إذ تقوم هيئة الأوراق المالية بتنظيم أنشطة الاكتتاب بموجب قوانين وتعليمات تُشرع لهذا الغرض.

إن حدود السوق المالية تبدأ حينما تحصل الشركة على موافقة هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل Registration Statement الذي يتضمن معلومات عن طبيعة المخاطر الاستثمارية وخلفية عن الإدارة، وهذا بالإضافة إلى الملحق الخاصة بالقوائم المالية لشركة موثقة من محاسب قانوني مستقل ويتضمن هذا التسجيل جزأين الأول نشرة الإصدار الأولية Preliminary prospectas والتي تحمل عنوان بالخط الأحمر الواضح لذلك يطلق عليها مصطلح Red Herring ، وتعرض إلى الجمهور كعرض أولي عن الورقة المالية المصدرة، أما الجزء الثاني عبارة عن ملحق معلومات Supplemental Information هذا الجزء لا يوزع إلى الجمهور بل يتم توفيره حسب طلب هيئة الأوراق المالية.

وبعد ذلك يقوم قسم تمويل الشركات في هيئة الأوراق المالية بمراجعة المعلومات لتأكد من مدى ملائمة المعلومات ودقتها كما أن قبول هيئة الأوراق المالية لبيان التسجيل لا يعني تأكيداً من أن هذه الورقة لها ميزة استثمارية أو أن سعرها مناسب، وقد تخضع المعلومات الواردة في بيان التسجيل للتعديل أو استكمالها سواء من حيث طبيعة المعلومات وتحديثها أو التعديل السعري للورقة.<sup>1</sup>

يعتبر اختيار متعهد التغطية إحدى أهم الخطوات اللازمة لإصدار الورقة المالية، لأن بنك الاستثمار هو مسؤول عن بيع الأوراق المصدرة) وذلك لما تؤديه هذه الأخيرة من دوراً بارزاً في السوق من خلال العمل كمتعهد لتغطية الإصدارات)، حيث يجب على إدارة الشركة بناء علاقة مع البنك قبل فترة طويلة من موعد بدء الطرح العام الأولي وذلك باختيار بنك ليكون متعهد التغطية وتوزيع الأوراق المصدرة وهناك أسلوبين لاختيار بنك الاستثمار الأول يتضمن الاتصال المباشر بأحد البنوك أو عدة بنوك من ذوي السمعة والخبرة والقدرة على صناعة السوق، لغرض التفاوض ويتميز هذا الأسلوب بأن الشركة تستثمر

<sup>1</sup> - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقسيم الأدوات، مرجع سابق، ص ص 93-94.

جميع جهود البنك وتوجيهها نحو تسويق الأوراق المصدّرة، أما الأسلوب الثاني هو طريقة العطاء والذي في الغالب يعتمد على تسويق الإصدارات ذات الالتزامات الثابتة (مثل السندات) والمعيار المعتمد في اختيار البنك هو التكلفة التي تتحملها الشركة من عملية الإصدار.

بعد اختيار بنك الاستثمار يقوم هذا الأخير بإصدار كتاب حسن النوايا بهدف جعل عملية الإصدار وترتيبات التمويل عملية ورسمية وقانونية، وبعد ذلك يتم تكليف البنك وتوقيع اتفاقية إدارة الإصدار وتعهد التغطية، وتسمى الفترة الممتدة من فترة التفاوض لاختيار البنك إلى إصدار خطاب النوايا الحسنة بالفترة الهادئة، ويقوم بنك الاستثمار بتشكيل مجاميع توزيع تتألف من مجموعة تعهد تغطية ومجموعة البيع ويكون كل عضو في مجموعة تعهد تغطية ملزماً بشراء جزء من الأوراق المصدّرة بينما أعضاء مجموعة البيع غير ملزمين بالشراء ولا يقبلون تحمل أية مخاطر، بل تقتصر مهمتهم على التسويق والبيع وتكون نسبة عمولتها أقل من نسبتها التي تتقاضاها مجموعة تعهد التغطية، وبهذه الطريقة يقوم البنك القائد بتخفيض المخاطر الناتجة من عملية تغطية الأوراق المصدّرة.

يمكن التمييز بين نوعين من الاكتتاب (اكتتاب العام الأولي، والاكتتاب الخاص) حيث يقصد بالاكتتاب العام أو الطرح العام الأولي عملية الإصدارات الجديدة للورقة المالية وطرحها للاكتتاب العام للجمهور ويتجلى هذا المفهوم بشكل واضح عند تأسيس شركات المساهمة العامة، أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للاكتتاب بها من قبل المستثمرين دون استثناء، ويقصد بالطرح الخاص عملية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى أطراف محددة من المؤسسات المالية والأفراد الأغنياء وبموجب صفقات خاصة وتكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل في هيئة الأوراق المالية كما هو الحال في الطرح العام الأولي، وبذلك تستطيع الشركة المصدرة أن تخفض كلفة الإصدار وتجنب إعداد بيان التسجيل التي تتطلبه عملية الطرح العام، وهذا النوع من الاكتتاب يناسب الإصدارات الصغيرة إذا كانت أسهم وأكثر تناسباً في حالة السندات.<sup>1</sup>

**ثانياً - عمليات التداول:** يجري التداول في السوق الثانوية كما سبق ذكره وذلك عبر الوسطاء والسماسة سواء المجازين في السوق المنظمة (البورصة) أو الذين ينتظمون في إطار جمعيات مثل الجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية، إذ يتم تنفيذ الصفقات بإصدار أوامر واضحة من الزبون إلى الوسيط وبشكل يزيل جانب الغموض من تنفيذ الأمر ويزيد من كفاءة الوسيط في الحصول على أفضل العروض لصالح

<sup>1</sup> - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقسيم الأدوات، مرجع سابق، ص ص 95-97.

الزبون، ويحقق ذلك من خلال توفير المعلومات عن ظروف تنفيذ الأمر ونوع الورقة وكميتها والجهة المصدرة لها وقد يتلقى السمسار أو الوسيط أوامر متعددة من الزبون.<sup>1</sup>

قبل التطرق إلى الأوامر الشائعة سنقوم بإعطاء تعريف للأوامر:

**1- تعريف الأوامر:** وهي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، 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 لابد أن يكون مكتوبًا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.<sup>2</sup>

**أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو السعر المقرر لتنفيذ الصفقة وهذا معناه أنه في حالة عدم النقيذ بالسعر من طرف السمسار سينجم عنه معاقبة السمسار وإلغاء الصفقة وهناك نوعين للأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

✓ **أوامر السوق:** يتطلب العميل من السمسار تنفيذ الصفقة محددة بعدد من الأسهم وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل ونظرًا لأن أمر الشراء أو البيع لا يتضمن سعر محدد تجري الصفقة بأقصى سرعة.<sup>3</sup>

✓ **أوامر محددة:** هذا النوع من الأوامر يتضمن تحديد عدد الأسهم اسم الشركة صاحبة الأسهم والسعر وبالتالي ينبغي على السمسار تنفيذ أوامر الشراء أو البيع حسب ما هو محدد في الطلب وذلك بتسجيل الأمر في السوق أو لدى المختصين.<sup>4</sup>

**ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** ويقصد بها الأوامر المحددة لزمان التنفيذ وذلك خلال فترة زمنية تتراوح بين يوم أسبوع شهر... إلخ، إذا تمت الصفقة خلال الفترة المحددة يتم التثبيت ودفعها أما إذا لم يستطع السمسار إنجاز الأمر خلال الفترة المحددة فإن الأمر يعتبر لاغيا وهناك عدة أنواع لأوامر المحددة لوقت التنفيذ نذكرها فيما يلي:

<sup>1</sup> - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص107.

<sup>2</sup> - شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص65.

<sup>3</sup> - زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص191.

<sup>4</sup> - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص108.

- ✓ **أوامر محددة بيوم:** حيث يعطى الأمر بيوم واحد فقط يبدأ عند افتتاح البورصة ويبقى ساريًا إلى غاية الإقفال وهذا النوع إذ لم ينفذ يعتبر لاغياً وهو الأكثر شيوعاً في البورصة نظراً لتعدد حجم المضاربات في اليوم.
- ✓ **الأوامر المحددة بأسبوع أو بشهر:** فيه تحدد فترة إنجاز الصفقة بأسبوع أو بشهر فإذا استطاع السمسار إنجاز الصفقة تسجل هذه المعاملة في السوق وإلا اعتبر الأمر لاغياً.
- ✓ **الأمر المفتوح:** وهو الأمر الذي لا تحدد فيه فترة زمنية بإنهائه إذ يبقى الأمر مفتوحاً حتى إنجازه إلا إذا صدر أمر عكسي بإلغائه، هذا النوع يعرض المستثمر للمخاطر إذ قد يشتري السمسار في أوقات ارتفاع الأسعار ويبيع في حالة انخفاض الأسعار.<sup>1</sup>
- ت- الأوامر التي تجمع بين السعر والزمن:** هي تلك الأوامر التي يحدد فيها المستثمر فترة زمنية للتنفيذ وسعر معين للتثبيت فهو يجمع بين أوامر الشراء وأوامر البيع.
- ث- الأوامر الخاصة:** تتضمن هذه الأوامر إجراءات محددة لا تتوفر في الأوامر السابقة وهي نوعين هما:
- ✓ **أوامر الإيقاف:** يقصد بها تلك الأوامر التي يكون تنفيذها عند مستوى معين من الأسعار وهي نوعان أوامر إيقاف الشراء وأوامر إيقاف البيع، فأوامر إيقاف الشراء يتم تحديد الحد الأعلى لسعر الصفقة والعكس بالنسبة للبيع فإنه يحدد الحد الأدنى.<sup>2</sup>
- ✓ **أوامر حسب المقتضى:** بحيث يترك لسمسار حرية إبرام الصفقة حسب الظروف التي يراها مناسبة (من حيث السعر، الوقت، الكمية، الشركة) وهنا ينبغي على السمسار إنجاز الأوامر استناداً إلى مصلحة موكله لكي يستطيع تحقيق الأرباح المطلوبة وتزداد سمعته مع سمعة الشركة، ويحصل السمسار على عمولة السمسرة وعمولة الاستشارة.
- 2- طرق التداول في سوق رأس المال:** يتم التوصل إلى سعر التنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:
- ✓ **طريقة المفاوضات:** وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) أو أسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

<sup>1</sup>-ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقسيم الأدوات، مرجع سابق، ص110.

<sup>2</sup>- نفس المرجع أعلاه، ص108.

✓ طريقة المزايعة: في هذه الطريقة يتم التزايد في السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم إعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص30.

## المبحث الثاني: نظرية الكفاءة.

ظهر مفهوم كفاءة سوق رأس المال نتيجة لتطورات التي عرفتها أسواق رأس المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية.

سننتظر من خلال هذا المطلب على مفهوم كفاءة سوق رأس المال ومقوماتها ومتطلباتها، وكذلك سننتظر إلى خصائص وأنواع كفاءة سوق رأس المال.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق المال ومقوماتها ومتطلباتها.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق رأس المال: لقد تعددت التعاريف والمفاهيم التي وضعها الباحثون عن كفاءة سوق رأس المال إلا أنها تحمل نفس المعنى.

**تعريف بلكوري:** هي الأسواق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعارا الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.<sup>1</sup>

كما يعرف السوق الكفاءة هو ذلك الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات.<sup>2</sup>

عرفه FANa على أنه ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل.<sup>3</sup>

يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق رأس المال على أنه " السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما وكافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي

<sup>1</sup> - حسين علي خريوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 1434-2013. عمان الأردن ص 156.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002 ص106.

<sup>3</sup> - عصام فهد العريبي، الاستثماري بورصات الأوراق المالية (بين نظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق سوريا، 2002، ص-ص 46-47.

في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية لسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه من مخاطر.<sup>1</sup>

ويعرفه مثني عبد الإله ناصر " هو الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذه هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وغير مبالغ فيها.<sup>2</sup>

ومن هذه التعاريف يمكن إعطاء تعريف شامل لكفاءة سوق رأس المال " هو السوق الذي يتمتع بقدر عالٍ من المرونة وتسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق، ويمكن تعرفها كذلك على أنها الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متميز.

**ثانيا- مقوماتها:** بشكل عام توجد ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي Reilly وقد أضاف Bonstien مقوم رابع وهو عدالة السوق.

**1- دقة وسرعة وصول المعلومات:** إن دقة وسرعة وصول المعلومات في السوق المالي تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.<sup>3</sup>

**2- كفاءة التشغيل والتسعير (متطلبات كفاءة السوق):** يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية أما كفاءة التسعير يقصد بها الكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص38.

<sup>2</sup> مثني عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية، الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب ورؤى مستقبلي، طرابلس، يوم 11-12-2005، ص4.

<sup>3</sup> بن أحمد بن حاسين، لحسين جديدين ومحمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدولية النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان تونس والمغرب، "مجلة أداء المؤسسات الجزائرية"، العدد02-2012، ص237.



السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

3- **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية.

4- **عدالة السوق:** تعني عدالة السوق بإتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة لمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية ونشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي.<sup>1</sup>

**ثالثاً- متطلبات سوق رأس المال الكفاء:** إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

1- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار.

2- **الدور الغير مباشر:** يُعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود إقراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.<sup>2</sup>

ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ينبغي تحقيق سمتان أساسيتان ويمكن اعتبارهما متطلبات تحقيق كفاءة سوق رأس المال وهما:

✓ **كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية":** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة وهذا يعني إتاحة الفرصة للجميع.

✓ **كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية":** ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق أرباح غير عادية.<sup>3</sup>

وإن تحقيق الكفاءة في هذه الخاصيتين لسوق رأس المال مرهونا بتحقيق مجموعة من الشروط وهي:

<sup>1</sup>- بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين ومجد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 237.

<sup>2</sup>- WWW. Tadawul, net /forum / showthrea.Php? T=12, 26-10-2008.

<sup>3</sup>- بن عمر بن حاسين، د. لحسين جديدين ومجد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 237.

- توفر الآلية المناسبة والفعالة للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها والمحافظة على استقرار أسعار صرف عملة التداول القانونية.
- تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء.
- توفير قنوات ملائمة للوساطة المالية ما يشجع على الادخار و الاستثمار الإنتاجي.
- توفر نظام تأميني ملائم يكفل تحقيق مفهوم توزيع المخاطر العادل.
- وقد جاء ببارك في عام 1993 بأربعة شروط إضافية وهي:
- أن يسود السوق المالي المنافسة الكاملة.
- أن يوفر السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه.
- أن توفر قنوات ملائمة للوساطة المالية ما يشجع على الادخار والاستثمار الإنتاجي.
- كما يشترط أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من لدن هيئات أو لجنة تعرف بهيئات إدارة السوق.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خصائص وأنواع سوق رأس المال الكفاء.

**أولاً: خصائص سوق رأس المال الكفاء: وتكمن في:**

- 1- المنافسة الكاملة في السوق (عدالة السوق):** أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلفرن للسعر Price MakhTaker بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق Price Maker.
- 2- كفاءة التشغيل:** فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي يمكن من إصلاح أي خلل في تسعير، ويجب أن تكون تكاليف المعاملات (بيع وشراء) معقولة لكل صفقة، وبضرائب معقولة أو غير موجودة مطلقاً على الأرباح الرأسمالية ومن وسائل زيادة الكفاءة التشغيلية وجود أدوات لضبط حركة الأسعار في السوق، كوجود المتخصصون في سوق نيويورك.
- 3- كفاءة السعر:** أي أن يبني سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات (ليس نتيجة لإستراتيجية القطيع).

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مجلة الباحث العدد 07، 2009-2010، ص 187.

4- الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد مخاطر (سواء كانت تجاري أو غير تجاري التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وبالتالي يجب أن تتوفر لإدارة سوق المال الإمكانية لمتابعة الصفقات الغير أخلاقية أو الوهمية وكذلك الإجراءات الرادعة لها.

5- العقلانية: فيجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارية في هذا المجال.<sup>1</sup>

ثانياً- أنواع كفاءة سوق رأس المال: يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

01- الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.<sup>2</sup>

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.

- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق.

- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

- رشادة المستثمرين، والسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

02- الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب(المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في

السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي أغلبية المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم.<sup>3</sup>

والشكليات التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية:

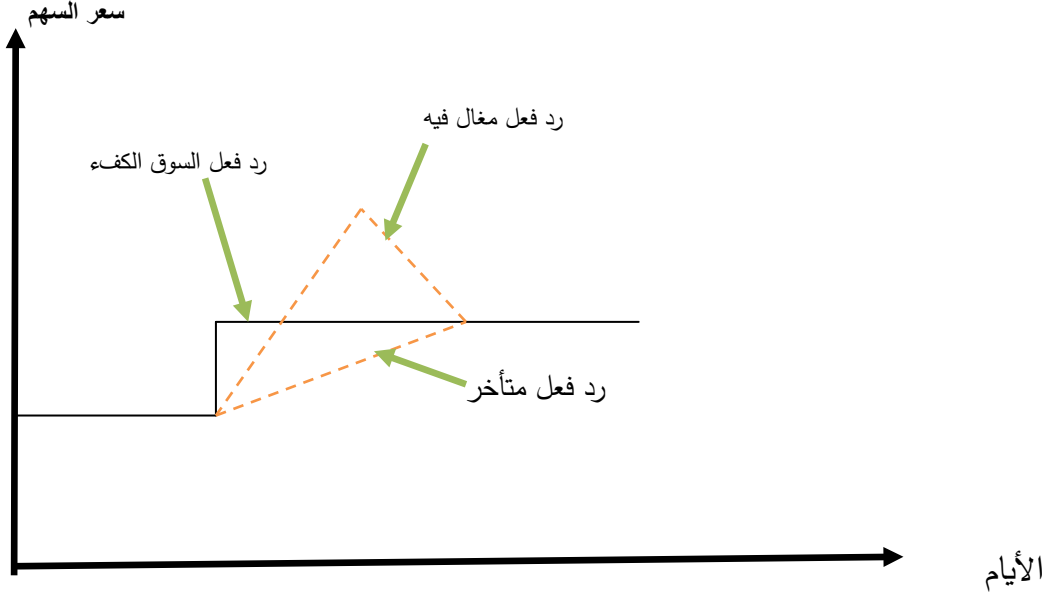
<sup>1</sup>-حسين علي خربوش ، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سابق، ص- ص 155-156.

<sup>2</sup>- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 75.

<sup>3</sup>- مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص183.

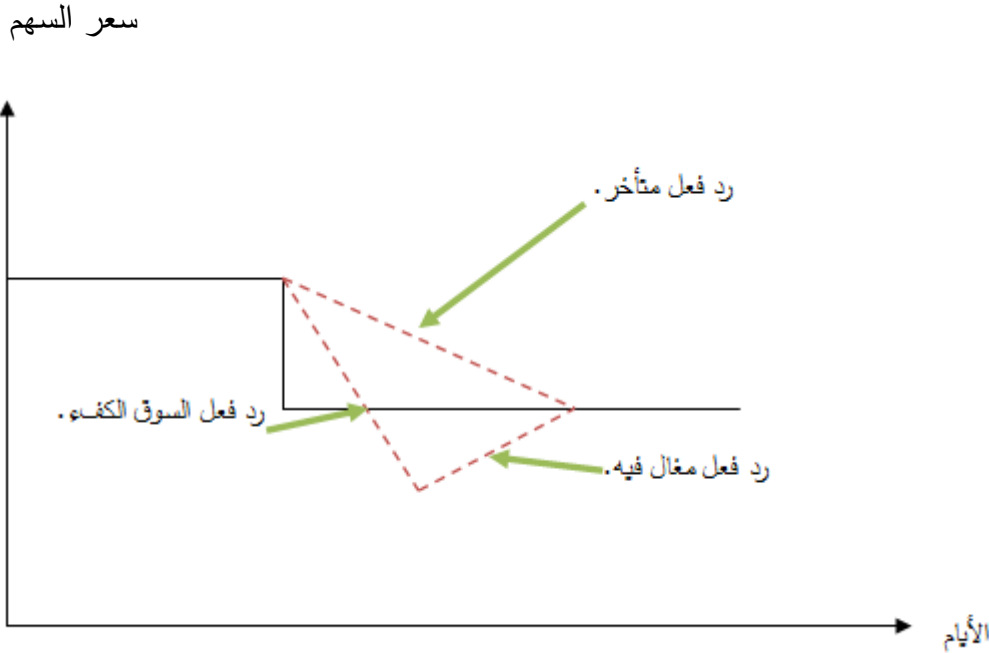
الشكل رقم 01-05: التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

الشكل أ: رد فعل السوق بعد وصول معلومة مشجعة (ارتفاع الأسعار).



المصدر: مفتاح صالح ، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص193.

الشكل ب: رد فعل السوق بعد وصول معلومة محبطة (انخفاض الأسعار).



المصدر: مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص193.

يوضح الشكل أعلاه التمثيل البياني لسلوك السعر في ظل السوق الكفاء، والغير الكفاء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لسهم وهو ما يحقق لسوق كفاءة عالية "الشكل أ".

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباحاً فينتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أي يستغرق السعر تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق "الشكل ب".

أما في حالة الاستجابة المغالي فيها فيقصد به بلوغ السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يتعدل تدريجياً "الشكلين أ- ب".

### المطلب الثاني: الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق رأس المال.

يمكن تصنيف الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق إلى:

#### الفرع الأول: إستراتيجية الشراء والاحتفاظ.

وفق هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه الانتظار المستقبل ليقوم بذلك أملاً في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفاء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين ولكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعاً لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة وعليه فإنه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعاً لدرجة المخاطر التي يكون مستعداً لتحملها.

ويضيف جونز أن على المستثمر (حتى في ظل هذه الإستراتيجية) أن يجري تغييراً في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعو لتحمل مخاطر أقل، إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الإستراتيجية حتى تتحقق الأهداف المرجوة منها ومن أهم هذه الشروط نذكر:

**أولاً- تحقيق مستوى ملائم من التنوع:** يقصد به انه على المستثمر يجب أن يستثمر أمواله في أكثر من ورقة مالية وبمعنى آخر يستحسن أن ينوع المستثمر مكونات محفظة أوراقه المالية، تجنباً للوقوع في المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أسهم منشأة واحدة.

**ثانياً- السيولة:** يقصد بها سهولة التخلص من الورقة المالية بأسرع وقت ممكن وبأقل خسائر ممكنة ويعتبر هدف السيولة من الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها عند تكوين محفظة الأوراق المالية.

**ثالثاً- مستوى المخاطر:** أي مستثمر يهدف دائماً من خلال تنويع محفظة أوراقه المالية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها ومن خلال ذلك يمكن للمستثمر أن يحفظ من هذه المخاطر وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الحكومية (السندات الحكومية وأذونات الخزينة)

**رابعاً- توقيت الاستثمار:** لن يكون المستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق مضطراً لإجراء الدراسة والتحليل من أجل تحديد توقيت الاستثمار المناسب في ظل إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، إذ يمكن للمستثمر أن يشتري عندما يكون لديه الموال وبيع عندما يحتاج إليها، وعليه فإن تحديد توقيت الاستثمار ليس مشكلاً في ظل إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وطالما أن السوق كفاء وأن القيمة السوقية هي قيمة عادلة فإن الإقدام على المضاربة من أجل تحقيق عوائد إضافية لن تكون ذات فائدة، إذا ما احتسبنا التكاليف الناتجة عن عملية المضاربة.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: إستراتيجية صناديق المؤشرات.

تقضي تلك الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤتمرات السوق مثل مؤشر ستاندر أند بور 500 s&p، أو مؤشر دوجنز وبذات نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر وبالطبع يمكن للمستثمر أن يربح نفسه كليا، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر.<sup>2</sup>

#### المطلب الثالث: الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال.

إن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب وضع استراتيجيات معينة، بهدف تعظيم العائد وتخفيض المخاطر، هذا وإن كانت الإستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق لا تتطلب اختصاص أو بدل مجهود كبير، وذلك انطلاقاً من التسليم بكفاءة السوق بمعنى أن جميع المعلومات التي تصل السوق ستعكس بالضرورة في سعر السهم، وبذلك فإن سعر السهم سيعكس قيمته الحقيقية، ولن تكون هناك فرصة لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية في هذه الحالة لن يجد المستثمر أي داعي لتغيير مكونات محفظته ورغم كل ما ذكرنا سابقاً فإن الرشادة الاقتصادية تحتم على المستثمر في تغيير إستراتيجيته، وهو الأمر

<sup>1</sup> - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، 2009-2010، ص ص153-156.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 421.

الذي يطرح أمامنا فكرة الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال وتسمى كذلك بالاستراتيجيات النشطة وتنقسم هذه الإستراتيجية إلى نوعين (الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في محفظة الأوراق المالية الاستراتيجية النشطة للاستثمار في السهم).

**أولاً- الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في محفظة الأوراق المالية:** وتضم ثلاثة أنواع من الاستراتيجيات وهي:

**1- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية:** يمكن تعريف الاستثمار بأنه تضحية بالثروة الحالية (مؤكدة) لثروة في المستقبل غير مؤكدة، وما دامت لجميع الاستثمارات قيم مستقبلية غير مؤكدة، فإن المستثمرين في هذه الموجودات يتوقعون عوائد مستقبلية موجبة.<sup>1</sup>

وبمعنى آخر يقوم المستثمر بتشكيل محفظته اعتماداً على العائد والمخاطر حيث أن المستثمر الذي يتبع الاستراتيجيات الساكنة يختار مكونات محفظته انطلاقاً من اعتقاده أن العوائد المتوقعة من الأصول المالية ستكون عادلة، بينما المستثمر النشط يختار مكونات محفظته بالاعتماد على التحليل الأساسي والفني التي تحدد القيمة العادلة للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية، (حيث إذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية فيتخلص المستثمر من الورقة المالية، وإذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية فيفضل المستثمر الاحتفاظ بالورقة المالية وشراء المزيد منها إذا كانت الإمكانيات تسمح بذلك).

وإذا كان الهدف من الاستراتيجيات الساكنة من اختيار الأوراق المالية هو التنوع فإن الهدف من الاستراتيجيات النشطة هو الاستفادة من الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية لتحقيق الربح.

**2- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:** يقصد بهذه الإستراتيجية أنه يجب مراعاة القطاع الذي تنشط فيه المنشأة التي نريد الاستثمار في أسهمها، فيجب التمييز جيداً بين أسهم المنشآت المالية والبنوك التي تتأثر كثيراً بالتغيير في أسعار الفائدة، وأسهم المنشآت التي تنتج السلع المعمرة، والأسهم الدفاعية (وهي تلك الأسهم التي لا تتأثر كثيراً بحالات الرواج والكساد)، لذا قد يفضل المستثمر الذي يبدي استعداد أكبر لتحمل المخاطر عدم توجيه نسبة كبيرة من مخصصات محفظته، أما المستثمر الذي لا يرغب في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات محفظته.

أما بالنسبة لأسهم المنشآت المالية والبنوك التي تتأثر كثيراً بالتغيير في أسعار الفائدة، هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وسعر الفائدة حيث إذا ارتفع سعر الفائدة ينخفض سعر السهم فالمستثمر هنا يقوم بشراء الأسهم أما إذا انخفض سعر الفائدة سيرتفع سعر السهم هنا يقوم المستثمر ببيع هذه الأسهم.

<sup>1</sup> - خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم، تحليل إستراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 1999، ص-ص 28-29.

أما أسهم المنشآت المنتجة لسلع المعمرة فهي تتأثر بالمراحل التي تمر بها الاقتصاد فتتخضع أسعار أسهمها في فترات الكساد وترتفع في فترات الازدهار، فمن المناسب الاستثمار في أسهم هذه المنشآت في فترات الازدهار.<sup>1</sup>

**3- إستراتيجية التوقيت:** إن جميع المستثمرين يقومون بتحديد المحفظة الاستثمارية ومحتواها من الأوراق المالية بالشكل الذي يمكنهم من الحصول على أحسن مزيج من المخاطر والعائد، فالمستثمر الخامل ( هو الذي يتبع الاستراتيجيات الساكنة ويؤمن بكفاءة السوق) يضع هذا القرار بناءً على إيمانه بأن العوائد المتوقعة على الأصول المالية ذات مخاطر مقبولة تكون عادلة، أما المستثمر النشط فإنه يحاول تحديد الفترات الزمنية عندما تكون الأسهم قد سعرت بأكثر أو أقل مقارنة بالأصول الأخرى وعندما يشعر هذا المستثمر بأن قيمة الأصل قد سعرت بأكثر مما يجب فإنه يبيع هذا الأصل أي تقليل وزن هذا الأصل وعندما يعتقد أن صنف معين من الأصول قد سعر بأقل مما يجب فإنه يعطي وزناً أكبر أي شراء هذه الأصول، هذا النوع من الإدارة الفعالة يسمى تاريخياً "توقيت السوق".<sup>2</sup>

**ثانياً- الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في السهم:** يوجه هذا النوع من الاستراتيجيات لصغار المستثمرين الذين لا يستثمرون أموالهم في صناديق الاستثمار، ويخصصون جزء آخر للاستثمار في أسهم منشأة واحدة، ومن هذه الاستراتيجيات نذكر إستراتيجية السمة الواحدة وإستراتيجية السمات المتعددة.

**1- إستراتيجية السمة الواحدة:** تضم إستراتيجية السمة الواحدة عدة استراتيجيات نذكر منها:

**أ- إستراتيجية المضاعف:** يقصد بها قيام المستثمر بشراء الأسهم التي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له أكبر من مضاعف الربحية الفعلي، ومن بين تطبيقات هذه الإستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس السنوات الأخيرة، أو أقل من 90 بالمئة من مضاعف الربحية للمؤشر، فتوقع شراء هذا السهم تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق.

**ب- إستراتيجية السهم المشتق والأسهم مقابل توزيعات:** يقصد باشتقاق السهم منح أسهم جديدة مقابل سهم قديم، هذه السياسة من شأنها أن تساهم في زيادة عدد الأسهم وانخفاض القيمة السوقية لسهم وبالتالي لن يجد المستثمر صعوبة في تصريف هذا السهم، باختصار يتمتع السهم الذي يتوقع اشتقاقه بميزتين أساسيتين هما سيولة أفضل، وقيمة سوقية أعلى من القيمة الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق وما ينطبق على الأسهم التي يتوقع أن تشتق ينطبق كذلك على الأسهم المنشآت التي يتوقع أن تصدر أسهمها مقابل توزيعات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 446.

<sup>2</sup> - خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم تحليل إستراتيجية، مرجع سابق، ص - ص 33-34.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص - ص 451-452.



الميزة في هذه الإستراتيجية هو أن المستثمر قادر على شراء سهم قبل اشتقاقه أو توزيع أسهم مجانية عليه، لأنه لو تمت عملية الاشتقاق والتوزيع فعلاً فلن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية لأن سعر السهم سيرتفع بعد ذلك.

ج- إستراتيجية السهم ذو التوزيعات المتزايدة: تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بتحقيق أرباح غير عادية إذا توقع أن يحصل على معلومات تفيد بقيام المنشأة بزيادة نسبة توزيعات الأرباح على الأسهم وقام بشراء أسهم هذه المنشأة قبل إعلانها عن عملية التوزيع، لأن في مجال الاستثمار هناك فكرة سائدة مفادها أن كل منشأة تقوم بإجراء زيادة في معدل الأرباح ستعرف نجاحاً في أداؤها مستقبلاً، وهذا سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها.<sup>1</sup>

د- إستراتيجية الإصدارات الجديدة: تقوم هذه الإستراتيجية على فكرة أن الإصدارات الجديدة تباع في الغالب بقيمة تقل من قيمتها الحقيقية لذا يُفضل على المستثمر شراء أسهم المنشآت التي تصدرها لأول مرة وإعادة بيعها عند ارتفاع سعرها وهذا قصد تحقيق أرباح غير عادية.

ر- الأسهم التي يعاد شراؤها أو الأسهم القابلة للاستدعاء: قد تقوم المنشأة في بعض الأحيان بإعادة شراء الأسهم التي سبق وأن أصدرتها، وذلك لعدة أسباب من بينها اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي وأن إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح، كذلك قد تستهدف من إعادة الشراء خلق تعامل نشط على السهم، وهذا الأمر من شأنه أن يترك أثر على السيولة وعلى القيمة السوقية بالتبعية، ولكن بشرط أن يكون دخولها لشراء عن قناعة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي وإلا وقعت تحت طائلة القانون.

كما قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في تحريك سعر السهم، إذ أن قرار إعادة الشراء - بهدف تخفيض عدد أسهم رأس المال- من شأنه أن يحد من المعروض من أسهم المنشأة، وهو ما يسفر عن زيادة ربحية السهم والقيمة السوقية بالتبعية.

س- أسهم الشركات الصغيرة: هناك اعتقاد بأن أسهم الشركات الصغيرة تحقق عائد يفوق عائد السوق لذلك يمكن للمستثمر الصغير أن يستثمر أمواله في أسهم هذه الشركات، ويجب الأخذ بعين الاعتبار نقص المعلومات الخاصة بهذه الشركات، كما أن هناك من يتخوف من الاستثمار في هذه الشركات الصغيرة نظراً لصغر حجمها وانخفاض نسبة السيولة فيها.

وقد انتقد "رول و تشان وتشن"، و "هاندا وزملاؤه" فكرة تأثير الحجم الصغير على أساس أن مخاطر المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر، إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمر في غاية الصعوبة وكذلك تواجه الفكرة انتقاداً آخر مفاده أن تكلفة المعاملات لأسهم هذه الشركات عادة ما تكون مرتفعة ليس فقط لصعوبة تسويقها، بل بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صناع السوق الذين يتعاملون

<sup>1</sup> - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 168-172.

الأسهم، وأيضًا بسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية وللمستثمر، ما يساهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات وبالتالي قد تحقق أسهم الشركات الصغيرة عائدًا إجماليًا متميزًا، إلا أن تكلفة المعاملات كفيّلة بأن تلتهم جزءًا من ذلك العائد.<sup>1</sup>

**ي- أسهم المنشآت الخاسرة:** وهي إستراتيجية الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت خسائر خلال سنة مالية معينة، وبالرغم من أن المنطق والرشادة الاقتصادية تستبعد الاستثمار في أسهم هذه المنشآت غير أن هناك دراسات أثبتت أن الاستثمار في أسهم هذه المنشآت يكون أكثر ربحية من الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباح، حيث أن ورود معلومات إلى السوق بشأن تحقيق المنشأة لخسائر سيؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم هذه المنشأة، وهو ما سيؤدي بدوره إلى انخفاض القيمة السوقية لسهم، لكن يتشترط أن تكون المعلومات غير مؤكدة، بعد ذلك أي بعد زوال حالة عدم التأكد وبعد تحقيق المنشأة لأرباح سينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية لسهم، ومن هنا تجدر الإشارة إلى أن العائد المحقق من الاستثمار في أسهم المنشآت الخاسرة (غير أنه لم يتأكد) يكون أكبر من معدل العائد الذي تحققه منشآت حققت أرباح فعلاً، أي أن الارتفاع في القيمة السوقية لأسهم المنشآت الخاسرة بعد زوال حالة عدم التأكد وتحقيقها لأرباح سيكون أكبر من الارتفاع في القيمة السوقية لأسهم المنشآت التي سبق وأن حققت أرباح.<sup>2</sup>

**2- استراتيجيات السمات المتعددة:** تهدف هذه الاستراتيجيات إلى تحديد مجموعة من المميزات التي يجب أن تتوفر في المنشأة المراد الاستثمار في أوراقها المالية، لكن هذا لا يعني أن تتوفر بالضرورة جميع هذه السمات، فبعض الدراسات أثبتت أنه حتى المنشآت التي تتوفر على بعض هذه السمات استطاعت أن تحقق الهدف من إتباع هذه الإستراتيجية.

ولكن تجب الإشارة هنا أن هذه الاستراتيجيات خاصة فقط بالولايات المتحدة الأمريكية وتتمثل هذه

السمات في:

- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفع جدًا (BOND , YIELD AAA) على الأقل.

- أن يكون معدل عائد التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفع الجودة على الأقل، (ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى سعر أو أقل سعر يباع به السهم).

<sup>1</sup>- لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 168-172.

<sup>2</sup>- مرجع سابق، ص - ص 168-172.

- أن يكون مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من 40% مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.
- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل، (ويقصد بنصيب السهم من الأصول ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة).
- أن تكون القيمة السوقية التي تباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة (ويقصد بالأصول المتداولة في هذا الصدد مجموع الأصول المتداولة مطروحًا منها القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة).
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.
- أن لا تقل نسبة التداول عن 2.
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.
- أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر السنوات السابقة لا يقل عن 7%.
- أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار، (ويقصد بالاستقرار في هذا الصدد أن لا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل 5 أو أكثر).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص ص 228-229.

### المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.

تنقسم كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة صيغ مختلفة، حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، وتتمثل في فرض الصيغة الضعيفة، فرض الصيغة متوسطة القوة، وفرض الصيغة القوية.

#### المطلب الأول: الصيغة الضعيفة.

في إطار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال فإن "سعر السهم يعكس كل المعلومات الماضية الخاصة بسعر هذه الورقة المالية".<sup>1</sup>

وهذا يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر.<sup>2</sup>

يعنى انه في إطار هذه الصيغة لن يستطيع أي مستثمر أن يعتمد على المعلومات الماضية الخاصة بالسهم المعني، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلاً، وذلك لأن القيمة الحالية للسهم تعكس فقط المعلومات الماضية الخاصة بهذا السهم، وهو الأمر الذي سيخلق اختلاف بين الأسعار الأسهم من فترة زمنية لأخرى.

أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي رابط، أو ما يمكن أن تعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار،<sup>3</sup> وعليه فإن أفضل تقدير لسعر الغد من سعر اليوم كما أن المستثمر في أسواق رأس المال ضعيفة الكفاءة لن يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية.

وقد تعرض بعض الباحثين لبعض المداخل المستعملة لاختيار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال وهي ثلاثة: سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة.

#### الفرع الأول: سلسلة الارتباط.

يسند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة قصيرة الأجل ويعتمد الاختبار على الفترة القصيرة فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى EUVENE FAMA في الخمسينيات عندما قام باختباره 30 سهماً من داو جونز من

<sup>1</sup>AMBLER. L'efficience des marches financiers/http://www.er.vqam.Ca/noble/r10735/6080/efficient.Pdf . 2004.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 505.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم سندات، صناديق الاستثمار)، المكتسب العربي الحديث الإسكندرية، 1995 ص 156.

خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم إلى 10 أيام وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة.<sup>1</sup>

وعليه فإن الصيغة الضعيفة تقترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة الدراسة والتي يجب أن تكون فترة قصيرة (شهر على الأكثر) وهذا لأن وجود ترابط بين سعر السهم خلال هذه الفترة، معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم كما أن طول فترة الدراسة قد يؤدي إلى ظهور اتجاه معين لسعر السهم، ويعاب على أسلوب سلسلة الارتباط تأثرها بضخامة بعض المفردات أي قيم التغيير.

### الفرع الثاني: قواعد التصفية.

يعرض البعض على مدخل تحليل الارتباط على أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار ويمكن من خلالها تحديد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له (بعد خصم تكلفة المعاملات) عائداً متميزاً عن زملائه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية.<sup>2</sup>

المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو البيع الأوراق المالية فمثلاً ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم بنسبة معينة، سيشرح المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع، أم المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت الذي أشار إليه كين.<sup>3</sup>

يبقى المتوسط المتحرك، والقوة النسبية لسعر السهم، اللذان يمثلان المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية التي تعكس مبادئه فرض الصيغة لكفاءة السوق بصورة واضحة.

### الفرع الثالث: اختيار الأنماط الطارئة.

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات (+) تعني حركة سعرية زائدة (-) تعني حركة سعرية بالنقص (0) صفر تعني عدم وجود حركة، كما يقترن الاختبار بمدّة الفترة التي يستغرقها التغيير.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 2000 ص 47.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر 2000 ص 219.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996 ص 55.

<sup>4</sup> - إيهاب الدسوقي. مرجع سابق، ص 46.

ويتميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين بأنه يمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنهما بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (-) في الحالة الثانية، بينما نضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير.

### المطلب الثاني: الصيغة متوسطة القوة.

فرض الصيغة يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة تكون السوق كفاءة والعكس بالعكس.<sup>1</sup>

انطلاقا من ذلك لن نستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين لأن سعر السهم في هذه الحالة سيعكس فعلا جميع المعلومات، سواء كانت تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليها، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة في حد ذاتها لأنه في كل لحظة سعر البورصة يعكس كل معلومة متوفرة تخص حياة المنشأة، بالإضافة إلى أثر الأحداث على الأداء المستقبلي للشركة.<sup>2</sup>

ومن هذا نستنتج أنه لا توجد ضرورة لقيام المستثمر بالتحليل من أجل الترفع بقيمة السهم مستقبلا لأنه حتى ولو قام بهذا التحليل فإنه لن يتمكن من تحقيق أي ربح صاف، وذلك لأن المعلومات التاريخية والمتاحة لعامة الناس تكون قد انعكست فعلا في سعر الأسهم.

ومن ناحية أخرى هناك دراسات كشفت عن أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة وأن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لإجراء تحليل لتلك المعلومات، بما ينتج لبعض المستثمرين أن يحققوا السبب ويجنون أرباحا متميزة ولو أي حد ما، بل وأكثر من ذلك أن دراسة ستكيل،<sup>3</sup> قد كشفت من أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من مبيعات، ويبدو هذا بوضوح في حالة أسهم المنشآت صغيرة الحجم، مما يعني أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر العدد 3، 2004.

<sup>2</sup> -Christine stachowcak, prévisibilité des rentabilités boursières intra quotidiennes, la documentation française économie et prévision, 2004,2005 p71, m66.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم الهندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر محاذير، منشأة المعارف، الإسكندرية 1995 ص509.

كما كشفت دراسة بيرس ورولي،<sup>1</sup> بأن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات الجديدة عن الشؤون الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق وهو ما يعد تأكيدا لصيغة فرض السوق متوسطة القوة، ليس هذا فقط بل أنه اتضح أن أسعار الأسهم لا تستجيب لإعلان عن معلومات اقتصادية متوقعة، وهو ما يعد تأييدا آخر للغرض المذكور، ذلك أن المعلومات المعلن عنها انعكست بالفعل على الأسعار، وهو ما يعني أن هناك اختلاف في النتائج المتوصل إليها عند اختيار صيغة الغرض متوسط القوة.

### المطلب الثالث: الصيغة القوية.

الصيغة القوية للكفاءة تدل على أن سعر الأسهم لفترة زمنية معينة يعكس كل معلومة متوفرة كتلك المتحصل عليها من طرف الجمهور (العامة) وتلك المتحصل عليها من طرف المتدخلين أصحاب الامتيازات (المحللين الماليين، مسيري رأس المال... الخ).<sup>2</sup>

وهذا يعني أن المعلومة العامة المتاحة للجمهور، والمعلومة المتاحة لبعض الأفراد، كالإطارات الكبرى فيها تكون قد انعكست فعلا في سعر الأسهم، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق فوائد غير عادية، ويعتبر فرض الصيغة القوية هو أقصى درجات الكفاءة، وذلك أن سعر السهم يعكس كل معلومة يمكن معرفتها.

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفاء يكون على المستوى الفرض الأقوى أو مستوى الفرض متوسط القوة حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة، مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحديا للمتمهين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد بهم القائمين مع شون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك.

وفي هذا العدد يقترح أمينشير AMBACHTSHEER ضرورة أن يكون الأساس في استراتيجيات هؤلاء هو البحث عن الأسهم التي فشل السوق في تسريعها عند قيمتها الحقيقية أي تلك الأسهم التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغي.<sup>3</sup>

أما في فرض الصيغة فلا مجال لتحقيق أرباح غير عادية، وذلك لأنها تعتمد على تتبع التطور التاريخي لحركة الأسعار في الماضي من أجل إيجاد اتجاه عام لحركة الأسعار وهذا يمكننا من التوقع بقيمة السعر مستقبلا ولكن سيكون بدون فائدة، لأن المعلومات الماضية انعكست فعلا في سعر الأسهم، وهو ما يعد تأكيدا وتأييدا لفرض الصيغة الضعيفة، حيث أثبتت الدراسات أن الفنيين لم يتمكنوا من تحقيق أرباح غير

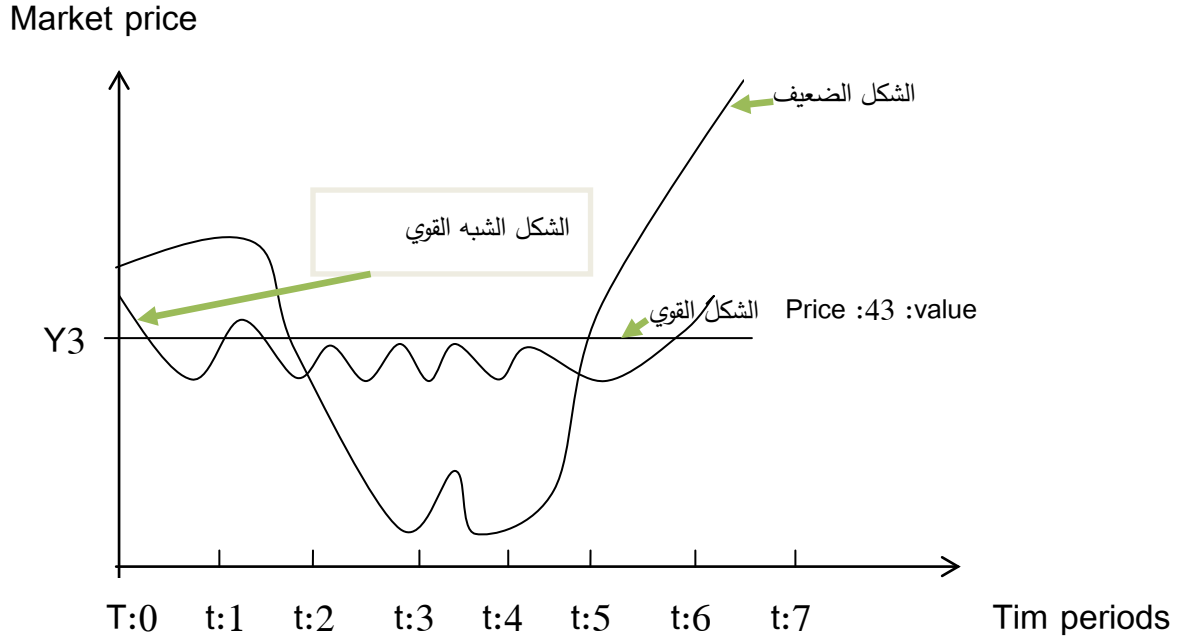
<sup>1</sup> - عبد الغفار الحنفي: مرجع سابق، ص ص 224 - 225.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick to psacalin, finance, vu lbert, paris, 1997 p :86.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي: مرجع سابق، ص 231.

عادية على حساب باقي المستثمرين الذين لا يقومون بأي نوع من أنواع التحليل وإنما يكتفون فقط بسياسة اشتري واحتفظ.

الشكل رقم 01-06: العلاقة بين صيغ الكفاءة.



Source: Francis, Jack Clark Management of investments. Japan, Mc Graw- Hill, Inc., 2003, p465

العلاقة بين الأشكال:

يلاحظ من الشكل أن الصيغة القوية للكفاءة المالية يعتمد على كل من الشكل الضعيف والشكل الشبه القوي وذلك لأنه من متطلبات قيام سوق مالية كفؤة بشكل قوي هو توافر معلومات تاريخية وحالية (عامة وخاصة) عن أسعار الأسهم وهذا فإن الشكل القوي للكفاءة يضم كلا من الشكل الضعيف وشبه القوي وبالمقارنة مع الشكل سمي الشكل الضعيف وسمي القوي يتطلب لقيامه توافر المعلومات التاريخية والحالية (العامة فقط) وبالنتيجة فهو يعتمد على الشكل الضعيف للكفاءة وهذا يظهر الرابط والتداخل الكبير بين الأشكال الثلاثة لكفاءة السوق فلكي يكون السوق كفؤاً بشكل شبه قوي ينبغي أن يكون ضعيفاً ولكي يكون كفاً بشكل قوي ينبغي أن يكون كفؤاً بالشكل شبه قوي و الشكل الضعيف وهذا ما يظهره الشكل أعلاه .



## خلاصة الفصل:

- من خلال دراستنا لهذا الفصل نستنتج مجموعة من النتائج أهمها:
- عرفت الأسواق المالية العديد من التطورات إن كان المستوى الفلسفي لطبيعة ودور هذه الأسواق أو على المستوى العلمي المتمثل في ابتكار طرق وأدوات جديدة تلبي مطالب المتعاملين من ناحية المردودية أو من ناحية إمكانية تحديد وتسيير المخاطر المالية.
  - تعتبر الأسواق المالية المحرك الأساسي لنمو الاقتصادي في البلاد إذ أن الاقتصاد يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالي مزهر ومتطور.
  - للأسواق المالية دور بارز في تكوين حلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز والوحدات ذات فائض، وتسعى هذه الأسواق إلى تحقيق التوازن وبعد تطور مفهوم العام للسوق المالي كنتيجة لتطور الحاصل في الوقت الراهن.
  - ينقسم السوق المالي إلى سوق النقد وسوق رأس المال كما تعتبر سوق رأس المال ذات أهمية واضحة في الحياة الاقتصادية لتعاملها بالأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل مثل السندات والأسهم، أدوات الخزينة .
  - إن كفاءة سوق رأس المال هي مفهوم نسبي وليس مطلق ولها أهمية بالغة لأنها تفسر تغيرات الحقيقية للأسعار والتكاليف للقيم المتداولة في سوق رأس المال من خلال الحصول على المعلومات الكاملة والصحيحة.
  - كما يمكننا تصنيف صيغ كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة فرضيات وهي: فرضية الصيغة الضعيفة التي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي أما الصيغة المتوسطة تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار والمبادلات، بينما الصيغة القوية تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة والخاصة.

الفصل الثاني:  
الخصخصة والسوق  
المالي

**تمهيد.**

يشهد العالم تطورات متسارعة في مختلف جوانب الحياة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية هذا بعد الحرب العالمية الثانية، حيث فرضت عليه ترك العمل بالنظام القديم ومواكبة هذه التطورات والعمل بالقوانين والشروط التي تفرضها الدول المتقدمة باعتبارها المسيطرة على العالم.

وقد اتجهت معظم حكومات العالم الثالث نحو إدخال بعض الإصلاحات الاقتصادية لمواكبة هذه التطورات، وظهرت فيها مصطلح اقتصادي (الخصخصة) وأصبحت منهجاً أعتمد عليه العديد من الدول النامية والمتقدمة، للتخلص من الهيمنة المطلقة للقطاع العام، وتحقيق الكفاءة الإنتاجية بصفة خاصة والاقتصادية بصفة عامة، وتختلف أسباب وأهداف انتهاج إستراتيجية الخصخصة باختلاف البلدان.

وبسبب هذه الإستراتيجية في اقتصاديات الدول وعدم وجود نموذج تعتمد عليه تباينت الآراء بين المؤيدين والمعارضين حيث كلهم يسندون رأيهم على مجموعة من المبررات لتأكيد صحة وسلامة وجهة نظرهم.

ولهذا سنتطرق في هذا الفصل إلى كل ما يتعلق بالخصخصة من خلال ما يلي:

- **المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الخصخصة.**
- **المبحث الثاني: الخصخصة بين المؤيدين والمعارضين ومراحلها وإستراتيجياتها.**
- **المبحث الثالث: الخصخصة والسوق المالي.**

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الخصخصة.

تعتبر سياسة الخصخصة سياسة إصلاحية منتهجة من طرف العديد من دول العالم وهي ليست سياسة قديمة وإنما هي سياسة حديثة، وهناك العديد من الدوافع التي دفعت هذه الدول لتطبيق هذه السياسة من دوافع اقتصادية اجتماعية سياسية وقانونية من أجل إصلاح أوضاعها وتحقيق أهدافها المرجوة، ولهذه السياسة مبادئ يجب الالتزام بها لضمان نجاحها وسنتطرق في هذا المبحث إلى :

- ماهية الخصخصة.

- أسباب، أشكال ودوافع الخصخصة والعوامل التي تساعد على نجاحها.
- الخصخصة بين المؤيدين والمعارضين ومراحلها واستراتيجياتها.

### المطلب الأول: ماهية الخصخصة.

سنتطرق في هذه المطلب إلى نشأة وتعريف الخصخصة، وسنتطرق كذلك إلى مبادئها وأهدافها وشروطها والخصخصة كغيرها من السياسات المنتهجة لها سلبيات ومميزات تميزها عن باقي السياسات المتبعة.

### الفرع الأول: ماهية الخصخصة.

#### أولاً: نشأة الخصخصة.

إن ظهور الخصخصة بالمفهوم الشائع اليوم هو رد فعل للعقود الثلاثة السابقة حيث شهدت هذه الأخيرة تدخل واسع من الدولة في النشاط الاقتصادي، واختلفت أهداف هذا التدخل من دولة إلى أخرى فمنها ما يهدف من وراء هذا إلى ترويج الفكر الاقتصادي ومنها ما يسعى إلى بناء ما دمرته الحرب العالمية الثانية.<sup>1</sup>

وشهدت فترة السبعينيات انتشار واسع للمؤسسات العمومية في مختلف المجالات الاقتصادية وأثبتت التجارب سوء أداء هذه المؤسسات ومستوى كفاءتها المتدني.<sup>2</sup>

وفي الفكر الإسلامي يرى الكثيرون أن المفكر ابن خلدون هو أول من فكر في تطبيق سياسة الخصخصة، فقد تحدث سنة 1377 عن أهمية اضطلاع القطاع الخاص بالإنتاج، وهي فكرة تبين مدى فهم ابن خلدون وإدراكه لأهمية القطاع الخاص وسلامة أدائه وكفاءة أساليبه بالإضافة إلى تدخل المشروع الخاص بدلاً من الحكومة المركزية في العصر الأموي، لتنفيذ بعض الأشغال العامة وهذا لافتقار الحكومة للخبرة الكافية وكذا ارتفاع التكلفة في قيام الحكومة بهذا.

<sup>1</sup> - نفيصة حجاج، أثر الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة التوزيع وصيانة العتاد الفلاحي-ورقلة- مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011-2012، ص3.

<sup>2</sup> - عيد الكريم شوكمال، براهيمي سمير، إدارة التغيير كأداة لتفعيل عملية الخصخصة، المؤتمر الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات

الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة، بدون أيام الانعقاد ص4.

ويعتبر أول ظهور لخصخصة في أوائل الثمانينات من القرن الماضي في بريطانيا حيث طبقت بريطانيا هذه السياسة على مجموعة من القطاعات الاقتصادية المختلفة وحقت نتائج إيجابية، فساعدت هذه السياسة على ازدهار ونمو في هذه القطاعات، وتحسين نوعية الخدمات وارتفاع معدل الربحية، وفي أوائل التسعينيات ونظراً لما حققته بريطانيا بفضل هذه السياسة جعل العديد من الدول سواء التي تحتوي على اقتصاد مختلط أو التي تضم الملكية العامة (الاشتراكية) إلى تبني نفس السياسة (الخصخصة) على أمل تحسين وتطوير اقتصادياتها لما أثبتته هذه السياسة من نجاح في بريطانيا، إضافة إلى هذا مشكلة الديون الأجنبية في الدول المتخلفة اقتصادياً ساعدت على انتشار هذه السياسة، حيث أن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي يقدمان سياسة الخصخصة كسياسة إصلاح اقتصادي لمعالجة المشاكل واستمر هذا الانتشار ليصبح في نهاية القرن العشرين ظاهرة عالمية تمس مختلف الدول، وخاصة النامية منها ودول التحول الاقتصادي،<sup>1</sup> وسياسة الخصخصة في انتشار مستمر حيث انتقل من 14 دولة في العالم سنة 1988 ليشمل أكثر من 60 دولة سنة 2005 وهذه الدول في ارتفاع مستمر.<sup>2</sup>

**ثانياً: تعريف الخصخصة.**

لقد ظهرت العديد من التعاريف للخصخصة وتختلف باختلاف الزاوية التي ينظر إليها الباحثين والمدارس التي ينتمون إليها ومن هذه التعاريف نذكر مايلي:

- 1- **التعريف الأول:** ظهر أول مرة مصطلح الخصخصة في قاموس ويبستر سنة 1983، ولم يتفق لغاية الآن على اختيار مصطلح عربي ليقابل كلمة privatization الإنجليزية حيث استخدمت العديد من المصطلحات للتعبير عن هذا المفهوم منها: الخوصصة، الخصخصة، التخصيصية، التخصيص الخاصة التخاص، المخاصة، التخاصية، الاستخصاص، التحول إلى الخاص، التفرد، الأهلية الفردنة التقيوت، نزع الملكية العامة، التملك... الخ.<sup>3</sup>
- 2- **التعريف الثاني:** الخصخصة تعني آلية التنازع على الأصول العمومية، بمعنى البيع لصالح العمال والأجراء أو المستثمرين المحليين، وقد يكون هذا البيع جزئياً أو كلياً.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - نفيسة حجاج، أثر الخوصصة على الوضعية المالية للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة التوزيع وصيانة العتاد الفلاحي، مرجع سبق ذكره، ص 3\_4.

<sup>2</sup> - أحمد عارف العساف، سياسة الخصخصة وأثرها على البطالة والأمن الوظيفي للعاملين، مجلة شمال إفريقيا، كلية علوم الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، المملكة الأردنية الهاشمية، العدد 07، بدون تاريخ النشر ص 141.

<sup>3</sup> - شهاب حمد شيخان، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع كفاءة الأداء الاقتصادية (دراسة تحليلية تطبيقية)، "مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارة"، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد الثاني، جامعة الأنبار، العراق، 2008، ص 3.

<sup>4</sup> - xavierpenis et Jean petit, les privatistion ,Montchrestie, France 1998 P : 6.

3- **التعريف الثالث:** هي مجموعة من السياسات المتكاملة التي تهدف إلى الاعتماد على القطاع الخاص مع توسيع نطاق المنافسة حتى يدار الاقتصاد القومي بكفاءة عالية وفعالية أكبر وجعله شريكا كاملا في عملية التنمية الاقتصادية.<sup>1</sup>

4- **التعريف الرابع:** هي استبدال مالك عام بمالك خاص ولقد ارتكزت جل التعاريف المعطاة لها على هذا المعنى وهذا ما يمكن استنتاجه من نص المادة الأولى من الأمر رقم 95-22 المتعلق بالخصخصة في الجزائر الذي يعرفها بكيفيتين:<sup>2</sup>

\_ تتمثل الخصخصة في نقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص ويتم ذلك بتحويل جميع أو جزء من الأصول المادية أو المعنوية أو رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين خواص.

- كما تعني أية معاملة تهدف إلى تسيير المؤسسات العمومية إلى أشخاص ماديين أو معنويين خواص عن طريق التعاقد ليتم تحديد طرق وشروط نقل التسيير وكيفية ممارسته.

5- **التعريف الخامس:** تعني التقليل من دور الحكومة وزيادة مساهمة القطاع الخاص في إدارة الاقتصاد وتوليد الدخل، وتتم عبر مجموعة من السياسات المتكاملة التي تستهدف الاعتماد الأكبر على آلية السوق ومبادرات القطاع الخاص والمنافسة من أجل تحقيق أهداف التنمية والعدالة الاجتماعية.<sup>3</sup> ومن التعاريف السابقة يمكننا استنتاج تعريف شامل: الخصخصة هي تحويل الملكية وتحويل نطاق المنافسة في إنتاج وتسويق السلع والخدمات كلها، وهي عملية إعادة توزيع الأدوار بين الحكومة والقطاع الخاص تم من خلال دور الحكومة الإنتاجي أو زيادة دور القطاع الخاص في امتلاك أو إدارة الموجودات المتاحة في الاقتصاد الوطني من أجل الوصول بالقدرات الإنتاجية والأنشطة الخدمية إلى أعلى درجات الكفاءة والمنافسة.

### الفرع الثاني: مبادئ وأهداف وشروط الخصخصة.

أولا - **مبادئ الخصخصة:** إن عملية الخصخصة تتمثل في تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص لذلك تعتمد على مجموعة من المبادئ الرئيسية نلخصها فيما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> دراسات الخصخصة وأثرها على تنمية الموارد غير نفطية للدورة عن الحسابات العامة، من الموقع: [www.upu.edusa/spic.Pdt](http://www.upu.edusa/spic.Pdt).

21:08, 12/02/2017.

<sup>2</sup>-Leila Abdeladim : les privatisation d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb, éditions internationales, Algeria 1998,p319.

<sup>3</sup>- فالح أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة 1، 2008، ص10.

<sup>4</sup>- ربيعة حملاوي، أساليب الخصخصة و تحارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، "الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر من 3-7 أكتوبر 2004، ص ص2-3.

- 1- مبدأ التدرج: أي أن عملية الخصخصة تتم بطريقة تدريجية بحيث تقوم المؤسسات القابلة للخصخصة ويتم إدراجها ضمن برنامج الحكومة حتى تقدم شكل مضبوط.
- 2- حماية مصالح الدولة: أي أن عند عملية التقييم تخضع لمعايير موضوعية من شأنها الحفاظ على مصالح الخزينة العمومية، حيث أن هذه الشركات لا تباع بأثمان رخيصة وتوضع دفاتر للشروط تحدد التزامات المشتري أو في حالة الخصخصة الجزئية عن طريق المحافظة على الأسهم العينية.
- 3- مبدأ الشفافية: حيث يضمن هـا المبدأ إطلاع الجمهور وكل المعنيين بكل صفقات تحويل الملكية وذلك عن طريق الإشهار وخضوعها لجميع الأحكام القانونية والتنظيمية السارية المفعول، ومن ثم يرجع هذا المجال إلى كامل المنظومة القانونية سواء في القانون المدني أو التجاري والمتعلق بعقد البيع.
- 4- عدم التمييز: أي عدم التفرقة بين الفئات الاجتماعية وهذا الأمر لا يتناقض مع بعض الامتيازات الخاصة والمتعلقة بالإجراءات الواردة في هذا القانون.

ثانيا- أهداف الخصخصة: يمكن حصر أهداف الخصخصة فيما يلي:

- 1- إعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام والقطاع الخاص وانسحاب الدولة تدريجيا من بعض النشاطات الاقتصادية وفسح المجال أمام المبادرات الخاصة عن طريق تشجيع الاستثمار الخاص.
- 2- خلق مناخ الاستثمار المناسب وتشجيع الاستثمارات المحلية لانجذاب رؤوس الأموال المحلية والعربية والأجنبية .
- 3- إعادة تحديد دور الدولة بما يسمح لها بالتركيز على التحكم والانضباط أو الإدارة.
- 4- تحرير الموارد المالية المحدودة في الدولة وذلك لتمويل قطاعات أخرى<sup>1</sup>.
- 5- التخفيف من الأعباء التي تتحملها ميزانية الدولة نتيجة دعمها للمنشآت الاقتصادية الخاسرة وتكريس موارده لدعم قطاعات التعليم والبحث العلمي والصحة، والاهتمام بالبنية الأساسية والمنشآت الاقتصادية ذات الأهمية الإستراتيجية.<sup>2</sup>
- 6- تخفيف الأعباء المالية المخصصة للمشروعات العامة، وذلك في محاولة للوصول إلى ضوابط مالية واستقرار على المستوى الكلي للبيان الاقتصادي.
- 7- تخفيف حدة الديون العامة وتوسيع قاعدة الملكية.<sup>3</sup>
- 8- رفع الكفاءة الاقتصادية عن طريق تعزيز سوق المنافسة.

<sup>1</sup> - فالح أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص18.

<sup>2</sup> - عبد السلام مسعود رحومة، تجارب الخصخصة وآثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية من الموقع [www.arabbsi.org.pdf](http://www.arabbsi.org.pdf) ، 20 :40 ، 12/02/2017.

<sup>3</sup> - عثمان حسن عثمان، الخصخصة والأهداف المتوقعة ودور الدولة في تحقيقها، الملتقى الدولي اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، أيام من 03-07 أكتوبر 2004، ص2.

- 9- رفع مستوى معيشة الفرد وتحقيق مستويات أعلى من الرفاهية نتيجة زيادة الإيرادات الناجمة من رفع كفاءة الأداء ومن تم الإنتاج.
- 10- توسيع حجم القطاع الخاص لكنه يلعب دوراً فعالاً في عملية التنمية والاستفادة من المشاركة رأس المال الأجنبي.
- 11- خلق فرص عمل جديدة نتيجة التوسعات المستقبلية.<sup>1</sup>
- 12- القضاء على التلاعب ومحاسبة العمال على الإهمال والتقصير وهذا يؤدي إلى إنتاج أكثر وبأقل تكلفة وجودة أعلى.<sup>2</sup>

### ثالثاً - شروط نجاح الخصخصة: يمكن حصر شروط الخصخصة فيما يلي:

- 1- تحديد سياسة الدولة اتجاه تحرير الأنشطة الاقتصادية وخضوع تسعير السلع والخدمات لقوى السوق، وتنظيم التدخل في تسعير منتجات القطاع الخاص من السلع والخدمات.
- 2- المساواة بين القطاع العام والخاص، وإلغاء سياسة الدعم التي تقوم بها الدولة اتجاه القطاع العام ومنع الاحتكارات وفتح السوق أمام مختلف المتعاملين.
- 3- توحيد المعاملة الضريبية لمصادر الدخل المختلفة، وتوسيع الأعباء الضريبية بين مختلف مصادر الدخل بدلاً من التركيز على مصادر دخل المؤسسات.
- 4- إصدار القوانين والتشريعات اللازمة لتحديد الحقوق والواجبات وكيفية حماية حق التملك لمواطني الدولة أو للأجانب.<sup>3</sup>
- 5- توفير الاستقرار الاقتصادي وتحديد السياسات المالية والنقدية.

- 6- تحديد المنشآت العامة التي يجب على الدولة أن تحتفظ بها، باعتبارها تمس المصالح العامة وتمثل دوراً حيوياً واستراتيجياً يصعب أن تتخلى عنه الدولة، وإلا اعتبر ذلك تخلياً عن دورها في تقديم الخدمات العامة الرئيسية، وتلك التي تمثل خطورة على الأمن القومي أو أهمية إستراتيجية.

### الفرع الثالث: مزايا وسلبيات الخصخصة.

- أولاً- مزايا الخصخصة: هناك العديد من الإيجابيات التي حققتها الخصخصة في الدول التي تبنت هذه السياسة كوسيلة للإصلاح الاقتصادي وأدت إلى إنتاجية أعلى في الخدمات المقدمة للمستفيدين ونذكر فيما يلي بعض هذه الإيجابيات.

- 1- تحرير إدارة الشركات من السيطرة الكاملة للوزارات والأجهزة البيروقراطية.

<sup>1</sup> - شهاب حمد شيخان، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع كفاءة الأداء الاقتصادية (دراسة تحليلية تطبيقية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارة، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد الثاني، جامعة الأنبار، العراق، 2008، ص5.

<sup>2</sup> - إبراهيم عواد المشاقفة، أثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص54.

<sup>3</sup> - حسن عبد الكريم، خديجة جمعة الزويني، دور المؤسسات الصغيرة في دعم عملية الخصخصة في البلدان العربية، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2006، ص132.



- 2- خلق سوق مالية كفؤة ونشطة مناسبة وملائمة للتمويل.
  - 3- تنمية الموارد الاقتصادية المتطورة والمتقدمة، بالإضافة إلى تنمية المبادرة الفردية والسعي وراء الربح الكبير من خلال زيادة الإنتاج والإنتاجية لعناصر الإنتاج وجودة المنتجات والخدمات المقدمة، لاسيما عنصرى العمل والتنظيم وإدخال التكنولوجيا المتطورة.
  - 4- تساعد الخصخصة الحكومة على التفرغ للإدارة العامة بعد التخلص من مشاكل إدارة المشروعات الاقتصادية.
  - 5- تفتح الخصخصة الطريق نحو إعادة توزيع الدخل القومي فيما إذا نمت إجراءات البيع والتملك جزئياً أو كلياً للعاملين دون تمييز.<sup>1</sup>
  - 6- تحسين كفاءة الأداء بصفة عامة بحيث يؤثر إيجاباً على الإنتاج والإنتاجية والربحية.
  - 7- استخدام معيار الكفاءة في اختيار المديرين.
  - 8- استخدام نظم إدارية تساعد على الوصول للهدف بأقل تكلفة ممكنة.
  - 9- استخدام نظم رقابية تحقق الأداء الأفضل.
  - 10- وضع إستراتيجيات وسياسات ناتجة عن دراسات موضوعية للعوامل الداخلية ومتطلبات البيئة الخارجية.<sup>2</sup>
- ثانياً - سلبيات الخصخصة:** ينتج عن تطبيق برامج الخصخصة عادة آثار سلبية تختلف باختلاف ظروف تطبيقها في الدول ومنها:
- 1- تسريح جزء من العاملين في المشروعات العامة التي يتم تحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص، وذلك و ذلك لوجود عمالة فائضة في هذه المؤسسات وظفت عادة لأسباب سياسية أو اجتماعية ولم توظف لأسباب اقتصادية حيث أن برامج الخصخصة تؤدي إلى تزايد حقوق العاملين عن العمل مما يؤدي لوجود مشاكل اجتماعية تعرض أمن البلاد للخطر.
  - 2- بيع مشروعات القطاع العام بأسعار تقل بصورة كبيرة عن القيم السوقية لها وذلك لصعوبة تحديد أسعار الأسهم بشكل دقيق بسبب عدم وجود أي تعامل سابق في أسهم الشركات العامة لذلك لم تكن عملية التسعير سهلة.
  - 3- ارتفاع تكاليف الدعاية والإعلان للشركات التي تمت خصصتها.
  - 4- إذا تم تأهيل وتدريب العاملين في القطاع العام الذي سيتم تحويله إلى القطاع الخاص، فإن ذلك سيؤدي إلى بعد الخصخصة عن هدفها الحقيقي المتمثل بزيادة الإنتاجية والكفاءة.

<sup>1</sup> - إبراهيم عواد المشاقفة، أثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، مرجع سابق، ص56.

<sup>2</sup> - عثمان حسن عثمان، الخصخصة الأهداف المتوقعة ودور الدولة في تحقيقها، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، من 3-7 أكتوبر 2004، ص4.

5- إن تحويل بعض المؤسسات العامة التي تشكل ما يسمى بالاحتكار الطبيعي مثل شركات الكهرباء والماء والغاز والاتصالات والتي تتميز بكثافة استثماراتها وعدم تعرضها للمنافسة، لأن خدماتها تقوم على وجود مشكلة واسعة بإمكان مؤسسات القطاع الخاص توفيرها، وإن خصصتها سيترتب عليها استبدال احتكار الحكومة بالاحتكار الفردي، وهناك عدة مخاوف من تحويل هذه المؤسسات إلى القطاع الخاص قد يلجأ هذا الأخير بدافع الربح إلى رفع أسعار الخدمات بمعدلات تفوق كثيراً تكلفتها وإلى تقليص الخدمات الغير مبرمجة (الريف والمناطق النائية) بالإضافة إلى ذلك إتباع أساليب ربحية قصيرة المدى دون اعتبار للاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أسباب وأشكال الخصخصة والعوامل التي تساعد على نجاحها.

#### الفرع الأول: أسباب وأشكال الخصخصة.

أولاً- الأسباب التي أدت إلى انتهاج إستراتيجية الخصخصة: إن العامل الأساسي الذي يدفع الدول النامية إلى تبني إستراتيجية الخصخصة هو المشاكل التمويلية الناتجة عن تحقيق عجز في الميزانية العامة والعجز الكبير في ميزان المدفوعات، حيث تحولت بعض وحدات القطاع العام إلى وحدات تمتص الميزانية العامة، بالإضافة إلى ذلك نجد أن كثير من هذه الوحدات في الدول النامية قد أصبحت مؤسسات لتشغيل القوى العاملة.

تعتمد الوحدات العامة بصفة أساسية على الدعم المقدم من الحكومة ولكن نجد في ذات الوقت أن سياسة التسعير والتشغيل المفروضة على القطاع العام من قبل الحكومة يمثل صعوبة في تحقيق فائض في هذه القطاعات وليس هذا هو العامل الوحيد بل وجدت عدة عوامل أخرى من بينها انخفاض أساليب التنظيم ومعدلات الكفاءة في القطاع العام.

إن الاعتماد المتزايد على لقطاع الحكومي في عملية التنمية يحد من القدرات على الابتكار والتجديد ومشاركة القطاع الخاص ورجال الأعمال، بالإضافة إلى هذا نجد أن الامتصاص القطاع العام للإمكانيات التمويلية والائتمانية الداخلية والخارجية طويلة الأجل قد أبعد القطاع الخاص عن المشاركة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في كثير من الدول.<sup>2</sup>

إن الإخفاق الكبير الناتج عن سيطرة الدولة لكونها مالكة الشركات على كل وسائل الإنتاج وهذا الإخفاق ناتج عن جملة من الأسباب وهي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - إبراهيم عواد المشاقفة، أثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، مرجع سابق، ص 56-57.

<sup>2</sup> - نادية عبد النعيم، الخصخصة وأثرها على التنمية، من الموقع: 11/2/2017: 23 pdf15 .org .alolabor

<sup>3</sup> - صلاح عواد الكبيسي، سناء عبد الكريم الخناق، إدارة برنامج التغيير واقع ومستقبل التجربة الراقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5، جامعة سطيف، 2005، ص 25.

1- أسباب إدارية: نتيجة عدم كفاية القطاع العام في تبني أنماط إدارية ملائمة ومتكيفة مع التغيرات البيئية.

2- أسباب سياسية: وهذا نتيجة لفشل الطر الشمولية في توفير الشفافية في الرقابة المفروضة في القوانين والتشريعات.

- الفساد في الإدارة الحكومية لانعدام اقتصاديات الثقة والمثل الأخلاقية ومبدأ النزاهة.

- ضغوطا دولية لبعض الدول النافذة سعيا لفتح وتوسيع الأسواق لمنتجاتها.

3- أسباب اقتصادية: لقصور النظرية الاقتصادية الشمولية في تحقيق مبدأ الكفاءة الاقتصادية وعدم قدرتها على التوزيع الفعال للموارد على النشاطات الاقتصادية فضلا عن مردودات تشجيع الاستثمار والتنمية والأخذ بمبدأ تصفية الشركات الخاسرة.

ثانيا - أشكال الخصخصة: يوجد شكلين للخصخصة هما:

01- الخصخصة الجزئية: لا يمكن للدولة وفي ظرف سياسي واجتماعي صعب أن تبدأ بخصخصة القطاع العام إلا تدريجياً حسب تفتح الدهنيات ورفع القيود المتعددة الأشكال المرتبطة بعمليات الخصخصة.

ويمكن الأخذ بالخصخصة الجزئية كحل لهذه الظروف وهذا ما يسميه ج ريفيرو (J Rivero) بالخصخصة الناعمة مقارنة بالخصخصة القاسية التي تشبه أكثر الخصخصة الشكلية (أو التسيير الذاتي)، والذي يعرفه كالتالي " لا تكون الخصخصة بإخراج مؤسسة من القطاع العام لإدخالها في القطاع الخاص بل بجلب عدد من عناصر القطاع الخاص وإدخالهم داخل المؤسسة العمومية.<sup>1</sup>

إلا أن الخصخصة الجزئية قد تفقد شيئا من معناها إذا تنازلت الدولة عن الجزء الأصغر من رأس المال الاجتماعي، أي الإبقاء على سلطة الرقابة على المؤسسات التي تمت خصصتها، ويرى بعض المؤلفون أنه ليس هناك في الحقيقة للخصخصة إذا حافظت الدولة على الرقابة المؤسسات العمومية ويساند ج مونيغر (J. Monerger) هذا الرأي الذي يثبت أن الخصخصة لا وجود لها عند منع تحويل السندات الممثلة لأصول المؤسسة العمومية إلى المستثمرين الخواص.<sup>2</sup>

هذا الفهم للخصخصة الجزئية يبدو مقيدا ومعارضاً لخصوصيات وإكراه الدول التي أقدمت على الخصخصة، وخاصة الدول السائرة في طريق النمو، أين تقل فيها الخصخصة الشاملة لسلطة الرقابة على المؤسسات العمومية، خاصة للوضع المالية والاقتصادية السيئة لهذه البلدان كما أنه لا يأخذ في الحسبان كل التقنيات التي تسمح للدولة بإبقاء رقابتها على المؤسسة التي تمت خصصتها، والتي يجوز فيها

2 - J. Rivero, **Rappor de synthèse de la commission sur les techniques de privatisation**, R.I.D.E, n :3, 1992,p375.

3 - J Monerger, **Rappor de synthèse de la commission sur les techniques de privatisation**, R.I.D.E, n :3, 1992,p67.

للمساهمين الخواص على حق الأغلبية في الرقابة، وفي الممارسة ويمكن للدولة بعد أن تنازلت عن أغلبية سلطة الرقابة وأصبحت بذلك تحافظ على حقها في الرقابة على المؤسسة التي تمت خصصتها بالأقلية. وهناك حالة خاصة وهي عند الخصخصة لصالح مساهمة مجزأة بين صغار الحاملين، أو في حالة تستعمل فيها الدولة السهم الممتاز للحفاظ على حق الرقابة والتجميد على المؤسسات التي تمت خصصتها وهذا الترتيب الأخير للرقابة والمستوحى من (السهم الذهبي) البريطاني، يسمح لحامله حتى ولم يكن يحوز على عدد محدود من الأسهم أن يشارك فعليا في جمعيات المساهمين مع ممارسة حقه في الكلام والتدخل في تعيين المسيرين أو بمعارضة أي التنازل عن الرقابة، ويسمح هذا السهم للدولة بإبقاء رقابة حقيقية على المؤسسات العمومية.

وقد أخذت دول عديدة بهذه الوسيلة للرقابة في ترتيباتها القانونية للخصخصة ومن بينها فرنسا الجزائر تونس، ويمكن أن تعتبر كخصخصة جزئية كل من عقود التسيير، التنازل عن طريق الامتياز عن الخدمات العامة، إزالة القيود التنظيمية لقطاعات خاضعة للاحتكار، المناولة والإيجار.

**02- الخصخصة الشاملة:** نقول أن الخصخصة شاملة عندما تنتقل كل حقوق الملكية الدولة إلى القطاع الخاص إما بالتنازل عن الأسهم أو بالتنازل عن الأصول، ويعتقد بعض المؤلفون وهم يرتكزون على معيار ملكية المؤسسة وحده أن هذا الشكل للنقل العام هو الشكل الوحيد للخصخصة الفعلية، مع ذلك فإن هذا التصور يتميز بأنه واضح في محيطه عكس التصور الواسع والذي حسب أ بوان O Bouin و(س أ ميشالي) يشكو من عيب الخلط بين إجراءات غير متجانسة بشدة تشكل جمعاً لا يمكن تفسيره.

ورغم العائق يبقى التصور الواسع للخصخصة هو الأكثر انتشاراً في العالم بسبب أنه يسمح باستخدام أشكال للنقل مكيفة وفق الوضعية السياسية والاجتماعية للبلدان التي باشرت عمليات تحويلية صعبة، وهو عموماً مستعمل جداً من طرف الدول ذات الظرف السياسي الصعب، كالبلدان ذات التوجه الاشتراكي سابقاً، والدول السائرة في طريق النمو أين يمكن للتحويلات أن تنتج مفعولاً رجعياً من شأنه أن يؤدي إلى إعادة النظر في الإصلاحات.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: دوافع وأسس الخصخصة.

**أولاً- دوافع الخصخصة:** هناك عدة دوافع التي دفعت الدول للجوء إلى الخصخصة ويمكن إيجازها كالآتي:

#### **01- دوافع اقتصادية: وتكمن في:<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> - غرداين عبد الواحد، خصوصية المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2012-2013، ص44.

<sup>2</sup> - نفيسة حجاج، أثر الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة التوزيع وصيانة العتاد الفلاحي، مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

أ- الحد من العجز في الميزانية العامة للدولة التي تسببه المؤسسات العمومية: تعد الخصخصة الوسيلة الهامة لتخفيض العجز في ميزانية الدولة وبالتالي الحد من الآثار المترتبة عليها خاصة فيما يتعلق بالانتماء المحلي، التضخم، عجز ميزان المدفوعات، وعن طريق الخصخصة سوف تتخلص الدولة من ملكيتها للشركات الخاسرة لأن العديد من المؤسسات العمومية التي تعاني من المديونية تأخذ مواردها المالية من ميزانية الدولة، وهذا لتحقيق التوازن وذلك بالتخلص من الأموال التي تربحها من بيعها لهذه الشركات وتسدد بها عجز الميزانية العامة، وتخفيض من الضرائب والرسوم.

ب- تعمل الخصخصة على زيادة معدل النمو الاقتصادي: إن القطاع العام رغم انتشاره لم يثبت نجاعته في تحقيق التنمية الاقتصادية للدول، وهذا لعدة أسباب من بينها عدم التنسيق بين وحدات القطاع العام وبين القطاع العام والقطاع الخاص، وهذا ما يؤكد أن النماذج التي بنيت عليها غير واقعية وأنه لا ضرورة للاحتفاظ بالقطاع العام فالخصخصة تعمل على رفع النمو الاقتصادي وتحسين جودة السلع والخدمات الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الأعباء الضريبية والتضخمية ومن ثم زيادة الادخار والاستثمار وبالتالي التوظيف الكامل للموارد البشرية والمالية للمجتمع.

ج- تساعد الخصخصة على رفع الكفاءة الاقتصادية: تختلف أهداف الملكية العامة عن الملكية الخاصة فالأولى تهدف إلى تحقيق المنفعة العامة في جميع الحالات حيث يكون سعر بيع المنتجات أقل من نفقة الإنتاج وهذا يؤدي إلى عجز الميزانية العامة، وكذلك يتم تعيين الموظفين فيه على أساس الولاء السياسي أو الشخصي ولا يعتمد على الكفاءة والمهارة بمعنى آخر يتم التوظيف على أساس الاجتماعي أكثر من الاعتبارات الاقتصادية مما يدل على نقص الخبرة والكفاءة في تسيير الموظفين، أما القطاع الخاص فتشير بعض المؤشرات الإحصائية إلى أن شركات هذا القطاع تتميز بمستوى أداء أعلى من شركات القطاع العام من خلال قدرتها وتركيزها على تحقيق الأرباح وكذا كفاءتها في التسيير الأمثل للموارد، حيث أنه من النادر أن نجد قطاع خاص يشتري تكنولوجيا في صورة آلات ويبيعها في مخازنه دون استعمالها مما يعني ارتفاع مستوى الإنتاجية.

فالخصخصة تؤدي إلى إقامة بيئة أكثر كفاءة عن طريق تحويل التركيز من حماية المؤسسة إلى حماية المستثمرين، فالمؤسسات التي تعمل في إطار المنافسة ولكنها لا تحقق أرباح ستنتهي بالإفلاس أو الزوال وفي هذه الحالة يعاد شراؤها من طرف مستثمرين آخرين، وكذلك تعمل الخصخصة على تحقيق الفعالية الاقتصادية حيث أن مؤسسات القطاع العام محمية من المنافسة بفضل القواعد الحكومية والقوانين مما يجعل الفعالية الاقتصادية تغيب فيها.

02- الدافع الاجتماعي: تؤدي الخصخصة إلى تحقيق الحرية الشخصية وتحفيز العمال على الإنتاج والعمل، كما تتم مراقبة سلوك العمال على الانضباط في الإنتاج وعدم التقصير، وهذا لأجل الزيادة في الإنتاج مع جودة عالية وبتكلفة أقل وهذا ما يؤدي في الأخير إلى الزيادة في أرباح المشروع، كما يمكن

للدولة أن تعتمد على سياسة الخصخصة نظراً للخصائص التي تتسم بها للقضاء على المشاكل والتلاعب الاجتماعي كالمحوسبة والرشوة.

**03- الدافع السياسي:** يرى دعاة الخصخصة أنه من الضروري تحويل الاقتصاد الوطني إلى اقتصاد أكثر كفاءة ومرونة، حيث أصبح في الوقت الحاضر ضرورة انتقال رؤوس الأموال والتبادل بين مختلف الدول ضرورة حتمية لا مفر منها، والخصخصة لها دور بليغ في تعظيم دور الدولة في العلاقات الدولية كما أنها أساسية لنجاح التكامل الاقتصادي في ظل التطورات التي تحدث في العالم اليوم.<sup>1</sup>

**ثانياً- أسس وضوابط سياسة الخصخصة:** كي يتم تطبيق سياسة الخصخصة بنجاح لا بد من مراعاة عدد من الأسس وتكمن هذه الأسس في:

**01- تهيئة الرأي العام:** يجب القيام بحملة توعية ضخمة للمواطنين حيث توضع من خلالها المفاهيم الصحيحة للخصخصة وأثارها المتوقعة.

**02- إعداد الإطار المؤسسي الجيد للخصخصة:** حيث يعتبر من أهم أسس نجاح سياسة الخصخصة وهو وضع إطار قانوني شامل لبيئة الأعمال في الدولة، أي وضع الضوابط الصريحة والواضحة للتحويل إلى اقتصاد السوق بشكل عام وفي كافة جوانبه السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

**03- إنشاء الآليات الخاصة بتنفيذ سياسة الخصخصة:** إن التطبيق يستلزم إنشاء إدارة خاصة بالخصخصة لها مهام محددة ومن بينها إعداد برنامج الخصخصة ليشمل وضع الإطار العام للشركات وفق جدول زمني محدد وضمن اعتبارات محددة لاختيار تلك المؤسسات والمشروعات من حيث وضعها المالي وأهميتها في الاقتصاد القومي، تحديد قيمة السهم، مساعدة الشركات العامة المتعثرة وذلك عن طريق إعادة هيكلتها لتهيئها للخصخصة، إعادة قاعدة بيانات واختيار الأساليب المناسبة للخصخصة.<sup>2</sup>

**04- دعم وتقوية أسواق رأس المال:** العمل على إيجاد سوق رأس المال وبورصة الأوراق المالية على درجة كبيرة من الكفاءة لطرح أسهم الشركات للتداول، وقيام هذه الأسواق بمتابعة أداء هذه الشركات عبر متطلبات الالتزام القانوني فيها، وكذلك الحال لوجود البنوك وشركات التأمين بدرجة عالية من الكفاءة كي تساهم في إنجاز عمليات الخصخصة.

<sup>1</sup> - صوفان العبد، دور الجهاز المصرفي في تدعيم وتنشيط برنامج الخصخصة دراسة تجريبية جزائرية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2011، ص38.

<sup>2</sup> - حسن عبد الكريم سلوم، خديجة جمعة الزويني، دور المؤسسات الصغيرة في دعم عملية الخصخصة في البلدان العربية، مرجع سبق ذكره ص11.

**05- المحافظة على دول فعال للدولة:** من أسس تطبيق الخصخصة تحديد الدور الذي يضطلع به كل من القطاع الخاص والدولة في الاقتصاد الوطني، ولعل دور الدولة في ظل الخصخصة يتركز على المهمات التالية:

- وضع قواعد القانون أو البناء المؤسسي.
- المحافظة على عدم تشوه بيئة السياسات الاقتصادية.
- زيادة الاستثمار في الخدمات الاجتماعية والبنية الأساسية.
- حماية الفئات المتضررة ( وعادة ما تكون من أصحاب الدخل المحدود) من آثار الإصلاحات.
- يجب أن تطلع بالتخطيط الاستراتيجي وصناعة القرارات السياسية والاقتصادية ووضع أسس الانضباط والإدارة.<sup>1</sup>

#### الفرع الثالث: العوامل التي تساعد على نجاح إستراتيجية الخصخصة.

الخصخصة بوصفها عملية تغيير جذرية، وهي ليست ترف فكري وإنما ممارسة عملية تستوجب جملة من العوامل التي تساعد على نجاح هذه الإستراتيجية وهي:<sup>2</sup>

- ✚ بناء نظام سياسي ديمقراطي شفاف.
- ✚ التحول في فلسفة الدولة من مالك للشركة ووسطاء الإنتاج إلى مشرف على عملية اقتصادية.
- ✚ يجب أن تكون مرحلية ولا تكون دفعة واحدة ومنظمة ومنضبطة عبر تشريعات حكومية، لأن التحول إلى الخصخصة المتسرع سوف ينتج عنه بين هذه الشركات بأثمان بخسة تكون نتيجتها التقريط في الملكية العامة.
- ✚ يجب أن تسبق عملية التحويل إعادة تأهيل هذه الشركات ورفع كفاءتها الإنتاجية.
- ✚ يجب أن تتجنب عملية الخصخصة إلحاق المزيد من الخسائر والمآسي بالمجتمع ولاسيما في تسريح العمال أو تشغيل اليد العاملة الوافدة مما يزيد من ظاهرة البطالة ويخلق المزيد من الإختلالات الاجتماعية.

<sup>1</sup> - فالخ أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، مرجع سابق، ص 30-32.

<sup>2</sup> - صلاح الدين عواد الكبيسي، سناء عبد الكريم الخناق، إدارة برنامج التغيير واقع ومستقبل التجربة العراقية (نموذج مقترح)، مرجع سبق ذكره ص 25.



**المطلب الثالث: الخصخصة بين المؤيدين والمعارضين ومراحلها واستراتيجياتها.****الفرع الأول : الخصخصة بين المؤيدين والمعارضين.**

تستند الخصخصة على الصعيد العالمي إلى مجموعة من المبررات التي تسوقها دعاة الخصخصة لتأكيد صحة وسلامة وجهة نظرهم، ويمكن استعراض أبرز المبررات التي يطرحها مؤيدو ومعارضو الخصخصة.

**أولاً- المؤيدون للخصخصة:** هناك جملة من المبررات والحجج الداعية لتبني الخصخصة نذكر منها:

01- بشكل عام يجري تبرير الخصخصة على أساس قدرة القطاع الخاص على توفير كفاءة إدارية للموارد وكذلك توفير حسن أداء المؤسسات وهذا ما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتقديم حوافز على تعبئة وتوجيه الادخار نحو مشاريع مربحة وتعميم الملكية على قطاع أكبر من المواطنين وبخلق سوق مالية نشطة تشجع الادخار وتوفر قناة مناسبة للتمويل.

02- تؤدي الخصخصة إلى نشر ملكية الأسهم بين القطاعات الكبيرة مما يحقق عدالة اجتماعية أكبر واستقرار اقتصادي أفضل، وخاصة أن العنصر الرئيسي من عناصر تحويل الملكية للقطاع الخاص والمتمثل في امتلاك العاملين للأسهم الشركات العامة التي يعملون بها.<sup>1</sup>

03- إن التحول من القطاع العام إلى الخاص يزيل عن كاهل الدولة عبئ خسارة هذه المؤسسات وبالتالي فإن الخصخصة تساعد على حل مشكلة عجز الموازنة وتقليص الديون للعدد من الدول التي تنتهج هذه السياسة.

04- تعد الخصخصة سبيلاً لعلاج ضعف الكفاءة الاقتصادية المرتبطة بالملكية العامة باعتبار ذلك نتيجة طبيعية لخفض درجة التدخل السياسي في عمليات المشروعات الخاصة، وهو ما يقود إلى تحسين أداء المشروع.

05- تؤدي إعادة ضخ الأموال المتأتية من الخصخصة في خزينة الدولة إلى إمكانية استخدامها في مشاريع إنمائية واجتماعية، فضلاً عن إمكانية استخدام مثل هذه العوائد للتخفيف من عجز الميزانية.

06- إن الخصخصة ستضع المدراء في المسؤولية المباشرة أمام المالكين الجدد الذين يسعون لتحقيق الربح وبالتالي سيراقبون أداء المؤسسة ويتابعون انجازاتها وينقدون فشلها وتعثرها، كما أن المؤسسات المحولة إلى القطاع الخاص ستواجه قيوداً مالية صعبة وستخضع للقوانين والقواعد الاقتصادية التي تحكم

<sup>1</sup> - بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة (دراسة لواقع التجربة المغربية)، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد حيدر بسكرة، 2014-2015، ص ص136-137.



أسواق رأس المال وأسواق السلع والخدمات، كما ستصبح المؤسسات في وضع تنافسي مما يدفعها إلى إتقان عملها لإرضاء المستهلكين، وإلا خسرت وخرجت من السوق.<sup>1</sup>

07- تؤدي الخصخصة إلى إيجاد مناخ تنافسي بين القطاعات الاقتصادية المختلفة وهذا من شأنه ترك أثر إيجابي على كمية وجودة الإنتاج أو الخدمة المقدمة وتوفير مبالغ وفيرة من خلال وقف نزيف القطاع العام عن دعم المنشآت المتعثرة على أساس تجاري كما أنها تساهم في تقليل البيروقراطية الحكومية وجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتعبئة المدخرات الوطنية والتخلص من الفساد الإداري والمحوسبة نتيجة إخضاع عملية التوظيف في ظل القطاع الخاص لمعايير اقتصادية سليمة ترتبط بالتكلفة واقتصاديات التشغيل، وتوظيف السيولة النقدية اللازمة لخدمة التنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية وتطبيق نظام السوق، حيث أن تطبيق الخصخصة يمكن القطاع العام من تركيز جهوده وموارده نحو الأمور الإستراتيجية التي لا يمكن للقطاع الخاص القيام بها، مثل الأمور السياسية والأمنية والدفاعية ويؤدي إلى رفع الكفاءة الاقتصادية لوحدات النشاط الاقتصادي عن طريق تخفيض النفقات للحد الأدنى وتحسين الإنتاج وزيادة الفرص الاستثمارية.<sup>2</sup>

**ثانيا- المعارضون للخصخصة:** هناك جملة من المبررات والحجج والتي ترفض تبني سياسة الخصخصة نذكر منه:

01- تنطلق هذه الانتقادات من الأصل الذي نشأ منه الخصخصة كسياسة اقتصادية تتبناها المؤسسات الدولية وتدعو إليها ( صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) حيث دفعت هذه المؤسسات إلى تصفية القطاع العام وتدعيم القطاع الخاص داخل البلدان النامية، وزرع السياسات الرأس مالية في أنحاء العالم ويهدف إلى تكريس الهيمنة ليس إلا.

02- يرى معارضو الخصخصة أنها تؤدي لهدم الدولة، غير أن الدولة تقوم لخدمة المواطن ولا بد أن تكون هناك رقابة ومساءلة عن البيان أن الرقابة والمساءلة على منشآت القطاع الخاص هي الأكثر فعالية ويمكن للدولة إلغاء العقود مع المنشآت الخاصة لو خالفت المصلحة العامة شرط التعاقد.

03- أن الرهان على الخصخصة كعلاج للمسائل الاقتصادية التي تعانيها بشكل خاص البلدان المتخلفة في غير محله لأن الشروط المطلوبة لنجاحها مثل السوق التنافسية الحرة، البورصة، المؤهلات الإدارية العالية... إلخ غير متوفرة إلا في البلدان الرأسمالية المتطورة.

<sup>1</sup> - حسين بورغدة، طيب قصاص، الخصخصة مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، من 3-7 أكتوبر 2004، ص5.

<sup>2</sup> - فالج أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، مرجع سابق، ص41.

- 04- يؤدي تطبيق برنامج الخصخصة في حالات عديدة إلى ظهور نسبة محدودة من المجتمع تتميز بدخل نقدي عالٍ، مما يؤدي إلى تفاوت واضح في دخول أفراد هذا المجتمع وينعكس على استقرار البلدان من النواحي الاجتماعية والاقتصادية وحتى السياسية.<sup>1</sup>
- 05- صعوبة إجراء عمليات التقييم للمؤسسات العامة مع أصولها الثابت والمتغيرة، والتي يتقرر عرضها للبيع إلى القطاع الخاص أو عدم إتباع إجراءات أصولية في عمليات التقييم بذاتها باعتبارها من أعقد المشاكل التي تواجه التطبيق الفعلي لهذا البرنامج.<sup>2</sup>
- 06- الخصخصة نجحت في تحقيق جزء هام من الأهداف الرأس مالية العالمية فتراكمت أرباح المؤسسات المتعددة الجنسيات.<sup>3</sup>
- 07- مخاطر التدخل الأجنبي في الاقتصاد والأمن الوطني، فمقايضة الديون الخارجية ببعض الأصول يعني توجيه الاقتصاد للمصلحة الأجنبية.
- 08- النتائج السلبية للخصخصة والتي من أهمها زيادة نسبة البطالة، فالخصخصة في الدول النامية لم تكن إلا في وضع متدهور، ونتيجة لذلك بقية شعوبها مطالبة بالاستمرار في معاناتها في ظل السياسة الجديدة، فقد اضطر العمال في كثير من المؤسسات العامة إلى دفع تكاليف اجتماعية باهظة باعتبار الخصخصة تؤدي إلى فقدان مناصب الشغل، حيث أن أصحاب العمل الجدد يمكنهم طرد أو فصل الإجراء مقابل مصاريف قليلة أو حتى دون مصاريف.<sup>4</sup>
- 09- كما نشير هنا إلى أن تضخم المصروفات العامة لا يرجع إلى زيادة حجم القطاع العام ومحدودية العائد منه وإنما عجز الميزانية يعود إلى تضخم الصرف على الأمن وشراء الأسلحة والترتيبات الدفاعية ومشروعات الترف الأساسي وأمور أخرى، فبينبغي أن لا يفهم البعض بأن بقاء المشاريع الضخمة بعهدة الدولة له آثار سلبية تؤدي إلى العجز في الموازنة أو حصول التضخم كما يرى المعارضين للخصخصة بأنه ليس ضرورياً أن تؤدي الخصخصة إلى زيادة الكفاءة الاقتصادية، لأن شكل الملكية ليس لها علاقة بالكفاءة ولكن شكل الإدارة هو الذي يحدد ذلك.

<sup>1</sup> - بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة (دراسة لواقع التجربة المغربية)، مرجع سابق، ص 137-139.

<sup>2</sup> - نزار قنعون، الخصخصة الاقتصادية بشكل عام: إيجابياتها وسلبياتها، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 2، سوريا، 2005، ص 47.

<sup>3</sup> - حسين بورغدة، طيب قصاص، الخوصصة مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر، مرجع سابق، ص 6.

3- Stiglitz Josepl. La grande des illusion, Fayard, paris, 2002, p :89.

10- كما أن الخصخصة تؤدي إلى ارتفاع الأسعار وخروج الأموال الطائلة إلى خارج الدولة فالأرباح التي ستجنيها الشركات الأجنبية تذهب إلى خارج الدولة وإضافة إلى أن الإيرادات ستجنيها الحكومة من جراء الضرائب التي تفرضها على الشركات الأجنبية ستقوم بدفعها على شكل إعلانات وزيادة في الرواتب.

11- تعني الخصخصة تصفية القطاع العام وهو ضروري للتنمية وإرساء قاعدة متينة للصناعة والزراعة والنهضة عموماً حيث أن القطاع العام ضروري لقيام صناعات إستراتيجية وصناعات ضخمة ذات طبيعة خاصة تفرضها اعتبارات قومية وأمنية.<sup>1</sup>

**جدول رقم 02-01: حجج المؤيدين والمعارضين للخصخصة.**

حجج المؤيدين للخصخصة	حجج المعارضين للخصخصة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الكفاءة الاقتصادية وتخفيف الأعباء المالية عن الموازنة.</li> <li>- العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية.</li> <li>- تخفيف الأعباء المالية عن المديونية الخارجية.</li> <li>- العمل على توسيع الملكية العامة في المجتمع.</li> <li>- التخلص من المزاحمة بين القطاع العام والخاص.</li> <li>- تخليص مؤسسات وشركات القطاع العام من المحوسبة والفساد الإداري.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- التدخل في الأمن واقتصاد الوطني على أيدي مستثمرين أجانب.</li> <li>- لا يوجد ارتباط بين الكفاءة وطبيعة الملكية.</li> <li>- تركيز ثروة البلاد في يد فئة قليلة من الشعب</li> <li>- القطاع العام لها آثار اجتماعية ايجابية في المجتمع .</li> <li>- الخصخصة إحدى الوسائل لتصفية الدول .</li> <li>- زيادة الاحتكارات الخاصة.</li> </ul>

المصدر: إبراهيم عواد المشاقبة، اثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، مرجع سابق ص50.

مما سبق يمكن القول انه لا يمكن التسليم بكل حجج المدافعين عن الخصخصة، كما لا يمكن أن ندفع كل براهين المعارضين، فالنظر المعتمد يقودنا إلى التعامل مع عملية الخصخصة كأداة اقتصادية للإصلاح دون تغييب دور الدولة من خلال توفير الإطار الفني الذي يصبغ مضمون الخصخصة بطابع يتماشى مع الظروف الاجتماعية والفلسفية الاقتصادية والسياسية، مما يساعد على قيام الأجهزة الرقابية الفنية التي تضمن سير الخصخصة وفق خطها المرسوم لخدمة الصالح العليا للدولة.

<sup>1</sup>- صلاح عباس، الخصخصة المصطلح التطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2005، ص 99.

**الفرع الثاني: مراحل الخصخصة.**

تمر عملية الخصخصة بمراحل معينة قبل أن تتجز بصورة نهائية ويجب تهيئة المناخ المناسب من قبل عملية الخصخصة والقيام بإصلاحات اقتصادية بالشركات أو المؤسسات المراد خصصتها وتمر الخصخصة بعدة مراحل<sup>1</sup>:

**أولاً- مرحلة الإعداد :** يتم في هذه المرحلة معرفة الشركات والمؤسسات المرشحة لعملية الخصخصة وتحديد مدى استعدادها لذلك كما يتم في هذه المرحلة إعادة هيكلة هذه الشركات لجعلها جارية للمستثمرين من خلال محاولة الحد من انخفاض الكفاءة وضعف تكاليف التشغيل واقتراح هيكل تنظيمي أكثر كفاءة وتصفية الاحتكارات وإطلاق المنافسة وتقليص الإجراءات الحمائية تدريجياً.

**ثانياً- مرحلة تنفيذ الخصخصة:** تعتبر هذه المرحلة من أهم عوامل الخصخصة حيث يتم فيها اختيار الأسلوب المناسب لخصخصة مؤسسات القطاع العام كما يتم لتقييم دقيق وصحيح حيث لا تفقد الدولة موارد مستحقة في حالة التقييم المتدنية، وكذلك لا بد من اختيار أسلوب التقييم المناسب، كما يتم في هذه المرحلة تشجيع المنافسة بين أكبر عدد من المستثمرين والدولة على السواء ولنجاح عملية البيع يتم التجهيز المسبق للمؤسسة من خلال إعداد برنامج محدد ومعلن يوضع الشروط التغطية لبيع المؤسسة ووضع الضمانات والتي تحكم نجاح عمليات البيع وتحقيق الفائدة المتوقعة من عملية الخصخصة.

**ثالثاً- مرحلة الرقابة والمتابعة لعملية الخصخصة:** يتم في هذه المرحلة مراقبة عمليات الإنتاج وتنفيذ ما تم الاتفاق عليه سابقاً، وذلك من خلال جهاز تنظيمي وإشرافي لمراقبة الأداء كما ونوعاً ثم تقديم التقارير من أجل تقييم التقارير من أجل تقييم العملية على أساس موضوعي ودعم الجوانب الايجابية وتجنب الآثار السلبية.

وتتجز كافة هذه المراحل من خلال تشكيل فريق متكامل من الإداريين والاقتصاديين والمحاسبين والقانونيين وأي أعضاء من مهن أخرى يمكن أن يساهموا في عملية الخصخصة.

**الفرع الثالث: استراتيجيات الخصخصة.**

لتطوير قطاعات الأعمال تم تبني استراتيجيات محددة وواضحة المعالم ولعل أبرز محاورها و ملامحها ما يلي:

- تحرير إدارة الشركات من السيطرة الكاملة للوزارات والأجهزة البيروقراطية واعتمدت في ذلك صيغة الشركات القابضة التابعة كنموذج وهو مشابه في مواصفاته وأسس تكوينه نموذج الهيئات العامة، إلا أن التجربة وحدها هي التي سوف تصدر الحكم على هذه النماذج المستحدثة.

<sup>1</sup> - إبراهيم عواد المشابقة ، اثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات ، مرجع سابق ص ص 78-79.

-تبني آلية واضحة لاشتراك القطاع الخاص في ملكية الوحدات أو تصفيتها عند الضرورة، وهو ما لم يكن ممكنا في الفكر الاقتصادي للقطاع العام.

-تطوير آلية فعالة لمراقبة أداء الإدارة وإمكانية محاسبتها واستبدالها بشكل دوري عند الضرورة.  
-إخضاع تمويل النشاط لمعايير وسوق المال وإنهاء ممارسات الاسترجاع المال لشركات القطاع العام واستنزافها للموارد القومية لاقتراض المفروض من البنوك أو بتحمل خسائرها على الدولة.

-اشتراك العمال في الإدارة بصيغة تتمشى مع متطلبات قطاع الأعمال بعد مرحلة من الأداء لهذه الإستراتيجية يتقرر ما إذا كانت تستعير في نهاية المطاف إلى التطوير المفترض أو المستهدف أو أنه سوف يتطلب الأمر إضافات أو تعديلات تفرضها الظروف والنتائج وتستوجبها الضروريات الاقتصادية للخصخصة .<sup>1</sup>

وبناء على الأهداف التي تضمنها برنامج الخصخصة فهناك ثلاثة استراتيجيات أساسية هي :<sup>2</sup>  
**أولا -الخصخصة الواقعية (البرجمائية):**تلجأ هذه الإستراتيجية إلى إيجاد حلول مؤقتة لمشكلات طارئة وتقدم برامج الخصخصة في المدى القصير، مثال ذلك ما قامت به شركة السكك الحديد الإيطالية المؤممة ( أف أس) بإدخال إصلاحات تتلاءم مع حرية السوق ولاسيما أن الهدف منها تقليص الفساد، وتقدم الخصخصة من هذا المنظور حلا إداريا لمشكلة وإجراء تغيير في التنظيم لتحقيق الأهداف، وهذه الأشكال من الخصخصة يكثر ظهورها في الدول التي لها توجهات سياسية ونجحت في التخلص منها وتعزز الخصخصة الواقعية عملية التخلص من هذا التأسيس ( التسيير) للمؤسسات الاقتصادية وتنزل لعوامل السوق إدارة الاقتصاد بعيدا عن تدخل الدولة.

ونرى أيضا أن إصدار الأسهم للمساهمين من القطاع الخاص أو بيع المؤسسات الفرعية مجرد ذرائع لضمان ربحية المؤسسات في المدى القصير، أن عددا من صور الخصخصة البرجمائية قد يكون الدافع إليها الأزمات الداخلية المتعلقة بالميزانية أو الحجز في ميزان المدفوعات وهذا ما تعانیه كثيرا من الدول النامية .

ويمكن القول أن إستراتيجية الخصخصة الواقعة يكون الهدف الرئيسي التكيف مع الظروف المتغيرة وتقديم حلول المشاكل الطارئة إذا توافرت بدائل مناسبة لمعالجتها عن طريق تحقيق عوائد جديدة وتنويع مصادر الدخل، وقد تكون بعيدة عن إجراء تغييرات هيكلية يمكن الاعتماد عليها للتمييز بين أنماط الخصخصة، وليست مجرد عمليات التغيير في أشكال التمويل والملكية وإصدار القوانين وتقديم الخدمات.

<sup>1</sup>- صلاح عباس، الخصخصة المصطلح التطبيقي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص ص 89- 90.

<sup>2</sup>- بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة (دراسة لواقع التجربة المغربية)، مرجع سبق ذكره، ص ص 115-

ثانيا- **الخصخصة التلقائية ( المرحلية أو التكتيكية )**: تعتمد هذه الإستراتيجية على تنفيذ الدولة لوسائل تشجيعية لتحفيز المبادرات لإفراد المؤسسات القطاع الخاص مع تهيئة الإمكانيات الاقتصادية والبنية الرئيسية الملائمة لنمو هذا القطاع، وذلك بإطلاق قوى السوق وتهيئة الوسائل الملائمة للاستثمار والإنتاج ويلاحظ أن تنفيذ هذه المتطلبات يتطلب مدة زمنية طويلة لقيام جميع المؤسسات العامة والخاصة بتعديل خططها المتعلقة بالادخار والاستثمار، واستنادا إلى متطلبات الخصخصة التلقائية التي تؤكد على أن القطاع الخاص ودعمه لزيادة ثقته في الاقتصاد الوطني يجب أن لا يؤثر في وضعية الأنشطة التي يضطلع بها القطاع العام.

وتطبق هذه الإستراتيجية غالبا في الدول النامية استجابة لما يطالب به البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وذلك بوضع خطط في الدول بوضعه شرطا مسبقا للحصول على قرض، ويعتقد أن الخصخصة التلقائية توفر عددا من السمات الايجابية في تهيئة البيئة الملائمة لتقبل عملية الخصخصة، وتطبق كذلك خصوصا في البلدان التي تشهد تحولات جذرية من الاقتصاد الشمولي إلى اقتصاد السوق، كما يجب أن يرافق تطبيق سياسة الخصخصة التلقائية ملاحظة نسبة النمو في القطاع الخاص في الاقتصاد القومي مقارنة بمثيلاتها في القطاع العام، وطبيعي انه طالما أن المؤسسات العامة تمثل عينة كبيرة من النشاط الاقتصادي فلا بد أن نحظى بنسبة كبيرة من النشاط الاقتصادي، من خلال الاستثمارات الإضافية، وهذا كفيل باستمرار سيطرة القطاع العام، ومن ثم يعطي تفسيراً لفشل الخصخصة التلقائية في تغيير صفة الاقتصاد.

ثالثا- **الخصخصة الهيكلية (البنوية)**: تدرج هذه الإستراتيجية في سياسة الإصلاح الاقتصادي وعادة ما يتطلب تنفيذها مدة طويلة من الزمن بدءا من الإجراءات التمهيديّة المتعلقة بتنفيذ إستراتيجية الخصخصة التلقائية تتبّع إجراءات هيكلية تستند إلى تصفية المؤسسات العامة التي تثبت عدم جدوى إصلاحها ليتم بيعها أو حتى فصل ملكيتها عن إدارتها، وقد ظهرت الخصخصة الهيكلية في أوائل التسعينات حيث بدأت الاقتصاديات التي كانت مخططة مركزيا في التحول إلى اقتصاد السوق، وهذا يتطلب خلق بيئة اقتصادية تعتمد على مزايا السوق، لنتمكن تلك المؤسسات الناشئة أو المتحوّلة من إجراء تغييرات معتمدة على التغييرات التي تؤثر فيها السوق من خلال التحول في الأسعار النسبية المتحكم بها إلى نظيرتها التي تعتمد على فرص البديلة، وهو الأمر الذي يقود في صيغته النهائية إلى التغييرات الهيكلية في مكونات الاقتصاد القومي وقد كان هناك اختلافا شديدا بين الاقتصاديين حول اختيار أفضل الاستراتيجيات لتنفيذ عملية الإصلاح في نظام الملكية.

## المبحث الثاني: الإجراءات اللازمة لتنفيذ الخصخصة.

من البديهي عند تبني أي سياسة لابد من وضع برنامج وخطوات فعالة ومدروسة تحيط بكل الجوانب المتعلقة بهذه السياسة حيث لابد أن يراعي البرنامج البيئة المراد تطبيق سياسة الخصخصة فيها وجميع المتطلبات التي يجب أخذها بعين الاعتبار لضمان نجاح هذه السياسة إلا أنه كل سياسة أو أمر جديد لابد أن يواجه صعوبات ومعوقات تعيق تنفيذه وجب أخذها بعين الاعتبار حتى يمكن التقليل منها أو حلها.

### المطلب الأول: أساليب الخصخصة العوامل المتحركة في اختيار طرق الخصخصة.

#### الفرع الأول: أساليب الخصخصة.

##### أولاً: طرح الأسهم في الاكتتاب العام الطرح الكلي أو الجزئي.

يقصد بالطرح الكلي العام قيام الحكومة بطرح كل أو جزء من أسهم رأسمال المنشأة للبيع للجمهور من خلال سوق الأوراق المالية،<sup>1</sup> ويعتبر هذا الأسلوب أفضل الأساليب من وجهة النظر الاقتصادية، لما يؤدي هذا الأسلوب من توسيع نطاق الملكية وقاعدة المنافسة.

وفي حالة قيام الحكومات ببيع نسبة من أسهمها في الشركة فالنتيجة هي أن تصبح الشركة مختلطة "حكومية، قطاع خاص"، وقد يكون الغرض من هذا التصرف تنفيذ سياسة التحرر الاقتصادي أو الرغبة من جانب الحكومة في الاحتفاظ بوجود لها في الشركة، أو أن يكون بمثابة الخطوة الأولى نحو الخصخصة الكاملة لها.

ولنجاح هذه الطريقة يجب توفر الشروط التالية:

- 1- أن تكون الشركة مستمرة ولها سجل أداء مالي معقول ومبشر في المستقبل.
- 2- أن يكون هناك قدر كبير ومتاح من المعلومات المالية والإدارية عن الشركة، ويتم الإفصاح عنه للمستثمرين.
- 3- وجود سوق نشط للأسهم.
- 4- توفر قدر محسوس و ملموس من السيولة النقدية في السوق المحلي لتمويل الشراء.

##### ثانياً: طرح الأسهم في الاكتتاب الخاص.

<sup>1</sup> - مصطفى حسين المتوكل، الخصخصة خلق آفاق جديدة أمام القطاع الخاص، المؤتمر العلمي الخامس حول مستقبل اليمن في ظل المتغيرات المحلية والإقليمية والدولية، 23-25 أكتوبر 2005، ص 1.

يقصد بالطرح الخاص بيع أسهم المنشأة أو جزء منها لمستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين ويمكن التمييز بين أسلوبين شائعين للطرح الخاص هما المعطيات، والتفاوض المباشر. ويفضل هذا الأسلوب في حالات الشركات ذات الأداء الضعيف، أو الشركات التي تحتاج إلى مالين أقوىاء تتوفر لديهم الخبرة الصناعية والمالية والتجارية اللازمة لنجاح الشركات، وكذلك الدعم المالي القوي.

كما يلاحظ أن هذه الطريقة قد تكون هي الطريقة المجدية الوحيدة في حالة غياب سوق أسهم نامي حيث لا توجد آلية يمكن من خلالها الوصول إلى جمهور المستثمرين، علاوة على أن أحجام بعض الشركات قد لا يكون من الكبر بحيث يبرر الاكتتاب العام.

### ثالثاً: بيع أصول الشركة بالمزاد العلني.

يلاحظ في الطريقتين السابقتين أن عملية الخصخصة تتم من خلال قيام القطاع الخاص بشراء أسهم الشركة الحكومية والمستثمر في أداء نشاطها، أما هذه الطريقة فتأخذ شكل شراء أصول الشركة بصفة أساسية، وتتم هذه العملية بالمزاد العلني.

وفي الواقع يوجد العديد من صور بيع الأصول، ومن أهمها:

1- إذا كان المرغوب فيه خصخصة جزء من الشركة: فإنه يمكن التصرف في هذه الأصول مع بقاء الجزء الرئيسي من الشركة مستثمراً في نشاطه، وبالتالي فإنه هذه الطريقة تكون مفيدة في حالة الرغبة في تقليص حجم الشركة.

2- إذا كان الاتجاه هو بيع الشركة بالكامل: ولكن لا يمكن تحقيق ذلك من خلال استمرارها في ممارسة نشاطها الطبيعي "أي لا يمكن بيع أسهمها" وقد تضطر الحكومة إلى حلها وتصنيفها، وبيع أصولها (مع ديونها أو بدون ديون) إلى المستثمرين من القطاع الخاص، الذين يقومون بدورهم بتكوين شركتهم الجديدة من خلال السيطرة على كل أو بعض الأنشطة التي كانت تمارسها الشركة الحكومية المنتهية.<sup>1</sup>

3- قد يكون من الممكن بيع الشركة وهي مازالت تمارس نشاطها: وهذا لأسباب مالية كالضرائب أو أسباب قانونية، قد يكون بيع أصولها في مصلحة جميع الأطراف.

إن بيع الأصول لشخص معروف يحقق نفس مزايا البيع المباشر للأسهم له، كما أنه يمكن من التمتع بمزيد من المرونة، فقد يكون من المجدي بيع الأصول منفردة بدلاً من البيع الكامل للشركة أو أن السماح

<sup>1</sup>-عبد السلام مسعود رحومة، مرجع سابق.



بيع الشركة المستمرة في نشاطها قد يقابله صعوبات جسيمة في التطبيق العملي، مع ذلك يجب أن يبقى دائما في الحسبان أن هذه الطريقة قد تخلق التزامات متبقية على الحكومات بعد البيع.

**4- ضخ استثمارات خاصة عديدة في الشركة:** قد لا ترغب الحكومات في إضافة المزيد من رأس المال إلى الشركة التي تملكها، وغالبا ما يحدث ذلك بسبب رغبتها في التوسع أو التحديث لعملياتها، ويتم ذلك من خلال فتح باب المساهمة في رأس مال الشركة القطاع الخاص.

ويلاحظ هذه الطريقة للخصخصة أن الحكومات لا تتعرف في ملكيتها الحالية للشركة بل تزيد من الملكية الخاصة في الشركة وهذا يؤدي إلى التخفيف من مركز ملكيتها، وتتولد تركيبية ملكية مشتركة بينها وبين القطاع الخاص وتسمى في هذه الحالة شركة مشتركة.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الخصخصة لا يصاحبها دائما زيادة في رأس مال الشركة حيث ينخفض رأس مال الشركة أولا لامتناس الخسائر إذا كانت موجودة، ثم يلي ذلك زيادة الملكية الجديدة والنتيجة الطبيعية هي أنه قد لا توجد زيادة ملموسة في رأس مال الشركة.

**5- شراء الإدارة و العاملين للشركة:** يقصد بها قيام مجموعة صغيرة من المديرين بالسيطرة والتحكم في رأس مال الشركة، كما أنه يمكن تصميم عملية مشابهة يمكن من خلالها، يحقق العاملون أو الإدارة مع العاملين نفس السيطرة السابقة، و يفرق بين العملية السابقة وبين إتمام عملية الشراء من خلال الاقتراض من المصارف حيث يحصل المشترون ( الإدارة أو العمال ) على ائتمان مصرفي لتمويله عند حصولهم على الشركة، ويقدمون أصول الشركة كضمان لهذا التمويل ونشير إلى أنه من النادر حدوث الخصخصة في الدول النامية بهذه الطريقة، ولكنها شائعة في الوم أ، حيث تتحول هذه الشركات المساهمة إلى شركات خاصة.

**6- عقود التأجير و الإدارة:** وتتضمن هذه الطريقة التعاقد مع خبراء من القطاع الخاص لتسيير إدارة الوحدات الاقتصادية المملوكة للدولة، مقابل أتعاب معينة أو مقاسمة الربح العني مع الدولة وهذا التعاقد لا يعرض المستأجر لأي مخاطر مالية كما أن الشركة الحكومية تتحمل المخاطر التجارب بالكامل وتتمثل ميزة هذا العقد في احتفاظ الحكومة بملكيتها للشركة.

وتعتبر عقود الإدارة من طرف الخصخصة الآخذة في النمو، وذلك بسبب مزايا عديدة أهمها، التوفير في تكاليف أداء الخدمة والتغلب على مشكلة عدم مرونة العمالة الحكومية مع التغيرات في طبيعة العمل.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>-عبد السلام مسعود رحومة؛ مرجع سابق.

**الفرع الثاني: العوامل المتحكمة في اختيار أساليب و طرق الخصخصة.**

إن عملية المفاضلة والاختيار بين الطرق والأساليب المختلفة للخصخصة للمؤسسات العمومية يتوقف على العديد من العوامل من بينها:<sup>1</sup>

**أولاً- أهداف الحكومة من برنامج الخصخصة:** فالحكومة لها أهداف عديدة من عملية الخصخصة فقد يكون هدفها زيادة مستويات الكفاءة للمؤسسات العمومية، وهذا يتحقق من خلال الخصخصة الجزئية، وقد يكون هدفها زيادة المنافسة ويتحقق ذلك عن طرق بيع أصول المؤسسة بدلاً من بيعها كوحدة واحدة، أما إذا كان هدفها توسيع نطاق الملكية فيتم اللجوء إلى بيع المؤسسات عن طريق الطرح العام للأسهم.

**ثانياً- الشكل التنظيمي الحالي للمؤسسات العمومية:** يؤثر الشكل التنظيمي للمؤسسة العمومية على الخطوات الضرورية لتحويل ملكيتها، وبالتالي على سهولة تطبيق عمليات الخصخصة، حيث إذا كانت المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة، يتم التعامل بأسهمها ويكون من السهل خصصتها وذلك بعرض أسهمها للاكتتاب العام في سوق رأس المال، أما إذا كانت المؤسسة مملوكة بالكامل من طرف الحكومة فإنه يتعين تحويلها أولاً إلى مؤسسات مساهمة تعمل في إطار قانون الشركات المساهمة ثم بعد ذلك تطرح أسهمها للاكتتاب العام.

**ثالثاً- سجل الأداء المالي للمؤسسة:** فالمؤسسات العمومية ذات الأداء المالي السابق والحالي الضعيف لا يمكن بيعها كما هي عليه بل يجب إعادة هيكلتها، إذ يمكن للحكومة تحمل ديون المؤسسة والضرائب المستحقة عليها.

**رابعاً- القطاع النوعي لنشاط المؤسسة:** يشكل نوع نشاط المؤسسة نقطة أساسية في عملية خصصتها فبالنسبة لخصخصة مؤسسات المنافع والخدمات العامة يجب تقييد المساهمة الخاصة فيها بغرض الاحتفاظ بالرقابة عليها، وذلك مراعاة لمصالح مستهلكي الخدمات التي تقدمها.

**خامساً- قوة الأسواق المالية المحلية:** وتتمثل في مستوى تطور السوق المالي وكذا درجة كفاءته وهي تحدد ما إذا كان من الممكن تطبيق طرق معينة من طرق الخصخصة، فمثلاً طريقة الطرح العام للأسهم لا يمكن اللجوء إليها إذا لم تكن هناك قنوات لتوزيع الأسهم، ولا يوجد عدد كبير من المستثمرين الراغبين في الشراء، وبالتالي يكون البيع الخاص للمستثمرين محليين أو أجنب هو الطريقة الأفضل.

**سادساً- العوامل السياسية والاجتماعية:** فهذه الاعتبارات تؤثر على اختيار أساليب الخصخصة فالتصفية الفجائية مثلاً للعديد من المؤسسات العمومية قد يشكل صعوبات سياسية واجتماعية فيكون من الأفضل التحول إلى مؤسسات المساهمة من خلال تزويد هذه المؤسسات برأس المال الجديد من القطاع

<sup>1</sup> - سامية جدو، طرق وأساليب خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 3-5 أكتوبر 2004، ص ص 197-198.

الخاص وعند تحسن أوضاعها يكون من السهل تحويل ملكية أسهم الحكومة إلى القطاع الخاص لذلك يجب على الحكومة القيام بحملة لعرض برنامجها للرأي العام وتباين مزايا الخصخصة المقترحة.

### المطلب الثاني: متطلبات تنفيذ وتخطيط برنامج الخصخصة.

إن عملية الخصخصة ليست عملية تلقائية وإنما هي عملية تحتاج إلى وجود آليات يناد بها وذلك لتحقيق الأهداف المرجوة، والعناصر التي يجب مراعاتها عند التخطيط وتنفيذ البرنامج وضوابط التي يجب أن تأخذها الدولة ليكون برنامج الخصخصة سليماً وفعالاً تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

**الفرع الأول - الخطة الزمنية:** بمعنى تحديد الفترة الزمنية لتنفيذ البرنامج والذي يجب أن يكون مدروس ومرن يتكيف مع التغيرات الاقتصادية وهذا البرنامج يشمل الجوانب الاقتصادية على مستوى الدولة للتحويل إلى الخصخصة من القيام بالدراسات، بناء الأجهزة المسؤولة، تحديد أهداف الدولة منها القطاعات التي يمكن خصصتها وتلك التي لا يمكن خصصتها، وتحديد الجدوى من الخصخصة، التنبؤ بظروف الشركات مستقبلاً، كما قد يتضمن هذا البرنامج الزمني عدة برامج زمنية جزئية، يركز كل منها على قطاع اقتصادي معين.

**الفرع الثاني - البرنامج الإعلامي:** يجب القيام بنشر الوعي لدى القيادات الحكومية والقطاع العام حتى يتم قبول التغيرات الجذرية اقتصادياً واجتماعياً الناتجة عن برنامج الخصخصة من خلال ورشات العمل والندوات والتقارير الإخبارية واللقاءات المستمرة عبر وسائل الإعلام، وهذا لأن التحول من القطاع العام إلى الخاص يتطلب وقت للإقناع بهذه الفكرة لأنها ليست بالأمر السهل، وكانت التجربة البريطانية مثلاً عن هذا حيث أنها عند محاولتها لبيع شركة "بريتشجاز" وشركة "بريتش بلييدوم" استغرقت عام ونصف قبل البيع، وذلك لأنها الحكومة نبتت إستراتيجية الخصخصة وحاولت باستخدام البرامج الإعلامية المتعددة إرضاء أغلبية أفراد المجتمع وإقناعهم بهذه الفكرة، حتى تمكنت في الأخير من الحصول على إقبال متزايد من الشعب على الاكتتاب في هاتين الشركتين وشركات أخرى وبهذا وصلت إلى تحقيق هدفها.

**الفرع الثالث - إصدار التشريعات المناسبة:** هذا يعني إعداد بيئة مناسبة من القوانين والتشريعات التي تحمي حقوق الأفراد وسياسات الاقتصاد الكلي المحفز للاستثمارات الخاصة مع مراعاة إجراء تعديل للقوانين السابقة حتى لا تتصادم مع الخصخصة.

**الفرع الرابع - تقييم الشركات العامة:** على الحكومة أن تقوم بتقييم الأهداف الأساسية التي أنشأت من أجلها المؤسسة، وأن تقرر مدى مشروعيتها، بعد ذلك عليها تشخيص حالة كل مؤسسة بشكل منفرد لتقرر ما إذا كانت تحتاج إلى إعادة هيكلة أو ينفي تصفيتها أو بيعها إلى القطاع الخاص هذا لأن قرار الخصخصة يتأثر كثيراً بعملية تقييم الشركات، وعادة تمتلك الحكومة مجموعة من المؤسسات العامة تمثل

<sup>1</sup> -- ربيعة حملاوي، أساليب الخصخصة و تحارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، مرجع سابق، ص

حجز زاوية للاقتصاد القومي، وتشتمل هذه المجموعة شركات الكهرباء الموائى الاتصالات و عادة ما تتردد الحكومة في بيع تلك الشركات بسبب حجمها وطبيعتها الاحتكارية لذا يحتمل تحسين أداء هذه الشركات، أما تصفية هذه الشركات خارج هذه المجموعة والتي لا تمتلك مقومات البقاء، وعادة ما تشتمل هذه الكيانات على منافذ بيع صغرى للتجزئة، مزارع حكومية وشركات تسويق أو تصدير.

من النتائج أن يقع الكثير من الشركات بين هذه المجموعات الكبيرة التي قد يمكن خصصتها أي بيعها إلى القطاع الخاص أو إبقائها ضمن القطاع العام، لتعمل بموجب القواعد الاقتصادية مع تقديم المساعدة لها.

وغالبا ما تميل الحكومة إلى تصنيف المؤسسات إلى إستراتيجية أو أساسية و غير إستراتيجية أو غير أساسية، في حين يميل التحليل الاقتصادي السليم إلى تقييم المؤسسات إلى مؤسسات تمتلك مؤهلات البقاء، ومؤسسات يمكن أن تمتلك مؤهلات البقاء، وأخرى لا تمتلك تلك المؤهلات وهذا ما يوضحه الشكل أدناه.<sup>1</sup>

**جدول رقم 02- 02: تصنيفات المؤسسات الشركات العامة لأغراض الخصخصة:**

التصنيف	الإجراء
استراتيجي ، صالحة للبقاء استراتيجي ، غير صالحة غير استراتيجي، صالحة غير استراتيجي ، غير صالح	الإبقاء عليها الإبقاء عليها و اتخاذ خطوات محددة لتحسينها تحويل الاستثمار كليا أو جزئيا إلى القطاع الخاص تصفية

المصدر: منير إبراهيم، الخصخصة (خلاصة تجارب العالمية)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2004، ص 46.

ولقد استخدمت وزارة الإنتاج الزراعي والإصلاح الزراعي في مدغشقر تصنيفا للمؤسسات الزراعية الحكومية، مشابهة لما هو موضح في الجدول أعلاه وحددت معنى المؤسسة الإستراتيجية بأنها المؤسسة التي أنشطته أساسية لا يمكن تنفيذها بألية أخرى في ظل الظروف الحالية بينما المؤسسة التي تحت صنفت العلاجية البقاء، بأنها المؤسسة التي تعمل أو يمكن أن تعمل في ظل الظروف الحالية وفق أساليب تجارية تحقق في ظلها الأرباح دون الحاجة إلى تغييرات اقتصادية جذرية.

**الفرع الخامس- تهيئة المناخ التنافسي:** يعتبر تهيئة المناخ التنافسي ضرورة حتمية للقيام بعملية الخصخصة لأن المؤسسات في القطاع العام اعتادت على عدم وجود احتكارات و منافسة، ولا توجد

<sup>1</sup> - منير إبراهيم، الخصخصة (خلاصة تجارب العالمية)، مرجع سابق، ص 44-45.

مسألة على النتائج وتضع هذه المؤسسات أهدافها الاجتماعية من الأولويات الواجب تحقيقها وبالتالي لا يوجد دافع لتحسين الأداء ويؤدي كل هذا إلى ضرورة خلق المناخ التنافسي عن طريق إزالة الحواجز الدولية وإعادة هيكلة السوق المحلي.<sup>1</sup>

**الفرع السادس- اختار الأسلوب الأمثل من أساليب الخصخصة:** وهذا يختلف على حسب نشاط المرفق العام المراد خصصته وكذا وضعية المالية فعلى سبيل المثال إذا كانت الشركة رابحة يتم بيعها في السوق المالي أما إذا كانت خاسرة فيتم تصفيتها وبيعها للقطاع الخاص.

**الفرع السابع- إعداد المديرين:** يجب تدريب المديرين على اتخاذ القرارات والتعامل مع الوضع الجديد (القطاع الخاص) وتطوير معارفهم في موضوعات تسمى آليات السوق الحر مثل الأسهم السندات محفظة الأوراق المالية، حتى يتمكنوا من ممارسة أعمالهم في خلال هذه البيئة، كما يمكن أن تساهم بعض الجمعيات كجمعية حماية المستهلك التي لا يكون هدفها الربح وإنما تحقيق أهداف اجتماعية في تدريب المديرين والمساهمين في موضوعات الخصخصة.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: القيود و المعوقات التي تعترض على تطبيق برنامج الخصخصة.

إن عملية الخصخصة ليست عملية سهلة بل تواجه عدة صعوبات أثناء التنفيذ أو ربما قبل البدء و تتمثل فيما يلي:

**الفرع الأول- الصعوبات السياسية:** في بداية عملية الخصخصة تخلق خلافات سياسية بين أركان الحكم أو أركان الحكم والمعارضة كما يمكن أن تحظى بالقبول العام وتدور مختلف الخلافات والنقاشات في النقاط التالية:

**أولاً- سرعة التنفيذ:** أثناء تنفيذ عملية الخصخصة تحدث خلافات فطرف يفضل أن يتم التباطؤ في عملية الخصخصة لتحقيق نتائج أفضل، وطرف آخر يفضل أن تتم العملية بأسرع وقت ممكن ومثال عن ذلك ما حدث في فرنسا التي بدأت عملية الخصخصة في 1986، وكان الخلاف بين رئيس الوزراء ورئيس الجمهورية حيث أن الأول جاك شيراك كان يفضل التسريع في الموضوع والثاني فرانسوا ميثران كان يفضل التباطؤ.

**ثانياً- الأسعار التي تباع فيها الأملاك:** إن الخلافات السياسية حول الأسعار التي تباع بها الأملاك العامة تحدث عندما يرى طرف أن الأسعار معقولة في حين يرى طرف آخر أن هذه الأسعار رخيصة جدا ومثال عن ذلك ما حدث في بريطانيا حيث أن السيدة الرائدة في مجال الخصخصة والمواجهة العنيفة، التي واجهتها من قبل حزب العمال حول أنها باعت المشاريع الحكومية بأثمان رخيصة جدا للقطاع العام .

<sup>1</sup>-منير إبراهيم، الخصخصة (خلاصة تجارب العالمية)، مرجع سابق، ص 31.

<sup>2</sup>- عبد الكريم شوكمال، براهيمى سمير، إدارة التغيير كأداة لتفعيل عملية الخصخصة، مرجع سابق.

**الفرع الثاني - الصعوبات الاقتصادية:** تعاني الدول المتخلفة من ضعف في المدخرات، كذلك عدم كفاءة السوق المالي، حيث يوجد عدد قليل وغير كافي من الأسهم القابلة للتداول، وقد ينعدم وجود سوق مالي في بعض الدول، مما يفرض عدم إتباع سياسة الخصخصة بطرح أسهم للتداول، لأنه يؤدي إلى تركيز الثروة وملكية المنشآت في يد عدد محدد من المشتريين، ومنه المكونات كذلك عدم قابلية العملة للتحويل تجعل المستثمر الأجنبي لا يقبل على الاستثمار في هذه الشركات والمؤسسات هذا من جهة ومن جهة أخرى لا يمكنه الاستثمار في بلد لا يستطيع تحويل أرباحه وعوائده إلى عملة بلده الأصلي، وكذلك القيود والمعوقات الاقتصادية التي تقف أمام تطبيق برنامج الخصخصة هو مشكل سعر الصرف، بحيث يجب أن تكون عملة البلد فيها يخص سعر الصرف مستقراً نسبياً حتى توفر هوامش من الأمان للمستثمر سواء كان محلي أو أجنبي، وإلا فلن تستطيع الحكومة تطبيق أي أسلوب أو تقنية من تقنيات الخصخصة.

**الفرع الثالث - الصعوبات الإدارية:** تظهر هذه الصعوبات في الأمور التالية:

**أولاً-** مستوى التفكير السائد لدى الموظفين في عدد من الدول، حيث أن تفكيرهم يقوم على التكرار اليومي لنفس الأعمال دون إبداع.

**ثانياً-** المسؤولون الإداريين يعارضون فكرة الخصخصة لأنها تقلل من مراكزهم.

**ثالثاً-** الموظفون وخاصة الغير منتجين، لأن القطاع العام يحمي الموظف المنتج والغير المنتج.

**الفرع الرابع - الصعوبات القانونية:** تتطلب عملية الخصخصة تشريعات جديدة خاصة بها وإلغاء بعض التشريعات أو تعديل البعض الآخر خاصة بالمجالات الاقتصادية، والمالية والإدارية والاجتماعية والمؤسساتية، وينجم عن هذه التعديلات تغير في البنيات القانوني للدولة، الأداء الاقتصادية المؤسسات والمرافق العامة والخدمات الاجتماعية.

**الفرع الخامس - القيود الاجتماعية:** يعارض الكثير من أصحاب الدخول المختلفة عملية الخصخصة لكونها عملية تهتم بالفئة القادرة على الأخذ والعطاء، أما أصحاب الدخول الضعيفة اقتصادياً بسبب أعمارهم أو بسبب جنسهم أو بسبب عدم خبرتهم الكافية يشعرون أن الخصخصة تظلمهم وتحرمهم من المشاركة العادلة في منجزات الاقتصاد الوطني .

**الفرع السادس - القيود المحاسبية والبيروقراطية:** إضافة إلى القيود السابقة يوجد قيود محاسبية، فإذا كانت النظم المحاسبية المعمول بها غير ملائمة، فإن المستثمر يخشى أن يشتري مؤسسة بما عليها من التزامات فقد تكون لديها ديون غير مسجلة في الدفاتر المحاسبية في الوقت الذي تكون فيه الحكومة قد تخلت عن هذه المؤسسة بخصخصتها كلياً، وكذلك يمكن أن تقف البيروقراطية حاجزاً أمام عملية الخصخصة إذا لم يتخذ إجراء لإيقافها وعلاجها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - نفسة حجاج، أثر الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة، مرجع سابق، ص ص 14-15.

## المبحث الثالث: الخصخصة و السوق المالي.

على المستوى النظري تعتبر العلاقة بين الخصخصة وأسواق رأس المال من العلاقات ذات الاتجاهين بمعنى أن كلا منهما يؤثر على الآخر ويتأثر به ولهذا سنتطرق في هذا المبحث أهمية السوق المالي في تحقيق إستراتيجية الخصخصة، ونتطرق كذلك إلى الخصخصة عن طريق السوق المالي، وفي الأخير نتطرق إلى الآثار المترتبة عملية الخصخصة.

### المطلب الأول: السوق المالي و تحقيق إستراتيجية الخصخصة.

#### الفرع الأول : أهمية السوق المالي في تحقيق إستراتيجية الخصخصة.

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسات الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، حيث أدت الخصخصة إلى زيادة الاهتمام بالأسواق والأوراق المالية، والذي حدث منذ البداية تنفيذ برامج الخصخصة، وحسب نصح المؤسسات المالية الدولية.

في الدول التي كان يوجد فيها أسواق للأوراق المالية أدت الخصخصة إلى زيادة واتساع وتطور تلك الأسواق على المستوى المحلي والإقليمي والدولي.

الدول التي لم يكن لديها أسواق للأوراق المالية سعت إلى إنشاء أسواق لرأس المال من أجل أن تتم الخصخصة بالطريقة المثلى، وليمكن المستثمرين المحليين والأجانب من شراء الأسهم بطريقة أكثر شفافية وثيقة مما يضمن جذب المستثمرين والمدخرات المحلية ورؤوس الأموال الأجنبية.

**أولاً:** تؤدي الخصخصة إلى تطور وجذب الأسواق رؤوس الأموال في البلاد النامية ودفعت الكثير من الدول إلى إنشاء هذه السوق وذلك لما تلعبه من دور في إنجاز عملية الخصخصة وأيضاً يؤدي استمرار نشاط هذا السوق إلى تسهيل العمليات الاستثمارية في الحاضر والمستقبل والمساهمة في تزايد هذه الاستثمارات لما توفره هذه السوق من شفافية، وهذا ما يؤدي إلى الاطمئنان إلى أن السعر هو السعر الحقيقي مما يولد ثقته وطمأنينته و القدرة على التعامل داخليا و خارجيا مع الأسواق الأخرى في العالم ولهذا فالأسواق المالية مهمة للدول النامية خصوصا، وقد أغلقت فكرة انغلاق وبدأت في توجهاتها الجديدة للتعامل مع العالم طبقا للنظام الاقتصادي الجديد والعولمة.

**ثانياً:** توجد علاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية حيث توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذا السوق وتبرز أهمية أسواق المال بصورة أساسية عند تبني إستراتيجية الخصخصة وتحويل المشروعات العامة نحو القطاع الخاص حيث تشير تجارب الخصخصة في دول العالم أن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مالي منظم وكبير لما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خصخصتها في حين أن السوق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها، ومن هنا تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث العلاقة بينهما علاقة وطيدة



فالسوق المالي يزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى السوق مالي قادرة على تسهيل عملية التخصيص.<sup>1</sup>

ثالثاً: من الأفضل لكثير من دول العالم الثالث أن تحد من سرعة تنفيذ برنامج الخصخصة بصفة عامة والخصخصة الكاملة لملكية المؤسسات التي يتضمنها البرنامج بصفة خاصة سواء كان ذلك بسبب ضعف الطاقة الاستيعابية لسوق رأس المال، أو بسبب الرغبة في كسب ثقة المستثمرين المحتملين.<sup>2</sup>

إذا كانت دعوة الدول العربية إلى إتخاذ مجموعة من الإجراءات لتفعيل قدرتها وتعزيز تنافسها وزيادة إنتاجها، و المضي قدما في مسار الإصلاح الاقتصادي والإداري، بحيث آليات العمل الحكومي في المنطقة يجب أن تتطور لتصبح مواكبة للمستجدات الاقتصادية والاجتماعية، وعلى هذا فإن التشريعات القائمة في العديد من دول المنطقة تحتاج إلى إعادة نظر حقيقية لتعزيز النمو الكلي في إطار عملية إصلاحية واسعة تشتمل مختلف جوانب العمل الحكومي للقضاء على الفساد والبيروقراطية وغيرها، ولاشك في أن المرحلة الحالية والمقبلة تتطلب تفعيل القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، باعتباره يمتلك الكثير من الإمكانيات والقدرات الواعدة المعطلة وغير المشغلة.

في ضوء ما تقدم يمكن القول أن الوضع الحالي الذي تمر به المنطقة يحتاج منها الشروع في تنفيذ برامج الخصخصة ومراعاة جانبها الاجتماعي، لأن ما نحتاجه هو الخصخصة القادرة على إحداث تدفقات جديدة لرأس المال المحلية والأجنبية والقادرة على دفع العملية الإنتاجية، وليست الخصخصة التي يستفيد منها البعض على حساب الأغلبية ولذلك يتطلب على الدول العربية تفعيل سوقها المالي وذلك بغرض الاستعادة من عمليات الخصخصة.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: الدور المتبادل بين سوق المال والخصخصة.

تعتبر العلاقة بين الخصخصة وأسواق رأس المال من العلاقات ذات الاتجاهين حيث أن كل واحدة منهما تؤثر وتتأثر بالأخرى، وإذا ما نظرنا للخصخصة على أنها توسع قاعدة الملكية من خلال طرح المزيد من الأسهم المملوكة للدولة، وهنا يجب على البورصة أن تكون على استعداد تام لتنفيذ تحويل الملكية حيث لا بد أن تتميز بحد أدنى من المقومات القانونية والإدارية والمؤسسية، كما أنه يجب أن تتوفر على قدر مقبول من المعلومات، ومن أجل أن تتمكن أسواق رأس المال من مقابلة الزيادة في عرض الأصول المالية الناجمة عن تأثير الخصخصة على جانب العرض وذلك من خلال توفر الشروط التالية:

✓ تواجد مناخ تشريعي من حيث السياسات والقوانين المنظمة والقواعد الضابطة للتعامل.

✓ تحفيز الجمهور بكافة شرائحه على الاهتمام بالاستثمار المالي.

<sup>1</sup> - بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، مرجع سابق، ص 140-141.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية، مرجع سابق، ص 137-138.

<sup>3</sup> - أحمد سفر، المصاريف والأسواق المالية التقليدية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 35.



- ✓ حماية المستثمرين ودعم الثقة في الاستثمار في الأصول المالية.
- ✓ قدرة وكفاءة السوق على تعبئة المدخرات من ناحية توجيهها للاستثمار ومن ناحية أخرى عن طريق توفير الهياكل التنظيمية والمؤسسية.
- ✓ سرعة انتقال المعلومات وسهولة توفرها مع ضرورة تضمينها للأسس ومعايير محاسبية دقيقة تمكن من تقييم الصحيح للأصول.

### المطلب الثاني: الخصخصة عن طريق السوق المالي.

#### الفرع الأول: مبررات تغيير الملكية عن طريق البورصة.

إن تغيير أو تحويل الملكية عن طريق البورصة يركز على مجموعة من الأسس والمبررات لا يمكن تجاهلها وهي:<sup>1</sup>

**أولاً- تعتبر البورصة المكان التقليدي لتحويل الملكية:** البورصة هي المكان الطبيعي لتغيير الملكية المؤسسات، لا فرق في ذلك بين المشروعات العامة والخاصة ومن ثم فإن تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق سوق البورصة يمثل إنهاء لحالة القطعية والخصام بينهما وبين السوق، تلك القطعية التي غرست بذورها مع تأميم المشروع وانتقاله إلى الملكية الخاصة.

**ثانياً- تحقيق مبدأ العدالة في التوزيع:** العرض في البورصة عرض حر لا يميز مكتب على آخر ( ماعدا بعض القواعد المحدد سلفاً، فتفضيل 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.

**ثالثاً- تساعد البورصة على تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة:** فنظراً للمناخ المحيط بالمؤسسة العمومية من حيث أنها تضم عدداً كبيراً من العاملين من ناحية، وأنها تمثل ملكية شعبية من ناحية ثانية وأن إجراء تغيير ملكيتها محاط عادة بخطورة إعادة تأميمها مع تغيير التوجهات السياسية والحزبية من ناحية ثالثة، فإن تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة يمثل استرضاء للشعب والعمال معاً 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 منفذاً جيداً لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طريقاً مفتوحاً لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد، لذلك فهي تحقق هدف توسيع الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين.

<sup>1</sup> - مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية المبررات والشروط، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010، ص196.

رابعاً- الحفاظ النسبي على قيمة الأصول: إذ يفضل العدد الكبير من المشتريين المهتمين بالبورصة ويفضل تسهيل مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها فإنه يتوقع حدوث إقبال علة أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها هذا الإقبال ينبغي مراعاته عند تحديد سعر العرض.

خامساً- تسهيل تحويل الملكية: فالبورصة كما قلنا بمخاطبتها لكل طوائف المدخرين ( بدأً من القاعدة العريضة- صغار المدخرين- وانتهاءً بمؤسسات الاستثمار على اختلاف أنواعها، دون التفرقة بين رأس المال الوطني والأجنبي، في حدود ما تسمح به القواعد من الاكتتاب 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.

سادساً- تنشيط سوق الأوراق المالية: إن اللجوء لقناة سوق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية يؤدي إلى زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار والتداول"، فبالنسبة لسوق الإصدار فإنها تؤثر عليها من جهتين الأولى تنشيط العرض إذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس الأموال هذه المؤسسات والثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين 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 تم على علاوة السوق وهكذا بفضل هذه الطريقة يتسم زيادة عدد المساهمين، وأحياناً قد تضاعفت بالمقارنة بعددهم الأصلي.

أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدراً 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 عليها.

### الفرع الثاني: شروط نجاح الخصخصة بالبورصة.

تعتبر البورصة كطريق أساسي لتغيير ملكية المؤسسات العمومية، مستندة في ذلك إلى العديد من المبررات وفيما يلي الشروط والعوامل الواجب توفرها لتحقيق تحويل الملكية عن طريق البورصة وهي:<sup>1</sup>  
 أولاً- مدى ملائمة البورصة للمؤسسات المختارة: إذا كانت البورصة هي الطريق الرئيسي لتحويل الملكية بصفة عامة، فإنه مع ذلك قد توجد استثناءات يفضل تحويل الملكية عن غير ذلك الطريق وترجع هذه الاستثناءات بصفة عامة إلى سببين هما:

<sup>1</sup> - مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية المبررات والشروط، مرجع سابق، ص 301-302.

- صعوبة اللجوء لطريق البورصة لتحويل الملكية وبتطبيق ذلك على المؤسسات الصغيرة الغير مسجلة في البورصة أو المؤسسات ذات الإنجازات الزهيدة جداً تغري المستثمرين في البورصة.  
- وجود مبررات يفضل معها اللجوء للطرق الأخرى، والتي قد تتعلق إما بمصلحة المؤسسة ذاتها المراد تغيير ملكيتها.

ثانياً- **أفضلية اعتماد أسلوب العرض العام بالبيع بسعر محدد في تحويل ملكية المؤسسات العمومية:** إن البورصة تتيح أربعة خيارات أساسية لتحويل المؤسسات العمومية إلى الملكية الخاصة (هي زيادة رأس المال والعرض العام بالتبادل وبالبيع بالطريقة المألوفة والعرض العام بالبيع )، ومن الملاحظ أن أسلوب البيع بالسعر المحدد أعتد في الكثير من البلدان.

ثالثاً- **شفافية ووضوح قواعد الملكية:** في حالة البيع عن طريق البورصة يجب أن تكون القواعد القانونية التي تنظم تلك المسألة واضحة، خاصةً فيما يتعلق بالعروض الضخمة بالشراء المقدمة من شخص طبيعي أو معنوي، وكذا القواعد التي تتبع حدوث فائض في الاكتتاب، ولا شك أن اعتماد قواعد ذات مسلك واسع غير محدد بحيث يعطي درجات إضافية من الحريم للدولة، ويولد لدى المستثمرين الشك إذ تقيد التجارب أهمية ووضوح القواعد التي ترغب الحكومات أن تحصل بمقتضاها على درجة من حرية التحرك وضرورة تحديدها مقدماً بحيث يكون واضحاً لدى المستثمرين المحتملين منذ البداية ووضع السلطات في مواجهة كل نقاط التي من المحتمل أن تثير شكاً يمكن أن عرض لخطر عدم نجاح العملية.

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

خامساً- **مراعاة طاقة السوق على استيعاب أسهم المشروعات المعروضة للبيع:** لشرح هذا الشرط سوف نتعرض لمفهوم الطاقة الاستيعابية للسوق، ثم للأضرار التي يمكن أن تحدث، فالطاقة الاستيعابية يقصد بها في هذا الخصوص مدى قدرة سوق الأوراق المالية على امتصاص ما يعرض فيه من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية، إذ لا يتصور وجود بورصة قدرتها على امتصاص الأوراق المالية غير محدودة، ذلك أن لكل سوق حدود يصعب تخطيها.

ولاشك أن إثارة قدرة سوق البورصة الأوراق المالية هي مسألة تعد محل اعتبار فيما يتعلق بأسهم مشروعات العامة التي تتابع من خلالها، إذ نظراً لما تتم به المشروعات العامة من ضخامة فإنها تؤدي إلى إحداث تطور هام في الحجم المعروض من الأسهم لابد أن يقابله تطور مماثل في حجم الطلب ويعتد السوق ذا قدرة على استيعاب أسهم المشروعات العامة، إذ 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.

### الفرع الثالث: إستراتيجيات تحويل الملكية عن طريق البورصة.

أولاً- العرض العام بالبيع كطريقة رئيسية: والمقصود بهذه الطريقة أن الدولة تعرض طرح كل أو جزء 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 كلياً أو جزئياً، حيث إن كان الطرح كلياً فإن ذلك يستلزم توفر مجموعة من الشروط أهمها أن تكون البورصة ذات كفاءة عالية وذات فعالية وذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب أن تتوفر مذكرات محلية وأن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين وصغار المدّخرين على حدٍ سواء، لذلك فإن هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من الدول الغير متقدمة لما تتسم به بورصات هذه الدول من عدم الكفاءة وصغر حجم وقلة المدّخرات.

وأما إذا كان البيع جزئياً فيكون أكثر انسجاماً مع حالة البلدان النامية لأنه يتم بالتدريج بيع الأسهم، وقد يمكننا مراقبة العملية والتحكم فيها وتقادي المخاطر أقصى ما يمكن، كما أن بيع الأسهم بالشكل الجزئي ويناسب 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 و هذا يؤدي إلى خلق نوع من الرضا وعدم الانتقاد من طرف النقابات العامة والمعارضين لبرامج الخصخصة من سياسيين وغيرهم وقد انتهجت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية هذه الطريقة تقي تطبيق السياسات الخصخصة.<sup>1</sup>

وتبعاً لذلك فإننا نثير نقطتين فالأولى هي قيمة المؤسسة المعروضة للبيع والتي تحسب بإحدى طرق التقييم المعتمدة، أما الثانية فهي تحديد الأسعار الأسهم المعروضة للبيع والتي يمكن أن تتحقق علاقة المساواة بين الجزء المعروض للبيع من جهة وسعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة من جهة أخرى.

وعموماً من خلال هذا الأسلوب فإن الحكومات تعلن عن نيتها في بيع عني في أسهم المؤسسة المراد خصخصتها وذلك عن طريق المزايمة، فعلى كل من يريد الاكتتاب في أسهمها أن يحدد العدد المراد شراءه من الأسهم السعر المفتوح، وكما جرت العادة في هذا النوع من المعاملات فإنه يأخذ بأعلى الأسعار المقترحة والتي تعطي الأسهم المدرة للاكتتاب ويتم ذلك بواسطة قوائم للمكتبتين ويؤخذ بالسعر الأكثر انخفاضاً في قوائمه، وقد طبق هذا الأسلوب في بريطانيا من خلال بيع مجموعة من British Petroleum و Cable and Warless الشركات في عام 1973.

1-Michel Durand, la bourse, édition la découverte, Paris, 1987,P :42.

وعن نماذج العرض العام بالبيع فيمكننا التمييز بين نوعين هما العرض العام المعتاد والعرض العام بالبيع الاسمي، والاسمية هنا لا علاقة لها بطبيعة الصكوك وإنما تطلق على الإجراءات أي إن الاكتتاب موجهة لفئات معينة دون غيرها، ويمكننا التمييز بين أسلوبين من أساليب العرض العامة للبيع ويعتمد في التمييز بينهما على كيفية تحديد السعر وقد يكون السعر محددًا قبل البيع أو يتم تحديده عن طريق المزايمة، وهذان الأسلوبان هما:

**01- البيع بالمزايمة:** ويقصد بها إعلان الحكومة عن نيتها في بيع أسهم المؤسسة بالمزايمة وعلى كل من يريد الاكتتاب أن يحدد عدد الأسهم التي يرغب في شراءها ويقترح سعر، وفي يوم المزايمة تقبل قائمة المكتتبين الذين اقترحوا السعر الأعلى، والتي يغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب فيشترون الأسهم الأكثر انخفاضاً في قائمتهم، ويتميز هذا الأسلوب بأنه يسمح للبورصة بتحديد قيمة المؤسسة بدلاً من تحديدها من طرف بيوت الخبرة المالية، فقد لجأت بريطانيا إلى استعمال هذه الطريقة لتجنب بيع الأصول العمومية بأسعار رخيصة، فتبين لها نظرياً أن البورصة تسمح عن طريق المزايمة بتحديد الأسعار الحقيقية.

ولهذا الأسلوب بعض النقائص من بينها أن البيع بالمزايمة لا يشجع كثيراً صغار المدخرين بسبب ما يكتفيه من غموض وتعقيد مقارنة بالبيع بسعر محدد، كما أن ميول الحكومات إلى توسيع المشاركة الشعبية يعمل على عدم تطبيق المزايمة بالمعنى الفعلي لها فقد تعطي الأولوية لصغار المدخرين على حساب مؤسسات توظيف الأموال، وعلى المستوى العلمي فقد أثبت هذا الأسلوب أن النتائج المتحصل عليها كانت سلبية أكثر من إيجابية، فالتجربة البريطانية والتي تعتر جوهر هذه الطريقة أكدت نتائجها أن حالات الفشل أكثر من حالات النجاح وهذا لفشل ثلاثة حالات مقابل نجاح حالتين، حيث أن حالات النجاح ارتفع سعر السهم مما يؤدي إلى تخفيض سعر الإصدار التي تم تحديده من قبل، وهذا يؤدي إلى نزول السعر إلى الحد الأدنى كما حدث في بيع شركة British Petroleum، أو أن تلتزم الشركة بشراء الصكوك تجنباً لانخفاض السعر عن سعر الإصدار.

ومما سبق نستنتج أن البيع بالمزايمة يتطلب الاكتتاب بسعر أعلى من السعر الأدنى المحددة مسبقاً من قبل الدولة، ويتطلب ذلك عدداً كافياً من المكتتبين يتنافسون لكي ترتفع الأسعار وهذا أمر غير مضمون.<sup>1</sup>

**02- أسلوب البيع بسعر محدد:** هنا تحدد الحكومة أسعار الأسهم وتعتبر الطريقة أقل خطراً حيث لا يشكك في سعر البيع، وعليه فالمستثمرين لديهم علم مسبق بأسعار هذه الأسهم فإذا كان على قدر كافٍ

<sup>1</sup> - مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق الأوراق المالية المبررات والشروط، مرجع سبق ذكره، ص ص 296-297.

من الجاذبية يجعل نجاح العملية مضموناً، كما أن العملية هنا تتسم بالشفافية والوضوح فشرط العرض معلنة في البورصة ولدى الوسطاء الماليين والصحافة المالية، كما أن شروط المساهمة تكون واضحة.<sup>1</sup>

ثانياً- إشكالية تحديد سعر السهم: هنا يجب أن تكون علاقة بين سعر العرض وقيمة المؤسسة المعروضة للبيع، فسعر السهم المعروض للبيع ينبغي أن يعكس قيمة المؤسسة تم يجب أن تظهر هذه العلاقة أي المساواة بين قيمة المؤسسة المعروضة للبيع أو الجزء المعروض للبيع وسعر السهم المعروض في عدد الأسهم المعروضة .

إن سعر السهم نظرياً ينتج عن حاصل قسمة قيمة المؤسسة على عدد الأسهم إلا أنه على المستوى العلمي فهناك الكثير من المعلومات قد تحدث عندما تتفاوت قيمة المؤسسة المقيمة بمختلف الطرق فيصعب اختيار القيمة القريبة من الواقع واختيار الطريقة يتطلب التوفيق بين أمرين:

- عند اقتراح سعر مرتفع فهذا سيؤدي إلى جعل عملية الاكتتاب مباشرة بدخول هذا السهم أو عرضه للبيع، وبالتالي عدم نجاح برنامج الخصخصة.

- عند اقتراح سعر منخفض جداً هذا سيؤدي إلى انخفاض قيمة أصول القطاع العام وهذا ما قد يؤدي كذلك إلى اتهام القائمين على عملية التنازل عن الأصول العمومية.

ومن الواضح أن تحديد سعر السهم يكون توفيقاً بين الأمرين السابقين، فلكي يكون الإصدار جذاباً ويسمح بالحفاظ على قيمة الأصول نعمل على اختيار السعر الأقل انخفاضاً و الذي 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، ويتم تحديد سعر السهم حسب الطريقتين التاليتين:<sup>2</sup>

**01- تحديد الأسعار بناءً على اقتراحات بيوت الخبرة المالية:** تقوم الدولة بإجراء دراسات استشارية لدى

الخبراء الماليين، حيث يعتمدون في دراستهم على الاسترشاد بوضوح المشتريين المحتملين:

✚ تقوم الدولة بتوسيع حصة المساهمين الشعبية الموجهة للموظفين والجمهور العريض هذا إذا كان الهدف هو صغار المكتتبين لأنهم لا يميلون للمخاطرة وإنما يفضلون الأمان حيث تستخدم الدولة أسلوب الإيرادات في تقدير سعر السهم والذي يحسب بالنظر إلى الربح المتوقع في السنوات التالية للبيع، وهذا لأن الأسهم تتسم بقدر من الضمان.

2- SaidNacer-Eddin, la privatisation des enterprises publiques en Algérie, OPU , 2006,P167.

<sup>2</sup>- نفس المرجع السابق، ص ص 298-299.

وتهتم الدولة بتطوير السعر في السوق في الآجال القصيرة والمتوسطة إذا كان المكتتبون المحتملون عبارة عن مؤسسات استثمارية، لذلك يلجأ المستشارون الماليون إلى الاعتماد على أسلوب مضاعف سعر السهم.

**02- تحديد السعر الاعتماد على السوق:** يتم تحديد السعر عن طريق بيع كتل صغيرة من الأسهم في أوقات مثالية ومتفاوتة ويختبر بها السوق، ثم تعرض كتلا من الأسهم بالأعداد كافية والسعر الذي يستقر في هذه الحالة تعتمد الدولة عليه، فتقل بذلك حده التشكيك في مسألة التقييم وتشبه هذه الطريقة طريقة تحديد السعر بناء على اقتراحات بيوت الخبرة المالية جوهريا إلا انه يختلف عنه في عدم اللجوء في هذه الطريقة إلى المستشارين الماليين.

**ثالثا- الأساليب الأخرى:** ومن الأساليب الأخرى نجد:

**01- الطريقة المعتادة (المألوفة):** وفق هذه الطريقة تسجل الشركة المعنية أسهمها في البورصة وتحدد أسعار هذه الأسهم من طرف الدولة المالكة للشركة ويجب أن تراعي الظروف المحيطة من أجل عدم فشل عملية البيع وخصوصا في اليوم الأول ويكون هناك سعر أدنى تحده الدولة حيث أنها لا تكون مستعدة بالنزول تحته، وقد يتغير هذا السعر بالصعود وبالهبوط وذلك وفقا لآلية الطلب والعرض.

**02- العرض المتبادل:** تقوم الدولة في هذا الأسلوب باستبدال الصكوك المختلطة بأسهم الشركات المراد خصصتها، وتتميز هذه الطريقة بترك حق الإشراف والتصويت للدولة.

**03- رفع رأس المال:** قد يتسنى للدولة خصخصة شركاتها، عن طريق زيادة أو رفع رأس المال وذلك في حالة تنازل الدولة عن حقاها في الأولوية في الاكتتاب، حيث يفسح المجال أمام الأفراد والأشخاص المعنية وهذا ما يترتب عليه خفض نسبة مشاركة الدولة.

### المطلب الثالث: الآثار المترتبة على عملية الخصخصة.

إن تطبيق إستراتيجية الخصخصة ينتج عنها آثار اجتماعية واقتصادية متباينة كانت السبب وراء ظهور آراء عديدة بين معارض ومؤيد لتطبيق الخصخصة ولذلك سوف نقوم بعرض هذه الآثار سواء كانت سلبية أو إيجابية حسب وجهات النظر.

#### الفرع الأول: أثر الخصخصة على الادخار و الاستثمار.

إن للخصخصة أثر إيجابي في زيادة الادخار القومي نتيجة لفتح أبواب الاستثمار أمام المدخرين وهذا سيخفف ميلهم للاكتناز ويتحولون إلى الاستثمار، حيث تعد الخصخصة محركاً أساسياً لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية وذلك ناتج عن بيع أصول المشروعات المملوكة للدولة (كلياً أو جزئياً) إلى القطاع الخاص، وفي الدول النامية لعبت الخصخصة دوراً هاماً في جذب عدد من المستثمرين الأجانب



أما للاستثمار الأجنبي المباشر أو الاستثمار الغير مباشر (الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، وهو ما يعني الاستثمار في الأسهم والسندات) في بورصة الأوراق المالية والتميز بين هذين النوعين من الاستثمار يعتمد بدرجة ما على ملكية المستثمر في الشركات التي تم تحويلها إلى قطاع خاص.<sup>1</sup>

للاستثمار الأجنبي علاقة بالخصخصة في الدول النامية حيث أنه خلال الفترة 1988-1995، كانت المساهمة الاستثمار الأجنبي بنحو 43% من إجمالي العائد من الخصخصة، وكانت نسبة الاستثمار المباشر نحو 80% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية والباقي من الاستثمار غير المباشر.

**الجدول رقم 02 - 03: يوضح قيمة العائد من الخصخصة و الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1995-1988.**

الدول	عائد الخصخصة مليون دولار	عدد عمليات الخصخصة	الاستثمار الأجنبي المباشر من الخصخصة مليون دولار	نسبة الاستثمار الأجنبي من الخصخصة النسبة المئوية%
الأرجنتين	18355	131	8720	47,5
الصين	7033	89	5292	75,2
المجر	7957	207	7027	88,3
الهند	5205	62	85	1,6
أندونيسيا	4014	15	1617	60,3
بيرو	4458	90	3209	72
الفلبين	3417	82	1080	31,6
تركيا	3081	145	784	25,4
فنزويلا	2510	59	1536	61,2
البحرين	10	1	0	0
مصر	679	23	214	31,5
الأردن	15	1	0	0
المغرب	860	45	247	28,7
عمان	55	6	0	0

<sup>1</sup> - خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، مرجع سابق، ص 12.



الإجمالي	131048	3793	47456	36,2
----------	--------	------	-------	------

المصدر: خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، مؤتمر الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات الفرص الآفاق، جامعة الزرقاء الخاصة، كلية العلوم الاقتصاد والعلوم الإدارية، أيام 10-11 نوفمبر 2009، ص13.

يوضح الجدول أعلاه قيمة العائد من الخصخصة والاستثمار الأجنبي المباشر نتيجة الخصخصة في عدد من الدول النامية وبعض الدول العربية، حيث نلاحظ أن الاستثمار الأجنبي المباشر يمثل حوالي 36,2% من إجمالي عائد الخصخصة في الدول النامية.

وكذلك نلاحظ تفاوت هذه النسب من دولة لأخرى حيث أنه لم يكن هناك أي جذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة الناتجة عن الخصخصة في دول البحرين والأردن وعمان، أما في المغرب ومصر فبلغت نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر لعائد الخصخصة حوالي 28,7 و 31,5 على التوالي هذا في الدول العربية، أما في الدول النامية (المجر، الصين، بيرو، فنزويلا، أندونيسيا) فهي تحتل الصدارة في جذب الاستثمارات الأجنبية حيث بلغت على التوالي 88,3%، 75,2%، 61,2%، 60,3% أما بالنسبة للدول الأخرى فهي تجذب الاستثمارات ولكن بنسب ضئيلة حيث أن نسبة الهند ضئيلة جداً بحوالي 1,6%.

ربما تكون هذه البيانات قد تغيرت الآن خاصة في بعض الدول العربية مثل مصر والمغرب حيث زادت عمليات الخصخصة وارتفاع العائد منها كثيراً هذا يعطي مؤشراً جيداً عن مدى نجاح الخصخصة في جذب استثمارات أجنبية مباشرة في العديد من الدول مثل الأرجنتين، الصين المجر... إلخ وهذا يعتمد على نوعية الشركات أو المشروعات التي تمت خصصتها، وحجمها ومدى أهميتها في الاقتصاد والطلب على منتجاتها في الأسواق المحلية والدولية.

### الفرع الثاني: أثر الخصخصة على العمالة.

إن المشاكل التي تخلق الحواجز في مواجهة نقل الملكية العامة للقطاع الخاص سببها الخوف من فقدان الوظائف والبطالة، حيث تميل المشروعات القطاع العام إلى جذب العمال أكثر مما ينبغي، ويرى رؤساء الهيئات والإدارات في أغلب الأحوال أن مهمتهم هو توفير العمالة بدل تقديم الخدمة العينية بأكثر الوسائل فعالية بالنسبة للتكاليف.

ومع ذلك فإنه عند اقتراح التحول من القطاع العام إلى الخاص فإن الخوف من خلق بطالة يمكن أن يشكل حاجراً هاماً، وعلى الرغم من الأهداف التي تهدف إليها الخصخصة فإنها لم تستطع تحقيق التشغيل الكامل.<sup>1</sup>

**الجدول رقم 02- 04: يوضح نسبة البطالة في أكبر خمس دول صناعية 1981- 1996.**

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1990	1992	1994	1996
البلدان												
بريطانيا	8,5	9,9	10,3	11	11,2	11,3	10,2	8,2	5,8	9,9	9,2	7,9
الولايات المتحدة	7,6	9,8	9,6	7,5	7,2	7	2,6	5,5	5,4	7,3	6,1	5,5
فرنسا	7,4	8,1	8,3	9,7	10,2	10,4	10,6	10,3	8,9	10,3	12,3	12,1
ألمانيا	4,9	6,8	8,2	8,1	8,2	7,9	7,9	7,7	4,9	4,6	9,6	10,3
اليابان	2,2	2,4	2,7	2,7	2,6	2,8	2,8	2,5	2,1	2,2	2,9	3,3

**المصدر:** خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، مرجع سابق، ص 14.

يوضح الجدول نسبة البطالة في أكبر خمس دول صناعية 1981-1996 أي منذ بداية الدول في استعمال عملية الخصخصة ويمكن القول أن هذه النسب في تزايد مستمر بسبب ما يتعرض له العالم من أزمات اقتصادية تسبب في تسريح العمال.

إن عملية الخصخصة واسعة النطاق وكثيراً ما تكون شرطاً يضعه المستثمرين من القطاع الخاص عندما تكون سرعة البيع عاملاً أساسياً حيث يتعين على الدولة التفاوض مع نقابات العمال على الفوائد الواجب تقديمها، وبالإضافة إلى ذلك هناك العديد من الوسائل لمعالجة قضية العمالة في إطار الخصخصة، فهناك أسلوب تخصص نسبة من أسهم الشركة العامة حيث تباع إلى للعاملين بها بأسعار منخفضة، ففي بلغاريا تم تخصيص 20% من أسهم الشركات لبيعها للعاملين بتخفيض نسبة 50% من قيمة السهم.

وهناك أسلوب توزيع السندات على العاملين بالمنشآت وهو ما يحدث في العديد من دول أوروبا الشرقية، وفي العديد من الدول كانت هناك سياسة أخرى لحماية العمال تتمثل في عدم الاستغناء عن العمال لفترة زمنية محددة في بداية تنفيذ برامج الخصخصة كما حدث في اندونيسيا وباكستان، كما تم السماح لإنشاء اتحادات العمال وتمكينهم من شراء أسهم الشركة (أو جزء منها) هذا بالإضافة إلى إعادة تدريب العمال لإلحاقهم بوظائف جديدة.

<sup>1</sup> - خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، دور المؤسسات الصغيرة في دعم عملية الخصخصة في البلدان العربية، مرجع سابق ص - ص 11-12.

ويختلف هذا المعدل من دولة لأخرى فهو يبلغ أقصاه في اليمن بـ 25% ثم الجزائر بـ 21% فالأردن بـ 19% ثم السودان بـ 17% وفي المغرب 15% وأخيرا في تونس بـ 12%.

وبالرغم من الوسائل العديدة التي قدمتها الدول لمعالجة قضية العمالة إلا أنه لم يتم حل المشكلة بصورة نهائية في الدول المطبقة للخصخصة، فما زالت هذه المشكلة تشغل بال الكثيرين في كيفية معالجتها وخاصة وأن مشكلة البطالة في تزايد مستمر بالدول وخاصة النامية.

### الفرع الثالث: أثر الخصخصة على المستهلك.

إن رفاه المستهلك يتأثر بالخصخصة من حيث الأسعار والحصول على إمدادات مضمونة ونوعية السلع والخدمات المقدمة من الشركات، حيث يتوقع بعض مؤيدي الخصخصة تخفيض أسعار السلع والخدمات بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل حجم الإنتاج والسعي نحو تخفيض تكاليف الإنتاج والارتقاء بمستوى الإنتاجية علاوة على مدى وجود عدد كبير من الشركات المنتجة لسلع مماثلة ووجود تشريعات تمنع الاحتكار وتشجع المنافسة التامة في السوق.

ويرى البعض أن السعي الدائم للقطاع الخاص وراء الربح باستمرار سيؤدي غالبا إلى ارتفاع الأسعار ونسب التضخم فضلا عن هدر الموارد الطبيعية واستنزافها لمصلحة الأجيال الحاضرة على حساب الأجيال القادمة مما يؤثر على عملية التنمية المستدامة، وهناك عدد قليل من الدراسات وبعض الأدلة التي تشير إلى أن الخصخصة لها أثر إيجابي على المستهلكين من حيث المبدأ.

### الفرع الرابع: أثر الخصخصة على الكفاءة الاقتصادية.

يستند مؤيدو الخصخصة في تبريرهم لأثر الخصخصة الإيجابي على الكفاءة الاقتصادية وهذا لما يتمتع القطاع الخاص من أفضلية الظروف في تحقيق مستوى أداء أحسن مقارنة بمستوى أداء مشاريع القطاع العام، وبلاستقرار ظروف تشغيل المشروعات العامة في الدول النامية ويتضح لنا وجود عدد من المظاهر السلبية أثرت سلباً على مستويات الأداء المتحققة من بينها:

- إن سياسة الحكومة لا يتم صياغتها لتدعيم إستراتيجية معينة للتنمية بل يتم استخدامها غالبا لتدعيم المشروعات المملوكة للدولة.

- في العديد من الدول النامية يتضح أن المشروعات العامة تعمل في بيئة غير تنافسية معزولة عن المنافسة المحلية والأجنبية من خلال أنظمة إعانات والضرائب الجمركية.

- إن تقييم المشروعات العامة في غالبية الدول النامية كان يتحقق بدون حسابات حقيقية لتكاليف التشغيل.

- إن المستثمرين الوطنيين والأجانب لا يكون لديهم الدافع للمشاركة الفعالة في برامج التنمية الاقتصادية بسبب المزايا التفضيلية المفرطة.

- إن بيئة اتخاذ القرارات في وحدات القطاع العام بصفة عامة وفي الدول النامية بصفة خاصة تتسم بعدد من الخصائص والسمات التي تؤثر سلباً على الكفاءة الإنتاجية المحققة داخل هذه الوحدات.

#### الفرع الخامس: أثر الخصخصة على المالية العامة.

يرى البعض أن الخصخصة تساهم في تخفيض العجز أي يكون هنا للخصخصة تأثير مزدوج فهي تدر إيرادات عامة من جهة وهذا لقاء ثمن بيع المشروعات وهي تخفف العجز بإلغاء بعض أسبابه من جهة أخرى هذان التأثيران يساعدان على محاربة التضخم وذلك بتعبئة إيرادات عامة غير تضخمية من جهة وتخفيف النفقات العامة الغير كفؤة من جهة ثانية ويرى البعض الآخر أنه ليست هناك أدلة واضحة وقاطعة على أن الخصخصة تساهم في تخفيف العجز.

#### الفرع السادس: أثر الخصخصة على الدخل والثروة.

تميل الخصخصة إلى توسيع ملكية الأصول المنتجة من خلال الإصدار العام للأسهم وقد أدت عمليات الخصخصة في الكثير من البلدان إلى تحسين الرأسمالية الشعبية إلى حد بعيد وبالإضافة إلى ذلك حالة مشاركة العمال والمديرين في حيازة الأسهم أيضاً إلى زيادة نصيب هاتين الفئتين الاجتماعيتين في ملكية الشركات، والرغبة في تحسين حصول العاملين على الائتمان تقدم بعض الدول قروضا معفاة من الفائدة لغاية سنة واحدة، لتمكين العاملين من شراء الأسهم ويمكن أن يساعد ذلك على تسهيل الحواجز المالية أمام زيادة مشاركة العاملين في عملية الخصخصة مما يساعد في تحسين توزيع الدخل والثروة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص-ص 15-19..

## خلاصة الفصل.

كخلاصة لهذا الفصل يمكننا القول :

➤ تعتبر الخصخصة من أساليب الإصلاح الاقتصادي الذي انتهجته معظم الدول، وظهرت في البلدان المتقدمة استجابة للتغيرات التي تتعلق بالانتقال إلى اقتصاد السوق.

➤ تقوم الخصخصة على عدة مبادئ وجب تطبيقها ( مبدأ التدرج، مبدأ حماية مصالح الدولة، مبدأ الشفافية مبدأ عدم التمييز)، من أجل تحقيق الأهداف المرجوة من تطبيقها، كما أنه من الضروري توفير عدة شروط لضمان نجاحها.

➤ يتم تفسير تعدد كفاءات الخصخصة من خلال تنوع الأهداف التي يصبو إليها كل بلد راهن على برنامج الخصخصة، فعلى غرار الأهداف المسطرة من طرف أي بلد يفضل اختيار كيفية واحدة أو عدة كفاءات عاملاً مهماً، وذلك لأنه يقوم بتحديد دوافع المساهمين الخواص الجدد، كما يسمح بتوجيه إستراتيجية الخصخصة وذلك بالموازاة مع طبيعة الأشخاص المستعدين والمناسبين (الفئة الاجتماعية المناسبة).

➤ إلا أن هذه السياسة تجد أمامها عوائق كثيرة لتنفيذها بصورة صحيحة لهذا لا بد أن تدرس خطة تطبيق هذه السياسة بكفاءة وفعالية حتى يُمكن تطبيقها والتقليل من حدة العوائق التي تواجهها.

➤ إن نجاح عملية الخصخصة مرهون بمدى وجود أسواق مالية عميقة ونشطة وتساهم الخصخصة بدورها في توسيع وتعميق الأسواق المالية إذن تعتبر العلاقة بين الخصخصة والسوق علاقة ذو اتجاهين حيث كلاهما يؤثر ويتأثر بالآخر.

الفصل الثالث: تقييم

أثر كفاءة بورصة

الجزائر والمغرب في

عمليات الخصخصة

—دراسة مقارنة—

## تمهيد:

تماشياً مع موضوع البحث وللإجابة على الإشكالية المطروحة سنتطرق في هذا الفصل إلى أثر كفاءة سواق المالي المغربي والجزائري في تفعيل عملية الخصخصة وذلك بالتطرق إلى عمليات الخصخصة التي تمت عن طريق أسواق محل الدراسة، من خلال إعطاء لمحة عن القطاع العام وبرنامج التعديل الهيكلي وتحديد الإطار القانوني والتنظيمي للخصخصة وتحديد الأهداف والأسباب وطرق خصخصة المؤسسات العمومية في المغرب والجزائر.

وكمحاولة إسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري، سنحاول اختبار كفاءة سوق رأس المال وذلك باختبار كفاءة السوق، حيث سنعتمد على مجموعة من المؤشرات الاقتصادية لقياس الكفاءة من بينها مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

وفي الأخير سنقوم بإبراز الأثر الذي تلعبه بورصة الدار البيضاء وبورصة الجزائر في عمليات الخصخصة وإبراز نتائج عمليات في هذين البلدين.

## المبحث الأول: الخصخصة في الجزائر والمغرب.

على ضوء الإصلاحات والتحويلات التي مست الاقتصاد العالمي بصفة عامة والاقتصاد الجزائري والمغربي بصفة خاصة، فإن المؤسسات العمومية لم تستثنى من هذه الإصلاحات حيث مر الاقتصاد بسلسلة من التعديلات التي انتهجت بهدف تحرير تدريجي لآلة الإنتاجية الوطنية ولهذا قبل التطرق إلى الإطار القانوني والتنظيمي المعتمد من أجل انطلاق عملية خصخصة المؤسسات العمومية في الجزائر والمغرب، سنقوم بإلقاء نظرة على المحيط القانوني والاقتصادي للقطاع العام وذلك بالتطرق للإصلاحات الاقتصادية في البلدين قبل الخصخصة والإطار القانوني لها، وسنقوم كذلك بالتطرق إلى أسبابها ودوافعها، أهدافها وشروطها في الجزائر والمغرب ونتطرق كذلك إلى أساليبها.

### المطلب الأول: القطاع العام وبرنامج التعديل الهيكلي في الجزائر والمغرب.

سننتظر في هذا المطلب إلى إصلاحات القطاع العام وبرنامج التعديل الهيكلي في الجزائر والمغرب.

#### الفرع الأول: مراحل القطاع العام وبرنامج التعديل الهيكلي في الجزائر.

اختارت الجزائر عشية الاستقلال نمودجا تنموياً وذلك من أجل بناء قاعدة صناعية ثقيلة للحد من التخلف الاقتصادي، وكان هذا النموذج مبنياً على أساس إحلال الإنتاج المحلي محل الواردات وقد تم تنفيذ هذه السياسة عن طريق تركيز الاستثمارات الضخمة في صناعة الحديد والصلب والصناعات الكيماوية والصناعات الطاقوية بنسبة 45% من إجمالي الاستثمارات، مقابل 15% للزراعة فقط، ولقد مر القطاع العام في الجزائر بعدة مراحل يمكن التمييز بينها كما يلي:<sup>1</sup>

**الفرع الأول - مرحلة التأميمات (1962-1979):** كانت الاستثمارات الإستعجالية في الفترة 1963-1966 ضعيفة جداً نظراً لقلّة الإمكانيات المادية والبشرية في تلك الفترة، ونظراً لكون نموذج التنمية لم يكتمل بعد لذلك فإن المخطط الثلاثي الأول (1967-1969) كان الهدف منه تحضير الوسائل المادية والبشرية لإنجاز المخططات المقبلة وتم إتباع التسيير الذاتي.

وفي سنة 1966 تم التخلي عن نظام التسيير الذاتي للوحدات الإنتاجية باستثناء قطاع الفلاحة، وتم إنشاء المؤسسات الوطنية الصناعية والتجارية التي كانت أداة الدولة لتحقيق التنمية الاقتصادية وتكفل هذه المؤسسات بعملية التصنيع ولم تشرك القطاع الخاص في ذلك وظهر ما يسمى بالمؤسسة الاشتراكية.

<sup>1</sup> - خرداين عبد الواحد، خصوصية المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران 2012-2013، ص ص 79، 78.



وتجسد مسار تشكيل القطاع العام خاصة في الصناعات الثقيلة بعد تأميم الشركات النفطية سنة 1971 وأصبحت وزارة التخطيط هي الوصي الوحيد في إطار التسيير المركزي والمخطط على تخصيص المشاريع وتوجيه وتمويل الاستثمارات والقيام بعمليات المراقبة ولم يترك للمؤسسات العمومية سوى التنفيذ وبلغ عدد المؤسسات العمومية في نهاية السبعينات 2800 مؤسسة، حيث يسيطر القطاع العمومي الصناعي على 1165 مؤسسة موزعة على 462 وحدة إنتاجية تابعة إلى 19 شركة وطنية، أما القطاع الخاص فكان يعاني من التهميش وتركيزه على الصناعات الخفيفة كالصناعات الغذائية والنسيج وتم فرض في هذه المرحلة قيود على الاستثمار الأجنبي بهدف تنمية الإنتاج الوطني.

**الفرع الثاني- المرحلة التمهيدية للإصلاحات (1980-1987):** في هذه المرحلة بدأت إجراءات الإصلاح الاقتصادي، بعد تعرض إستراتيجية التنمية للانتقادات وفشلها في تحقيق نهضة اقتصادية حقيقية، ويترجم إصلاح لسنة 1982 من خلال إعادة الهيكلة العضوية والمالية ويمكن اعتبارها كمحاولة خصخصة في إطار تجزئة المؤسسات الكبيرة إلى عدة مؤسسات متوسطة الحجم وذلك لتسهيل عملية التنازل عليها من جهة ومن جهة أخرى سهولة تسييرها وقابلة للبيع، ولقد نجم عن هذه العملية تقطيت الشركات الوطنية إلى 145 مؤسسة، والمؤسسات المحلية إلى 1200 مؤسسة كما تم في هذه المرحلة إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات للتكيف مع النظام المالي المصرفي.

**الفرع الثالث- مرحلة الإصلاحات الاقتصادية(1988-1997):** جاءت إصلاحات 1988 إثر تقاوم مشاكل هذه المؤسسات وانهيار أسعار البترول مع بداية النصف الثاني من عشرية الثمانينات والذي تقضي باستقلالية المؤسسات، من خلال إصدار قانون 01/88 والذي عرف المؤسسة العمومية بأنها مؤسسة اقتصادية ذات شخصية معنوية ومتميزة عن الدولة، وهذه الأخيرة تعتبر مساهمة في رأس مال الشركة دون تسييرها، كما أعطى القانون تسميات للشركات العمومية مماثلة للشركات الخاصة.

لكن مع بداية التسعينات تراجع النمو الاقتصادي بحوالي 2 % وازدادت المديونية الخارجية والجدول الموالي يوضح تطورات المديونية الخارجية الجزائرية.

#### جدول رقم 03 - 05: تطورات المديونية الخارجية الجزائرية (1985-1993).

الوحدة: مليون دولار .

السنة	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
الديون	19,8	23,8	27,8	25,8	26,8	-	27,9	16,7	25,7

المصدر: رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مرجع سابق، ص 87.

وبالرغم من الإصلاحات التي قامت بها الجزائر إلا أن الوضع الاقتصادي اتسم بالإختلالات الداخلية والخارجية، واضطرت الدولة إلى إعادة جدولة ديونها واللجوء إلى المؤسسات المالية الدولية بسبب:

أولاً- ظهور عجز مالي في الخزينة العمومية بلغ 9 % من الناتج المحلي الإجمالي مما نجم عنه زيادة المديونية الخارجية.

ثانياً- ارتفاع معدل البطالة واختلال كبير في ميزان المدفوعات وارتفاع معدل التضخم.

وللتخفيف من حدة الأزمة لجأت الجزائر إلى تنفيذ برنامجين في إطار الإصلاحات الاقتصادية وذلك بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي:<sup>1</sup>

أ- برنامج التثبيت الهيكلي (الاستقرار الاقتصادي أبريل 1994-مارس 1995): يهدف هذا البرنامج إلى إيقاف التراجع في النمو الاقتصادي واحتواء ارتفاعات التضخم، وإعادة التوازن إلى الميزانية العامة وميزان المدفوعات، ولتحقيق هذه الأهداف حصلت الجزائر على قرض بقيمة 1,03 مليار دولار مقابل تخفيض قيمة العملة الوطنية، وتحرير التجارة الخارجية والأسعار الداخلية وإعادة هيكلة المؤسسات العمومية ووضع إطار تشريعي لخصخصتها ومن نتائج هذا البرنامج نذكر: لم يتجاوز معدل التضخم 29 % عوض 40 % المتوقع، انخفاض قيمة الدينار الجزائري بنسبة 40,17% ونتج عنه ارتفاع في أسعار المواد الغذائية، انخفاض عجز الميزانية العامة من 8,7% سنة 1993 إلى 4,4% سنة 1994 وانخفاض الكتلة النقدية إلى 15,7% من الناتج الإجمالي سنة 1994 بدلا من 21% سنة 1993، تسجيل معدل نمو قدره 4% سنة 1995.

ب- برنامج التعديل الهيكلي (أفريل 1995-مارس 1998): تركزت أهداف هذا البرنامج في إنعاش الاقتصاد الوطني واستقراره، مع المحافظة على مستوى تشغيل دائم، بالإضافة إلى مواصلة الإصلاحات الاقتصادية للمؤسسات الصناعية وفي نفس الوقت حماية الفئات المتضررة من هذه الإصلاحات، ولتحقيق هذه الأهداف قامت الدولة بوضع سياستين اقتصاديتين الأولى قصيرة الأجل والثانية طويلة الأجل فالأولى تتعلق بالتدابير المالية والنقدية والتي تسمح بتحقيق نمو اقتصادي دائم وتقليص عجز الميزانية والثانية تتعلق بتوفير الوسائل الممكنة لأجل تحقيق النمو الاقتصادي المستمر.

#### الفرع الثاني: القطاع العام وبرنامج التعديل الهيكلي في المغرب.

أولاً: القطاع العام قبل برنامج التعديل الهيكلي، والتعديل الهيكلي وتحرير اقتصاد المغربي.

تطور القطاع العام المغربي منذ الاستقلال إلى غاية بداية الثمانينات وذلك كما يلي:<sup>2</sup>

01- القطاع العام قبل برنامج التعديل الهيكلي: مر الاقتصاد المغربي منذ الاستقلال سنة 1956 بعدة مراحل ويمكن إجمالها في مرحلتين أساسيتين هما:

<sup>1</sup>-خرداين عبد الواحد، خصوصية المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، مرجع سابق، ص ص 84-85.

<sup>2</sup>- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة (تونس،المغرب،الجزائر)، مرجع سابق ص58.

أ- المرحلة الأولى (1956-1970): تميزت هذه المرحلة بقيام الدولة بتأميم عدة مؤسسات تابعة لشركات أجنبية، وأهمها المركز الشرقي للفوسفات، وإنشاء عدة مؤسسات عمومية وطنية، حيث وصل عددها 80 مؤسسة سنة 1960 ليصل عددها سنة 1969 إلى 158 مؤسسة أي بزيادة قدرها 159% في ظرف 9 سنوات كما اهتمت الدولة في هذه المرحلة بالقطاع المالي لأهميته في تحريك النشاط الاقتصادي وأنشأت عدة بنوك تجارية وبنك مركزي (بنك المغرب).

ب- المرحلة الثانية (1971-1988): صدر في هذه المرحلة قانون يمنح الصيغة المغربية (المغربة) للمؤسسات المغربية سنة 1973، والذي يشترط مساهمة رأس المال المغربي في كل مؤسسة بنسبة 51% سواء كانت عمومية أو خاصة أو مشتركة وكان الهدف منه تشجيع القطاع الخاص المحلي ومضاعفة مساهمة الدولة في المؤسسات العمومية، كما شهدت هذه المرحلة ارتفاع أسعار الفوسفات سنة 1974 وسهولة الحصول على القروض من الأسواق المالية الدولية مما أدى إلى تدخل الدولة القوي للدولة في النشاط الاقتصادي ووصل عدد المؤسسات إلى 688 مؤسسة سنة 1985.

02- التعديل الهيكلي وتحرير الاقتصاد المغربي: اعتمد المغرب في تمويل التنمية الاقتصادية على مصدرين هما:

✚ إيرادات تصدير الفوسفات خاصة مع ارتفاع أسعاره نهاية السبعينات.

✚ القروض الخارجية التي تميزت بانخفاض أسعار الفائدة وارتفاع إمكانية التسديد.

ولكن في بداية الثمانينات عرف الاقتصاد المغربي إختلالات هيكلية (عجز في ميزان المدفوعات والميزانية) أدت إلى تقادم المديونية الخارجية والتي انتقلت من 900 مليون دولار سنة 1972 إلى 11,2 مليار دولار سنة 1981، واستمرت في الارتفاع.

03-06: تطور المديونية الخارجية المغربية في ظل الإصلاحات الهيكلية وتحرير الاقتصاد.  
الوحدة: مليار دولار

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
المديونية	11,2	11,5	12,4	13,8	15	16,7	19	20

Source: Abdeladim (Leila), **la privatisation d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb Arabe (Maroc, Tunisie, Algérie)**, Editions internationales paris 1998 p15 .

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المديونية الخارجية للمغرب في تزايد مستمر ولكن بوتيرة ضئيلة خلال السنوات من 1981 إلى 1984 حيث بلغت 11,2، 11,5، 12,4، 13,8 مليار دولار على التوالي وفي سنة 1988 ارتفعت قيمة المديونية إلى 20 دولار.

- ويرجع سبب ارتفاع المديونية الخارجية المغربية إلى:
- التدخل المفرط للدولة في النشاط الاقتصادي، وتراجع أسعار المواد الأولية.
  - ارتفاع معدلات الفائدة.
  - السياسة الداخلية الغير فعالة وتدهور شروط التبادل الخارجي.
- أما صندوق النقد الدولي والبنك الدولي فقد أرجعوا الأزمة المالية هذه إلى مدى تدخل الدولة المفرط في النشاط الاقتصادي وذلك من خلال:<sup>1</sup>
- النفقات العمومية الخاصة بالأجور والمعدلات والتجهيزات.
  - عجز مزمّن تتحمل الجماعات المحلية تكاليف باهظة.
  - دور الدولة في الميدان النقدي والمالي.
  - تدخلات الدولة في الأسعار الداخلية وضبط المبادلات.
- وبالنسبة لمساهمة الوحدات التابعة للدولة في النشاط الاقتصادي فقد بلغت بحسب تقديرات الحكومة:
- من 18 إلى 21% من إجمالي الناتج المحلي.
  - 21% من إجمالي الاستثمارات المنفذة .
  - 27% من الأجور والرواتب.
  - 10% من السكان الناشطين في الوسط الحضري والعاملين في القطاع المنظم أي بحوالي 200 ألف منصب عمل.

وبناءً على المعطيات السابقة قدمت السلطات المغربية طلب إعادة جدولة ديونها الخارجية للمؤسسات الدولية، والتي اشترطت إصلاحات بنيوية متعلقة بتحرير الاقتصاد وتطبيق آلية السوق وتنفيذ برنامج عام وآخر خاص، حيث دخل برنامج العام حيز التنفيذ من خلال قانون المالية التصحيحي التقشفي سنة 1983، أما برنامج القطاعات فطبقت تدريجياً وقسمة إلى ثلاثة أقسام:

- **القسم الأول:** اتفاقية ستاندايبي الأولى حصل بموجبها المغرب على 30 مليون دولار سنة 1983.
  - **القسم الثاني:** اتفاقية ستاندايبي الثانية حصل بموجبها المغرب على 200 مليون دولار سنة 1985.
  - **القسم الثالث:** اتفاقية ستاندايبي الثالثة حصل بموجبها المغرب على 210 مليون دولار سنة 1987.
- حاول المغرب من خلال هذين البرنامجين إحداث إصلاحات لتخفيف الإختلالات التي يعاني منها اقتصاده، حيث شهدت السنوات الأولى من تطبيقها تقليص في عجز الميزانية العامة الناجم تخفيض الدعم المقدم للمؤسسات العمومية، واتخاذ قرارات جبائية ساهمت في زيادة إيرادات الدولة كما عرف الدرهم المغربي تخفيضات متتالية وصلت 40% بين السنتين 1980-1989 أما فيما يخص تحرير

<sup>1</sup> - محمد العلي، حصيلة وأفاق عملية الخصخصة في المغرب 1989-1996، الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية، مركز الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط الجزائر من 28 إلى 30 أبريل 1997 ص 22 .

التجارة الخارجية فقد انضم المغرب إلى اتفاقية العامة للتجارة والتعريفات الجمركية GATT سنة 1987 وفتح المجال للاستثمار الأجنبي.

### المطلب الثاني: الإطار القانوني والتنظيمي لعملية الخصخصة في الجزائر والمغرب.

#### الفرع الأول: الإطار القانوني والتنظيمي لعملية الخصخصة في الجزائر.

أولاً- الإطار القانوني لعملية الخصخصة في الجزائر: لقد أُدخل عام 1988 مفهوم الخصخصة وهذا بموجب القوانين الخاصة باستقلالية المؤسسات العمومية، وأما الدستور فقد كرس عام 1989 من ناحيته بالمادتين 17 و18 مفهوم المبادئ الخاصة بالدولة شاملاً مجموع التراث الاقتصادي العمومي وقانون التجارة المعدل من جهته يسمح بالإفلاس، والنظام التشريعي على المؤسسات العمومية للدولة حسب الشروط والإجراءات المطبقة على القطاع الخاص، ووفقاً لهذا يمكن عرض النصوص القانونية الخاصة التي أدخلها المشرع الجزائري من خلال المراحل التالية:<sup>1</sup>

- 1- المرسوم القانوني 93-8 المؤرخ في 25 أبريل 1993: جاء هذا المرسوم كتعديل لقانون رقم 88-4 وجاء بأحكام جديدة موجهة لمجال التنمية والتي تنعكس في تقليص تدخل الدولة.
- 2- المرسوم التشريعي 93-18 المؤرخ في 29-12-1993: تضمن هذا المرسوم قانون المالية لعام 1994 من خلال المادتين 180-181.
- 3- المرسوم التشريعي رقم 94-08 المؤرخ في 26-5-1994: تضمن هذا المرسوم قانون المالية التكميلي لعام 1994.
- 4- الأمر 95-6 المؤرخ في 25-01-1995: يتعلق هذا الأمر بالمنافسة وبمصادقة المجلس الوطني الانتقالي، وقد تضمن هذا الأمر 10 أبواب حيث أن الباب الأول يتضمن أحكام عامة والباب الثاني يتضمن السلطة المكلفة بتنفيذ الخصخصة وذلك في 14 مادة، ويتضمن الباب الثالث أحكام انتقالية خاصة بالمؤسسات العمومية القابلة للخصخصة والباب الرابع يشمل كفاءات الخصخصة أما الباب الخامس يأتي بأحكام خاصة بمساهمة الأجراء في عملية خصخصة المؤسسات العمومية، والباب السادس يتضمن كيفية مراقبة عملية الخصخصة، والباب السابع اهتم بالشروط العامة المطبقة على تحويل الملكية ويشمل الباب الثامن والتاسع والعاشر علي التتالي بين الوظائف والسر المهني العقوبات، أحكام مختلفة على التوالي.

<sup>1</sup> - سولاف بن الشيخ، مستقبل خصوصية القطاع العام في الجزائر دراسة استشرافية في الجزائر، رسالة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2014-2015، ص ص34-37.

5- الأمر 95-22 المؤرخ في 26/08/1995: هذا الأمر متعلق بخصخصة المؤسسات العمومية حيث ينهي هذا الأمر تدخل الدولة في تسييرها عن طريق صناديق المساهمة ويكمن التعديل الذي أدخله هذا الأمر في تشكيل شركات عمومية قابضة.

6- المرسوم التنفيذي 87-97 المؤرخ في 16/3/1997: هذا المرسوم يعدل المرسوم التنفيذي رقم 177/96 المؤرخ في 20 ماي 1996 والذي يحدد كفاءات تسيير حساب التخصيص الخاص رقم 083/302 والذي عنوانه " الموارد الناجمة عن الخصخصة".

7- المرسوم رقم 329/97 المؤرخ في 10/9/1997: في هذا المرسوم تم تحديد الشروط والمنح والامتيازات الإيجابية النوعية أو المختصة، وكذلك لكيفية الدفع بالقسط لأرباح المشترين للمؤسسات العمومية الاقتصادية المتخصصة.

أما قانون المالية لعام 2001 الأمر 02/01 المؤرخ في 2001 فقد تضمن بعض التعديلات فيما يخص الخصخصة مبرراً تعريفها وكيفية انجازها وشروطها وكذلك المؤسسات القابلة للخصخصة، كما أسندت مهمة الخصخصة للوزير المكلف بالمساهمات في إطار تنفيذ إستراتيجية خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.<sup>1</sup>

ثانياً- الإطار التنظيمي لعملية الخصخصة في الجزائر: تعتبر الخصخصة الحل الوحيد لانقاذ المؤسسات العمومية الاقتصادية ورفع الاختناق عنها، ولضمان تحقيق الدولة للأهداف المسطرة لهذا البرنامج والسير الحسن لهذه العملية، قامت الدولة بتعيين عدة هيئات لتنفيذ ومتابعة عمليات الخصخصة، وهذا ما جاءت به المادة 2 من قانون الخصخصة الصادر في 31 ديسمبر 2001 وعلى المستوى القانوني والسياسي يوجد 4 هيئات مسؤولة عن عملية الخصخصة في الجزائر وهي:

1- المجلس الوطني للمساهمات الدولية: يتشكل هذا المجلس من مجموعة من الوزراء المكلفين بمختلف القطاعات وهو يكلف بتنسيق نشاط الشركات القابضة العمومية وتوجيهها ويوضع هذا المجلس تحت السلطة المباشرة لرئيس الحكومة الذي يتولى رئاسته، ومن صلاحيات هذا المجلس رسم إستراتيجية في المجال الاقتصادي والمالي، ويحدد البرامج العمة أو الفرعية للأهداف الواجب أن تبلغها الشركة القابضة العمومية ويحول له كل الوظائف التوجيه العام والرقابة على تداول المساهمات العمومية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- الأمر 02/01 المؤرخ في سنة 2001، الصادر في الجريدة الرسمية ص10.

<sup>2</sup>- المرسوم التنفيذي رقم 404/95 بتاريخ 1995/12/02، المادة 2 والمتعلقة بتشكيل المجلس الوطني للمساهمات الدولية وسيره، الجريدة الرسمية، العدد 75 سنة 1995، ص 18.

2- مجلس الخصخصة: يتكون هذا المجلس من 7 إلى 9 أعضاء من بينهم الرئيس ويتم اختيارهم بحكم كفاءتهم في ميدان التسيير الاقتصادي والقانوني والتكنولوجي ويوضع هذا المجلس تحت سلطة الهيئة المكلفة بالخصخصة ومن مهامه تنفيذ برنامج الخصخصة طبقاً للتشريع والتنظيم المعمول به وتحديد طرق الخصخصة الملائمة لكل مؤسسة عمومية، ويدرس ويختار العروض ويعد تقريراً عن العرض المقبول الذي يرسله إلى الهيئة ، ويتخذ كل التدابير الضرورية لضمان خصخصة المؤسسات العمومية القابلة للخصخصة، يمسك السجلات ويحافظ على المعلومات ويمكنه أن يستعين بخبراء عند الحاجة.<sup>1</sup>

3- لجنة مراقبة عمليات الخصخصة: تتمتع هذه اللجنة بالاستقلال الإداري و المالي و تتكون من قاضي من سلك القضاء وهو رئيس اللجنة، وممثل عن المفتشية العامة للمالية، وممثل عن الخزنة وممثل عن وزير القطاع المعني، وممثل عن نقابة الأجراء الأكثر تمثيلاً في المؤسسة العمومية المعنية ويمكن مهام هذه اللجنة في:

- تجتمع اللجنة بمجرد استلامها الملفات التي يرسلها إليها مجلس الخصخصة.

- تبلغ اللجنة الهيئة المكلفة بالخصخصة موافقتها على الملف المضمن مجموعة كل عناصر التحليل والاستنتاج بشأن عملية التنازل ويتم تبليغها في أجل أقصاه شهر من تاريخ استلام الملف، وإذا انقضى هذا الأجل تعدا الموافقة حاصلة.<sup>2</sup>

4- الهيئة المكلفة بتنفيذ الخصخصة: تعين الحكومة عند الحاجة هيئة مكلفة بتنفيذ الخصخصة وهذا حسب المادة 8 من الأمر رقم 95-22، ويسند مهام الهيئة المكلفة بالخصخصة إلى المجلس الوطني للمساهمات الدولة ،وتكلف هذه الهيئة بتنفيذ الخصخصة التي صادقت عليها الحكومة، وتطالب من المؤسسات والهيئات تبليغها بالوثائق والدراسات والمعلومات اللازمة لإتمام مهمتها، وتحافظ على الصلة الوثيقة بجميع الهيئات المعنية بعملية الخصخصة.

5- الهيئات المشرفة الجديدة على عملية الخصخصة(وكالة الخصخصة): تتمتع هذه الوكالة بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية وهي ذات طابع خاص، وتوضع تحت وصاية الوزير المكلفة بالخصخصة، وأما فيما خص تنظيمها وسيرها فإن إدارتها ورقابتها يتولاها على التوالي مجلس إداري(يتكون من 3 أعضاء يعينهم رئيس الجمهورية)، محافظ الحسابات، ومن مهامها تنفيذ برنامج

<sup>1</sup>- المرسوم التنفيذي رقم 104/96 بتاريخ 11/3/1996، المتعلق بكيفيات تنظيم مجلس الخصخصة وسيره ، الجريدة الرسمية، العدد 18 سنة 1996 ص ص 12-14.

<sup>2</sup>- المرسوم التنفيذي رقم 105/96 المؤرخ في 11/03/1996، المتعلق بتحديد كيفيات تنظيم لجنة مراقبة عمليات الخصخصة وتسييرها الجريدة الرسمية، العدد 18، ص ص 15-16.



الخصخصة المصادق عليه من قبل مجلس الوزراء، تنفيذ إجراءات ومناهج وطرق الخصخصة، البحث عن المتعاملين والقيام بالاستشارات والمفاوضات في ظل الشفافية والمنافسة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : الإطار القانوني والتنظيمي لعملية الخصخصة في المغرب.

أولاً- الإطار القانوني لعملية الخصخصة في المغرب:<sup>2</sup> لقد جاءت النصوص القانونية المتعلقة بالخصخصة المكملة لإجراءات التحرير التي شرعت المغرب في تطبيقها منذ بداية الثمانينات، حيث صادق البرلمان المغربي عام 1989 على قانون رقم 39- لسنة 1989، الذي يحدد عدد المشروعات الحكومية القابلة للتحويل إلى مشروعات خاصة والإطار الزمني للتنفيذ، كما حددت الأجهزة التنفيذية وطرق ووسائل التنفيذ ولقد كلف وزير الصناعة والتجارة بالإشراف على سياسة الخصخصة في المغرب وبالموازاة مع الإطار القانوني تم وضع هيكل تنفيذي لإصلاح القيم بالدار البيضاء وإعادة النظر في النظام المحاسبي المغربي يتماشى مع المستجدات الوطنية والدولية.

وحددت الدولة مراسيم تطبيقية تخص طرق الخصخصة وصلاحيات كل من الوزير المكلف بالخصخصة ولجنة التحويل، وكذا طريقة خصخصة الأسهم للأجراء والمتعاقدين للوحدات التي قررت خصصتها. وقد عملت المغرب على إصدار قوانين قطاعية يتم بموجبها فتح رأس مال بعض الشركات ويتعلق الأمر ب:

- القانون رقم 96-24 المتعلق بالبريد والموصلات السلكية واللاسلكية(شركة اتصالات المغرب).

- القانون رقم 02-15 المتعلق بالموانئ (شركة استغلال الموانئ).

ثانياً- الإطار التنظيمي للخصخصة في المغرب: أسند القانون تنفيذ عمليات الخصخصة إلى وزير مكلف بهذه المهنة تساعده في ذلك هيئة للتقييم ولجنة للتحويل نظراً إلى ما تتطلبه عملية التحويل من تخطيط وبرمجة وصرامة ودقة وشفافية في التنفيذ، والجدول الموالي يوضح مهام الهيئات المكلفة بالخصخصة في المغرب:

<sup>1</sup>-سولاف بن الشيخ، مستقبل خصوصية القطاع العام في الجزائر دراسة استشرافية في الجزائر، مرجع سابق، ص 40.

<sup>2</sup>- بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة دراسة لواقع التجربة المغربية، مرجع سابق، ص 170.



الجدول رقم 03-07: مهام الهيئات المكلفة بالخصخصة في المغرب.

المهام	الهيئات
<p>- تنظيم عملية تقييم المؤسسات العمومية، وتحديد الجدول الزمني للعمليات وتحمل مسؤولية شفافية البرنامج.</p> <p>- تنظيم طلبات العروض والتفاوض حول المنح المباشرة وإجراء عملية إدراج الأوراق المالية في البورصة.</p> <p>- تدقيق وتحليل الحسابات الخاصة بالمؤسسات والتوقيع على عقود التنازل وإعلان العقوبات.</p>	الوزارة المكلفة بالخصخصة
<p>- تبدي الرأي حول مسار التحويل حسب كل مؤسسة إلا عند التنازل المباشر فتعطي الرأي الموافق.</p> <p>- مساعدة الوزير المكلف بوضع برنامج الخصخصة ونقل الملكية وإصدار العقوبات على المشتريين.</p>	لجنة التحويل
<p>- تحديد السعر الأدنى للعرض الخاص بكل عملية الخصخصة بالاعتماد على تقارير المحاسبة والتقييم التي ترسلها الوزارة.</p>	هيئة التقييم

المصدر: بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة دراسة لواقع التجربة المغربية، مرجع سابق، ص 170.

### المطلب الثالث: أسباب وأهداف الخصخصة في الجزائر والمغرب وأساليبها.

#### الفرع الأول: أسباب وأهداف الخصخصة في الجزائر وأساليبها.

أولاً: أسباب وأهداف وشروط الخصخصة في الجزائر.

01- أسباب اللجوء للخصخصة: إن خصخصة المؤسسات العمومية الجزائرية لم تكن وليدة

صدفة وإنما نتيجة لواقع اقتصادي متدهور ومن أهم الأسباب الدافعة للخصخصة نذكر منها:<sup>1</sup>

أ- لعل أهم سبب في عملية الخصخصة هو ضعف القطاع العمومي بسبب ضعف المردودة للمؤسسات العمومية وسوء التسيير وعدم استغلال كافة الفترات الإنتاجية للمؤسسات العمومية وتراكم ديوانها وانعدام القدرة التنافسية لها.

<sup>1</sup> - الأخضر عزي، فعالية الحكم الراشد (الحكومة) في تفعيل خصخصة الشركات (إشارة إلى واقع الخصخصة في الجزائر)، المؤتمر العالمي الأول حول "حكومة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد 15-16 تشرين الأول 2008 ص 20.

ب-تندرج الخصخصة ضمن برنامج التكيف والتعديل الهيكلي إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي استجابة لتقديم المساعدات المالية وهذا ضمن سياسة إعادة جدولة الديون الخارجية.

ج- إقبال كاهل الخزينة العمومية التي كانت تغطي وتمول عجز المؤسسات العمومية، خاصة بعد انخفاض أسعار البترول سنة 1986، وبالتالي لم تستطع الخزينة العمومية تحمل أعباء هذه المؤسسات إذ بلغت فاتورة التظهير المالي 800 مليار دينار جزائري.

د- العولمة وتأثيراتها على اقتصاديات الدول بما فيها الجزائر، فالخصخصة هي الطريقة الوحيدة للاندماج في الاقتصاد العالمي.

هـ- وجود مجموعة من الدول التي قطعت أشواط لا بأس بها في برنامج الخصخصة خاصة (المغرب تونس مصر)، مما حفزت الجزائر على انتهاج نفس المسار بالرغم من أن الاقتصاد الجزائري يبقى له خصوصيته حيث عان منذ الاستقلال من عدم الاستقرار.

و-ارتفاع معدلات التضخم الاستهلاكي بسبب تدهور القطاع العمومي وعجزه عن الإنتاج وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 03- 08: تدهور معدلات التضخم الاستهلاكي.

السنة	1990	1991	1992	1993	1994
معدل التضخم الاستهلاكي	16,5%	21,5%	29%	40%	35%

س- الصعوبات المالية: لا شك وأن المؤسسات العمومية الجزائرية كانت تعاني من صعوبات مالية كبيرة أثرت سلبا على أداءها وفعاليتها، فأغلبية هذه المؤسسات كانت تعاني من العجز المالي وبالتالي لا يمكن تمويل الاستثمارات الجديدة، أي أن الجزائر كانت تعاني من أعباء ملقاة على عاتق الميزانية العامة، ولهذا كانت تحاول التخفيف من حجم الإنفاق العام.<sup>1</sup>

02 - شروط الخصخصة في الجزائر: نصت المادة 4 من الأمر رقم 95/22 أن خصخصة أي المؤسسات أو الترخيص بها يجب أن يكون من ورائه إصلاح المؤسسات وتجديدها، أو الحفاظ على مناصب العمال المؤجرة فيها كلها، أو بعضها، وعلى المالك الجديد للمؤسسات الالتزام بمواصل نشاطها لمدة 5 سنوات على الأقل انطلاقا من تاريخ خصخصتها.

<sup>1</sup> - حسين بورغدة، الطيب قصاص، الخصوصية مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر، مرجع سابق، ص 6.

كما يشترط وفق المادة 6 من نفس الأمر تقييم عناصر الأموال وذلك بأخذ القيمة الحقيقية بعين الاعتبار، لكي يتسنى للمستثمرين معرف القيمة الحقيقية هذا بالنسبة للمؤسسات، أما فيما يخص القطاعات الاقتصادية التي حددها الأمر 95/22 والمتعلق بالخصخصة المتمثل في الدراسة والانجاز في مجال البناء والإشغال العمومية والري،الفندق والسياحة، التجار والتوزيع الصناعات النسيجية والصناعات الزراعية والغذائية، الصناعات التحويلية في مجالات الكهرباء الإلكترونية،الخشب ومشتقاته الجلود،البلاستيك...إلخ.

كما تستثنى قطاعات أخرى من الخصخصة كالمحروقات، البنوك، المناجم، التعدين الاتصالات البلاستيكية...إلخ، وقد حددت المعايير التي على أساسها تبين وضعية المؤسسة وتصنيفها والمتمثلة في:

- معيار الأهمية: وذلك بقياس حجم العمالة والاستثمارات وقيمة النتائج.

-معيار القابلية للبقاء: على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح فعلية.

وعليه تصنف المؤسسة العامة على أساس هذين المعيارين إلى 4 مجموعات وهي:

- مؤسسات إستراتيجية وقابلة للبقاء: هذه تبقى في يد الدولة.

- مؤسسات إستراتيجية وغير قابلة للبقاء: تبقى في يد الدولة مع محاولة إصلاحها خلال فترة معينة.

- مؤسسات غير إستراتيجية وقابلة للبقاء: تخضع للخصخصة.

- مؤسسات غير إستراتيجية وغير قابلة للبقاء: تصفى.

ويقصد بكلمة إستراتيجية المؤسسات التي تعتبر أساسية لأمن الوطني والتزويد بالأموال الوطنية والخدمات الرئيسية المطلوبة من طرف الجمهور الواسع والمؤسسات التي لا يتجسد فيها هذا التعريف فهي غير إستراتيجية، وهذا المفهوم لم يعد يعمل به منذ سنة 1998 لأن الخصخصة أصبحت تلمس قطاع البنوك (بنك الخليفة البركة) وكذلك قطاع الاتصالات اللاسلكية.<sup>1</sup>

وهناك شروط أخرى يجب توفرها لتنفيذ عملية الخصخصة في الجزائر منها:

- حماية المنافسة.

- التخلي عن التمييز بين القطاع العام والخاص.

- تنظيم الاحتكارات الخاصة.

- تحديد السعر.

<sup>1</sup> - طيب داودي، ماني عبد الحق، تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة المفكر، العدد الثالث، كلية الحقوق والعلوم

السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة ص ص 147-164.

- تنظيم الأسواق المالية وسوق القيم المنقولة.  
- جلب الاستثمارات الأجنبية: إن بعض أشكال الاستثمار الأجنبي هي عادة ما تشترك فيها جميع الاستثمارات الأجنبية لكن هناك بعض الأشكال التي لديها أثر خاص على عملية الخصخصة فإذا كانت قوانين البلد تحمي بصفة جيدة المستثمرين الأجانب فهنا لا توجد مشكلة بالنسبة للخصخصة ولا لتطبيقها ولكن إذا كانت قوانين هذا البلد تقيد الاستثمار الأجنبي وهذا بتحديد نسبة الشراكة في المؤسسات المحلية إلى سقف محدد (مثلا أقل من 50% من أسعار الشركة ) وبالتالي استبعاد الملكية الأجنبية للأراضي أو بأسلوب آخر وهذا عن طريق منع أو تحديد الشراكة في بعض القطاعات التي سيتم خصصتها وبالتالي فإن مثل هذه الإجراءات من شأنها تشكيك المستثمرين الأجانب وتخوفهم من الأسهم في عملية الخصخصة وعليه فإن قانون الاستثمار الأجنبي ذا أهمية خاصة في القطاعات التي تقل فيها الخبرة المحلية خاصة في مجال السياحة والصحة ونسيج وغيرها من المجالات التي سيلعب فيها الاستثمار الأجنبي دورا فعالا.

- تحرير التجارة الخارجية: إنه من الخطأ البدء في عملية الخصخصة دون تحرير التجارة الخارجية وهذا لضرورة تغيير الظروف أمام القطاع الخاص، وتحرير التجارة الخارجية ليس المقصود بها إزالة كافة القيود أمامها وإنما الاعتماد على التجربة الجمركية المتدرجة والمتنوعة حسب نوع السلع النشاط.

**03- أهداف عملية الخصخصة في الجزائر:** إن ما يميز المؤسسات العمومية الجزائرية هو ضعف أدائها وضعف تمويلها الذاتي وتراكم ديونها، وضعف في مختلف جوانب التسيير وانعدام التنسيق فيما بين المؤسسات وفروعها، فكل هذه الأسباب وغيرها من بين العوامل التي دعت إلى التعجيل بعملية الخصخصة هذه الأخيرة تهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف وهي:<sup>1</sup>

أ- **رفع الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات:** لأن عملية الخصخصة تساهم في زيادة القدرة التنافسية للمؤسسات وبالتالي زيادة كفاءتها الإنتاجية، لأن الوسط الجديد الذي تعمل فيه المؤسسة الخاصة يفرض عليها تحسين كفاءتها الإنتاجية والمالية أو إفلاسها.

ب- **تخفيض التكاليف:** ويتم ذلك من خلال رفع الكفاءة الإنتاجية وبالتالي يتيح لها فرصة تحقيق نتائج إيجابية وبالتالي ترتفع أسعار أسهمها.

ت- **تطوير الأسواق المالية:** إن السوق المالي ضروري لجلب المستثمرين لأنه من خلاله يسهل تداول الأسهم والسندات، ويحقق نوع من التكافؤ في الفرص بين كبار وصغار المدخرين وهو القناة الأساسية لتوجيه المدخرات الوطنية والأجنبية وتجميع الموارد المالية على أوسع نطاق وطرحها للمتعاملين.

<sup>1</sup> - حسين بورغدة، الطيب قصاص، الخصوصية مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر، مرجع سابق، ص 9.

ث- جلب الاستثمارات الخاصة الوطنية والأجنبية.

وبالإضافة لهذه الأهداف هناك من يضيف أهدافا أخرى تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- التكيف مع آليات اقتصاد السوق.
- إصلاح الهياكل التمويلية.
- زيادة الربحية .
- زيادة القدرة التصديرية .
- التوجه نحو عالمية السلع والخدمات.
- تحسين التسيير ورفع كفاءات المسيرين.
- إزالة الإختلالات المالية التي يعاني منها الاقتصاد الوطني.

ثانيا: أساليب الخصخصة في الجزائر ومشاكلها.

**01- طرق الخصخصة في الجزائر:** انتهجت الجزائر الخصخصة كسياسة لتصحيح اقتصادها واتخذت في ذلك طرق وتقنيات لإتمام هذه العملية، إذ تختلف طرق الخصخصة حسب الهدف المرجو من هذه السياسة حيث لا توجد تقنية واحدة بل هناك عدة طرق منها:

أ- **خصخصة التسيير:** في هذه الطريقة يتم التنازل عن بعض أصول المؤسسة العمومية إلى الخواص وذلك بالتعاقد (إيجار أو إدارة) لمدة معينة وتتحقق خصخصة التسيير عن طريق المزايدة المحدودة أو المفتوحة وطنياً أو دولياً، ويمكن للمتعهدين سحب دفتر الالتزام الذي يحدد شروط خصخصة التسيير، وتنتهج الدولة هذه الأسلوب الغير مباشر للخصخصة في حالة عدم توفر شروط الخصخصة لأن وضعية المؤسسة لا تسمح بعرضها للبيع لعدم تحقيق الأرباح التي تهدف إليها هذه الإستراتيجية، ويفضل هنا طريقة عقد الإيجار لأنه يضمن نسبة من العائد.<sup>2</sup>

ب- **خصخصة رأس المال:** في هذه الطريقة يتم تحويل جزء أو كل من رأس المال المؤسسة العمومية إلى القطاع الخاص وتشمل التقنيات التالية:

- **التنازل عن طريق العمال:** ويتم عن طريق مشاركة العمال في جزء من رأس مال المؤسسة حيث يقومون بإدارتها جيداً لتحسين أداءها.

- **رفع رأس مال المؤسسة بإصدار أسهم جديدة:** حيث تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة والتي تساعد في حل مشاكل السيولة.

<sup>1</sup> - شيماء مبارك، إستراتيجية الخصخصة في المؤسسة الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 26، سبتمبر 2016، جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر، ص-ص 439-440.

<sup>2</sup> - المادة 30 الصادرة في 25 يناير 1995، الجريدة الرسمية الجزائر، العدد 48 ص5.

- بيع أصول المؤسسة العمومية: تلجأ الحكومة إلى تصفية المؤسسات العمومية التي حققت خسائر لبيع أصولها إلى أشخاص معنويين أو طبيعيين بالتفاوض أو بالمزاد العلني، وتطبق هذه التقنية على المؤسسات ذات الأنشطة البسيطة في الاقتصاد الوطني.

- العرض الخاص للأسهم: في هذه الطريقة يتم بيع جزئي أو كلي لأسهم المؤسسة لمستثمر خاص وذلك عن طريق المنافسة والمزاد العلني في حالة غياب سوق مالي.

- العرض العام للأسهم: في هذه الطريقة يتم بيع جزئي أو كلي لأسهم المؤسسة في البورصة مما يجعل هذه العملية ذات شفافية وتطبق على المؤسسات ذات وضعية مالية جيدة.

ج- الخصخصة عن طريق المزاد: في هذه الطريقة يتم التنازل عن الأسهم والقيم المنقولة والتنازل الكلي والجزئي لأصول المؤسسة العمومية القابلة للخصخصة عن طريق المزاد المحدودة أو المفتوحة الوطنية أو الدولية)، ويتم الإعلان عنها في النشرة الرسمية وتتميز هذه الطريقة عن باقي الطرق بالمرونة في التنفيذ، وتمكن للمشتري من تطوير وتحسين أداء المشروع.<sup>1</sup>

د- الخصخصة عن طريق عقد التراضي: يتم اللجوء لهذه الطريقة في الحالة عدم إمكانية تحقيق الطرق الثالثة سابقة الذكر، وتطبيق في الحالات التالية:

- تحويل تكنولوجي نوعي.

- ضرورة اكتساب تسيير متخصص.

- تعرض الهيئة على الحكومة تقرير يرخص باللجوء إلى إجراءات عقد التراضي، وتعليم الممتلك أو المملكين المقترحين للتفاوض في التنازل أو خصخصة التسيير.<sup>2</sup>

هـ - خصخصة لصالح الأجراء: يتم فيها التنازل عن الأصول المؤسسة لصالح العاملين بها، حيث يتم تخصيص الأسهم وتوزيعها على العمال بناءً على المعايير التالية:

- يخصص مجاناً 10% من أسهم رأس مال المؤسسة العمومية إلى مجموع الأجراء بعنوان اشتراكهم في النتائج المؤسسة المعنية دون منحهم حق التصويت ولا تمثيل في مجلس الإدارة.

- ينتفع العمال الأجراء بحق الشفعة 20% من رأس مال المؤسسة العمومية مع الانتفاع بتخفيض 15% من سعر البيع في عملية التملك الكلي أو الجزئي لأصول المؤسسة.

- يجب أن يكون عدد الأسهم محدود بالنسبة لكل مستفيد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - المادة 27 الصادرة في 25 يناير، الجريدة الرسمية، العدد 48، ص7.

<sup>2</sup> - المادة 31 الصادرة في 25 يناير 1995، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 48، ص8.

<sup>3</sup> - سولاف بن شيخ، مستقبل خصوصية القطاع العام في الجزائر دراسة استشرافية في الجزائر، مرجع سابق، ص46.

ولاختيار الأسلوب المناسب لكل مؤسسة عمومية في الجزائر تم تصنيف هذه المؤسسات في إطار برنامج الخصخصة إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي:

➤ **المجموعة الأولى:** مؤسسات تحقق خسائر ويتوقع استمرارها، يكون الأسلوب المناسب لها التصفية وبيع الأصول بعد القيام بعملية التقييم حسب سعر السوق (إجراء مزاد علني)، ويكون التعامل معها على أساس أنها أصول منتهية وعادة ما يكون المشتري أفراد أو شركات.

➤ **المجموعة الثانية:** مؤسسات تحقق خسائر، ولكن عند تقييم الأداء والإنتاجية يظهر إمكانية كبيرة لتحقيق الأرباح، وفي هذه الحالة يكون اتخاذ إجراءات إعادة الهيكلة التنظيمية والإدارية للشركة وبعد ذلك تقرر السلطات مصير هذه المؤسسات.

➤ **المجموعة الثالثة:** تتضمن المؤسسات الناجحة والتي تحقق أرباحاً، وينتظر الاستمرار في هذه النتائج، وهذا النوع يتم فيه تطبيق أسلوب الخصخصة عن طريق البورصة وذلك بطرح الأسهم للاكتتاب.

**02- مشاكل عملية الخصخصة في الجزائر:** إن تطبيق عملية الخصخصة في الجزائر يصادف عدة مشاكل وهذا راجع إلى حداثة العملية وغياب نظرية اقتصادية توطرها بالإضافة إلى غياب الإرادة السياسية وهو ما سنحاول التطرق إليه ولو بإيجاز: <sup>1</sup>

أ- **غياب الإرادة السياسية:** إن الخبراء يؤكدون بأن غياب الإرادة السياسية الواضحة كان وراء فشل تنفيذ عملية الخصخصة في الجزائر، فمنذ سنة 1996/1991 لم تكن للسلطات الجزائرية نظرة واضحة وإستراتيجية، ولم تكن هناك دراسة حقيقية وواقعية من طرف مكاتب متخصصة سواء وطنية أو أجنبية لأن الإدارة تضيف المصدر لا يمكن لها القيام بهذا العمل الذي يتطلب الموضوعية والدقة، والذي هو من اختصاص الخبراء وأن عدم التحكم في أدوات الخصخصة أدى إلى الفشل لهذه العملية.

ب- **المشاكل التنظيمية والقانونية:** إن الإطار التنظيمي والقانوني للإصلاحات لم يكتمل بعد لحد الآن، حيث أثبتت الممارسة الميدانية ضرورة مراجعة بعض المفاهيم والتصورات في كل مرة، وتكييف البعض الآخر، كما أن قانون الخصخصة في الجزائر ينص على ثلاثة تقنيات فقط للخصخصة وهي التنازل عن طريق الأسواق المالية، وعن طريق المزايدة وكذلك عن طرق خصخصة التسيير.

بالإضافة إلى أن قانون الخصخصة تعتبر بنوده بطيئة وبيروقراطية جداً، فبالنسبة للمشتري وحتى يتمكن من شراء وحدة صناعية أو تجارية فهذه العملية تستغرق أكثر من 12 شهراً، بينما في بعض البلدان لا تستغرق 6 أشهر كحد أقصى، وكذلك التشريعات القانونية التي تحكم الخواص شبه منعدمة

<sup>1</sup> - حسين بورغدة، الطيب قصاص، الخصوصية مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر، مرجع سابق، ص ص 9-10.

وهذا ما يطرح مشاكل الاقتصاد الموازي، ثم مشكل العقار الذي يعتبر من أكثر المشاكل التي تطرح في الجزائر.

**ج- المشاكل الهيكلية:** تتمثل في ضعف القطاع الخاص إذ نجده في الجزائر ضعيفاً ومريض وغير قادر على المساهمة فعلياً في عمليات الخصخصة، فرغم الحضور المعتبر للقطاع الخاص إلا أنه يعاني من تداعيات وانعكاسات خسائر الصرف وتراكم الديون من جراء قرارات لم يكن طرفاً فيها.

فالجزائر كغيرها من البلدان النامية تعاني نقصاً كبيراً في المبادرات الخاصة والسبب يعود إلى "طبيعة نظام التأمين ولنموذج التصنيع المعتمد مما أثر سلباً على نمو القطاع الخاص، وأدى النظام السابق إلى هدم هذا القطاع الحيوي وإلى هدم الرأس المال المتراكم ببطء"، حيث أنه وإلى غاية سنة 1982 كان القطاع الخاص محضوراً في الجزائر، ووضعت عليه قيود تحد من نموه وتوسعه، بالإضافة إلى سعي القطاع الخاص وراء الربح السريع وغياب إستراتيجية واضحة لتوجيهه نحو الاستثمارات المنتجة فعلاً.

وزيادة على ذلك أن قلة عدد المستثمرين وضعف طاقتهم المالية تحد هي الأخرى من امتلاكهم وشرائهم للمؤسسات العمومية، أما الاستثمار الأجنبي فيظل حضوره محتشماً سري في بعض القطاعات كالمحركات والطاقة فقط.

#### الفرع الثاني: أسباب وأهداف الخصخصة في المغرب وأساليبها.

أولاً- أسباب وشروط الخصخصة في المغرب وأهدافها:

**01- أسباب الخصخصة في المغرب:** إن انتهاج المملكة لسياسة التصحيح عن طريق خصخصة المؤسسات العمومية راجع لعدة أسباب أهمها:<sup>1</sup>

أ - صعوبة المراقبة بسبب انتشار فروع الشركات على التراب المغربي سواء من طرف المفتشية العامة للمالية أو مجلس المحاسبة.

ب - استمرار النتائج السلبية التي تحققها بعض الوحدات الكبرى.

ج - النتائج المتواضعة المترتبة عن محاولات إصلاح المؤسسات العمومية والاهتمام بنجاح بعض تجارب الخصخصة في بلدان أخرى والاعتراف بالكفاءة المتزايدة للقطاع الخاص بالمغرب.

د - الضائقة المالية التي اكتسبت حجماً كبيراً نسبياً مع تنامي المديونية الخارجية وتفاقم مستوى العجز في ميزان المدفوعات والميزانية، ومن تم محدودية وسائل التمويل الذاتي للدولة.

<sup>1</sup> - حملاوي ربيعة، أساليب الخصخصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، مرجع سابق ص16.



هـ - ضغوطات وتوصيات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بانسحاب الدولة من التدخل في النشاط الاقتصادي.<sup>1</sup>

## 02-شروط الخصخصة في المغرب: فيما يخص شروط الخصخصة في المغرب فقد حدد القانون رقم

01-19-01 قائمة مكونة من 112 شركة يمكن خصخصتها قبل 31-12-1995 والتي قسمها إلى:

- المؤسسات العمومية التي تمتلكها المغرب.
- الفروع التي تمتلك المغرب جزء أو كل من رأس مالها.
- المؤسسات الفندقية.
- ولقد اختيرت هذه المؤسسات على أساس المعايير الأربعة التالية:
- المؤسسات ذات المردودية الجيدة.
- المؤسسات التي تنشط في قطاعات تمتاز بالتنافس.
- المؤسسات التي ليس لها فائض في اليد العاملة.
- المؤسسات في مختلف جهات الأرض، مما يسمح لكافة الجهات بالمشاركة في عملية الخصخصة بمعنى الاستثمار في المؤسسات المخصصة.

## 03- أهداف الخصخصة في المغرب: وتكمن في:

- تخفيض دور الدولة في توسيع وتسيير المؤسسات العمومية.
- الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
- بيع المؤسسات العمومية المختارة للقطاع الخاص لتقادي عجز الميزانية العمومية بالتخلص من الإعانات التي تعودت الحكومة أن تدفعها لتلك الشركات.<sup>2</sup>
- وضع القانون رقم 39-89 الأهداف المرجوة من عملية الخصخصة في المغرب وهي المشاركة الشعبية، ومشاركة العمال، والنقابة الجهوية ومساهمة الرأس المال الأجنبي في عمليات البيع.
- إتاحة الفرص الاستثمارية لمديري عمال المؤسسات العمومية.
- إعادة إنعاش الاقتصاد المغربي.
- تشجيع التنمية في المناطق المغربية المختلفة.<sup>3</sup>

ثانياً-أساليب وطرق الخصخصة في المغرب: لقد حدد القانون رقم 401-20-2 ثلاثة طرق يمكن استعمالها في خصخصة المؤسسات وهي:

<sup>1</sup>- مصطفى الكثيري، حسن صبار، مقارنة تقييمية لحصيلة تجربة المغرب، الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية، مركز الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط الجزائر من 28 إلى 30 أبريل 1997 ص 24.

<sup>2</sup>- حملاوي ربيعة، أساليب الخصخصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، مرجع سابق ص 18.

<sup>3</sup>- نفيسة حجاج، أثر الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة، دراسة التوزيع وصيانة العتاد الفلاحي ورقلة، مرجع سابق، ص 25.

**01- طريقة البيع المباشر:** جاء في المادتين 18-19 من القانون السابق أن المؤسسات الخاضعة لهذه الطريقة في الخصخصة تعين من قبل وزير الخصخصة بعد استشارة لجنة تحويل المؤسسات العمومية للقطاع الخاص،<sup>1</sup> حيث يعتبر البيع المباشر آلية تعتمد على المفاوضات المباشرة حيث يجب أن يتحقق شرط أن المشتري يجب أن يحقق أحد الأهداف الاجتماعية المنصوص عليها، ويحدد العقد بين المشتري والوزير المكلف بالخصخصة الحقوق والواجبات المتعلقة بالمشتري وكذلك العقوبة التي يتحملها في حالة عدم الالتزام بالعهد، ويعتبر التقويت المباشر طريقة استثنائية ترجع إلى اعتبارات المنشأة حيث يجب أن تطرح المؤسسات ذات المردودية العالية في سوق المالية بعكس المؤسسات التي تعاني العجز فيستعمل هذا الأسلوب إذن إلا في الحالات التالية:<sup>2</sup>

- بعد الفشل في طريقة طلب العروض.
- لممارسة الشفعة بالنسبة للمشتري الذي يملك أكبر قدر من الأسهم.

اعتبارات التنمية الجهوية والحفاظ على فرص العمل التي هي من أهم الأهداف المعلنة.

**02- طريقة طلب العروض:** في هذه الطريقة حدد القانون السابق الذكر في مواد 15-17 كيفية التخلي عن المؤسسات العمومية أو فروعها عن طريق تقديم طلب شراء سري مع تحديد السعر في رسالة توجه لوزير الخصخصة وتباع المؤسسة أو جزء منها لمن يدفع أكثر، حيث يتم إعداد دفتر أعباء يحدد شروط التنازل قبل الإعلان عن كل طلب عروض حيث تعتبر هذه وسيلة تجمع بين تقنية العرض العمومي للأسهم بسعر ثابت وآلية إعلان العروض حيث تهدف هذه الطريقة إلى تكوين نواة صلبة من المساهمين ذوي المكانة المالية والخبرة المتميزة المكتسبة.

**03- الخصخصة عن طريق السوق المالي:** في هذه الحالة تتم خصخصة المؤسسات ببيع أسهمها في بورصة الدار البيضاء أو الطرح العام للبيع بسعر محدد، كما شرحت المادة 13 عملية إدخال المؤسسات إلى البورصة وكيفية تداول أسهمها وأن السعر الأول تحدده لجنة تقييم الشركات المرشحة للخصخصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - حملاوي ربيعة، أساليب الخصوصية وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، مرجع سابق ص 18.

<sup>2</sup> - محمد العلي، حصيلة وآفاق عملية الخصوصية في المغرب 1989-1996، مرجع سابق، ص 23.

<sup>3</sup> - ربيعة حملاوي، مرجع سابق، ص 18.

## المبحث الثاني: بورصة الجزائر والمغرب وقياس مستوى الكفاءة.

تتباين أسواق المالية من حيث النشأة ودرجة تطورها ونشاطها وتنظيمها، ولهذا سنقوم في هذا المبحث بتناول ماهية بورصة الجزائر وبورصة المغرب، وسنحاول قياس درجة كفاءة هذين السوقين.

### المطلب الأول: ماهية بورصة الجزائر والمغرب.

#### الفرع الأول: ماهية بورصة الجزائر.

أولاً- مراحل إنشاء بورصة الجزائر: برزت فكرة السوق المالي في الجزائر إثر الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس العام صدرت عدت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وبعدها صدر القانون المتعلق بالنقد والقرض سنة 1990 ليرسخ أهمية إنشاء السوق المالية وفي سنة 1993 صدر المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23-5-1993 يقضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر، لتتولى بعدها عدة مراسيم تنفيذية وتشريعية تتعلق كلها بتنظيم بورصة القيم المنقولة، فقد صدر عام 1996 مرسوم تنفيذي تضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها، وفي نفس العام صدر من طرف اللجنة السابقة نظام متعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وتحديد واجباتهم وكيفية مراقبتهم لتظهر البورصة عام 1997 وسبب تأخير مشروع إنشاءها رغم صدور قانون دعم إنشاء البورصة عام 1993 يعود إلى الظروف الدقيقة التي كانت تمر بها الجزائر إضافة إلى أن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق برنامج البنك الدولي، وذلك حسب ما أكده المدير العام للبورصة (إسماعيل نور الدين) وفي عام 1998 ظهرت مؤشرات إيجابية عن الأوضاع المالية الجزائرية إذ تمكنت الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وميزان المدفوعات الخارجية خرجت من فوهة الفوائد والتقلبات الحادة في سعر صرف الدينار، وشهدت الأوضاع حالة مستقرة في هذين المجالين، حيث أن هذا المناخ سمح بوضع الأمور في نصابها فبدأت الخطوات الأولى لقيام بورصة الجزائر وتحديد المتدخلين فيها وعلى خط موازي شكلت الحكومة في بداية 1997 لجنة مراقبة البورصة وتأسيس شركة بورصة الجزائر في منتصف عام 1997 بمساهمة من البنوك الحكومية وشركات التأمين إضافة إلى مصرف خاص واحد وهو بنك المتحد وفي نوفمبر 1997 أنجز القانون العام للبورصة وتحددت آليات قبول الشركات وعمليات التسجيل وذلك بالتعامل مع الشركة الكندية.

وقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 سبتمبر 1993 حيث تقوم حصة واحدة للتسعير كل يوم اثنين من الساعة 9 إلى 10 وذلك لمحدودية نشاط البورصة بقلّة عدد الشركات المسجلة فيها.

ولقد عرفت البورصة تطور قيمة الرسملة للبورصة خلال 12 شهر الأولى إلى غاية سبتمبر 200 من نشاطها لتبلغ حوالي 21780 مليون دينار جزائري ثم انخفضت هذه القيمة لتصل في نهاية سبتمبر لعام 2000 إلى غاية 21495 مليون دينار جزائري وتواصل هذه القيمة بالانخفاض لتصل في نهاية ديسمبر لعام 2000 إلى 21055 مليون دينار جزائري أي بنسبة تغيير %2,04 هذا عن الربع الرابع من سنة 2000.<sup>1</sup>

ثانياً- تعريف بورصة القيم المنقولة الجزائرية:<sup>2</sup> حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 يمكن تعريفها على أنها إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة، ومن باقي الأشخاص المعنويين ذوي القانون العام بالإضافة إلى المؤسسات ذوي الأسهم.

ويعرفها خبراء الاقتصاد على أنها طرف في سوق رأس المال وهي تضمن الوظائف التالية:

- مسلك قصير وغير مكلف ما بين الادخار والاستثمار.

- أداة لسيولة الادخار على المدى الطويل.

- أداة لقياس أصول الشركات المدرجة في جدول التسعيرة.

- أداة لفتح رأس مال الخصخصة.

تقبل في بورصة الجزائر صنفين من الأوراق المالية في جدول التسعيرة حسب الأمر رقم 75-79 المؤرخ في 26-09-1975 المعدل والمتمم لقانون التجاري الجزائري وهذين الصنفين هما:

أ- أوراق رأس المال: وتشمل الأسهم العادية وأسهم التمتع وأسهم مجزأة إلى (شهادات الاستثمار شهادات الحق في التصويت).

ب- أوراق الإقراض: وتشمل أوراق المساهمة، السندات العادية، الأوراق الهجينة وتتمثل هذه الأخيرة في (السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات المرفقة بأذن الاكتتاب).

وتتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقين هما:

1- سوق سندات رأس المال: ويتكون من:

<sup>1</sup> - قسم أرشيف مننديات الجامعة -بورصة الجزائر - من الموقع: <http://www.djelfa.info/vb/Showthread.php?t:463282> le

05/03/2017,8 :33,p :1-2.

<sup>2</sup> - المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 27أفريل 1993 المعدل والمتمم للتعليمية رقم 75-59 بتاريخ 1975/9/26، المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية العدد 27 سنة 1993، ص 37.

أ- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
  - مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
  - أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات.
  - أن-سي-أ: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- ب- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة .

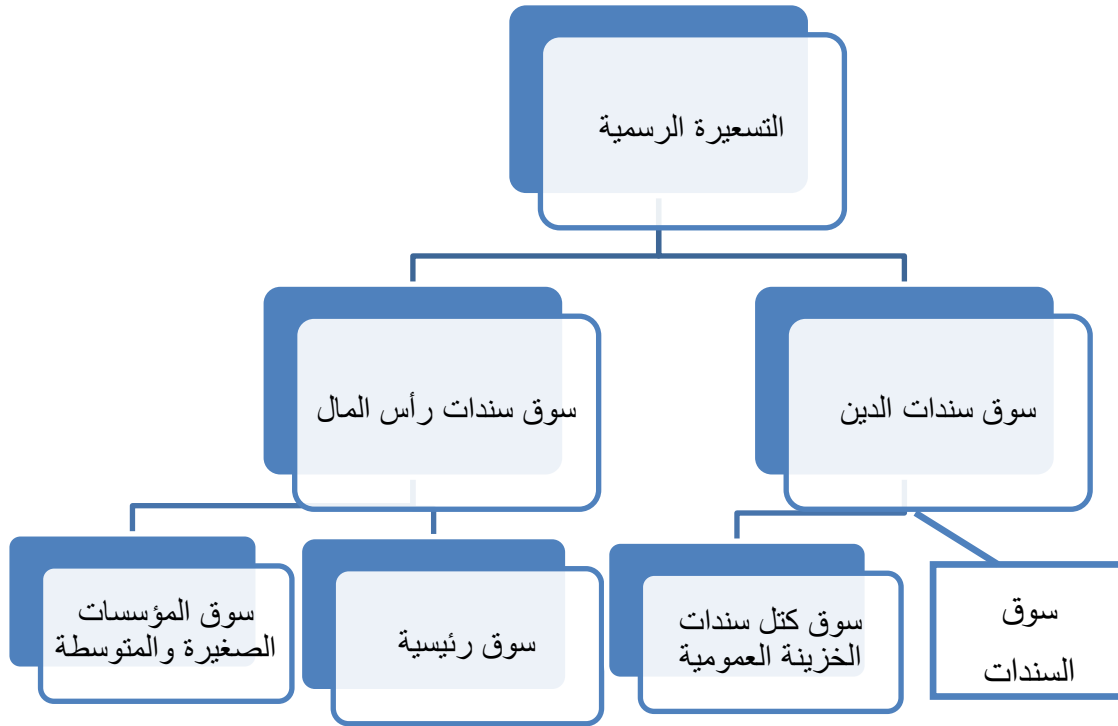
ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.<sup>1</sup>

## 2- سوق سندات الدين: وتتكون من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولية.
  - سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المتخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري.
- ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

<sup>1</sup> - الأمر رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.

الشكل رقم 03- 07: تسعيرة الرسمية لبورصة القيم.



Source :www.Sgbv.dz. Le (07/03/2017) 11 :12

ثالثاً- حساسية بورصة الأوراق المالية الجزائرية: تعتبر البورصات شديدة الحساسية للظروف الطارئة مما يعرض أسعارها للتقلبات ويمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>

- 01- عوامل تتعلق بالشركة متى تعرض مركزها المالي لهزة جراء تراجع الطلب على منتجاتها أو ظهور ابتكارات في منتجات جديدة في شركات منافسة لها.
- 02- عوامل تتعلق بالسوق وذلك عندما تتجاوز المدخرات الطلب عليها أو عندما يكون الطلب عليها أكثر مما هو معروض من المدخرات.
- 03- الشائعات التي تنتشر بواسطة المضاربين.
- 04- الكساد والرواج والاضطرابات الداخلية والإقليمية والدولية.

وبالرغم من أن الجزائر تبنت سياسة اقتصاد السوق إلا أن ذلك لم يكن كافياً لتوفير مناخ ملائم لنمو المدخرات واستقطاب رأس المال، ويمكن تحديد أسباب ضعف تطوير بورصة الجزائر للقيم المنقولة كالآتي :

<sup>1</sup> - قسم أرشيف مننديات الجامعة -بورصة الجزائر- من الموقع: <http://www.djelfa.info/vb/Showthread.php?t:463282> le

- أ- ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج، النوعية و المنافسة.
- ب- عدم ملائمة التشريعات القانونية السارية المفعول، سواء بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية أو المصرفية.
- ت-الخوف من التغيير ويتجلى ذلك في التردد الذي بيد صانعو القرار في الأجهزة العالية للدولة في مجال الخصخصة كاستبعادهم للأسهم من أنشطة البورصة الجزائرية.
- ث-طول الإجراءات البيروقراطية وتعقيدها تؤدي حتماً إلى عدم إقامة مشروعات استثمارية من قبل المستثمرين.
- ج-قلة المؤسسات المدرجة في البورصة والهيمنة عليها من قبل القطاع العام.
- ح-انعدام الشفافية.

رابعا- مقومات البورصة الجزائرية: هناك عدة عوامل تبدو أكثر أهمية وتميز لإقامة سوق مالية مستمر ودائمة في الجزائر ومن أهمها:<sup>1</sup>

1- إصلاح قوانين الشركات: إن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى لتحويلها إلى شركات أسهم، إلا أن هذه الأسهم اقتصر توزيعها بين الشركات المنطوية في هذه الصناديق وهذه الطريق لا يمكن أن يتحقق بواسطتها الهدف المتوخي منها طالما لم يحظ الخواص بالمساهمة في هذه الشركات مما يبقى الواقع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات إضافة إلى ذلك فإن ملكة الدولة لكل الأسهم أو جزءها لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات ومن تم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية، وبتسليط الضوء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أنه يجوز إنشاء شركات مساهمة، حيث يعرفها على أنها الشركة التي ينقسم رأسمالها وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة، حتى تصبح هذه الشركات قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوفية لشروط الانضمام إلى البورصة.

إن التأكيد على شركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فعالية البورصة يعني فتح الرأسمال للخواص كخصخصة مؤسسات الإسمنت و الأجور والمطاحن وبهذا ستضيف الكثير من الجدية في الأداء وزيادة المنافسة وإرساء ثقافة الادخار والاستثمار في قطاعات الإنتاج بدلا من الاستثمار في العقارات.

<sup>1</sup> - قسم أرشيف مننديات الجامعة -بورصة الجزائر- من الموقع: <http://www.djelfa.info/vb/Showthread.php?t:463282> le

2- **عصرنة الجهاز المصرفي:** تتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي الجزائري بمحدودية دورها في الاستثمارات وغياب الشفافية، وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية، إن النظام القانوني للجهاز المصرفي الجزائري أهمل كلياً دور وأهمية بنوك الاستثمار، والتي يُعتبر وجودها ضرورياً لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية، والتي يمكن حصر أنشطتها فيما يلي:

أ- التحري في أوراق العمل وتذليل العوائق البيروقراطية، كما تلتزم بالفترة الزمنية بين الإصدار والبيع.

ب- وجود محللين ماليين أكفاء لتقديم دراسات حول التغيرات المحتمل حدوثها في السوق مستقبلاً.

ت- توزيع الأوراق المالية سواء بشرائها أو ببيعها فهي تعتبر كوسيط بين المصدر والمستثمر كما في حالة الطرح الخاص.

3- **إنشاء مصادر معلومات مالية:** تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة، إذ توفر للمستثمرين والمحللين تصورات القيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية، لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

إن الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من الحروب والنزاعات التي تمس مصالح الدولة الفاعلة في المجتمع الدولي، ولذا يصبح لزاماً على المحلل المالي أن يضطلع على الظروف الدولية ليضع التقديرات حول انعكاساتها على الاقتصاد الوطني، والمحلل المالي الجيد هو الذي يعود إلى أكثر من مصدر (كالإيوميات والنشرات المصرفية).

يجب على الحكومات أن تتولى إصدار منشورات تحتوي على بيانات التي يمكن استعمالها في التنبؤ وتقييم الأعمال التجارية والتنمية وملخصات إحصائية حول أسعار أجور الإنتاج والأنشطة التجارية ويجب عليها كذلك أن توفر بيوت السمسرة التي تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية وإصدار تقارير ودراسات هامة حول الاستثمار.

#### الفرع الثاني: ماهية بورصة الدار البيضاء.

أولاً- **نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء:** تأسست بورصة الدار البيضاء سنة 1929 وكانت تحمل في ذلك الوقت اسم مكتب مقاصة القيم المنقولة وعرفت بأنها مؤسسة غير رسمية وكانت أول جلسة في 7 نوفمبر 1929 حيث كانت المبادلات تتم أسبوعياً، عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات الغير مسجلة خصوصاً لصالح الأجانب، ثم أعطيت الصيغة القانونية لمكتب المقاصة سنة 1942 وقد عرفت عدت إصلاحات فكان الإصلاح الأول سنة 1948 والتي منح لها الشخصية المعنوية وتغيير اسمها حيث أصبح "مكتب تسعير القيم المنقولة" أما الإصلاح الثاني فكان سنة 1967



بسبب نمو النشاط الاقتصادي بعد الاستقلال وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية فصدر بقرار مرسوم ملكي رقم 67-494 بتاريخ 14 نوفمبر 1967 بإنشاء بورصة القيم المنقولة وإعادة تنظيمها وإضافة شخصية معنوية مستقلة تخضع لرقابة الوزارة المالية.

وقد أدت الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها المغرب في الثمانينات في إطار برنامج التعديل الهيكلي، إلى ضرورة تكيف السوق المالية لتتماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة فجاء إصلاح 1993 وهي السنة التي شرع المغرب في تنفيذ برنامج الخصخصة، تم إصلاح 1997 وقبل هذه الإصلاحات تميزت السوق المالية المغربية بضعف حجم الإصدارات والمعاملات مما خلق اختلال بين العرض والطلب.<sup>1</sup>

1- إصلاحات البورصة 21 ديسمبر 1993: شهدت سوق بورصة إصلاحات جذرية لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة فتم إصدار والمصادقة على ثلاثة نصوص مؤسّسة وهي:<sup>2</sup>

أ- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم حيث يتم بموجبه استحداث شركة مساهمة تقوم بإدارة بورصة الدار البيضاء، وأدى هذا القانون إلى تحويل البورصة من مؤسسة عمومية إلى شركة مساهمة حرة يمتلكها الوسطاء وأصبحت سوقاً منظمة يتم فيها تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب.

ب- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب.

ت- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 المتعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهذي صناديق توظيف مشتركة وشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير.

ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة بشكل ملموس وذلك من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للأسهم وذلك لحماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة.
- الترخيص للشركات البورصة كالوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.

www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017).

www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017).

<sup>1</sup> - بورصة الدار البيضاء على الموقع:

<sup>2</sup> - بورصة الدار البيضاء على الموقع:

- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة SBVC وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

**02- إصلاحات البورصة سنة 1997:** في هذه السنة تحسن تنظيم البورصة بعد صدور قانون رقم 34-96 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون 1-93-211 المتعلق بالبورصة وبعد أن قضى القانون 35-96 بإحداث هيئة إبداع مركزية، ماروكليز في أكتوبر من سنة 1998 وشهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشاً ملحوظاً منذ ذلك التاريخ وفي سنة 2002 تم تغيير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء.

**03- إصلاحات التحفيزية سنة 2001:** نص قانون المالية لسنة 2001 على منح امتيازات ضريبية للمؤسسات التي تقوم بطرح جزء من رأس مالها للكاتب، حيث يتم تخفيض 25 % من الضريبة على أرباح الشركات خلال 3 سنوات المتتالية ابتداء من السنة المالية التي تلي عملية الإدراج، وفي حالة رفع رأس المال بنسبة 20 % على الأقل عند تحول إلى البورصة يكون التخفيض الضريبي على الأرباح 50 % وبهدف التشجيع الضريبي إلى تحفيز الشركات للدخول إلى البورصة، وينتهي العمل بهذا التحفيز في سنة 2004 إلا أنه مدد إلى نهاية سنة 2006.<sup>1</sup>

**ثانياً- تعريف بورصة الدار البيضاء:** بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد المالي وتزاول نشاطها بناءً على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة حيث تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء لضمان سير وتطوير وتشجيع سوق بورصة المغرب وذلك من خلال:<sup>2</sup>

- مراقبة ورصد حصة التداول .
  - إصدار ونشر المعلومات السوق.
  - مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية.
  - التدخل عند إتمام الصفقات المبرمجة بين مختلف الأطراف.
  - ضمان حركة الأوراق المالية في حالة عجز أحد الوسطاء.
- أما عن رأس المال المسجل في بورصة الدار البيضاء يصل إلى 19020800 درهم تملكه الشركات الناشطة في سوق الدار البيضاء وذلك بحصص متساوية.

www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017).

www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017).

<sup>1</sup>- بورصة الدار البيضاء على الموقع:

<sup>2</sup>- بورصة الدار البيضاء على الموقع:

ثالثاً- أهداف بورصة الدار البيضاء: وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها ورؤية واضحة، لأهدافها وطموحاتها والمتمثلة في:<sup>1</sup>

- تخفيض دور الدولة في توسيع وتسيير المؤسسات العمومية.
- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد، وذلك من خلال المساهمات بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.
- تلبية حاجات الفاعلين في السوق من خلال سوقاً عصرية وشفافة وكذلك اقتراح خدمات ذات جودة عالية لمختلف العمليات.
- تطوير سوق البورصة من خلال تعزيز ثم تسريع تطور سوق البورصة.
- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا، وذلك بصفقتها تحتل المرتبة الثالثة على الصعيد الإفريقي وتسعى بورصة الدار البيضاء إلى تقليص الفجوة من أجل احتلال الصدارة في إفريقيا، كما تعمل على اعتماد أفضل ممارسات الدولية على مستوى تنظيم السوق.
- الانفتاح على الاقتصاد العالمي.

### المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر والمغرب وأسس تنظيمها.

#### الفرع الأول: المتدخلون في بورصة الجزائر وأسس تنظيمها.

نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 على أسس تنظيم بورصة القيم المنقولة وتعريفها والمتدخلون فيها.  
أولاً: المتدخلون في بورصة الجزائر.

01- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):<sup>2</sup> وهي تمثل سلطة سوق رأس المال وتتشكل من رئيس يعين لمدة 4 سنوات عن طريق التنظيم وينهي مهامه عن طريقه، و6 أعضاء يجدد نصفهم كل سنتين ولا يجوز للرئيس ولا للمستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولات البورصة، وتتمثل مهمتها في تنظيم سوق القيم المنقولة، وحسن سيرها وشفافيتها وتتمثل وظائف هذه اللجنة في:

✚ الوظائف القانونية بتحديد رؤوس الأموال الممكن استثمارها.

✚ اعتماد الوسطاء القواعد المهنية المفروضة عليهم.

<sup>1</sup> - ربيعة حملاوي، أساليب الخصوصية وتحارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ص18.

<sup>2</sup> - المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 39-10 المؤرخ في 23/05/1993.

- ✚ الإصدارات في أوساط الجمهور وقبول القيم المنقولة للتفاوض من شأنها تنظيم عمليات المقاصة.
- ✚ النشر الدوري للمعلومات الخاصة بالشركات.
- ✚ تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة.
- ✚ ترأقب الشركات التي تتداول قيمتها في البورصة.
- ✚ مراقبة سير عمليات السوق (تحريرات).
- ✚ تعالج كل نزاع تقني ناتج عن تأويل القوانين التي تدبر سير البورصة فتعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة بالإضافة إلى كل مخالفة للتدابير التشريعية التي تطبق عليهم.

**02- شركة إدارة بورصة القيم SGBV:** هي شركة ذات أسهم، أسهمها مملوكة كلياً من طرف الوسطاء تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB ويتمثل مهامها في:

- التنظيم العلمي للإدراج القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لحصص البورصة.
- تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.
- تسجيل المفاوضات ونشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.
- نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

**03- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):** هي عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة يقومون بإجراء المفاوضات، تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة ويخول لهم القيام بما يلي:

- إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن.
- يقفون موقف الطرف المقابل في عمليات القيم المنقولة ولا يمكن أن يمارسوا هذه الحق حيال زبائنهم.
- التأكد من أن رؤوس الأموال التي تأتي بها زبائنهم لانجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونياً.

**04- المتدخلون:** وهم المصدرون والمستثمرون حيث أن المصدرون ممثلون في الشركات ذات الأسهم المطابقة لتعاليم قانون التجارة، الدولية والجماعات المحلية حيث تكون مستنداتها مقبولة قانونياً للتداول

في البورصة، أما المستثمرون هم أشخاص فردية، معنوية، مؤسساتية، بنوك، شركات التأمين التعاضديات، الصناديق الجماعية للتوظيف، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.<sup>1</sup>

ثانيا: أسس تنظيم بورصة الجزائر.

#### 01- شروط القبول:<sup>2</sup>

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم.
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج .
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

#### 02- عملية الإدراج في البورصة: تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:<sup>3</sup>

أ- مرحلة ما قبل الإدراج: هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبناها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج وتتضمن المراحل التالية:

<sup>1</sup> - فتحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2002-2003، صص 121-128.

<sup>2</sup> - بورصة الجزائر على الموقع: www.Sgbv.dz. Le (07/03/2017) 11 :12.

<sup>3</sup> - بورصة الجزائر على الموقع: www.Sgbv.dz. Le (07/03/2017) 11 :12.

- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للاذخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.
- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.
- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.
- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.
- وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.
- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...)<sup>1</sup>.
- إيداع ملف طلب القبول : يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على ( طلب القبول، محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار مشروع المذكرة الإعلامية، مشروع الدليل معلومات عامة عن الجهة المصدرة، معلومات عن تمويل المعلومات الاقتصادية والمالية، الوثائق القانونية، تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم).

<sup>1</sup> - بورصة الجزائر على الموقع: [www.Sgbv.dz](http://www.Sgbv.dz) :12 11 (07/03/2017) Le .

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

- الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

- حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ... ) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

- تسوية العملية: يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

ب- مرحلة الإدراج: وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعير.

ج- مرحلة ما بعد الإدراج: وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق.

- عقد السيولة: يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيول ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها.

- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزَمة بإخبار الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، وهذا يؤثر بشكل كبير على سعر السندات ويتعين عليها

أيضاً إخبار الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.<sup>1</sup>

### 03- مزايا الإدراج: يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا نذكر منها:<sup>2</sup>

أ - رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة: مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ... ) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب.

ب- تنوع مصادر التمويل: يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة وبالتالي يمكن للشركة ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

ج- توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

د- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

### الفرع الثاني: المتدخلون في سوق بورصة الدار البيضاء وأسس تنظيمها.

#### أولاً: المتدخلون في سوق بورصة الدار البيضاء .

01- شركات البورصة: تم تأسيسها سنة 1995 بمقتضى الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 21-93 وتم ترخيص لها من طرف الوزارة المالية والاقتصاد، وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات المنقولة وإبداع وحفظ الأوراق المالية وإدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة وتنشيط القيم المنقولة المدرجة للتداول، وبالإضافة إلى ذلك إجراء عملية الإدراج في البورصة ومساعدة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب العام على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعامة وعلى جميع طلبات الاكتتاب.

02- مجلس القيم المنقولة (CDVM): هو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية وبالاستقلالية المالية، وهو يمثل سلطة السوق ويتولى مهمة:

<sup>1</sup> - بورصة الجزائر على الموقع: [www.Sgbv.dz](http://www.Sgbv.dz): 11 (07/03/2017) Le .

<sup>2</sup> - بورصة الجزائر على الموقع: [www.Sgbv.dz](http://www.Sgbv.dz): 11 (07/03/2017) Le .



- ❖ حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر يتم عن طريق طرح أوراق مالية للاكتتاب لدى العموم.
- ❖ السهر على تزويد المستثمرين بالمعلومات الخاصة بالقيم المنقولة.
- ❖ السهر على حسن سير سوق القيم المنقولة من خلال ضمان الشفافية والنزاهة.
- ❖ ضمان احترام ومراعاة مختلف مقتضيات القانونية والتشريعية المنظمة لسوق المال.<sup>1</sup>
- 03- هيئة الإبداع المركزية (ماروكليز): هي هيئة الإبداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب وقد تم إنشاؤها بمقتضى القانون رقم 35-95 الصادر بتاريخ 9 يوليو 1997 والذي أسس نظام تحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني بصفتها شركة مجهولة الاسم وتتجلى أهم مهامها في:
  - مركز حفظ الأوراق المالية في الحسابات الجارية المفتوحة حصرياً بأسماء المهنيين البنوك شركات البورصة وجهات مصدرة، وهي لا تتواصل بأي شكل من الأشكال مع العموم.
  - إدارة أنظمة الدفع مقابل تسليم الأوراق المالية.
  - تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.<sup>2</sup>
- ثانياً: أسس تنظيم سوق بورصة الدار البيضاء.
- 01- شروط القبول: يتم قبول شركات للإدراج في أحد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي وسوق التطوير وسوق النمو) إذا كانت تستوف الشروط التالية:
  - تقديم القوائم المالية للسنوات الثلاثة الأخيرة.
  - أن تكون شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم.
  - أن يكون مبلغ الإصدار أكثر من أو يساوي 10 مليون درهم.
  - أن يكون الشركة حققت أرباحاً لمدة سنتين متتاليتين على الأقل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بورصة الدار البيضاء على الموقع: [www.Casablanca\\_bourse.comle\(11/03/2017\)](http://www.Casablanca_bourse.comle(11/03/2017)).

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>3</sup> سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص80.

الجدول رقم 03-09: الشروط الأساسية.

سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي	
الشركات ذات النمو السريع	الشركات متوسطة الحجم	الشركات الكبرى	حجم الشركات
لم يتم وضع أي حد أدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى	50 مليون درهم	رؤوس الأموال الذاتية (الدنيا مليون درهم)
1	أكثر من 50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى	رقم المعاملات الأدنى (مليون درهم)
1	2	3	عدد السنوات المالية المصادق عليها
غير إلزامية	غير إلزامية	نعم إذا كان للشركة شركات تابعة	الحسابات الموطدة

Source : www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017).

الجدول رقم 03-10: الشروط الإضافية.

سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي	
30000 سهم	100000 سهم	250000 سهم	عدد الأسهم الأدنى اللازمة إصدارها
10 مليون درهم	25 مليون درهم	75 مليون درهم	المبلغ الأدنى للإصدار*
3 سنوات	سنة واحدة	غير إلزامية	اتفاقية التنشيط

Source : www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017).

02- طرق الإدراج: لإدراج أي شركة في البورصة يجب المرور بالمراحل التالية:<sup>1</sup>

أ- المرحلة تكوين ملف العملية: تتلخص هذه المرحلة في إعداد ملف الإدراج في البورصة، وللقيام بذلك يجب مراعاة ما يلي:

❖ اللجوء إلى خدمات الوسيط المالي: يقدم الوسيط المنسق العام للعملية العون والمساعدة والإرشادات

اللازمة قبل وحلال العملية وذلك من خلال:

- تقييم وضعية الشركة المدرجة.
- إجراء التعديلات القانونية المحاسبية والضريبية ذات صلة.

\*المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة هو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على عموم مضروبة في سعر الإدراج المعتمد.

- وضع الجدول الزمني للعملية.
- تحديد سعر السهم المعروض ضمن العملية.
- إعداد المذكرة الإخبارية الخاصة بالعملية.
- ❖ **مدققوا الحسابات:** يقوم مندوبوا الحسابات بمهام النصح والإرشاد أثناء إجراء عمليات إعادة الهيكلة السابقة لعملية الإدراج وتعديل القانون الأساسي للشركة، والمصادقة على الحسابات الشركة الخاصة بالسنوات المالية السابقة لعملية الإدراج بالبورصة.

ب- المرحلة الثانية المصادقة على ملف العملية: لاجتياز هذه المرحلة يتعين اللجوء إلى هيئتين:

- مجلس القيم المنقولة.
- بورصة الدار البيضاء.
- ت- المرحلة الثالثة تنظيم عمليات الاكتتاب: بعد قبول ملف العملية يعين المستشار المالي نقابة التوظيف التي ستتولى توظيف الأوراق المالية الخاصة بالشركة المدرجة لدى العموم، وخلال فترة الاكتتاب يقوم أعضاء نقابة التوظيف بجمع استثمارات الاكتتاب وتمركز بورصة الدار البيضاء طلبات الاكتتاب التي تستلمها من أعضاء نقابة الاستثمار وتعد النتائج التقنية التي سيتم نشرها، وتبين هذه النتائج بطريقة إجمالية ومفصلة حصيلة العملية وخاصة عدد المكتتبين لكل نوع من الأوامر لكل فئة من المكتتبين.

ج- المرحلة الرابعة تسعير الأوراق المالية: وهي مرحلة الإدراج الفعلي للشركة المدرجة في البورصة وتسمى كذلك أول يوم تسعير، وابتداء من هذه اللحظة سيتم رسميا تسعير الشركة المدرجة في البورصة وتتوفر على مختصر وهو صيغة تصغير لاسم الشركة.

#### المطلب الثالث: قياس مدى كفاءة بورصة الدار البيضاء وبورصة الجزائر.

سنقوم في هذا المطلب بقياس كفاءة سوق رأس المال المغربي والجزائري باستخدام مؤشرات السوق وذلك بتحليل كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة، ومؤشر رأس المال السوقي، ومؤشر سيولة السوق، في كل سوق رأس المال على حدا، وذلك للحكم على مدى كفاءة هذه الأسواق.

#### الفرع الأول- بورصة الجزائر.

سنحاول من خلال هذا الفرع دراسة مختلف التطورات المسجلة في بورصة الجزائر على مستوى كل من مؤشر عدد الشركات، وسيولة السوق، ورأس المال السوقي، وذلك خلال فترة الدراسة (2003-2016).  
أولاً- **مؤشر عدد الشركات المدرجة:** يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهذا يؤدي إلى زيادة كفاءة البورصة، كما أن انخفاض

عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة، سنقوم باستعراض تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الجدول رقم 03-11 : تطورات عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات %
2003	03	-
2004	03	0
2005	03	0
2006	02	-33,33
2007	02	0
2008	02	0
2009	02	0
2010	02	0
2011	02	0
2012	02	0
2013	02	0
2014	02	0
2015	02	0
2016	02	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2003 إلى 2016.

يمثل الجدول تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، حيث نلاحظ وجود ثلاثة شركات فقط مسجلة في بورصة الجزائر وهي (الأوراس، صيدال، وشركة رياض سطيف)، ثم انخفضت سنة 2006 إلى شركتين وهذا لخروج رياض سطيف من البورصة، وعليه فإذا أردنا قياس مدى اتساع السوق بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة من أجل الحكم على الكفاءة يمكن القول أن بورصة الجزائر غير كفاءة لأنها تعتبر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة.

ثانياً- سيولة السوق: يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبسرعة وكلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة مما يدل على كفاءته، وعليه فمن أجل قياس كفاءة السوق يمكننا حساب

معدل دوران السهم بقسمة قيمة التداول على رأس المال السوقي، سنقوم هنا بدراسة سيولة سوق الجزائر وذلك بتتبع قيمة التداول ومعدل دوران السهم خلال فترة الدراسة وهذا ما يوضحه الجدول الموالي.

**الجدول رقم 03-12: تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر.**

السنة	قيمة التداول مليون دج	معدل دوران السهم %	معدل نمو قيمة التداول %
2003	1726	0,16	-
2004	843	0,09	-51,16
2005	251	0,04	-70,23
2006	2376	0,35	846,61
2007	1422	0,22	-40,15
2008	20385	0,31	43,39
2009	13777	0,21	-32,41
2010	3435	0,04	-75,07
2011	46020	0,45	12,40
2012	22630	0,23	-50,82
2013	20896	0,21	-7,66
2014	18866	0,19	-9,71
2015	13244	0,14	-29,80
2016	22440	0,23	69,43

**المصدر:** من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2003 إلى 2016.

يمثل الجدول أعلاه تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر، حيث نلاحظ أن معدل نمو قيمة التداول سجلت انخفاضات متتالية باستثناء أربع ارتفاعات في السنوات (2006، 2008، 2011، 2016) وكان أعلى معدل نمو لها سنة 2006 بنسبة 846,61%.

أما فيما يخص معدل دوران السهم في بورصة الجزائر نلاحظ أنه انخفض سنتي 2004-2005 بنسبة 0,09%، 0,04% على التوالي وهذا مقارنة بسنة 2003 حيث كان معدل دوران السهم يقدر ب 0,16%، غير أنه سجل أعلى نسبة له سنة 2011 ب 0,45% وهذا مؤشر ضعيف جداً يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، ويدل كذلك على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وهذا يؤدي إلى انخفاض سيولة البورصة بشكل كبير، ومنه وبالاعتماد على مؤشر السيولة نستنتج أن بورصة الجزائر ليست كفؤة.

ثالثاً- رأس المال السوقي: وهو عبارة عن عدد الأسهم مضروباً بالقيمة السوقية أي سعر السهم في السوق، ويؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، لأن ارتفاعه يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر.<sup>1</sup>

هنا سنحاول دراسة التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة وذلك من خلال الجدول الموالي.

الجدول رقم 03-13 : تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر.

السنة	رأس المال السوقي مليون دج	معدل نمو رأس المال السوقي %
2003	10360	-
2004	10100	-2,51
2005	6400	-36,63
2006	6710	4,84
2007	6500	-3,13
2008	6500	0
2009	6500	0
2010	7900	21,54
2011	10181	28,87
2012	10000	-1,78
2013	9889	-1,11
2014	9735	-1,56
2015	9702	-0,34
2016	9716	0,44

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2003 إلى 2016.

يمثل الجدول تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر، حيث نلاحظ أن معدل نمو رأس المال شهد انخفاضين متتاليين سنتي 2004، 2005 بنسب على التوالي %2,51، %36,63 وهذا مقارنة بسنة 2003، ويمكن ملاحظة أنه سجل عدة انخفاضات في أغلب سنوات الدراسة ما عدا أربعة زيادات مسجل في السنوات 2006-2010-2011-2016، وقد سجلت أعلى زيادة له سنة 2011 بنسبة

<sup>1</sup> - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص 259.

28,87%، وهذا يدل على تقليص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر ويدل كذلك على عجز البورصة على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمار وعجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة ومنه نستنتج أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا.

#### الفرع الثاني: بورصة الدار البيضاء.

سننظر هنا إلى دراسة وتحليل مؤشرات السوق في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء خلال الفترة من 2003 إلى 2016.

أولاً- مؤشر عدد الشركات المدرجة: سنقوم باستعراض تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء.

#### الجدول رقم 03-14: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات %
2003	52	-
2004	53	1,92
2005	54	1,92
2006	63	16,67
2007	73	15,87
2008	77	5,48
2009	73	-5,19
2010	75	2,74
2011	76	1,33
2012	77	1,31
2013	75	-2,60
2014	75	0
2015	75	0
2016	75	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الموحد (من 2003 إلى 2016).

يمثل الجدول أعلاه تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، حيث نلاحظ زيادات متتالية في عدد الشركات المدرجة بالاستثناء انخفاضين في السنتين 2009 و2013، حيث أنها سجلت أعلى قيمة لها في السنتين 2008، 2012 ب77 شركة، أما في السنوات من 2013 إلى

2016 بقي عدد الشركات ثابتا في 75 شركة، حيث سجلت أعلى معدل نمو الشركات سنة 2006 بنسبة %16,67.

وعليه يمكن القول أن بورصة الدار البيضاء عرفت نمو في عدد الشركات وهذا يدل على زيادة الاستثمارات وهذا بدوره يؤدي إلى اتساع حجم السوق، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة إذن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء كفاء بالاعتماد على مؤشر عدد الشركات المدرجة.

ثانياً- سيولة السوق: عرف هذا المؤشر في بورصة الدار البيضاء تطوراً خلال فترة الدراسة وهو ما يظهر من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم 03-15 : تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء .

السنة	قيمة التداول مليون درهم	التغير في المؤشر	معدل دوران السهم %
2003	22644,51	-	18,72
2004	32340,85	+42,82	14,92
2005	46241,58	+42,98	25,38
2006	78914,7	+70,66	18,9
2007	174841,7	+121,56	29,8
2008	108299,6	-38,06	20,4
2009	129271,0	+19,36	22
2010	36430,5	-71,82	6,3
2011	20096,7	-44,83	3,9
2012	16389,8	-18,44	3,7
2013	21789,5	+32,95	4,8
2014	18684,7	-14,25	3,9
2015	20335,9	+8,84	4,5
2016	27012,9	+32,83	4,6

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2003 إلى 2016.

يمثل الجدول تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم انخفض من %18,72 سنة 2003 إلى %14,92 سنة 2004، ويبقى في حالة تذبذب بين الارتفاع والانخفاض حتى نهاية الفترة، ونلاحظ كذلك أنه سجل أعلى نسبة له سنة 2007 ب%29,8، أما فيما يخص قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء فتعرف نمواً إيجابياً متتالياً من سنة



2003 إلى 2007 لتتخفف سنة 2008، وهكذا تبقى قيمة التداول تتفاوت بين الارتفاع والانخفاض حتى سنة 2016 ومنه نستنتج أن بورصة الدار البيضاء تتميز بسرعة التطور وزيادة في سيولتها في المستقبل وهذا يدل على كفاءة بورصة الدار البيضاء ولكن التذبذب في معدل دوران السهم من شأنه أن يقلل من سيولة السوق وبالتالي يقلل من كفاءتها.

ثالثاً- مؤشر رأس المال السوقي: سنقوم بتتبع تطورات رأس المال السوقي في بورصة الدار البيضاء في فترة الدراسة وذلك في الجدول الموالي.

الجدول رقم 03-16 : تطورات رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

السنة	رأس المال السوقي (مليون درهم)	التغير في نمو رأس المال السوقي
2003	115507,18	-
2004	206517,4	78,79
2005	252326,32	22,18
2006	417092	65,30
2007	586328	40,57
2008	531750	-9,31
2009	586328	10,26
2010	579019,8	-1,25
2011	516222,3	-10,84
2012	445268	-13,74
2013	451112,9	1,31
2014	484447,5	7,39
2015	453316,3	-6,43
2016	583380	28,93

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2003 إلى 2016.

يمثل الجدول تطورات رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، نلاحظ تسجيل ارتفاعات متتالية من سنة 2003 إلى سنة 2009 باستثناء انخفاض واحد سنة 2008 ولكن بارتفاعات معتبرة، ثم تتوالى الانخفاضات من 2010 إلى 2012 حيث تصل إلى 445268 مليون درهم ، لترتفع لسنوات من 2013 إلى 2016 باستثناء انخفاض واحد سنة 2015 ، ومنه نستنتج أن بورصة الدار البيضاء سجلت ارتفاعات في رأس المال السوقي وهذا يؤدي إلى اتساع القاعدة الاستثمارية وزيادة تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر، وهذه العوامل كلها تساهم في المستقبل في زيادة كفاءة السوق.

## المبحث الثالث: تقييم أثر كفاءة بورصة الجزائر والمغرب في عمليات الخصخصة (دراسة مقارنة).

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة مع نظيرتها بورصة الدار البيضاء، وهذه الأخيرة يرجع تأسيسها إلى ما قبل حصول المغرب للاستقلال، في حين لم تبدأ بورصة الجزائر في أداء وظائفها إلا سنة 1998.

### المطلب الأول: تقييم أثر كفاءة بورصة الجزائر في عمليات الخصخصة.

#### الفرع الأول: أثر كفاءة بورصة الجزائر في عمليات الخصخصة.

تتنوع أساليب المعتمد في خصخصة المؤسسات، الأمر الذي يضع أمام المستثمر العديد من الخيارات فتكون إما عن طريق الشراء الكامل أو المشاركة أو عن طريق اللجوء إلى السوق المالي، وتعتبر هذه الأخيرة من أحسن الوسائل لضمان الشفافية اللازمة للعملية من خلال طرح أسهمها للجمهور مما يجعل الحصة المكلفة بالخصخصة بعيدة عن اتهامها بالقيام بالصفقات مشبوهة لصالح أطراف معينة، فضلاً عن خلق منافسة على أسهم المؤسسات الاقتصادية والحصول على سيولة جاهزة تسمح بتحقيق أهدافها وفي هذا الإطار أعلنت الحكومة الجزائرية قبل نهاية 1999 برنامج يقضي بانضمام 17 شركة إلى البورصة عن طريق تنازل المؤسسات عن حصتها للبيع وانفتاحها على الادخار الوطني، وكلها شركات تتمتع بأوضاع جيدة وبإمكانيات عالية في المنافسة والنمو، وتعمل هذه المؤسسات في مجالات الاسمنت والمقاولات... إلخ، ولكن هذا المشروع جمد لأسباب سياسية وتداخل الصلاحيات وتباين الآراء، وكان من الممكن أن يطور هذا المشروع السوق المالي ويجعلها أكثر كفاءة بدخول هذه المجموعة الكبيرة من المؤسسات الاقتصادية الناجحة.

أولاً- المؤسسات التي تم خصصتها عن طريق بورصة الجزائر: منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 01 بتاريخ 18/11/1997 والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ 5 ملايين دينار جزائري بسعر فائدة 13% لمدة 5 سنوات، ونظراً لسمعة شركة سوناطراك فإن الطلب فاق قيمة العرض مما أدى رفع قيمته النهائية إلى 12,126 مليار دينار، وعلاوة الإصدار 2,5% من القيمة الاسمية، ومدة القرض 5 سنوات انطلاقاً من 1998/1/4، أما بالنسبة لأسهم الشركات فقد تم إصدار 3 أسهم لثلاث شركات في إطار الرفع من رأس المال بنسبة 20% لكل واحة منها وهي:

**01- مجمع رياض - سطيف:** قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في أبريل 1995 رفع رأس مال الشركة الجهوية للصناعات الجهوية ومشتقاتها لسطيف عن طريق العرض العمومي، حيث تحصلت على التأشير رقم 98/03 بتاريخ 15/10/1998، فأصدرت 1000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دينار للسهم الواحد وذلك خلال المدة 98/11/2 إلى غاية 98/12/15، وقد كانت نتائج العرض كالتالي:

**الجدول رقم 03-17: نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع الرياض - سطيف.**

الفئات	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
الأشخاص المعنويين الخواص	68	63082
الأشخاص الطبيعيين	5106	395844
المؤسسات المالية	06	541074
المجموع	5180	1000000

Source : Synthèse de l'opération appel public a l'épargne, Eriad Stif, 1999.

نلاحظ من الجدول أن المؤسسات المالية استحوزت على 541074 من عدد الأسهم المعروضة أي ما يعادل 54% ، أما مساهمة الأشخاص الطبيعيين استحوزت على 395844 وهذا ما يعادل 39,5% من عدد الأسهم المعروضة، والأشخاص المعنويين بلغت عدد الأسهم 63082 ما يعادل 6,3%.

**02- مجمع صيدال:** قام مجمع صيدال برفع 20% من رأس المال الاجتماعي عن طريق العرض العمومي بالبورصة أي ما يعادل 500 مليون دينار موزعة على 2000000 سهم بقيمة اسمية 250 دج للسهم الواحد، وقد جاءت نتائج العرض كما يلي:

**الجدول رقم 03-18: نتائج اللجوء العمومي لأسهم مجمع صيدال.**

الفئات	عدد الأسهم	النسبة %
المؤسسات المالية	102658	5,13
الأشخاص المعنويون الآخرون	89615	4,48
عمال المجمع	16514	0,83
الأشخاص الطبيعيون الآخرون	1791213	89,56
المجموع	2000000	100

Source : La notice d'information, group Saidal,1998 ;p08.

نلاحظ من خلال الجدول أن الأشخاص الطبيعيين الآخرون استحوزوا على 89,56% من مجموع عدد الأسهم المُصدرة أي ما يعادل 1791213 سهم ثم تليها المؤسسات المالية 5,13% أما الأشخاص المعنويون الآخرون وعمال المجمع كانت نسب مساهمتهم ضعيفة بـ 4,48% و 0,83%.

**03- الفندق الأوراسي:** قررت إدارة الفندق الأوراسي إدخال 20% من رأس مال الفندق إلى البورصة وذلك بإصدار 1200000 سهم في الفترة من 1999/6/15 إلى غاية 1999/7/18 وذلك بقيمة 250 دج للسهم، وتمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي.

**الجدول رقم 03-19 : نتائج اللجوء العمومي لأسهم مجمع الفندق الأوراسي.**

الفئات	عدد الأسهم	النسبة %
المؤسسات المالية	180000	15
الأشخاص المعنويون والتجار	240000	20
عمال المجمع	60000	5
الأشخاص الطبيعيون	720000	60
المجموع	1200000	100

Source : Marché premier, Analyse de l'opv EGH, ELAURASSI, SGBV,1997 ;p5.

نلاحظ من خلال الجدول أن الأشخاص الطبيعيون استحوذوا على 60% من عدد الأسهم الإجمالية ثم يليها الأشخاص المعنويون والتجار بـ 20%، في حين كانت أضعف مساهمة من عمال المجمع بـ 5% من الإصدارات.

**ثانياً- إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر:** بلغ إجمالي إيرادات الخصخصة عن طريق البورصة 4,38 مليار دج وهو ما يعادل 58,63 مليون دولار، وهذا نتيجة بيع 20% من رأس مال ثلاث شركات خلال 6 أشهر والجدول الموالي يوضح ذلك.

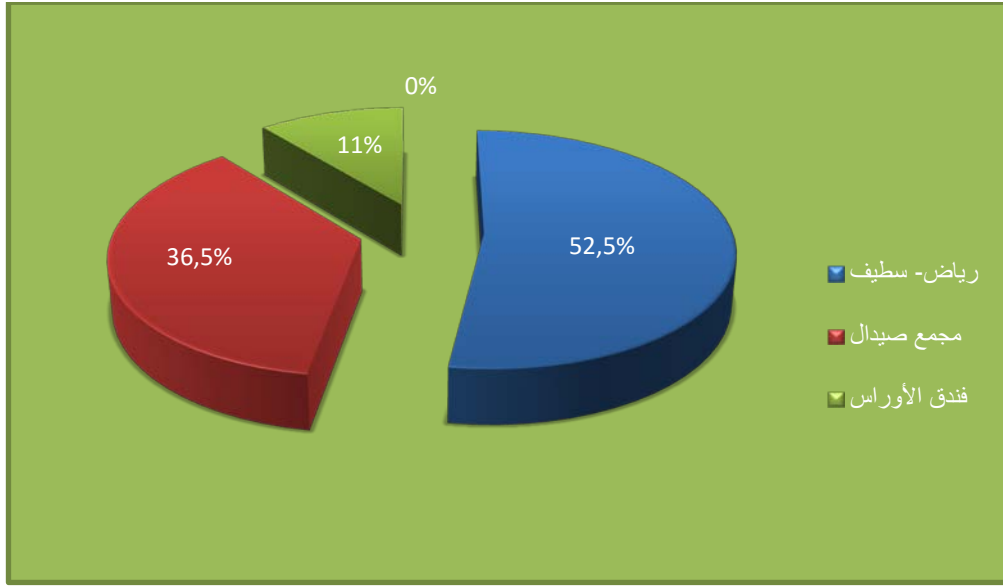
**الجدول رقم 03-20: إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر.**

التاريخ	الشركات	عدد الأسهم	قيمة السهم دج	المجموع مليار دج	النسبة %
1999/7/17	الرياض - سطيف	1000000	2300	2,3	52,5
1999/7/17	مجمع صيدال	2000000	800	1.6	36,5
2000/1/20	الفندق الأوراسي	1200000	400	0,48	11
المجموع	--	4200000	--	4,38	100

المصدر: رشيد هولي، مدى فعالية الأسواق المالية المغاربية في تنشيط عمليات الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

ويمكن تلخيص إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر بالدائر النسبية كما يلي:

الشكل رقم 03- 08: إيرادات الخصخصة عن طرق بورصة الجزائر.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 03- 20.

نلاحظ من خلال ما سبق أن الرياض- سطيف حقق إيرادات كبيرة وهذا بالنسبة لمجمع صيدال وفندق الأوراس، حيث بلغت إيراداته 2,3 مليار دج وهذا يعادل 52,5% من مجموع الإصدارات وذلك ببيع 1000000 سهم بقيمة 2300 لسهم الواحد، أما مجمع صيدال وفندق الأوراس فبلغت إيراداتهما على التوالي 36,5% و 11%.

#### الفرع الثاني: النتائج العامة للخصخصة في الجزائر.

أولاً- نتائج الخصخصة حسب المفهوم الضيق: حسب هذا المفهوم اقتصرت عمليات الخصخصة على المؤسسات التي يتم تحويل ملكيتها من القطاع العام إلى القطاع الخاص حيث شملت 50 مؤسسة عمومية وهذا منذ سنة 1995 إلى غاية 2003، وتم فتح رأس مالها للقطاع الخاص المحلي والأجنبي والجدول الموالي يوضح النتائج حسب هذا المفهوم.

الجدول رقم 03- 21: المؤسسات التي تمت خصخصتها حسب المفهوم الضيق (1995-2003).

المؤسسات	القطاع	نسبة رأس المال المتنازل عنها	أسلوب التفويت
فندق الأوراس	السياحة	20%	بورصة
مجمع صيدال	الكيمياء الصيدلة	20%	بورصة
الرياض -سطيف	الصناعة الغذائية	20%	بورصة
سيدار الحجار	الحديد والصلب	20%	فتح رأس المال
المؤسسة الوطنية لمواد التنظيف	مواد التنظيف	60%	فتح رأس المال

المصدر: رشيد هولي، مدى فعالية الأسواق المالية المغربية في تنشيط عمليات الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص 108.

يمثل الجدول المؤسسات التي تمت خصصتها حسب المفهوم الضيق للفترة (1995-2003)، حيث نلاحظ أنه في هذه الفترة تمت خصخصة المؤسسات بأسلوبين فقط، وذلك بإدراج فندق الأوراس ورياض سطيف ومجمع صيدال في البورصة إذ لم تتجاوز نسبة رأس المال المتنازل عنها 20% وهو الحد الأدنى الذي يسمح به القانون، ومنه نستنتج أن قرار الدخول إلى البورصة قرار إداري قبل أن يكون اقتصادي، أما شركة سيدار الحجار التابعة لقطاع الحديد والصلب، والمؤسسة الوطني لمواد تنظيف التابعة لقطاع مواد التنظيف فقد تم خصصتها عن طريق فتح رأس المال بنسب 20% و60% على التوالي، حيث الأولى تمت لصالح الشركة الهندية LNM-ISPAT أما الثانية فكانت لصالح الشركة الألمانية Heinkel.

ثانيا- نتائج الخصخصة حسب المفهوم الموسع: تعني نقل الملكية بالأساليب الأخرى بالإضافة إلى الأساليب سابقة الذكر، والذي ينتج عنها نقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، كالتصفية عقود التسيير، عقود الشراكة والامتياز...إلخ، ويمكن تقسيم نتائج الخصخصة في الجزائر حسب هذا المفهوم إلى ثلاثة مراحل وهي.

**01- المرحلة الأولى (1994 - 1998):** تم في هذه المرحلة تصفية 815 مؤسسة تنشط في مختلف القطاعات، موزعة بين 679 مؤسسة عمومية محلية و134 مؤسسة عمومية اقتصادية ومؤسستين خاصتين، حيث تمثل المؤسسات المحلية 83,31% من إجمالي المؤسسات المنحلة في حين تمثل المؤسسات العمومية الاقتصادية نسبة 16,44%، أما المؤسسات الخاصتين تمثل 0,25%، والملاحظ على هذه المؤسسات أنها تنتمي للمجموعة الأولى حسب التصنيف السابق حيث تمت تصفيتها بعد موافقة المجلس الوطني للخصخصة، ومع تزايد عدد المؤسسات التي صفاها أصبح قرار التصفية يتم فقط على مستوى الجمعية العامة الاستثنائية ويتم من خلالها تعيين مصفي لها، وله كل الصلاحيات في بيع جميع الأصول هذه المؤسسات، ويمكن توضيح ذلك في الجدول الموالي:

الجدول رقم 03-22: المؤسسات المنحلة حسب القطاع الذي تنتمي إليه (1994-1998).

المجموع	مؤسسات خاصة	مؤسسات عمومية محلية	مؤسسات عمومية اقتصادية	القطاعات
25	02	18	5	الزراعة
443	-	383	60	الصناعة
249	-	195	54	البناء والأشغال والسكن
98	-	93	15	الخدمات
815	02	679	134	المجموع

المصدر: رشيد هولي، مدى فعالية الأسواق المالية المغربية في تنشيط عمليات الخصخصة، مرجع سابق، ص 109.

يوضح الجدول توزيع المؤسسات المنحلة حسب القطاعات التي تنتمي إليها، حيث نلاحظ أن البرنامج التعديل الهيكلي شمل مؤسسات قطاع الصناعة أكثر من القطاعات الأخرى، وهذا لانخفاض الإنتاج وتدهور سيولة المؤسسات الصناعية، ونتج عنه تصفية 3 مؤسسات صناعية وطنية سنة 1997 وتم تسريح 37547 عامل، حيث بلغ عدد المؤسسات الصناعية التي تمت تصفيتها في الفترة (1994-1998) 443 مؤسسة.

أما قطاع الأشغال العمومية والبناء والسكن فقد تمت تصفية 249 مؤسسة موزعة بين 54 مؤسسة عمومية اقتصادية و 195 مؤسسة عمومية محلية، وفيما يخص قطاع الخدمات فقد تمت تصفية 15 مؤسسة عمومية اقتصادية، و 93 مؤسسة عمومية محلية، أما قطاع الزراعة تمت تصفية 25 مؤسسة موزعة بين 5 مؤسسات عمومية اقتصادية و 18 مؤسسة عمومية محلية ومؤسستين خاصتين.

وكانت أكثر عمليات التصفية في الفترة من 1997 إلى 1998 حيث تمت تصفية 76 مؤسسة موزعة على مختلف القطاعات حيث احتل قطاع الخدمات والقطاع البناء والأشغال العمومية عدد كبير من المؤسسات التي تمت تصفيتها في هذه الفترة ب 26 مؤسسة وتم تسريح 51290 عامل وهذا ما يعادل 43,27% من إجمالي عدد العمال المسرحين والبالغ عددهم 118526 عامل.

**02- المرحلة الثانية (1999-2003):** في هذه المرحلة تم تطبيق عقود الامتياز على نطاق واسع في قطاع الصناعة الإستخراجية (المناجم)، حيث تم منح 220 رخصة منجمية للاستغلال في الفترة من 2001 إلى 2002، بالإضافة إلى فتح عروض متعلقة بمناقصة ل 60 سند ذا بعد صغير ومتوسط من بينه 41 للاستغلال و 19 للاكتشاف.

وطبقت الجزائر عقود الشراكة (عقود التجميع) في مجال المحروقات وذلك من خلال الشراكة مع شركة سوناطراك ومنح تراخيص للشركات الأجنبية وتم استثمار 1,2 مليار دولار سنة 2002.

وتمت تصفية 385 مؤسسة ليصل إجمالي المؤسسات ليصل إجمالي المؤسسات التي تمت تصفيتها سنة 2003 حوالي 1200 مؤسسة عمومية، وفي أغلب الأحيان تم بيع الأصول إلى شركات عمومية أخرى أو للعمال، أما فيما يخص طريقة عقود التسيير فقد تمت خصخصة 1800 مؤسسة عمومية في الفترة (1995-2003) وأصبحت تخضع لقواعد المنافسة والربحية، وفيما يخص تحرير النشاط الاقتصادي لصالح القطاع الخاص فقد فازت شركة أوراسكوم تليكوم للاتصالات المصرية سنة 2001 بترخيص لتوفير خدمات الهاتف النقال في الجزائر بقيمة 737 مليون دولار.

**03- المرحلة الثالثة (2003-2008):** في هذه الفترة تمت خصخصة 453 مؤسسة من مختلف القطاعات واستعملت عدة طرق للخصخصة.

الجدول رقم 03-23: حصيلة الخصخصة في الجزائر حسب الأساليب المستخدمة (2001-2008).

عدد العمليات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	المجموع
خصخصة كلية	-	1	5	7	50	62	68	18	210
خصخصة جزئية <من 50%	-	-	1	2	11	12	7	1	34
خصخصة جزئية >من 50%	-	-	-	3	1	1	6	2	13
التنازل عن الأصول للعمال	-	-	8	23	29	9	-	7	76
الشراكة	5	3	4	10	4	2	9	1	38
التنازل عن الأصول للمتعاملين الخواص	1	1	2	13	18	30	20	7	91
المجموع	6	5	20	58	113	116	110	36	458

المصدر: وزارة الصناعة وترقية الاستثمار من الموقع <http://www.mipi.dz>.

من خلال الجدول نلاحظ أنه ابتداء من سنة 2001 عرفت الخصخصة في الجزائر قفزة نوعية وذلك بتزايد مستمر في عدد المؤسسات التي تمت خصصتها من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعني أن



الخصخصة بلغت أهمية اقتصادية وهذا نتيجة لبرامج الإصلاح المطبقة، والسياسة المنتهجة من طرف الدولة في هذه الفترة والمتمثلة في الإنعاش الاقتصادي ودعم النمو والتي سمحت بتأهيل المؤسسات.

### المطلب الثاني: تقييم أثر كفاءة بورصة المغرب في عمليات الخصخصة.

#### الفرع الأول: أثر كفاءة بورصة المغرب في عمليات الخصخصة.

في سنة 1967 وبقرار مرسوم ملكي 67-494 اعتبرت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء كمؤسسة عمومية لها شخصية معنوية مستقلة، وهذه نتيجة النمو الاقتصادي بعد الاستقلال وتدفق الأموال الأجنبية إلى المغرب.

ولقد أكد العديد من مسؤولي بورصة الدار البيضاء على الأثر الحسن الذي أحدثته عملية الخصخصة على مستوى السوق المالية المغربية، إذ ارتفع مستوى التعامل وزادت رسملت البورصة بالمقابل كان لبورصة الدار البيضاء دور هام في إنجاح خصخصة 5 مؤسسات عمومية، حيث حقق المستثمرون في هذه المؤسسات أرباحاً معتبرة في فترة قصيرة.

ونظراً للنتائج المشجعة قامت الحكومة بتوسيع عمليات الخصخصة حيث قامت في جانفي 1996 بإصدار قسيمة خصخصة قيمتها الاسمية 1000 درهم بهدف تشغيل 105 مليار درهم خلال السنوات المقبلة، هذه الأسهم تعطي لحاملها حق الأولوية في شراء أسهم المؤسسات العمومية التي ستعرض للبيع في البورصة.

ومن بين أهداف السوق المالية هي تمويل الشركات بأموال طويلة الأجل وتخفيف عبء المديونية ومنحها إمكانيات جديدة لتمويل مشاريعها.

أولاً- المؤسسات التي تمت خصخصتها عن طريق بورصة الدار البيضاء: تجري عملية الخصخصة عن طريق البورصة وفق طريقتين، حيث يتم التنازل عن الأوراق المالية وفق العرض العام للبيع بسعر ثابت أو العرض العام للبيع بالسعر الأدنى حيث يعتبر الأسلوب الأول أصعب الأساليب خاصة في بداية برنامج الخصخصة.

الجدول رقم 03-24: المؤسسات التي تمت خصصتها عن طريق البورصة الدار البيضاء للفترة (1993-2016).

السنة	اسم الشركة	حصة البيع أو عدد الأسهم المخصصة	ثمن البيع مليون درهم
06/93	الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية GTM-LM	40%	94,3
12/93	شركة اسمنت المغرب الشرقي CLOR	34%	329,2
04/94	شركة تمويل الشراء بالسلف -SOFAC CREDIT	18,7%	40
09/94	الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية GTM-LM	18,46%	48,7
10/94	الشركة الوطنية للاستثمار SNI	15,63%	361,1
12/94	البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCF	14,01%	455,3
06/95	شركة قرض التجهيزات المنزلي	18%	72
03/96	الشركة الوطنية لتكرير النفط SAMIR	30%	504,801
06/96	الشركة الوطنية لصناعة الصلب SONASID	35%	420,4
10/96	الشركة المغربية للأسمدة FERTIM	30%	120,1
06/97	شركة استخراج الفضة SMI	20%	130
12/04	اتصالات المغرب	14,9%	896
07/06	اتصالات المغرب	0,1%	98,55
12/06	ماتيل ب س ماركيت	239459 سهم	88,59
06/07	بروموفارن	27%	237,63
07/07	م 2 م	20%	141,86
07/07	الشركة العامة العقارية CGI	1437600	1368
10/07	اطلنطا	17%	1,20
11/07	الشركة الوطنية للالكتروليزو البيوكيميائية	35%	10,50
12/07	سلفين	231224 سهم	154,92

12/07	ميكروداطا	30%	120,960 درهم
05/08	دلتا هولدينغ	640000 سهم	-
06/08	الشركة المنجمية دوتويست	490040	300,39
07/08	الياس للتصوير العقاري	1815 سهم	-
12/11	جيت الو المغرب	416667 سهم	288
12/11	S2M	30%	78
01/12	شركة صناعات افريك ش م	38%	26,584800
12/13	شركة الجرف الأصغر للطاقة	2234638 سهم	1000,000505
12/14	إقامات دار السعادة	20%	1,1 مليار درهم
05/15	طوطال المغرب	15%	719,04 مليون
12/15	أفما AFMA	25%	180 مليون

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على : -التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء (2007-2016) -إحصائيات وزارة المالية والخصخصة على الموقع 46: 23 (09/03/2017) <http://www.Finances.gov.ma>

نلاحظ من الجدول أن بداية الخصخصة عن طريق البورصة هو نفس تاريخ بداية برنامج الخصخصة أي سنة 1993، ففي هذه السنة تمت خصخصة شركتين أما في سنة 1994 فقد تم تفويت 4 مؤسسات لخصخصتها عن طريق بورصة الدار البيضاء وبنسب مختلفة، أما خلال سنة 1996 سجلت بورصة الدار البيضاء ثلاث إدراجات مقابل إدراج واحد سنة 1995، وفي سنة 1997 سجلت البورصة إدراج واحد، وتم إدراج 14,9% من اتصالات المغرب سنة 2004 وإدراج 0,1% من أسهمها سنة 2006.

ثانياً: إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء .

جدول رقم 03-25: إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء .

السنة	مداخيل الخصخصة عن طريق البورصة	إجمالي مداخيل الخصخصة	نسبة مداخيل الخصخصة عن طريق البورصة إلى إجمالي مداخيل الخصخصة
1993	432,5	2223	19,05%
1994	905,1	3702	24,44%
1995	72	1509	4,77%
1996	2045,3	2406	85%
1997	130	5924	2,19%

0	531	0	1998
0	270	0	1999
0	1	0	2000
0	23388	0	2001
0	78	0	2002
0	14181	0	2003
100	8896	8896	2004
0	13798	0	2005
2,11	4658	98,55	2006
12,5	6081	760,26	2007
-	-	-	2008
0	0	0	2009
0	70	0	2010
-	655	198	2011
-	0	-	2012
-	0	-	2013

المصدر: إحصائيات وزارة المالية والخصخصة على الموقع <http://www.Finances.gov.ma> (09/03/2017)

من خلال الجداول السابقة نلاحظ أن عمليات الخصخصة وإيراداتها عن طريق بورصة الدار البيضاء ومقارنتها مع إجمالي مداخيل الخصخصة تختلف من سنة لأخرى، حيث يمكن تقسيمها إلى 5 فترات هي:

📌 **الفترة الأولى (1993-1997):** عرفت هذه الفترة نجاحاً كبيراً حيث تمت خصخصة 11 شركة عمومية عن طريق البورصة، وبلغت مداخيلها 3575,7 مليون درهم أي بنسبة 19,67% من مجموع مداخيل الخصخصة خلال هذه الفترة.

📌 **الفترة الثانية (1998-2003):** عرفت هذه الفترة انعدام نسبة إيرادات الخصخصة عن طريق البورصة، وهذا لأنه لم يتم إدراج أي شركة في البورصة في هذه الفترة.

📌 **الفترة الثالثة (2004-2007):** عرفت هذه الفترة ارتفاع في عدد الإدراجات حيث تمت خصخصة 10 شركات عمومية عن طريق البورصة، وبلغت إيراداتها 9754,81 مليون درهم من مجموع مداخيل الخصخصة، ويعود هذا الارتفاع إلى خصخصة الشركات الكبيرة .

الفترة الرابعة(2008- 2010): عرفت هذه الفترة انعدام إيرادات الخصخصة عن طريق

البورصة وذلك لأنه تم تأجيل عمليات الإدراج بسبب الأزمة المالية العالمية.

الفترة الخامسة( 2011-2012): تمت خصخصة شركتين عموميتين سنة 2011 وبلغت

إيراداتهما 198 مليون درهم، أما سنتي 2012 و 2013 انعدمت إيراداتهما.

#### الفرع الثاني: الحصيلة العامة للخصخصة في المغرب.

إن عملية الخصخصة تشكل جزء هام من برنامج الإصلاح الاقتصادي، والتي تهدف إلى زيادة القدرة التنافسية وتحرير الأسعار، وفي هذا السياق اتخذت السلطات المغربية مجموعة من الإجراءات التي تعتبر مكملة لقانون الخصخصة 1989 وذلك قبل الدخول في تطبيق هذه الإستراتيجية ومن أهم هذه الإجراءات تحرير الأسعار، إعادة هيكلة المؤسسات العمومية، وتطوير السوق الأوراق المالية، فتح الاقتصاد أمام المستثمرين الأجانب.

أولاً- حصيلة الشركات والفنادق التي تم خصخصتها في المغرب: رغم صدور قانون الخصخصة 89-39 إلا أن بداية تطبيق هذا البرنامج في المغرب كان سنة 1993، ويمكن تلخيص الشركات والفنادق التي تمت خصخصتها في المغرب في الملحقين 1-2.

ثانيا: مداخيل الخصخصة في المغرب.

#### الجدول رقم 03-26: مداخيل الخصخصة في المغرب.

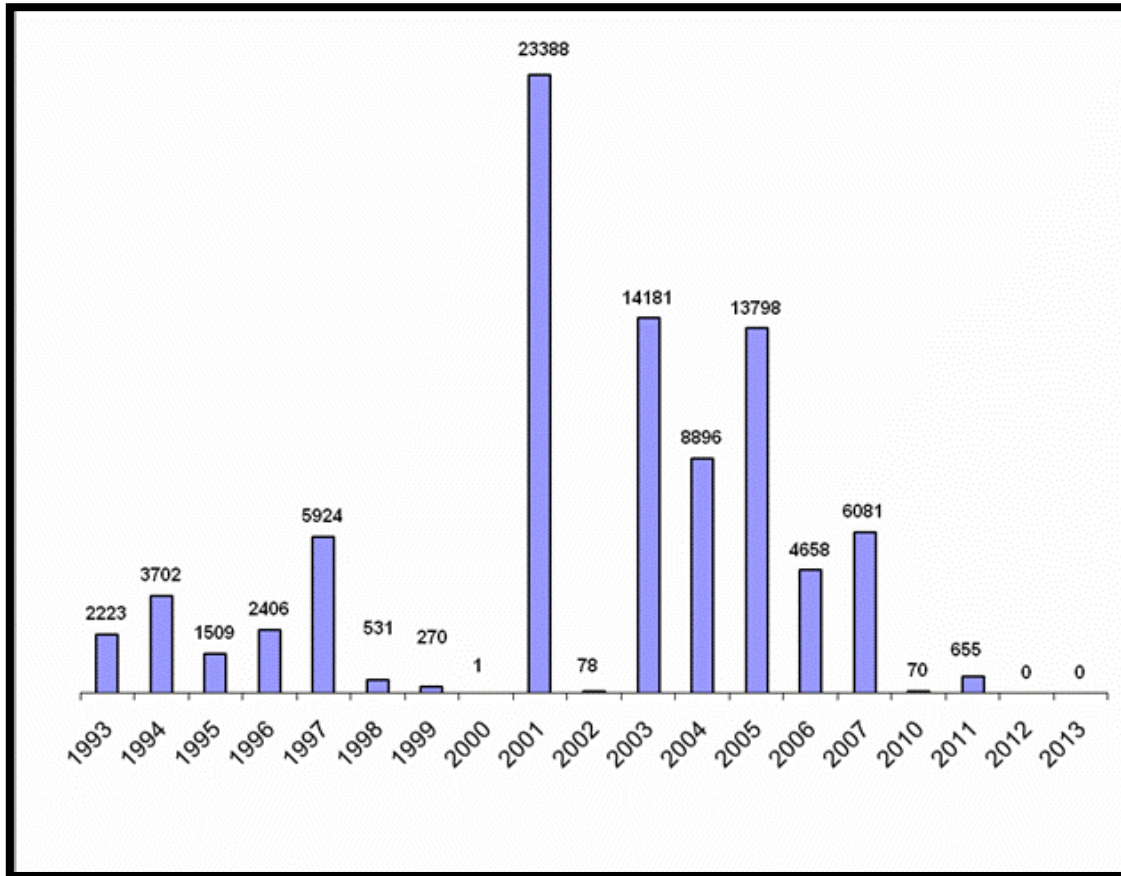
السنوات	عدد المؤسسات	عدد العمليات	المداخيل
1993	10	14	2223
1994	17	23	3702
1995	12	17	1509
1996	7	9	2406
1997	6	12	5924
1998	4	9	531
1999	2	3	270
2000	0	1	1
2001	2	3	23388
2002	1	2	78
2003	3	4	18114
2004	0	1	8896
2005	4	6	13798

4658	6	3	2006
6081	3	2	2007
0	0	0	2008
0	0	0	2009
4ملايين	0	9	2010
198	2	2	2011
0	0	0	2012
0	0	0	2013

المصدر: إحصائيات والوزارة المالية والاقتصاد على الموقع: (09/03/2017) [http : //www.Finance.gov.ma](http://www.Finance.gov.ma).

ويمكن توضيح هذه المداخل في الرسم البياني التالي:

الشكل رقم 09-03: مداخل الخصخصة في المغرب (1993-2013).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم 03-31.

من خلال ما سبق نلاحظ أن المغرب مازال لم يحقق النتائج المرجوة من برنامج الخصخصة ويمكن تقسيم تطور مداخل الخصخصة إلى المراحل التالية:

- المرحلة الأولى (1993-1997): تميزت هذه الفترة بارتفاع عدد العمليات ولكن بدخل ضعيف حيث تم خصخصة 52 شركة وكان مجموع مداخلها ب15764 مليون درهم.

- المرحلة الثانية (1998-2000): عرفت هذه الفترة انخفاض عدد العمليات وضعف المداخل المحصلة عليها من برنامج الخصخصة، حيث تم خصخصة 6 مؤسسات وباغت مداخلها حوالي 802 مليون درهم.

- المرحلة الثالثة (2001-2007): عرفت هذه الفترة بقلّة عدد العمليات المنجزة وارتفاع مداخلها حيث تم خصخصة 25 مؤسسة وبلغت مداخلها 71030 مليون درهم وذلك لأن برنامج الخصخصة شمل شركات كبيرة الحجم.

- المرحلة الرابعة (2008-2009): عرفت هذه الفترة بالانعدام عمليات الخصخصة وذلك بسبب الأزمة العالمية.

- المرحلة الخامسة (2010-2013): عرفت هذه الفترة بقلّة عدد العمليات ومداخلها مرتفعة وهذا سنتي 2010 و2011 وذلك بسبب خصخصة الشركات الكبيرة، أما عن سنتي 2012 و2013 انعدمت عمليات الخصخصة فيها، والجدول الموالي يوضح مداخل الخصخصة حسب الطرق المعتمدة.

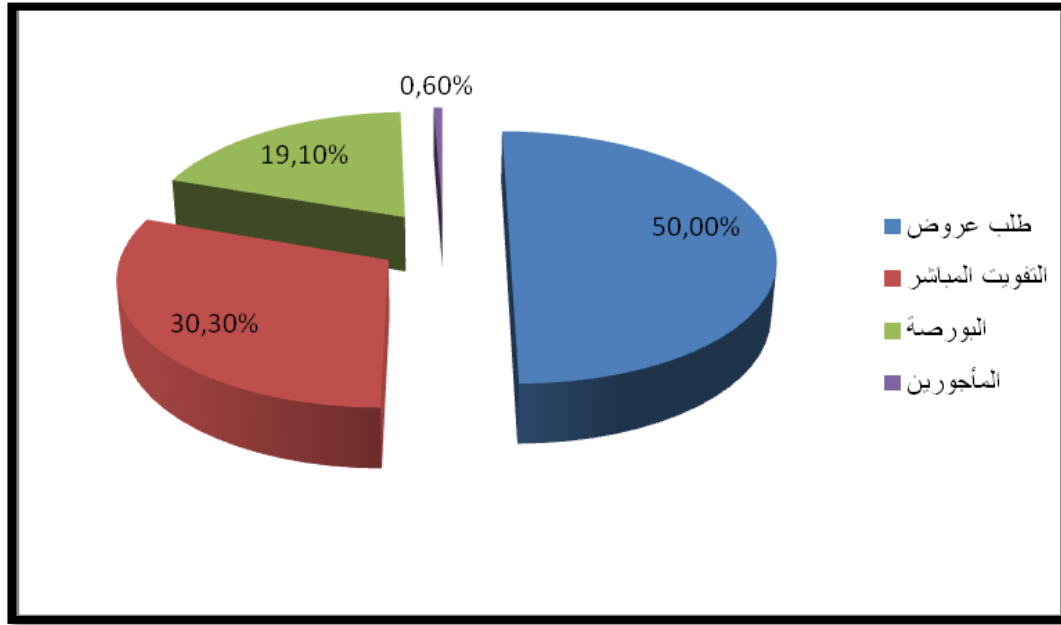
#### الجدول رقم 03-27: مداخل الخصخصة حسب الطرق المعتمدة.

الطريقة	طلب العروض	التقويت المباشر	البورصة	الأجراء
النسبة	50%	30,30%	19,10%	0,6

المصدر: إحصائيات والوزارة المالية والاقتصاد على الموقع: (09/03/2017) <http://www.Finance.gov.ma>

يمثل الجدول نسبة مداخل الخصخصة حسب الطرق المعتمدة، حيث نلاحظ أنه تم تقويت ما نسبته 50% من عمليات الخصخصة عن طريق طلب العروض، أما التقويت المباشر الذي يعتمد على ممارسة حق الشفعة أو متطلبات التنمية الجهوية، أو المحافظة على التشغيل فيمثل 30,30% من مداخل الخصخصة، كما يمثل التقويت بالبورصة 19,10%، وتنحصر مساهمة الأجراء في 0,6%.

الشكل رقم 03-10: توزيع عائدات الخصخصة حسب طرق التفويت.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 03-29.

### المطلب الثالث: تقييم ومقارنة تجربة الجزائر والمغرب في خصخصة المؤسسات العمومية.

#### الفرع الأول: تقييم تجربة الخصخصة في الجزائر والمغرب.

أولاً- تقييم تجربة الخصخصة في الجزائر: إن عملية الخصخصة في الجزائر لم تتعد مرحلة الانطلاق، ولم تحقق الأهداف المرجوة منها حيث أن كل العمليات لم تحقق في الواقع إلا نتائج ضئيلة جداً، أما العمليات التي تبدو أنها حققت تقدماً فهي لا تخلو من الانتقادات.

وإن تخلف البورصة عن المساهمة في تنفيذ برنامج الخصخصة يرجع إلى الانطلاقة الضعيفة لبورصة الجزائر، والتي تنقذ إلى الجدية نظراً للإمكانيات التي يوفرها الاقتصاد الجزائري وذلك بتهيئة المناخ لها، وهذا التخلف راجع بالدرجة الأولى إلى أسباب متعلقة ببرنامج الخصخصة، وأسباب متعلقة بالسوق المالي الجزائري.



01- أسباب فشل تنفيذ برنامج الخصخصة: يمكن إجمال أسباب فشل تنفيذ برنامج الخصخصة في الأسباب السياسية والإيديولوجية والمعوقات التشريعية، والمعوقات الاقتصادية، وأخيراً إلى المعوقات الاجتماعية ونوجزها فيما يلي:<sup>1</sup>

أ- **المعوقات السياسية والإيديولوجية:** كل برنامج خصخصة لابد وأن يصاحبه صعوبات وتناقضات سياسية وإيديولوجية وذلك لاختلاف وجهات النظر بين الأطراف المشاركة في هذه البرنامج ويمكن تقسيمها إلى:

✚ **التناقضات الإيديولوجية:** تتدرج الخصخصة في إطار التغيير الجذري للسياسة المتبعة، وحتى الثقافة المكتسبة في ظل الإيديولوجية الاشتراكية التي تنادي بالعدالة الاجتماعية، هنا الأفراد ينظرون إلى الخصخصة أنها آفة اجتماعية ينتج عنها تسريح العمال والفقر والفوارق الاجتماعية، وهذا ما تؤكد سياسة التقشف والصرامة في الإنفاق العمومي.

✚ **التناقضات السياسية:** تكمن هذه المعوقات في سلوك أصحاب القرار التي تشكلت خلال عقود من الزمن، من خلال التدخل القوي للسلطة في جميع مجالات القرار، وإضافة إلى ذلك عجز السلطات عن التفريق بين الأنشطة الإستراتيجية والغير إستراتيجية، عرفت كذلك الجزائر تغيير مستمر للسلطة السياسية وخاصة الوزير المكلف بالخصخصة، حيث تغيرت الحكومة 18 مرة وتغير الوزير المكلف بالخصخصة أكثر من 500 وزير وهذا خلال الفترة من 1990 إلى 2003، كما أن تداخل الصلاحيات بين الهيئات يؤدي إلى تباطؤ عمليات الخصخصة.

ب- **المعوقات التشريعية والمؤسسية:** يعتبر غياب النقاشات الشفافة في إعداد النصوص التي تحكم الخصخصة من الأسباب التي حولت هذه النصوص إلى معوقات وذلك بسبب عدم وضوحها.

ت- **الصعوبات الاقتصادية والتقنية:** وتكمن هذه المعوقات في:

✚ **حالة المؤسسات المطروحة للخصخصة:** بلغ عدد المؤسسات القابلة للخصخصة في جميع القطاعات 1112 مؤسسة في نهاية 2003 والكثير منها تم عرضها للخصخصة رسمياً، لكن لم يتم تنفيذ إلا القليل بسبب تراكم ديونها، فمن بين هذا العدد نجد 381 مؤسسة تتمتع بوضعية مالية ملائمة والباقي 731 مؤسسة تعاني من صعوبات مالية .

✚ **صعوبة تقييم المؤسسات المعروضة للخصخصة:** يعتمد قانون الخصخصة بشكل كبير على وجود قواعد صارمة وواضحة في مجال تقييم المؤسسات، وهذا غير متوفر في الدول النامية حيث نجد في الجزائر عجزاً كبيراً في الخبرة المحاسبية المحلية، وذلك لاستعمالها الطرق التقليدية وتكمن هذه الطرق في قيمة الأصول المؤسسة وطريقة التدفقات النقدية المحينة وما ينتج عن هذه الأخيرة من

<sup>1</sup> - غرداين عبد الواحد، خصوصية المؤسسات العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، مرجع سابق، ص-ص 170-191.

صعوبة تحديد معدل التحيين، فالنتائج الأولى للتقييم كانت متباينة بين الجهات التي قامت بالتقييم وكذلك تضخيم القيمة الحقيقية للأصول وهذا بسبب ضعف الخبرة والتخوف.

➤ **ضعف إمكانية المستثمرين المحليين وتردد المستثمرين الأجانب:** يتميز الادخار المحلي بالضعف مقارنة بحجم الاستثمارات المعروضة للخصخصة، خاصة عندما يتعلق الأمر بالمؤسسات كبيرة الحجم وبالرغم من التحفيزات المقدمة على المستوى القانوني إلا أن مساهمة الشعب مازالت شبه معدومة، وذلك بسبب ضعف السوق وتردد السلطات في إجراء عمليات الخصخصة.

كما أن المستثمر الأجنبي هو الآخر متردد في المساهمة ببرنامج الخصخصة بسبب محدودية رأس المال المفتوح للمشاركة، ففي الفترة 1995-2003 لم يتعدى عدد الاستثمارات عدد الأصابع وهذا رغم تحسن الوضع الأمني، ويعتبر ضعف النظام المصرفي والمعاملات البنكية ووسائل التمويل، وضعف جاذبية المناطق الصناعية من العوامل التي ساهمت في تردد استثمار الأجانب في الجزائر.

ث- **المعوقات الاجتماعية والثقافية:** إن العوامل الاجتماعية كانت من أهم عقبات برنامج الخصخصة وذلك بسبب غياب الحوار واستبعاد عوامل الاجتماعية عند تحديد قائمة المؤسسات المعروضة للبيع، ومن هذه العقبات المعارضة الشديدة التي جسدتها النقابات العمالية عند إعلان برنامج الخصخصة إضراب 2003 والذي شمل كل القطاعات الاقتصادية وهذا بسبب إقدام السلطات على تسريح 400000 عامل، أما العقبات الثقافية فتكمن في غياب ثقافة المخاطرة.

## 02- أسباب تخلف السوق المالي الجزائري.

تواجه بورصة الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شأنها أن تؤدي إلى تخلفها وتعرقل تطورها وازدهارها ومن بين هذه المعوقات:

### أ- الأسباب الاقتصادية.

➤ **ارتفاع الضرائب على الأرباح:** تلجأ الدولة إلى فرض ضغوطات على المتعاملين الاقتصاديين وكذا العائلات برفع معدلات الضرائب والرسوم، وهذا لمواجهة العجز المسجل في ميزانيتها وينجم عن هذه الضغوطات بعض الإختلالات في التوازن المالي للمؤسسات.

➤ **التضخم:** تتواصل ظاهرة التضخم في الجزائر رغم مجهودات السلطات لامتناعه، وهو الارتفاع المستمر لأسعار السلع والخدمات، ويؤدي التضخم إلى انخفاض الميل الحدي للادخار من خلال دفع الأفراد ذوي الدخل المنخفضة والثابتة للاقتطاع من مدخراتهم لتسديد حاجياتهم، كما يؤثر على قرارات المستثمرين للاستثمار في القطاعات الأقل إنتاجية وتوجيهها إلى الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار.

## السوق الموازية: عن وجود سوق موازية في الجزائر يمثل عائقاً في توجيه الأفراد لاستثماراتهم في

البورصة، خاصة وأن الأرباح المحققة فيه على قدر كبير من الأهمية.<sup>1</sup> ويُعرف السوق الموازي على أنه سوق غير رسمي تتداول فيه منتوجات نادرة بأسعار مرتفعة وتتم فيه عمليات التوزيع والتسديد بطريقة فورية، ويستقطب المؤسسات والعائلات حيث أن الكل فيه يهتم بمصلحته الخاصة فالعائلات تستطيع بفضلها حيازة المنتوجات النادرة بينما المؤسسات تحقق من خلاله أرباحاً هامة جداً.

ب- **المعوقات السياسية:** من المعروف أن بورصة الجزائر أنشئت في ظروف سياسية غير مستقرة مما أدى إلى عرقلة نشاطها الفعلي، نظراً لعدم توفر عنصر الأمان الذي يعتبر شرطاً أساسياً في توجيه رؤوس الأموال حيث أن أغلبية المستثمرين يبحثون على الأمان.

ت- **المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:** إن غياب ثقافة البورصة لدى الأفراد الجزائرية حيث أدت إلى توجيه المدخرات إلى البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، وهذا ما يؤدي على إعاقة البورصة كما أن إصدار السندات باعتبارها أحد مصادر التمويل المهمة التي تعتمد عليها الشركات بسبب بعض الحرج لكثير من الأفراد باعتبارها ربا وهي محرمة في الدين الإسلامي.<sup>2</sup>

ث- **المعوقات التنظيمية:** والمتمثلة في قلم عدد المؤسسات المدرجة وعدم تنويع الأوراق المالية وغياب الشفافية وكذلك سير عمل البورصة حيث أن شركة القيم المنقولة بالجزائر تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع من كل يوم إثنين من الساعة 9:30 إلى 10:30 صباحاً.

ج- **المعوقات القانونية:** أغلبية المؤسسات الخاصة في الجزائر متمثلة في شركات ذات مسؤولية محدودة SARL، أو شركات الأشخاص SNC، وهذا يعرقل السير الحسن للبورصة لان هذه الأخيرة تشترط وجود إصدار الأوراق المالية من طرف شركات ذات أسهم (المساهمة).<sup>3</sup>

ونظراً لقلّة المعلومات الصادرة عن الهيئات الرسمية المتعلقة ببرنامج الخصخصة في الجزائر تم اللجوء إلى بعض المؤشرات الاقتصاد الكلي لتقييم هذه السياسة، وإبراز بعض الآثار الإيجابية والسلبية المترتبة من تطبيق هذا البرنامج ومن بين هذه الآثار نذكر ما يلي:<sup>4</sup>

➤ **الآثار الإيجابية:** بعد شروع الجزائر في تطبيق برنامج الخصخصة ظهرت بعض الآثار

الإيجابية على بعض المؤشرات الاقتصادية والمتمثلة فيما يلي:

<sup>1</sup> - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مرجع سابق، ص 149.

<sup>2</sup> - فتحة أبن بوسحاقي، بورصة الجزائر أفاق وواقع، مرجع سابق، ص ص 243-244.

<sup>3</sup> - المادة 30 من القانون رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 87 سنة 1997.

<sup>4</sup> - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مرجع سابق، ص ص 153-154.

- تحسين معدل النمو الناتج المحلي الخام: تشير البيانات المتوفرة إلى تحسين معدل نمو الناتج المحلي الخام من 2,2%- سنة 1993 إلى 6,9% سنة 2003، وتحسنت نسبة نموه خارج المحروقات من 2,5%- في سنة 1993 إلى 6% سنة 2003، ويساهم القطاع الخاص لوحده بنسبة 60% من الناتج المحلي خارج المحروقات.

- انخفاض معدل التضخم: بلغ معدل التضخم 31,69% سنة 1992 وهي أعلى نسبة وصل إليها منذ الشروع في تطبيق الإصلاحات الاقتصادية ليصل إلى أدنى نسبة له 0,34% سنة 2000، وهذا راجع إلى النتائج الإيجابية المحققة من تطبيق برنامج الخصخصة.

- تحسين وضعية الموازنة العامة للدولة: حيث انتقلت من العجز سنة 1993 إلى بنسبة 8,7%- إلى فائض بنسبة 1,3% سنة 1997، وانخفاض خدمة الدين العام من 83% سنة 1993 إلى 30% سنة 1997 وهذا بالرغم من انخفاض أسعار البترول في تلك الفترة، والتي تعتمد عليه الجزائر في تمويل الميزانية العامة.

➡ الآثار السلبية: تم برنامج الخصخصة في ظروف غير مشجعة على التنافس بين المشروعات الخاصة والعامة وفي ظل نظام مصرفي مركزي، وعدم وجود سوق مالي نشط وعدم تشجيع القطاع الخاص وتقديم التحفيز له، هذه الوضعية أدت إلى:

- ارتفاع معدلات البطالة طيلة فترة الإصلاح إذ وصلت سنة 1998 33% نتيجةً لتطبيق برنامج الخصخصة، حيث انتقلت من 19,8% سنة 1990 إلى 23,2% سنة 1993 وهي سنة بداية البرنامج الخصخصة ليصل إلى 29,9% سنة 2000.

- كما تبين في الإحصائيات تركزت كل عمليات الخصخصة على المنشآت التي تواجه صعوبات مالية وهذا ما يفسر اللجوء باستمرار إلى غلق هذه المؤسسات وبيع أصولها حيث بلغ عدد المؤسسات التي تم غلقها 985 مؤسسة.

- انخفاض معدل الدخل الحقيقي بنسبة 30% بين سنتي 1994 و 1996.

ثانياً - تقييم تجربة الخصخصة في المغرب.

أشارت نتائج الخصخصة إلى تحقيق أثر مهم بالنسبة لقطاع الصناعة حيث حققت (31,3% 6,1%) من القيمة المضافة وخلق 1900، 1800 منصب عمل أي ما نسبته 5,3% و 22,3% على التوالي، أما آثار سياسة الخصخصة على قطاع الفلاحي كانت ضعيفة حيث حققت 0,6% من القيمة المضافة

للقطاع، وخلق 400 فرصة عمل فقط وهذا ما يعادل 1% من إجمالي فرص العمل المحققة نتيجة الخصخصة في كل القطاعات.<sup>1</sup>

أما على المستوى المالي فقد تمكن المغرب من تخفيف أعباء الميزانية العام للدولة وذلك نتيجة الحد من الإعانات التي كانت تقدمها للقطاع العام، وعلى المستوى الاقتصادي والاجتماعي فقد تم دعم الاقتصاد المغربي برؤوس أموال محلية وأجنبية، وتنشيط السوق المالي وتوسيع قاعدة المساهمين وتنشيط الاستثمار على المستوى الإقليمي، وتعتبر هذه باختصار مجمل الأهداف المرجوة<sup>2</sup>:

- **دعم الجهوية:** لم يتمكن البعد الوطني وأسواق المنشآت المراد تحويلها بين عامي 1994-1995 من اللجوء إلى استعمال العروض الجهوية المحدودة والمنصوص عليها في القانون، وتم استخدام هذه الطريقة لأول مرة سنة 1995 بالنسبة لشركة شمندر لتحويل العسل.

- **مشاركة المستثمرين الأجانب:** من بين 36 شركة و25 فندق تم تقويت 18 شركة و4 فنادق لصالح مستثمرين أجنب، وذلك بطريقة كلية أو جزئية وتمثل الحالات المستخلصة إلى الآن عن طريق الفاعلين الصناعيين والمستثمرين الماليين 77,9% من حالات الخصخصة.

- **توسيع قاعدة المساهمين:** يعتبر توسيع قاعدة المستثمرين من أهداف الخصخصة حيث بعد تحويل المنشآت إلى القطاع الخاص تجاوز عدد الاكتتابات الفردية 317000 مكتتب، وتمكنت الخصخصة من رفع عدد المستثمرين في بورصة الدار البيضاء، بالمقابل لم يكن هناك تقدير لعدد المستثمرين الخواص في بورصة الدار البيضاء قبل عملية الخصخصة فالعدد كان ضعيف ربما أقل من 10000 مساهم.

أما فيما يخص التطورات التي عرفتها الشركات التي تم تحويلها إلى القطاع الخاص، ووفق الدراسة التي قامت بها مديرية الخصخصة حول هذه الشركات نستنتج ما يلي:

✚ عرفت هذه الشركات استقرار والتقليل من البطالة وذلك بزيادة عدد العمال فيها.

✚ تحسين رقم المعاملات والإنتاج في هذه الشركات.

✚ ارتفاع قيمة أسهمها المسعرة في البورصة.

✚ انجاز مجمل برامج الاستثمار في أغلب الشركات.

تمثل موارد الخصخصة نسبة مهمة من ميزانية الدولة سواء بوصفها مورد مالي يرفع من الموارد المادية، أو بوصفها مورد مالي يساهم في تغطية نفقات وأعباء الميزانية، وتتضح الأهمية المالية لموارد

<sup>1</sup> - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مرجع سابق، ص 152-153.

<sup>2</sup> -- المرجع سابق، ص 153-154.

الخصخصة لأنها يمكن أن تشكل فرصة لزيادة الموارد المالية للميزانية لمواجهة العجز الذي تعاني منه وتستطيع أن %44,4 من هذا العجز وتمثل بذلك نسبة %2,1 من الموارد العادية للدولة.

أما من ناحية التعامل مع هذه الموارد فنلاحظ من نتائج ودراسات الخصخصة أنها استطاعة أن تمول %3 من تحملات الميزانية العامة، و%3,7 من النفقات العادية، كما يمكن ملاحظة أنها يمكن أن تمول %15,8 من نفقات الاستثمار، وبالنظر إلى هذه النسب يبدو الأمر مهماً لكن ذلك لا يعني أن الاستثمار العمومي يتزايد في إطار الاستثماري، ليتسن بذلك تحقيق فعالية اقتصادية واجتماعية وبالمقابل فقد شكلت موارد الخصخصة %6 من نفقات التسيير.

ومن الواضح أن موارد الخصخصة أصبحت تشكل مورد مهم من موارد الميزانية الدولة، الشيء الذي لا يخدم التطور الاقتصادي والاجتماعي للمغرب وهذا ما دفع بالسلطات العمومية إلى التفكير في ترشيد استغلال هذه الموارد لتمويل البنى التحتية والاستثمارات المنتجة في المجالات الإستراتيجية حيث تم إحداث صندوق "الحسن الثاني" للتنمية الاقتصادية والاجتماعية وتقرر رصد %50 من حالات الخصخصة المنجزة بالرسم سنة 2000-2001 لهذا الصندوق، وتخصيص الموارد المالية للصندوق لتمويل المشروعات ذات الطابع الاقتصادي والاجتماعي وفق المعايير التي تحددها الحكومة.

#### الفرع الثاني: مقارنة أثر كفاءة الأسواق المالية (الجزائر والمغرب) في عمليات الخصخصة.

من خلال ما سبق يمكن مقارنة تجربة الخصخصة في الجزائر والمغرب وهذا في النقاط التالية:

- بدأت المغرب في تطبيق إستراتيجية الخصخصة فعلياً سنة 1993 وهذا في إطار الإصلاحات التي عرفها الاقتصاد المغربي، ولقد حدد القانون 39-89 المتعلق بالخصخصة والذي يضم مجالات الخصخصة وطرق تنفيذها بالإضافة إلى الهيئات المتدخلة في تنفيذ برنامج الخصخصة حيث أسندت المغرب مهام تنفيذ الخصخصة إلى وزير مكلف بهذه المهنة (وزير الصناعة) وتساعدته في ذلك هيئة التقييم ولجنة التحويل، أما الجزائر فقد بدأت تطبيق إستراتيجية الخصخصة فعليا سنة 1995 وعرفت القوانين المتعلقة بالخصخصة عدت مراجعات وتعديلات (1995-1997-2001)، ولم يتضح مضمون ومجال الخصخصة بدقة إلا بعد تعديل 2003 وأسندت الجزائر مهام تنفيذ برامجها إلى عدة هيئات وهي المجلس الوطني للمساهمة الدولة، ومجلس الخصخصة، لجنة مراقبة عمليات الخصخصة الهيئة المكلفة بتنفيذ الخصخصة والهيئات المشرفة الجديدة على عملية الخصخصة (وكالة الخصخصة).

- فيما يخص اختيار المؤسسات التي سيتم خصخصتها كما ذكرنا سابقا نرى أن المغرب والجزائر لم يتبنيا نفس الإستراتيجية، حيث أن المغرب اختارت المؤسسات ذات ربحية، أما الجزائر اختارت المؤسسات

الضعيفة والمفلسة في حين أن المغرب احتفظت بهذا النوع من المؤسسات، وللعلم أن اختيار خصخصة هذه المؤسسات ينجم عنها آثار هامة على المظهر الاجتماعي حيث أن مشاكل البطالة الزائدة موجودة في المغرب ولكن بنسب قليلة، أما في الجزائر فالعمالة الزائدة موجودة بكثرة في مختلف المؤسسات العمومية الجزائرية، وهذا يمكن أن يشكل خطورة كبيرة.

- إن هدف المغرب من خصخصة المؤسسات الجيدة هو محاولة جلب عدد أكبر من المساهمين المحليين والأجانب، وإن المشكل الذي سي طرح في الجزائر فيما يخص التنازل عن الأسهم في البورصة ذات نشأة جديدة والذي يلزم هذه الأخيرة بعض السنوات لاكتساب التجربة والخبرة.

- إن مساهمة السوق المالي الجزائري في تنفيذ عمليات الخصخصة كانت ضعيفة جداً بل تكاد أن تكون معدومة، حيث لم يتجاوز عدد الإدراجات 3 لثلاث مؤسسات بإيرادات 53,63 مليون دولار أي ما يعادل 2,7% من مجموع إيرادات الخصخصة وهذه النتائج الضعيفة سببها تخلف السوق المالي الجزائري، أما مساهمة السوق المالي المغربي في تنفيذ برنامج الخصخصة يبقى مقبولاً حيث تم تحصيل 19,2% من مداخيل الخصخصة.

## خلاصة الفصل:

بعد دراسة هذا الفصل تبين أن الخصخصة في الجزائر والمغرب كانت نتيجة دوافع مشتركة سواء كانت داخلية أو خارجية، وتسعى لتحقيق نفس الأهداف في إطار التوجه نحو اقتصاد السوق وفتح المجال للقطاع الخاص في إطار تراجع احتكار القطاع العام، غير أن هذه الدول تختلف من حيث تحديد الأجهزة المكلفة بتطبيق الخصخصة ومدى استقرارها، وتختلف كذلك في المفاضلة بين أساليب الخصخصة.

أما من جهة تطبيق برنامج الخصخصة وإيراداتها فإن الجزائر كانت هي الأخيرة في تطبيق برنامج الخصخصة وكذلك الأخيرة من حيث الإيرادات وعدد العمليات، أما المغرب فهي الأولى التي بادرت في تطبيق الخصخصة وتمت خصخصة المؤسسات الكبيرة ذات الوضعية المالية الجيدة.



خاتمة عامة

## خاتمة عامة

### خاتمة.

تعد الأسواق المالية الموجة الأساسية لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الكفاءة المطلوب، لدى كان من المهم إبراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة الأسواق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية، كما انه يتطلب الارتفاع بكفاءة السوق.

إن عمليات الإصلاح الاقتصادي قد أصبحت من الاستراتيجيات الضرورية لكل بلد عربي يعاني من إختلالات كبيرة في المؤسسات العمومية الإنتاجية، وإن إصلاح هذا القطاع عن طريق تحويل الملكية من القطاع العام إلى الخاص أصبح يمثل هدفاً متميزاً ينبغي أخذه بعين الاعتبار وهذا لأن القطاع العام غير كفاء، ويمكن القول أن إستراتيجية الخصخصة طرحت كأحدى استراتيجيات الإصلاح التي عرفتتها المؤسسات العمومية، وكحتمية أملتها عليها ظروف العولمة وضغوطات المؤسسات المالية الدولية، حيث اعتمدت الجزائر والمغرب على إستراتيجية الخصخصة للانتقال من الاقتصاد المغلق إلى الاقتصاد المفتوح الذي يقوم على المنافسة ولإنجاح برنامج الخصخصة قامت السلطات الجزائرية والمغربية بإجراء عدة تنظيمات وتشريعات لتحسين فعالية المؤسسات الاقتصادية التي تتميز بسوء تسيير القطاع العمومي وحددت القطاعات والمؤسسات التي تتم خصخصتها وكذلك الطرق اللازمة لتحويل الملكية من أهمها طلب العروض، البيع المباشر، وقنوات السوق المالية وتعتبر هذه الأخيرة أفضل طريقة لتنفيذ برنامج الخصخصة وهذا لما تتسم به من تنظيم وتطور وكذلك لجديها رؤوس الأموال لتمويل النشاط الاقتصادي.

### أولاً: نتائج الدراسة.

- تعتبر الأسواق المالية المحرك الأساسي لنمو الاقتصادي في البلاد إذ أن الاقتصاد يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالي مزهر ومتطور.
- إن كفاءة سوق رأس المال هي مفهوم نسبي وليس مطلق ولها أهمية بالغة لأنها تفسر تغيرات الحقيقية للأسعار والتكاليف للقيم المتداولة في سوق رأس المال من خلال الحصول على المعلومات الكاملة والصحيحة.
- توجد ثلاث صيغ لكفاءة سوق رأس المال وهي: فرضية الصيغة الضعيفة التي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي أما الصيغة المتوسطة تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار والمبادلات، بينما الصيغة القوية تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة والخاصة.

## خاتمة عامة

- إن الخصخصة ليست تحويل ملكية مؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص وإنما هو تشجيع القطاع الخاص على إقامة مشاريع جديدة تساهم في الاقتصاد وتحل بعض المشاكل الاقتصادية والاجتماعية.
- إن للخصخصة أهداف تسعى إلى تحقيقها وتختلف هذه الأهداف من دولة إلى أخرى وعدم وضوحها يؤدي إلى فشل عملية الخصخصة.
- تباين أساليب الخصخصة المستخدمة من دولة إلى أخرى بسبب سياسة البلد والظروف الاقتصادية والاجتماعية في الدول المطبقة للخصخصة.
- تعد الخصخصة إحدى أهم خيارات التحول في اقتصاديات الدول النامية لتتلاءم مع متطلبات الاقتصاديات المعاصرة.
- الخصخصة بوصفها عملية تغيير يجب أن تكون عبر مراحل وفي حالة تحقيقها ستشكل قفزة نوعية في إعادة تأهيل اقتصاديات الدول النامية.
- إن نجاح عملية الخصخصة مرهون بمدى وجود أسواق مالية عميقة ونشطة وتساهم الخصخصة بدورها في توسيع وتعميق الأسواق المالية إذن تعتبر العلاقة بين الخصخصة والسوق علاقة ذو اتجاهين حيث كلاهما يؤثر ويتأثر بالآخر.
- إن مساهمة السوق المالي الجزائري في تنفيذ عمليات الخصخصة كانت ضعيفة جداً بل تكاد أن تكون معدومة، حيث لم يتجاوز عدد الإدراجات 3 لثلاث مؤسسات بإيرادات 53,63 مليون دولار أي ما يعادل 2,7% من مجموع إيرادات الخصخصة وهذه النتائج الضعيفة سببها تخلف السوق المالي الجزائري، أما مساهمة السوق المالي المغربي في تنفيذ برنامج الخصخصة يبقى مقبولاً حيث تم تحصيل 19,2% من مداخيل الخصخصة.

### ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة.

يمكن تلخيص نتائج اختبار فرضيات الدراسة فيما يلي:

**الفرضية الأولى:** يقصد بكفاءة السوق المالي على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة، وهذا يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

**الفرضية الثانية:** في ظل السوق الكفاء يتغير سعر الورقة المالية بسرعة تبعاً لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وتكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية أي تكون القيمة عادلة، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق أي أرباح غير عادية وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

## خاتمة عامة

**الفرضية الثالثة:** الخصخصة هي عملية تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص وتطبيقها يكون مسبقاً بمجموعة من الدوافع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، كما أن الخصخصة تهدف إلى تهيئة المناخ العام لتحقيق النمو الاقتصادي، أما فيما يخص أساليب الخصخصة فلجزائر استخدمت عقود التسيير والمشاركة والامتياز بكثرة ولم تستخدم أسلوب السوق المالي إلا في ثلاثة عمليات، أما المغرب فالأسلوب المفضل لديها هو السوق المالي وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة بالنسبة للمغرب وينفيها بالنسبة للجزائر.

**الفرضية الرابعة:** إن نجاح عملية الخصخصة مرهون بمدى وجود أسواق مالية متطورة ونشطة لأن بيع مؤسسات القطاع العام يحتاج أولاً إلى سوق رأس المال، وكذلك توفر سوق ذو كفاءة عالية أو متوسطة، وهذا يعتبر من متطلبات إستراتيجية الخصخصة لأنه توجد علاقة ذات اتجاهين حيث كل منهما تؤثر وتتأثر بالأخرى، فالسوق المالي يسهل عملية الخصخصة وهذه الأخير تساهم بدورها في توسيع السوق وذلك من خلال جلب مستثمرين جدد، وهذه ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

### ثالثاً: التوصيات والاقتراحات.

➤ العمل على إعادة هيكلة بعض المشروعات المراد خصصتها وذلك بهدف رفع قيمة أصولها لتكون لها مردودية عند الشروع في خصصتها، وتشكل عامل مساعد على الإقدام عليها من قبل المستثمرين.

➤ إحداث تغييرات جوهرية وجادة في تشريعات القانونية التي تسيير برنامج الخصخصة والتركيز على البرامج التي تخلق الثقة في التوجه نحو الخصخصة كأحد الحلول المطروحة للإصلاح الاقتصادي.

➤ اختيار القادة على مستوى الدولة ككل وعلى مستوى القطاعات الذين يتبنون برنامج الخصخصة وإنشاء صندوق قومي لدعم البرنامج.

➤ الاهتمام بالعاملين وإعطائهم درجة عالية من الأهمية والعمل على إزالة ما قد ينشأ من آثار سلبية المتمثل في تسريح العمال، وذلك بإشراكهم في الاكتتاب في أسهم المشروعات العامة التي تمت تصفيتها لإنجاح تنفيذ برنامج الخصخصة.

➤ يجب أن تقتصر عملية الخصخصة على أسلوب التأجير وعقود التسيير حيث تبقى الدولة على حصصها وأصولها في المؤسسات العمومية، والتخلص من عبء الإدارة ودعم هذه المؤسسات وفتح المجال للمستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب لإدارة هذه المؤسسات وإدخال مهارات وتكنولوجيا حديثة ترفع من الكفاءة والفعالية.

## خاتمة عامة

---

➤ العمل على خلق ثقافة الاستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري، وذلك بالاستعانة بوسائل الإعلام (السمعية والبصرية) من أجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد، وتطوير سوق السندات بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات.

رابعاً: آفاق الدراسة.

رغم محاولتنا بالإحاطة بجميع جوانب الموضوع إلا أن هناك آفاق هي:

➤ القطاع الخاص ودوره في توسيع السوق المالي.

➤ أثر السوق المالي الإسلامي في تفعيل عمليات الخصخصة.



# قائمة المراجع

أولا المراجع باللغة العربية

• الكتب :

1. حسين علي خربوش ، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، عمان الأردن 2013.
2. إبراهيم عواد المشاققة، أثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن، 2013.
3. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية مصر، 1998.
4. أحمد سفر، المصاريف والأسواق المالية التقليدية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2006.
5. أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
6. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية 2010.
7. أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن ط4 2012.
8. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 2000.
9. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002.
10. حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 2016، عمان الأردن.
11. خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم، تحليل إستراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 1999.
12. رسمية قياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
13. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
14. سعيد الخضري، مبادئ الاقتصاد، جامعة قناة السويس، مصر، 2003.
15. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي 1996.
16. شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
17. صلاح عباس، الخصخصة المصطلح التطبيق، مؤسسة شباب الجامعية، مصر 2005.

## قائمة المراجع

18. صلاح عباس، الخصخصة المصطلح التطبيقي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
19. ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
20. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997.
21. عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، الأهرام الاقتصادي، العدد 87، أوت 1994.
22. عبد الغفار حنفي، درسية قرياقص، السوق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية سنة 2001.
23. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
24. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية مصر 2000.
25. عصام فهد العريبي، الاستثماري بورصات الأوراق المالية (بين نظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق سوريا، 2002.
26. فالح أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن الطبعة 1، 2008.
27. محمد البنا، أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعلمية، زهرة الشرق مصر، 1996.
28. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002.
29. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
30. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في العالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993.
31. مصطفى رشيد شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993.
32. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
33. منير إبراهيم الهندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر محاذير، منشأة المعارف، الإسكندرية 1995 .
34. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.



## قائمة المراجع

35. منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية المالية، مكتبة الإشعاع مصر، 1997.
36. منير إبراهيم، الخصخصة (خلاصة تجارب العالمية)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2004.
37. نجاح عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث Maderm Books world إريد، الأردن 1434هـ-2014، ط1.
38. هوشيار معروف، الاستثمار والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2003.
39. عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2007.
40. عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم سندات، صناديق الاستثمار)، المكتسب العربي الحديث الإسكندرية، 1995.
41. نادية أبو فحرة، محمود صبح، شامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة عين الشمس.
- الرسائل والمذكرات.
42. بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكر لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2011-2012.
43. خرداين عبد الواحد، خصوصية المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران 2012-2013.
44. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصخصة، دراسة حالة تونس الجزائر المغرب، مذكرة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة 2010-2011.
45. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
46. سولاف بن الشيخ، مستقبل خصوصية القطاع العام في الجزائر دراسة استشرافية في الجزائر، رسالة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2014-2015.

47. صوفان العبد، دور الجهاز المصرفي في تدعيم وتنشيط برنامج الخصخصة دراسة التجربة الجزائرية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2011.
48. غرداين عبد الواحد، خصوصية المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2012-2013.
49. فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.
50. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، 2009-2010.
51. نفيسة حاج، أثر الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة التوزيع وصيانة العتاد الفلاحي-ورقلة- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012).
- البحوث والمجلات.
52. أحمد عارف العساف، سياسة الخصخصة وأثرها على البطالة والأمن الوظيفي للعاملين، مجلة شمال إفريقيا، كلية علوم الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، المملكة الأردنية الهاشمية، العدد 07، بدون تاريخ النشر.
53. بن أمر بن حاسين، لحسين جديدين ومحمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدولية النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان تونس والمغرب، "مجلة أداء المؤسسات الجزائرية" العدد 02-2012.
54. شهاب حمد شيخان، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع كفاءة الأداء الاقتصادية (دراسة تحليلية تطبيقية)، "مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارة"، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد الثاني جامعة الأنبار، العراق، 2008.
55. شيماء مبارك، إستراتيجية الخصخصة في المؤسسة الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية العدد 26، سبتمبر 2016، جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر.
56. صلاح عواد الكبيسي، سناء عبد الكريم الخناق، إدارة برنامج التغيير واقع ومستقبل التجربة الواقية مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5 جامعة سطيف 2005.

57. طيب داودي، ماني عبد الحق، تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية مجلة المفكر، العدد الثالث، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة.
58. محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر العدد 3 2004.
59. مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية المبررات والشروط، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010.
60. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مجلة الباحث العدد 07، 2009-2010.
61. نزار قنعون، الخصخصة الاقتصادية بشكل عام: إيجابياتها وسلبياتها، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 2، سوريا، 2005.
- **الملتقيات والندوات.**
62. مصطفى حسين المتوكل، الخصخصة خلق آفاق جديدة أمام القطاع الخاص، المؤتمر العلمي الخامس حول مستقبل اليمن في ظل المتغيرات المحلية والإقليمية والدولية، 23-25 أكتوبر 2005.
63. الأخضر عزي، فعالية الحكم الراشد (الحكومة) في تفعيل خصخصة الشركات (إشارة إلى واقع الخصخصة في الجزائر)، المؤتمر العالمي الأول حول "حكومة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي"، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد 15-16 تشرين الأول 2008.
64. حسن عبد الكريم سلوم، خديجة جمعة الزويني، دور المؤسسات الصغيرة في دعم عملية الخصخصة في البلدان العربية، الملتقى الدولي حوا متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف الجزائر، يومي 17-18 أفريل 2006.
65. حسين بورغدة، طيب قصاص، الخصوصية مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، من 3-7 أكتوبر 2004.
66. خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات مؤتمر الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات

- الفرص الآفاق، جامعة الزرقاء الخاصة، كلية العلوم الاقتصاد والعلوم الإدارية، أيام 10 - 11 نوفمبر 2009.
67. ربيعة حملاوي، أساليب الخصخصة و تجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، "الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر من 3-7 أكتوبر 2004.
68. سامية جدو، طرق وأساليب خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 3-5 أكتوبر 2004.
69. عبد الكريم شوكمال، براهيم سمير، إدارة التغير كأداة لتفعيل عملية الخصخصة، المؤتمر الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سعد دحلب البليدة ، بدون أيام الانعقاد.
70. عثمان حسن عثمان، الخصخصة الأهداف المتوقعة ودور الدولة في تحقيقها، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، من 3-7 أكتوبر 2004.
71. مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية، الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلي، طرابلس، يوم 11-12-2005.
72. محمد العالج، حصيلة وآفاق عملية الخصخصة في المغرب 1989 - 1996، الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية، مركز الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط الجزائر من 28 إلى 30 أبريل 1997.
73. محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007.
74. مصطفى الكثيري، حسن صبار، مقاربة تقييمية لخصخصة تجربة المغرب، "الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، مركز الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط الجزائر من 28 إلى 30 أبريل 1997.
- التقارير.
75. النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2003 إلى 2016.

76. التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء (2007-2016).
77. المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 39-10 المؤرخ في 23/05/1993.
78. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 27 أفريل 1993 المعدل والمتمم للتعليمية رقم 75-59 بتاريخ 26/9/1975، المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية العدد 27 سنة 1993.
79. المادة 30 الصادرة في 25 يناير 1995، الجريدة الرسمية الجزائر، العدد 48.
80. المادة 31 الصادرة في 25 يناير 1995، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 48.
81. المرسوم التنفيذي رقم 404/95 بتاريخ 02/12/1995، المادة 2 والمتعلقة بتشكيل المجلس الوطني للمساهمات الدولة وسيره، الجريدة الرسمية، العدد 75 سنة 1995.
82. المرسوم التنفيذي رقم 104/96 بتاريخ 11/3/1996، المتعلق بكيفيات تنظيم مجلس الخصخصة وسيره، الجريدة الرسمية، العدد 18 سنة 1996.
83. المرسوم التنفيذي رقم 105/96 المؤرخ في 11/03/1996، المتعلق بتحديد كيفيات تنظيم لجنة مراقبة عمليات الخصخصة وتسيرها، الجريدة الرسمية، العدد 18.
84. المادة 30 من القانون رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 87 سنة 1997.
85. الأمر رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.
86. المادة 27 الصادرة في 25 يناير، الجريدة الرسمية، العدد 48.
87. الأمر 02/01 المؤرخ في سنة 2001، الصادر في الجريدة الرسمية.

• مواقع الأنترنت.

88. AMBLER. L'efficience des marches financiers/http://www.er.vqam.Ca/noble/r10735/6080/efficient.Pdf. 2004.
89. WWW. Tadawul, net /forum / showthrea.Php? T=12, 26-10-2008
90. WWW.Go.to / Econ ;16-01-2017 ;21 :45
91. دراسات الخصخصة وأثرها على تنمية الموارد غير نفطية للدورة عن الحسابات العامة، من الموقع: www.upu.edusa/ spic. Pdt. 21:08, 12/02/2017.
92. عبد السلام مسعود رحومة، تجارب الخصخصة وآثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية من الموقع www.arabbsi.org .pdf , 20 :40 ,12/02/2017.
93. نادية عبد النعيم، الخصخصة وأثرها على التنمية، من الموقع: www.alolabor .org. pdf15 :23 11/2/2017

94. قسم أرشيف منتديات الجامعة - بورصة الجزائر - من الموقع:  
<http://www.djelfa.info/vb/Showthread.php?t:463282> le 05/03/2017,8 :33,p :1-2.
95. بورصة الدار البيضاء على الموقع:  
www. Casablanca\_ bource .com le(11 /03/2017) .
96. بورصة الجزائر على الموقع: www.Sgbv.dz. Le (07/03/2017) 11 :12.
97. Synthèse de l'opération appel public a l'épargne, Eriad Stif, 1999.
98. La notice d'information, group Sidal, 1998 .
99. **Marché premier, Analyse de l'opv EGH, ELAURASSI, SGBV, 1997 .**
100. وزارة الصناعة وترقية الاستثمار من الموقع <http://www.mipi.dz>
101. إحصائيات وزارة المالية والخصخصة على الموقع <http://www.Finances.gov.ma> (09/03/2017) 23 :46
- ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية.
102. J, pilverder, tereyt ,le marché boursier ,Economica ,1998.
103. Francis, jack Clark Management of investments. Japan, McGraw- Hill, Inc, 2003.
104. Jacques Teulie, Patrick to psacalin, finance, vu Ibert, paris, 1997
105. Christinestachowcak, prévisibilité des rentabilités boursières intra quotidiennes, la documentation française économie et prévision, 2004, 2005.
106. B, Laget, les nouveaux outils Financiers, top édition, paris.
107. F, Leroux, Marchés internationaux des capitaux ,Montréal ,eeme édition, 1995.
108. Valdan Darskuviene ,fianacialmarktes , vytatausmagnus university, bulgaria , 2010.
109. A, choinel, et G ;Rouyer, les marches financiers structures et acteurs ,Revue banque, paris, 2eme édition 1997.
110. xavierpenis et Jean petit, les privatistion ,Montchrestie, France 1998 P : 6.
111. J. Rivero, Rappor de synthèse de la commission sur les techniques de privatisation , R.I.D.E, n :3, 1992.
112. J Moneger, Rappor de synthèse de la commission sur les techniques de privatisation , R.I.D.E, n :3, 1992.
113. Stiglitz Josepl. La grande des illusion, Fayard, paris, 2002.
114. Michel Durand, la bourse, èdition la dècouverte, Paris, 1987.
115. Said Nacer-Eddin, la privatisation des enterprises publiques en Algèrie, OPU , 2006.
116. Abdeladim (Leila), la privatisation d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb Arabe (Maroc, Tunisie, Algérie) ,Editions internationales paris 1998 .



الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): الشركات التي تمت خصصتها في المغرب (1993-2007).

السنة	اسم الشركة ونشاطها	حصة البيع %	طريقة التفويت	المشتري	ثمن التفويت (مليون درهم مغربي)
1993	شركة مشتقات السكر (صناعة الخميرة) Soders	33,43	طلب عروض متنوع بيع مباشر	مغاربة وفرنسي (لوسافر)	27
		2,39	المأجورين	-	1,6
	شركة شالة للخياطة (صناعة الملابس) CHELCO	32	بيع مباشر	كورتوليدز إنجليزي	10,2
	الشركة المغربية للنقل	40	بورصة	-	94,3
	خطوط وطنية CRM-LN (نقل المسافرين والإرساليات)	35	طلب عروض	مجموعة المؤسسات المالية المغربية	111,6
	شركة بيتروم (توزيع المواد النفطية)	51	طلب عروض	مجموعة بو عبدا مغربي	145
1994	شركة اسمنت المغرب العربي CIOR (صناعة الاسمنت)	51	طلب عروض متنوع بيع مباشر	هولدرسيم، سويسرا	614
	الشركة الوطنية للتحليل الكهربائي والبيتروكيماويات CIOR (صناعة المواد الكيميائية)	90	طلب عروض	مجموعة مغربية ديماتيت هولدينغ	364,3
	شركة اسمنت المغرب الشرقي CIOR (صناعة الاسمنت)	34	بورصة	-	329,2
	الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية CRM-LN (نقل المسافرين والإرساليات)	2,6	المأجورين	-	5,2
	شال (توزيع المواد النفطية)	50	بيع مباشر	شال بيتروليوم الدولية) انجلترا هلندا)	450
	دراكون غاز (توزيع المواد النفطية)	50	بيع مباشر	دراكوفينا إيطالي	0,85
	الشركة المغربية للمحروقات CMH	50	طلب عروض متنوع بيع مباشر	هوجيسار المغرب	100,1
	شركة تمويل الشراء بالسلف SOFAC-CREDIT (قرض الاستهلاك)	35	طلب عروض متنوع بيع مباشر	مجموعة المؤسسات المالية المغربية	89,3
		18,37	بورصة	-	40



قائمة الملاحق

110	موبيل بيتير، وليوم أميركا	بيع مباشر	50	Mobil المغرب Maroc (توزيع المواد النفطية)	
	طوال ما وراء البحار (فرنسا)	بيع مباشر	50	طوطل المغرب ( توزيع المواد النفطية)	
1 درهم	-	بيع مباشر	76,34	الشركة الصناعية للأجهزة	
بالمجان	-	المأجورين	8,48	Modulel الإلكتروميكانيك (الأجهزة الإلكترونية)	
48,7	-	بورصة	18,46	الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية CRM-LN (نقل المسافرين والإرساليات)	
46	-	بيع مباشر	20		
4,3	-	المأجورين	2,21	عجلات جينيرال (صناعة العجلات)	
361,1	-	بورصة	15,63	الشركة الوطنية للاستثمار SNI (إنعاش الاستثمار)	
669,001	مجموعة المؤسسات المالية المغربية والدولية	طلب عروض	51	الشركة الوطنية للاستثمار SNI (إنعاش الاستثمار)	
455,3	-	بورصة	14,01	البنك المغربي للتجارة الخارجية BNCE (بنك تجاري)	
82,9	-	مأجورين	3		
10	-	مأجورين	1,22	شركة اسمنت المغرب العربي CIOR (صناعة الاسمنت)	1995
12435	مجموعة المؤسسات المالية	طلب عروض	26	البنك المغربي للتجارة الخارجية BNCE (بنك تجاري)	
72	-	بورصة	18	شركة القرض المنزلي EQDOM Cridit قرض مالي للمستهلك	
10	مجموعة مغربية أجنبية	بيع مباشر	97,44	شركة صناعة القطن بوادي زم ICOZ نسيج القطن	
1,62	مستثمر مغربي	بيع مباشر	30	الشركة الصناعية للملابس SICO-CENTRE	
1 درهم	مجموعة دولية (مغربي بلجيكي تونسي)	بيع مباشر	89,98	شركة الصناعات الميكانيكية والكهربائية	

قائمة الملاحق

بالمجان	-	مأجورين	10	بفاس (صناعة المحركات الكهريائية)	
24	-	بيع مباشر	40	الشركة الشريفة للتوزيع والصحن Sochpre SSE (توزيع الصحف)	
1,5	-	المأجورين	0,81	شركة تمويل الشراء بالسلف SOFAC-CREDIT (قرض الاستهلاك)	
8,65	مغربي مجموعة فؤاد فهيم	طلب عروض	60	شركة تحويل العسل الشمندر SotraMEG (تحويل العسل)	
5	-	المأجورين	1,54	شركة قرض التجهيز المنزلي (قرض المستهلك)	
504,1	-	بورصة	30	الشركة المغربية لتكرير النفط	1996
78,4	مغاربة، مجموعة من 8 موزعي المواد النفطية	بيع مباشر	56,04	الشركة المغربية للتخزين	
1 درهم	مجموعة مغربية ليبية سالمية هولاد بنك	بيع مباشر	28,57	الشركة العربية للمنتوجات الجلدية	
47,3	-	المأجورين	1,11	الشركة المغربية لتكرير النفط	
420,4	-	بورصة	35	الشركة الوطنية لصناعة الصلب	
234,5	مجموعة أونا المغربية	طلب عروض متنوع بيع مباشر	36,07	شركة استخراج الفضة	
120,1	-	بورصة	30	الشركة المغربية للأسمدة	
88	مغربي، شركة المعدنية لا يمطر	طلب عروض متنوع بيع مباشر	40	الشركة المعدنية لتقراوتوتياغانيمين (الكوبالت)	1997
38,5	مغربي، شركة المعدنية لا يمطر	طلب عروض متنوع بيع مباشر (حق الشفعة)	35	شركة المقاولات المعدنية	
68,4	مغربي، شركة المعدنية لا يمطر	طلب عروض متنوع بيع مباشر (حق الشفعة)	34,2	الشركة المعدنية لبوعفر	
39	مغربي، الشركة المغربية توسيت	بيع مباشر	26	مسك الرصاص لزليجة (صناعة الرصاص)	
310,2	مجموعة مغربية بحرينية	بيع مباشر	78,57	شركة الشمال الافريقي وفيما بين القارات للتأمين	
157,503	كورال سعودي، بيتروليوم	طلب عروض	60,99	الشركة المغربية لتكرير النفط	

## قائمة الملاحق

425,7	كورال سعودي، بيتروليوم	طلب عروض	66,3	الشركة الشريفة للبترو	
744,3	انجليزي، نوميرا الدولية	بيع مباشر	10,85	البنك المغربي للتجارة الخارجية	
84,5	مجموعة أونا المغرب	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	13	شركة استخراج الفضة	
130	-	بورصة	20		
0,037	-	المأجورين	0,0045	شركة اسمنت المغرب الشرقي (صناعة الاسمنت)	
837,1	مجموعة مغربية+ مارسيال إسبانيا	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	62	الشركة الوطنية لصناعة الصلب	
30,6	-	المأجورين	3	الشركة الوطنية لصناعة الصلب	1998
296,1	سعودي،كورالبترولين	بيع مباشر	5,77	الشركة المغربية لتكرير النفط	
27,8	سعودي،كورالبترولين	بيع مباشر	4,39	الشركة الشريفة للبترو	
16,3	-	المأجورين	3		
42,6	-	المأجورين	1	الشركة المغربية لتكرير النفط	
230	مجموعة المستثمرين المغاربة والبرتغالية	طلب عروض	51	الشركة المغربية للأسمدة	1999
33	مغاربة انتيرفيينا	طلب عروض	50	شركة رانسأدوروش (تربية الأبقار)	
0,65	-	المأجورين	6,22	شركة تحويل العسل الشمندر SOTRAMEG (تحويل العسل)	2000
18,28	-	المأجورين	5,3	الشركة الوطنية للتحليل الكهربيائي البيتروكيميائيات بالمعدية SNEP (صناعة المواد الكيماوية)	2001
345,0023	فيفاندي العالمية فرنسا	طلب عروض	35	اتصالات المغرب IAM) المواصلات السلكية والاسلكية)	
2,17	HOLFIPAR المغرب	بيع مباشر	11,4	الشركة الصناعية للملابس بمكناس SICOM (صناعة الملابس الجاهزة)	2002
75,44	مجموعة المستثمرين المغاربة البرتغالية ADUBOS	بيع مباشر	16	الشركة المغربية للأسمدة (صناعة الأسمدة)	
14,145	مجموعة المستثمرين	بيع مباشر	3	الشركة المغربية للأسمدة	2003

قائمة الملاحق

	المغربية البرتغالية ADUBOS			(صناعة الأسمدة)	
080,0014	مجموعة فرنسية - اسبانية ALTADIS	طلب عروض	80	شركة التبغ Régie des tabac (تبغ)	
22	مغربية - ماروك سوار	طلب عروض	72,97	الشركة الجديدة للمطابع المتحدة SONIR (صناعة الورق والطباعة)	
65	فرنسي - رونو	بيع مباشر	26	الشركة المغربية لتركيب السيارات SOMALA	
896,0028	-	بورصة الدار البيضاء وبورصة باريس	14,9	اتصالات المغرب (الاتصال)	2004
400,0012	فيغاندي العالمية فرنسا	بيع مباشر	16	اتصالات المغرب (الاتصال)	2005
518,55	كوزيمار المغرب	بيع مباشر	93,94	معامل تكرير السكر بتادلة	
88,33			46,87	معامل السكر بالشرق الشرقي	
237,27			94,53	معامل لتكرير السكر الشرقي	
523,45			95	معامل تكرير قصب السكر	
30	فرنسي رونو	بيع مباشر	12	الشركة المغربية لتركيب السيارات (تركيب السيارات)	
98,55	الصندوق المغربي للتقاعد CMR	بورصة	0,10	اتصالات المغرب	2006
4,020	مجموعة فرنسية اسبانية	بيع مباشر	20	شركة التبغ	
539	هولماركوم	طلب عروض	100	الشركة المغربية للشاي SMATHEES	
1182,2	المجموعة الدولية للنقل البحري فرنسا	-	75,93	الشركة المغربية للملاحة البحرية (النقل البحري)	2007
327,6	اللوجيستيك البترولي وميناء الغابون	-	100	ميناء الحرف	
4571,3	-	البورصة	4	اتصالات المغرب	
27,5	تصفية واستخلاص	-	3,45	مصافي السكر تادلة	
3,5	الشمندر وقصب السكر المغرب	-	3,45	مصافي السكر الشرقية لمحافظة الناظور	
11,6		-	4,42	مجموعة قصب السكر الغرب	
27,5		-	5	مصفاة قصب السكر	

الملحق رقم (2): الفنادق التي تم خصصتها في المغرب.

الوحدة: مليون درهم مغربي

السنة	الفندق	طريقة التفويت	المشتري	ثمن التفويت
1993	أشجار اللوز	بيع مباشر	مغربي، شركة فلوريدا	5
	طارق	طلب عروض	مغربي، شركة الاتحاد المغربي للفنادق	15,2
	بسمة	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	مجموعة مغربية ليبية بسمات	50
1994	طوبقال	طلب عروض	مغربي شركة أميندال	38,5
	وليلي	طلب عروض	مغربي شركة أفرام	35
	طرانساطلانتيك مكناس	طلب عروض	مغربي شركة تيكيدا- اسماعيلية	41
	الجزر	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	مغربي شركة التدبير الفندقي	20
	مالباطا	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	سعودي، شركة مالباطا الدولية	55
	الريساني	طلب عروض	مغربي الشركة الفندقية للتشيط السياحي	8,1
	الدار البيضاء حياة رجنسي	بيع مباشر (للمكتري)	مغربي أنترديك- المغرب	180
زلاغ	طلب عروض	مغربي، شركة دار سي عيسى	17,25	
1995	ازغور	طلب عروض	مغربي، الشركة السياحي لوزارات	14,55
	دكالة	طلب عروض	سعودي، عبد المجيد أبو الجدائل	22,17
	اوكايمدن	طلب عروض	مغربي، شركة فندقية لوكا	3,01
	صومعة حسان	بيع مباشر (للمكتري)	مغربي قصبه صومعة حسان	50
	المرينيين	بيع مباشر (للمكتري)	مغربي قصبه صومعة حسان	30
	فريواتو	طلب عروض	مغربي، عبد اللطيف أبو	13

قائمة الملاحق

	حفص	متبوع ببيع مباشر		
0,3	مغارية، راضية بنت عامر وأحمد لمعاني	بيع مباشر (للمكتري)	سيلنديد	1996
5,5	مغربي محمد تينسولين	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	تينسولين	1998
14	مغربي، السلسلة الفندقية حدائق	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	طرانسابلانتيك الدار البيضاء	
24,5	مغربي نادي جنان مراكش	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	المرابطين	
74	فرنسي	بيع مباشر	التلال الذهبي	
6,6	مغربي، م بن ديدي العربي وشركاؤه	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	صاغر	1999
7,2	مغربي، شركة وردة مكونة	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	وردة دادس	2001
10	مغربي محمد سعود	طلب عروض متبوع ببيع مباشر	رياض	2006
7,32	شركة مغربية نرويجية رياض باعلي	طلب عروض	مضاييق	