

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الأسواق المالية و دورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة .
" دراسة لواقع التجربة المغربية "

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: الأسواق المالية والبورصات.

إشراف الأستاذ الدكتور:

صالح مفتاح

إعداد الطالبة:

بوثة نسرين

أعضاء لجنة المناقشة

| | | | |
|--------|---------------|-------------------|-----------------------|
| رئيسا | جامعة بسكرة | أستاذ محاضر - أ - | د/ بن اسماعين حياة |
| مقررا | جامعة بسكرة | أستاذ | أ.د/ مفتاح صالح |
| ممتحنا | جامعة بسكرة | أستاذ محاضر - أ - | د/ غالم عبد الله |
| ممتحنا | جامعة المسيلة | أستاذ محاضر - أ - | د/ نوبيبات عبد القادر |

السنة الجامعية

2015/2014

شكر و عرفان

الحمد لله الذي عم برحمته جميع العباد و خص أهل طاعته بالهداية إلى سبيل الرشاد ووفقهم بلطفه لصالح

الأعمال و الفوز ببلوغ المراد فالحمد لله أول الأمر و آخره.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر و العرفان و التقدير إلى :

الأستاذ الدكتور مفتاح صالح لتفضيله الإشراف على هذه المذكرة من جهة و مساعدته بالمراجع و

النصائح اللازمة لإتمام هذا العمل من جهة أخرى .

إلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و علوم التجارية لجامعة محمد خيضر بسكرة

السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل .

إلى كل من مد لي يد العون من قريب أو بعيد لإتمام هذا البحث .

الباحثة : نسرين بوتة .



الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"قل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون" .

صدق الله العظيم

إلهي لا يطيب الليل إلا بشركك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب

الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك الله ﷻ .

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..

سيدنا محمد ﷺ .

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسملة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أعلى الحبايب

أمي الحبيبة .

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل أسمه بكل افتخار :

والدي العزيز .

إلى إخوتي :

دليلة و أبنائها ، سليمة و أبنائها ، فاتح و أبنائه ، فاطمة الزهراء ، أسماء ، خولة ، عبد الكريم .

إلى من به أكبر وعليه أعتمد إلى من بوجوده أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها .. إلى توأم روحي ورفيق دربي ..

إلى صاحب القلب الطيب والنوايا الصادقة إلى من عرفت معه معنى الحياة :

زوجي سليم

إلى جدي و جدتي ، إلى عائلتي زوجي .

إلى كل من يعرفني



الملخص :

تلعب الأسواق المالية دورا هاما و حيويا في عملية التنمية حيث تشكل القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال حيث تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض و الطلب ، مما ينتج الحرية الكاملة ، حيث نجحت الدول المتقدمة في بداية الثمانيات في زيادة من كفاءة المؤسسات ، و ذلك من خلال تحويل ملكيتها من القطاع العام إلى القطاع الخاص و ذلك في إطار برنامج الخصخصة .

حيث تعتبر الخصخصة عن طريق الأسواق المالية إحدى طرق تحويل الملكية الأقل انتقادا باعتبارها تساهم في توسيع الملكية ، حيث يتوقف اختيار الطريقة المناسبة على مدى تطور الأسواق المالية ، و بذلك فقد ساهمت الأسواق المالية بدرجة كبيرة في نجاح سياسة الخصخصة . و قد انتقلت موجة الخصخصة إلى الدول النامية مثل المغرب التي وقعت في أزمة المديونية فاضطرت إلى تطبيق برنامج تعديل هيكلي ، المفروض من قبل المؤسسات المالية الدولية و ذلك تحت تأثير أزمة المديونية و تراجع احتياطات الصرف ، وعلى هذا الأساس فان السؤال الجوهرى الذي نحاول الإجابة عليه هو :

ما هو دور الأسواق المالية في تنشيط و تفعيل برنامج الخصخصة و كيف قامت بهذا الدور في المغرب ؟

للسوق المالية دور كبير في تنفيذ و نجاح استراتيجيه الخصخصة ، و ذلك من خلال إمكانية استعمال السوق المالي كتقنية تتمتع بمجموعة من مزايا منها توسيع قاعدة الملكية و زيادة عدد المستثمرين و باعتبار الخصخصة عن طريق السوق المالي من أهم أساليب الخصخصة فقد قامت المغرب بإدخال إصلاحات تشريعية و تنظيمية لتحسين أداء السوق المالي لان هناك علاقة طردية متبادلة بين الخصخصة و السوق المالي حيث نجد أن عملية الخصخصة مرهونة بمدى و جود أسواق مالية عميقة و نشطة .

ذلك أن برامج الخصخصة تساهم في توسيع و تنشيط هذه السوق من خلال زيادة عدد عمليات الإدراج في السوق، إلا أن مساهمة السوق المالي في تنشيط و تفعيل إستراتيجية الخصخصة في المغرب يبقى مقبولا نظرا لمساهمته في خصخصة عدد محدود من المؤسسات العمومية التي مستها برامج الخصخصة نظرا لوجود مشكلة تحديد الأسعار الذي يعتبر اكبر عائق أمام تطبيق برنامج الخصخصة و ذلك لصعوبة التقييم الدقيق للمؤسسات المعروضة للخصخصة .

الكلمات المفتاحية :

الأسواق المالية ، كفاءة السوق ، الخصخصة ، القطاع الخاص ، القطاع العام .

Résumé

Les marchés financiers jouent un rôle très important dans le processus de développement ou les canaux qui composent le flux d'argent. Les marchés financiers travaillent pour atteindre ou réaliser un équilibre efficace entre les forces de l'offre et de la demande qui résultent la liberté totale a boutis a l'évolution des marchés financiers au cours des dernières décennies de plus en plus diverses en termes de réglementation les fonctions les domaines ou les pays développés ont réussi au début des années quatre vingt a augmentation des compétences des institutions par (la transe formations) la propriété de conversion dans le secteur public au secteur privé dans le cadre de la privatisation .

On considère que la privatisation par le transfert de propriété est la plus main critique en considérant qu' elle contribue a la propriété d'expansion ou elle dépend au choix de la méthode appropriée .

La privatisation a déménagé au pays de sud tels que Maroc qui a en la crise de la dette crise forcée d'appliquer les programmes de l'ajustement structurel imposée par les institutions financières internationales comme le fonds monétaires international banque mondiale sous effet la crise –dette et diminution des besoins d'échange .

On considérant que le marché financier est important mages de privatisation le Maroc a fait des réformes législatives et disciplinée pour améliorer le marché financier qui permet de participer au privatisation des institutions publiques et former le financement nécessaire afin de se tenir au courant de l'évaluation économiques .

Mots-clés:

Les marchés financiers, l'efficacité du marché, la privatisation, le secteur privé, le secteur public.

Abstract:

The financial market play an important role in the development process where the channels that form the flow of money where the financial markets work to achieve an effective balance between the forces of supply and demand that result the total freedom where resulted the development of the financial markets in recent decades an increasing diversity in terms of regulation functions trills and fields where the developed countries have succeeded in the early eightieth in the augmentation of competences of the institution by the transformation of its property form the politic sector to the private sector in the cope of privatization .

Where the privation considers by the financial markets a way of transforming; the less critical property to contribute in the property ascension where it depends on the selection of the appropriate method .

The privatization movie to the develops countries as morocco which had the crisis of the indebtedness crisis freed to apply the structural adjustenent program imposed by the international financial intuitions like the international monetary fund the international bank under the effect of the indebtedness crisis and the reduced need for exchange .

Considering the financial market is an important way of privatization morocco made legislative reforms and disciplined of ameliorate the financial market that make the contribution in the privatization of the politic institutions and bromide the necessary funding in order to keep alreast to the economic evaluation .

Keywords

Financial markets, market efficiency, privatization, the private sector, the .public sector



فهرس المحتويات

- I. الإهداء
- II. شكر وعرفان
- III. الملخص بالعربية.....
- IV. الملخص بالفرنسية.....
- V. الملخص بالانجليزية
- VI. فهرس المحتويات.....
- VII. فهرس الأشكال
- VIII. فهرس الجداول.....

المقدمة العامة [أ - ز]

- أ..... تمهيد
- ج..... تحديد الإشكالية.....
- ج..... فرضيات البحث.....
- د..... أسباب اختيار الموضوع
- د..... أهداف البحث
- د..... أهمية البحث
- هـ..... موقع البحث من الدراسات السابقة
- و..... المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث
- و..... تحديد إطار البحث
- ز..... خطة و هيكل البحث

الفصل الأول : مدخل عام حول الأسواق المالية [1 _ 91] .

تمهيد .

- 2..... المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.....
- 2..... المطلب الأول: التطور التاريخي للأسواق المالية

فهرس المحتويات

| | |
|----------------|---|
| 2..... | الفرع الأول : مراحل نشوء فكرة الأسواق المالية |
| 4..... | الفرع الثاني : تطور تنظيم السوق المالي |
| 5..... | الفرع الثالث : مقومات إنشاء سوق مالي |
| 7..... | المطلب الثاني: مفهوم الأسواق المالية و خصائصها |
| 7..... | الفرع الأول : مفهوم الأسواق المالية |
| 10..... | الفرع الثاني : خصائص السوق المالية |
| 11..... | المطلب الثالث: شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها |
| 11..... | الفرع الأول : شروط قيام الأسواق المالية |
| 13..... | الفرع الثاني : وظائف السوق المالية |
| 15..... | المطلب الرابع: أهمية و دور الأسواق المالية و عوامل نجاحها |
| 15..... | الفرع الأول : أهمية الأسواق المالية |
| 17..... | الفرع الثاني : دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية |
| 21..... | الفرع الثالث : عوامل نجاح الأسواق المالية |
| 22..... | الفرع الرابع : مهام السوق المالي |
| 23..... | المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية |
| 23..... | المطلب الأول: سوق النقد |
| 23..... | الفرع الأول : مفهوم سوق النقد |
| 24..... | الفرع الثاني : خصائص سوق النقد |
| 25..... | الفرع الثالث : أهمية سوق النقد |
| 26..... | الفرع الرابع : هيكل سوق النقد |
| 29..... | المطلب الثاني: سوق رأس المال |

فهرس المحتويات

- 29..... الفرع الأول : مفهوم سوق رأس المال .
- 30..... الفرع الثاني : خصائص سوق رأس المال.
- 31..... الفرع الثالث : وظائف و أهمية سوق رأس المال
- 32..... الفرع الرابع : هيكل سوق رأس المال
- 38..... المطاب الثالث: تقسيمات أخرى للسوق المالي
- 38..... الفرع الأول : التمييز على أساس القوانين التي يخضع لها السوق
- 39..... الفرع الثاني : التمييز على أساس الأجل الزمني
- 39..... المطاب الرابع: ماهية سوق الأوراق المالية "البورصة"
- 40..... الفرع الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية المنظمة و مقومات إنشائها
- 41..... الفرع الثاني : أنواع سوق الأوراق المالية المنظمة و أهم خصائصها
- 42..... الفرع الثالث : وظائف سوق الأوراق المالية
- 44..... الفرع الرابع : المتعاملون في سوق الأوراق المالية
- 49..... المبحث الثالث:الأدوات المتداولة في السوق المالي**
- 49..... المطاب الأول: الأدوات المتداولة في سوق النقد
- 49..... الفرع الأول :اذونات الخزينة
- 49..... الفرع الثاني : شهادات الإيداع القابلة للتداول
- 50..... الفرع الثالث : اتفاقية إعادة الشراء
- 51..... الفرع الرابع : الأوراق التجارية
- 51..... الفرع الخامس : القبولات المصرفية
- 52..... الفرع السادس : قروض الدولارات الأوروبية
- 52..... الفرع السابع : قروض فائض الاحتياطي الإلزامي

فهرس المحتويات

| | |
|---------|---|
| 53..... | المطلب الثاني:الأدوات المتداولة في سوق رأس المال. |
| 53..... | الفرع الأول : الأسهم |
| 59..... | الفرع الثاني : السندات |
| 64..... | الفرع الثالث : الأوراق المالية الهجينة و المشتقات المالية |
| 74..... | المبحث الرابع: كفاءة السوق المالي و متطلباتها و صيغها |
| 74..... | المطلب الأول:كفاءة السوق المال. |
| 74..... | الفرع الأول : مفهوم كفاءة السوق المالي |
| 75..... | الفرع الثاني : خصائص التي تتصف بها السوق المالي الكفاء . |
| 77..... | الفرع الثالث : شروط السوق المالي الكفاء |
| 78..... | المطلب الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي..... |
| 78..... | الفرع الأول : الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية |
| 80..... | الفرع الثاني : شروط الكفاءة الكاملة للسوق المالي |
| 81..... | الفرع الثالث : معوقات الكفاءة الكاملة للسوق المالي |
| 81..... | المطلب الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي..... |
| 81..... | الفرع الأول : دور السوق المالي الكفاء |
| 82..... | الفرع الثاني : كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل |
| 84..... | الفرع الثالث : مقومات تطور السوق المالي |
| 86..... | الفرع الرابع : أهمية كفاءة السوق المالي |
| 87..... | المطلب الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي..... |
| 87..... | الفرع الأول : الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق |
| 87..... | الفرع الثاني :الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق |

88..... الفرع الثالث : الصيغة القوية لكفاءة السوق

91..... خلاصة.....

الفصل الثاني: التخصص و دور السوق المالي فيها . [166 - 94]

تمهيد.

95..... المبحث الأول: أساسيات حول التخصص.

95..... المطلب الأول: الإطار المحدد لمفهوم التخصص.....

95..... الفرع الأول : نشأة و التطور التاريخي للتخصص

97..... الفرع الثاني : تعريف التخصص

100..... الفرع الثالث : مبادئ التخصص.....

101..... الفرع الرابع : مميزات التخصص

101..... المطلب الثاني: أسباب و دوافع التخصص

101..... الفرع الأول : الأسباب التي أدت إلى انتهاج إستراتيجية التخصص.....

103..... الفرع الثاني : دوافع التخصص

105..... الفرع الثالث : العوامل التي تساعد على نجاح هذه الإستراتيجية

106..... المطلب الثالث: أهداف و شروط التخصص.....

106..... الفرع الأول : أهداف التخصص

109..... الفرع الثاني : شروط التخصص

114..... المطلب الرابع : أشكال و استراتيجيات التخصص.....

114..... الفرع الأول : أشكال التخصص

115..... الفرع الثاني : استراتيجيه التخصص

117..... المبحث الثاني: أساليب و مراحل التخصص

| | |
|-----------------|--|
| 117..... | المطلب الأول: أساليب الخصخصة |
| 117..... | الفرع الأول : الطرق التي تتطوي على عملية البيع |
| 123..... | الفرع الثاني : الطرق التي لا تتطوى على عملية البيع |
| 126..... | الفرع الثالث : العوامل المتحكمة في اختيار أساليب الخصخصة |
| 130..... | المطلب الثاني: مراحل و مجالات الخصخصة.. |
| 130..... | الفرع الأول : مراحل الخصخصة |
| 135..... | الفرع الثاني : مجالات الخصخصة.. |
| 136..... | المطلب الثالث: الخصخصة بين المؤيدين و المعارضين |
| 136..... | الفرع الأول : المؤيدون للخصخصة |
| 137..... | الفرع الثاني : المعارضون للخصخصة |
| 140..... | المبحث الثالث: الخصخصة و السوق المالي..... |
| 140..... | المطلب الأول: السوق المالي و تحقيق إستراتيجية الخصخصة |
| 140..... | الفرع الأول : السوق المالي و تحقيق إستراتيجية الخصخصة |
| 142..... | الفرع الثاني : الدور المتبادل بين سوق المال و الخصخصة |
| 145..... | المطلب الثاني: الخصخصة عن طريق السوق المالي..... |
| 146..... | الفرع الأول : إستراتيجية تحويل الملكية عن طريق البورصة. |
| 149..... | الفرع الثاني : إشكالية تحديد سعر السهم (وفق طريقة البيع بسعر محدد) |
| 151..... | الفرع الثالث : مبررات تغيير الملكية العامة عن طريق البورصة |
| 152..... | الفرع الرابع : مزايا و صعوبات الخصخصة عن طريق السوق المالي |
| 154..... | الفرع الخامس : شروط نجاح الخصخصة بالبورصة |
| 155..... | المطلب الثالث: القيود التي ترد على برنامج الخصخصة..... |

| | |
|----------|--|
| 155..... | الفرع الأول : القيود العقائدية و الفكرية و النفسية |
| 155..... | الفرع الثاني : القيود السياسية |
| 155..... | الفرع الثالث : القيود الاجتماعية |
| 157..... | الفرع الرابع : القيود الاقتصادية |
| 158..... | الفرع الخامس : القيود التنظيمية |
| 158..... | الفرع السادس : القيود القانونية |
| 159..... | الفرع السابع : القيود المحاسبية |
| 159..... | المطلب الرابع : الآثار المحتملة للخصخصة |
| 159..... | الفرع الأول : الآثار الاقتصادية للخصخصة |
| 162..... | الفرع الثاني : الآثار الاجتماعية للخصخصة |
| 163..... | الفرع الثالث : الآثار المالية للخصخصة |
| 164..... | الفرع الرابع : الآثار السياسية للخصخصة |
| 166..... | خلاصة |

الفصل الثالث :دراسة حالة دور بورصة الدار البيضاء (المغرب) في عملية الخصخصة

[167 - 216]

تمهيد .

| | |
|----------|---|
| 168..... | المبحث الأول: المؤسسات العمومية و عمليات الخصخصة في المغرب |
| 168..... | المطلب الأول: القطاع العام و برنامج التعديل الهيكلي في المغرب |
| 168..... | الفرع الأول : القطاع العام قبل برنامج التعديل الهيكلي |
| 169..... | الفرع الثاني : التعديل الهيكلي و تحرير الاقتصاد المغربي |
| 172..... | المطلب الثاني: طبيعة برنامج الخصخصة في المغرب |

| | |
|-----------------|---|
| 172..... | الفرع الأول : الإطار القانوني للخصخصة. |
| 174..... | الفرع الثاني : الإطار التنظيمي للخصخصة |
| 176..... | الفرع الثالث : أسباب و دوافع الخصخصة في المغرب |
| 176..... | الفرع الرابع : أهداف الخصخصة في المغرب |
| 178..... | المطلب الثالث: طرق خصخصة المؤسسة العامة في المغرب. |
| 178..... | الفرع الأول : طرق تسجيل المنشآت المزمع خصصتها في اللائحة |
| 178..... | الفرع الثاني : كيفية تحضير عمليات تقويت المنشآت العامة الى القطاع الخاص |
| 179..... | الفرع الثالث : طرق التقويت (الخصخصة) |
| 183..... | المبحث الثاني: عمليات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء |
| 183..... | المطلب الأول: ماهية بورصة الدار البيضاء..... |
| 183..... | الفرع الأول : تعريف بورصة الدار البيضاء |
| 184..... | الفرع الثاني : أهداف بورصة الدار البيضاء |
| 184..... | الفرع الثالث : مراحل إصلاح بورصة الدار البيضاء |
| 188..... | المطلب الثاني: الفاعلون في سوق البورصة و أسس تنظيمها..... |
| 188..... | الفرع الأول : الفاعلون في سوق البورصة |
| 189..... | الفرع الثاني : تنظيم سوق البورصة |
| 192..... | المطلب الثالث: دور البورصة الدار البيضاء في عمليات الخصخصة. |
| 192..... | الفرع الأول : المؤسسات التي تم خصصتها عن طريق بورصة الدار البيضاء..... |
| 194..... | الفرع الثاني : إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء |
| 196..... | المبحث الثالث: نتائج عمليات الخصخصة المؤسسات العمومية في المغرب. |
| 196..... | المطلب الأول : حصيلة الشركات و الفنادق التي تم خصصتها في المغرب..... |

فهرس المحتويات

| | |
|----------|---|
| 205..... | المطلب الثاني : ما خيل الخصخصة في المغرب..... |
| 208..... | المطلب الثالث : نتائج عملية الخصخصة على أداء بورصة الدار البيضاء..... |
| 208..... | الفرع الأول : عدد الشركات المدرجة في البورصة |
| 210..... | الفرع الثاني : رسملة البورصة الدار البيضاء |
| 212..... | الفرع الثالث : حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء |
| 214..... | المطلب الرابع: تقييم التجربة المغربية..... |
| 216..... | خلاصة..... |

الخاتمة العامة [218 - 222].

قائمة المراجع [224 - 245].

فهرس الجداول :

| رقم الجدول | عنوان الجدول | الصفحة . |
|------------|---|----------|
| 01 | الفرضيات الرؤية لكفاءة السوق | 89 |
| 02 | أساليب الخصخصة ، ايجابياتها ، سلبياتها ، سبب الاختيار . | 128 |
| 03 | حجم المؤيدين و معرضي الخصخصة. | 139 |
| 04 | تطور المديونية الخارجية للمغرب خلال الثمانينات | 169 |
| 05 | اتفاقيات صندوق النقد الدولي مع سلطات المغربية | 171 |
| 06 | الهيئات المكلفة بالخصخصة في المغرب | 174 |
| 07 | مراحل الخصخصة في المغرب | 181 |
| 08 | شروط الادراج في بورصة الدار البيضاء | 189 |
| 09 | عمليات الخصخصة التي تمت عن طريق بورصة الدار البيضاء بين 1993-2011 | 193 |
| 10 | مدا خيل الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء إلى إجمالي مدا خيل الخصخصة في المغرب ما بين 1993-2011. | 194 |
| 11 | أهم الشركات التي تم تحويلها في المغرب. | 197 |
| 12 | الفنادق التي تم تحويلها في المغرب | 203 |
| 13 | مدا خيل الخصخصة في المغرب خلال الفترة 1993-2001. | 205 |
| 14 | مدا خيل الخصخصة حسب الطريقة المعتمدة | 207 |
| 15 | تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 1993- 2013. | 208 |
| 16 | تطور رسملة بورصة الدار البيضاء منذ 1993-2011. | 210 |
| 17 | تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء ما بين 1993-2011. | 212 |

فهرس الأشكال.

| الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|--------|---|-----------|
| 28 | هيكل السوق النقد | 01 |
| 37 | هيكل سوق رأس المال | 02 |
| 79 | اثر التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الاقتصادية | 03 |
| 90 | مستويات السوق المالية الكفؤ | 04 |
| 90 | طبيعة العلاقة بين مستويات كفاءة السوق | 05 |
| 207 | توزيع مدا خيل الخصخصة حسب الطريقة الخصخصة | 06 |
| 209 | تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 2013-1993 | 07 |
| 211 | تطور رسملة بورصة الدار البيضاء منذ 1993-2011. | 08 |
| 213 | تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء ما بين 2011-1993 | 09 |

المقدمة العامة

تمهيد :

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في جميع الدول سواء كانت متقدمة أو نامية على حد سواء لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي و تزيد من معدلات الرفاهية للأفراد ، و لقد حظيت الأسواق المالية في العصر الحديث و خاصة بعد العولمة المالية بمكانة عظيمة ، و غدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي ، فهي مرآة حقيقية تعكس الصورة الصادقة للاقتصاد ، حيث تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة نشاط الاقتصاد ، فقد أثبتت التجارة أن حالة البورصة تشير بشكل عام إلى التطور و إلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني .

و تلعب الأسواق المالية المنظمة و المرنة دورا حيويا في تعبئة الموارد و المدخرات و تهيئتها للاستثمار ، وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة و تحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد و مستمر ، و تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية و الوطنية فضلا عن ذلك يمكن القول أن نجاح أي برنامج للإصلاح الاقتصادي يتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة تعمل على توسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة ، و توجد الأسواق المالية بغرض تجميع المشترين و البائعين للأسهم و الأوراق المالية ، و بذلك تكون أسواق رأس المال هي الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية .

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما حيث تشكل القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية و تحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية ، سواء تعلق الأمر بالأفراد أم بالمؤسسات أم القطاع الحكومي و بغض النظر عن كونها أسواق محلية أم إقليمية أم عالمية .

من الناحية النظرية تنقسم الأسواق المالية إلى أسواق رأس المال و الأسواق النقدية و أسواق المشتقات المالية و أسواق الصرف الأجنبي ، و تتداول في هذه الأسواق مختلف الأصول المالية و بأجلها المختلفة ، و لقد أدت سرعة انتقال المعلومات فيما بين الأسواق المالية إلى نتائج عديدة منها اتساع الأسواق المالية و زيادة حجم الصفقات و أعدادها و بروز أدوات مالية جديدة و متنوعة و هذه التغيرات ارتبطت بزيادة التقلبات في عوائد و أسعار الأدوات المالية المختلفة .

حيث تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب و قوى العرض و تتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات و المبادلات كافية و تزداد أهمية الأسواق المالية و تتبلور في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد ، و تستمد أهميتها من وجودها ، و من الدور المتعدد الأوجه و الجوانب التي تقوم به ، كما تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف و غير المعبأ في الاقتصاد



القومي ، و تحويله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية ، و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في الأسواق المالية ، و بذلك فإن الأسواق المالية تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول و تحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة و التملك و الانتفاع و العائد كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أوراقها المالية و دفعها إلى تحسين أدائها و زيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسين أسهم هذه الشركات .

إن تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة قد حمل تنوعا متزايدا من حيث التنظيمات و الوظائف و الأدوات و المجالات و اعتبرت السوق المالية الكفاء حالة نموذجية و هي السوق إلي يجرى فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة و ذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي الطلب و العرض بهذه الأسعار ، و من المعروف أن نشأة و تطور الأسواق المالية ارتبط بتطور الرأسمالية الصناعية ، إذ وجدت هذه الأسواق بهدف تسهيل التقاء العرض و الطلب على رؤوس الأموال و تبادل القيم المنقولة و تمويل التنمية الاقتصادية و أصبحت هذه الأسواق التي تتمتع بدرجة عالية من التطور في الدول المتقدمة تلعب دورا رئيسيا في عمليات الخصخصة حيث يعد موضوع الخصخصة أو تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص ، محور اهتمام عالمي في الفترة الأخيرة فقد انتهجت كثير من دول العالم إلى التخلي عن كثير من المؤسسات الاقتصادية العامة و إسنادها إلى القطاع الخاص و ذلك إما لتحقيق أكبر قدر من الكفاءة أو للتقليل من المشروعات الخاسرة.

و لقد بدأت موجة الخصخصة تجتاح دول العالم خلال النصف الثاني من العقد التاسع من القرن العشرين ، و قد كانت انكلترا من أوائل الدول التي سبقت إلى ذلك ، ثم تبعتها دول متقدمة أخرى مثل فرنسا و إيطاليا و اسبانيا و كندا و غيرها ، و انتقلت موجة الخصخصة إلى الدول النامية مثل الأرجنتين و البرازيل و شيلي و بنغلادش و مصر و المغرب و غيرها التي وقعت في المديونية مع تراجع أسعار المواد الأولية في منتصف الثمانينات فاضطرت إلى تطبيق برامج تعديل هيكلية و بذلك برزت سياسة الخصخصة و التي تهدف بشكل أساسي إلى توسيع قاعدة الملكية و انسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي و تخفيف الأعباء المالية للدولة التي تسببها شركات القطاع العام الخاسرة ، حيث أن الافتراض الرئيسي الذي تبنى عليه الخصخصة هو أن تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص سيؤدي إلى تحسين أداء الشركات و رفع كفاءتها ، مما يعنى افتراض أن القطاع الخاص يتميز بكفاءة أكبر من القطاع العام .

و تعتبر الخصخصة من أهم أدوات الإصلاح الاقتصادي المتبعة في الدول النامية و المتقدمة على حد سواء فقد اختلفت أشكالها و أساليبها ، ومع اختلاف هذه الأساليب كثرت الانتقادات الموجهة للخصخصة في حد ذاتها من

جانب و إلى انتقادات الطرق التي تتم بها من جانب آخر ، و تعتبر الخصخصة عن طريق الأسواق المالية إحدى طرق تحويل الملكية الأقل انتقادا باعتبارها تساهم في توسيع الملكية ، و للخصخصة طرق مختلفة و لكل منها مزاياها و عيوبها و يعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر نجاح عملية الخصخصة و يتوقف هذا الاختيار بدوره على عدد من العناصر التي من أهمها مدى تطور الأسواق المالية ، ففي المغرب ، و بالرغم من إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929 ، إلا أن دورها كان محدود في عمليات التمويل مما دفع بالسلطات إلى إجراء إصلاحات جذرية كان آخرها سنة 1993 بغية خلق اطر مؤسسية جديدة لتمويل المشروعات الاستثمارية ، و التقليل من سيطرة القروض البنكية و بدأت في عملية خصخصة مشروعات القطاع العام ، و إشراك سوق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخصخصة ، حسب ما تسمح به طاقتها الاستيعابية ، حيث قامت بخصخصة بعض المشاريع .

- تحديد الإشكالية:

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح و على هذا الأساس فان السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي :

❖ ما هو دور الأسواق المالية في تنشيط و تفعيل برنامج الخصخصة ؟ و كيف قامت بهذا الدور في المغرب ؟

- الأسئلة الفرعية :

و لإثراء الموضوع و إبراز معالمه و أهدافه قسمنا الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية :

✓ ما المقصود بكل من الأسواق المالية و الخصخصة ؟

✓ ما هو اكبر عائق أمام تنفيذ برنامج الخصخصة في المغرب ؟ و ما هو المكان الطبيعي للقيام بعملية الخصخصة ؟

✓ ما هي العلاقة الموجودة بين نجاح تطبيق الخصخصة و مدى تطور الأسواق المالية ؟

✓ هل جميع المؤسسات يلائمها أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي في المغرب ؟

- الفرضيات البحث:

في إطار معالجة الإشكالية و محاولة الإجابة عن الأسئلة الفرعية السابقة يمكن صياغة الفرضيات التالية :

- إن المقصود بالأسواق المالية هي المكان الذي تلتقي فيه الأموال المدخرة و يتم تعبئتها و تحويلها للمستثمرين لتمويل التنمية الاقتصادية ، أما الخصخصة فهي إسناد ملكية و إدارة العديد من المؤسسات المملوكة للقطاع العام إلى القطاع الخاص، حيث تشكل الخصخصة جزء من عملية تعديل هيكلية في النشاط الاقتصادي.

- تعتبر مشكلة تحديد الأسعار اكبر عائق أمام تطبيق برنامج الخصخصة و البورصة هي المكان الطبيعي للقيام بعملية الخصخصة.

- إن نجاح عملية الخصخصة مرهون بمدى و جود أسواق مالية متطورة و نشطة كما تسهم برامج الخصخصة في توسيع و تعميق هذه الأسواق .

- جميع المؤسسات يلائمها أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي في المغرب .

- أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة أسباب جعلتني اختار موضوع دور الأسواق المالية في تنشيط برنامج الخصخصة فبالإضافة إلى الدافع الذاتي و رغبتني في هذا الموضوع هناك أسباب موضوعية شجعتني على اختيار منها :

- توافق الموضوع و طبيعة تخصص الباحثة و هو مجال الأسواق المالية و البورصات .
- أهمية الموضوع و اختلاف نتائج الخصخصة و مستوى تطور الأسواق المالية من بلد الى اخر .
- المساهمة في إثراء المواضيع التي تتناول علاقة الأسواق المالية بالخصخصة .

- أهداف البحث :

إن الأهداف الأساسية التي اسعي لبلوغها من خلال هذه الدراسة هي :

- تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الإلمام بشكل اكبر على الأسواق المالية و الخصخصة من خلال تبين آليات الخصخصة عبر السوق المالية و الدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في التنمية الاقتصادية ، و من جانب آخر تسليط الضوء على العلاقة التي تجمع السوق المالية بالخصخصة من خلال المكانة التي أصبحت تحتلها هذه الأخيرة في الاقتصاد .

• التعرف على أهم الأساليب و الطرق المختلفة في الخصخصة بالإضافة إلى إبراز المكانة التي تحتلها السوق المالية في التنمية الاقتصادية و الخصخصة على حد سواء .

• محاولة إبراز صعوبات و المزايا التي تلقها عملية الخصخصة عن طريق السوق المالية .

• إثراء الرصيد العلمي للطلبة .

- أهمية البحث :

تكمّن أهمية الدراسة في :

• كون هذه الدراسة انها تسلط الضوء حول الدور الذي تلعبه السوق المالية في تفعيل برنامج أو إستراتيجية

الخصخصة التي تراجعت في الكثير من البلدان و كان امامها عوائق كثيرة .

• محاولة تسهيل فهم إستراتيجية الخصخصة .

- إبراز الدور الذي تؤديه السوق المالية في التنمية وكذا تنشيط إستراتيجية الخصخصة على حد سواء .
- اعتبار الخصخصة قد ساهمت في تطور بعض البلدان في حين تبقى بعض البلدان متخوفة منها الى حد الان .

- موقع البحث من الدراسات السابقة :

من بين الدراسات التي أولت اهتمام بهذا الموضوع ، نجد:

❖ الدراسة الأولى :

- مذكرة ماجستير للطالب بوعاملي ياسين لسنة 2010/2009 حاملة لعنوان الخوصصة و دور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغربية ، حيث وقعت هذه الدراسة ضمن المنهج التاريخي و الوفي التحليلي و ذلك من خلال تتبع مسار الخوصصة و الأسواق المالية في كل من المغرب ، تونس ، الجزائر ، وقد انطلقت الدراسة من الأهداف التالية وهي إبراز الطرق المتبعة في الإصلاح الاقتصادي بشكل عام و أساليب الخوصصة بشكل خاص في المغرب ، تونس ، الجزائر ، و لقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية :
 - تلعب السوق المالية دورا كبيرا في تنفيذ و نجاح إستراتيجية الخوصصة .
 - رغم أن السوق المالية تساهم في نجاح عمليات الخوصصة و تتأثر بها إلا أن استعمالها كتقنية في هذا الصدد يتطلب حدا ادني من التطور في هذه السوق .
 - إن الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية في المغرب و تونس و خاصة الإصلاحات الجبائية مكنت هذه الأسواق من المساهمة في الإصلاحات الاقتصادية التي انتهجتها البلدان .
- هذه الدراسة فقد تعرضت من حيث مدلول لظاهرة الخوصصة وذلك عند التطرق إلى ماهيتها أما هذه الدراسة أولت اهتماما كبيرا لتطور الأسواق المالية و علاقتها بالخصخصة على ، اما بحثنا فهو يتميز بدراسة تطور الاسواق المالية و علاقتها بالخصخصة و ركزت بوجه خاص على التجربة المغربية ، و معوقات و افاق تنشيط دورها في مجال الخصخصة .

الدراسة الثانية :

- و هي مذكرة ماجستير للطالب رشيد هولي لسنة 2010/2011 و الموسومة بعنوان مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب ، حيث اعتمد على كل من المنهج الوصفي و التحليلي و ذلك لطبيعة الموضوع ،
- قد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية :
- إثبات العلاقة الطردية المتبادلة بين الخوصصة و سوق الأوراق المالية .



- اختلفت مساهمة أسواق الأوراق المالية المغاربة في تنفيذ عمليات برنامج الخصصة .
- اشترك هذه الأسواق الثلاث في الأطر المؤسسية و الهيئات المنشئة لتنظيم و تسيير الأسواق المالية .
- اعتماد السوق المالي التونسي و المغربي على أنظمة التداول الالكتروني.

اما بحثنا فيتميز على هذين الباحثين في التركيز على إعطاء مدخل عام حول الأسواق المالية و ذلك من خلال توضيح التطور التاريخي للأسواق المالية و تبين أقسام الأسواق المالية و أهم الأدوات المتداولة في هذه السوق ، بالإضافة إلى كفاءة السوق المالي و متطلباتها و صيغها . كما يتميز بحثنا عن الباحثين السابقين في تبين الخصخصة و دور السوق المالي فيها ، و قد تم التطرق أيضا إلى دراسة حالة دور بورصة الدار البيضاء (المغرب) في عملية الخصخصة من خلال معرفة المؤسسات العمومية و عمليات الخصخصة ، و أهم عمليات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء ، و نتائج عمليات خصخصة المؤسسات العمومية في المغرب .

الأدوات المستخدمة في البحث :

قد تم الاعتماد في بحثنا هذا على:

- المنهج الوصفي التحليلي : و ذلك عند تناول المفاهيم الأساسية المتعلقة بأسواق و الأدوات المتداولة و شروط إنشائها و كذا المفاهيم المتعلقة بالخصخصة ، كذلك بغرض تحليل البيانات و التطورات الخاصة بالسوق و دور بورصة الدار البيضاء في خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية بالمغرب .

خطة و هيكل البحث :

من اجل دراسة وافية و حصر اشمل لجميع جوانب الموضوع ، تمت الدراسة على ثلاثة فصول تسبقهم مقدمة عامة و ينتهون بخاتمة عامة ، حاولنا من خلالها الإجابة على الإشكالية المطروحة مستعينين بالفرضيات التي تسهل الوصول إلى لب الموضوع ، حيث تطرقنا في :

الفصل الأول الذي يحمل عنوان : مدخل عام حول الأسواق المالية الذي يحتوي على ثلاث مباحث رئيسية المبحث الأول حول ماهية الأسواق المالية الذي تعرضنا فيه الى نشأة و التطور التاريخي للأسواق المالية ، مفهوم الأسواق المالية و خصائصها ، شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها ، و في الأخير إلى أهمية الأسواق المالية و عوامل نجاحها .

أما المبحث الثاني فهو بعنوان طبيعة الأسواق المالية و الذي تعرضنا فيه الى التصنيفات المختلفة لسوق المالية ، الأدوات المتداولة في السوق المالية ، ماهية البورصة " سوق الأوراق المالية " ، و في الأخير إلى دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية .

أما المبحث الرابع فهو بعنوان كفاءة السوق المالي و متطلباتها و صيغها حيث تطرقنا فيه الى : ماهية كفاءة سوق و كيفية تحققها ، أنواع الكفاءة و شروط تحققها ، متطلبات كفاءة السوق ، الصيغ المختلفة لكفاءة السوق .

أما الفصل الثاني فهو بعنوان الخصخصة و دور السوق المالي فيها و يحتوى على ثلاث مباحث حيث ، في المبحث الأول بعنوان أساسيات حول الخصخصة و تطرقنا فيه الى : مفهوم الخصخصة ، أسباب و دوافع و أهداف الخصخصة ، القيود التي ترد على برنامج الخصخصة ، شروط و أساليب الخصخصة .

أما المبحث الثاني فهو بعنوان اساليب و مراحل الخصخصة و تطرقنا فيه الى : أساليب الخصخصة ، مراحل و مجالات الخصخصة ، و الخصخصة بين المؤيدين و المعارضين .

أما المبحث الثالث فهو بعنوان الخصخصة و السوق المالية و تطرقنا فيه الى الإجراءات اللازمة لنجاح عملية الخصخصة ، السوق المالية و إستراتيجية الخصخصة ، الآثار المحتملة للخصخصة .

أما الفصل الثالث فهو بعنوان دراسة حالة دور بورصة الدار البيضاء في عملية الخصخصة و يحتوى على أربعة مباحث حيث ، في المبحث الأول بعنوان المؤسسات العمومية و عمليات الخصخصة في المغرب حيث يتضمن العناصر التالية : القطاع العام و برنامج ألتعديلي الهيكلي في المغرب ، طبيعة برنامج الخصخصة في المغرب ، طرق خصخصة المؤسسات للعمومية في المغرب .

المبحث الثاني بعنوان عمليات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء احتوى على : ماهية بورصة الدار البيضاء ، الفاعلون في سوق البورصة و اسس تنظيمها .

المبحث الثالث بعنوان نتائج عمليات الخصخصة المؤسسات العمومية في المغرب و يضم دراسة العناصر التالية حصيلة الشركات و الفنادق التي تم خصخصتها في المغرب ، مدا خيل الخصخصة في المغرب ، ونتائج عملية الخصخصة على اداء بورصة الدار البيضاء ، تقييم التجربة المغربية ، و ختمنا البحث بخاتمة عامة ضمت الخلاصة العامة للبحث و نتائج البحث و نتائج اختبار الفرضيات و التوصيات المقترحة و اخيرا افاق البحث.

الفصل الاول :

مدخل عام حول الاسواق المالية

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية التي تعتمد على القطاعين العام و الخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية ، و تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تزاوله من نشاط ، و تعتبر انعكاساً للنظم و السياسات المالية و الاقتصادية المتبعة في أي دولة ، و كلما كان النظام المالي للدولة متطوراً كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي و تقدمه ، إذ تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد ، و قد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كمقياس درجة تطور الاقتصاد ، و الدور المهم الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية الوطني لأي دولة و ذلك بتنمية المدخرات الوطنية ، فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها .

لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى أسواق مالية متطورة شيء إلزامي و ذلك من أجل النهوض باقتصادياتها و ذلك لتأثير هذه الأسواق على المشروعات و الانجازات الاقتصادية ، لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق و دعمها حتى يكون لها دوراً فعال في التنمية الاقتصادية .

لقد عرفت الأسواق المالية العديد من التطورات إن كان المستوى الفلسفي لطبيعة و دور هذه الأسواق أو على المستوى العملي المتمثل في ابتكار طرق و أدوات جديدة تلبي مطالب المتعاملين من ناحية المردودية أو من ناحية إمكانية تحديد و تسيير المخاطر المالية ، و لكي تتمكن هذه الأسواق من تأدية هذا الدور يتطلب ذلك تمتعها بمستوى من الكفاءة ، هذه الأخيرة التي تتحدد بمدى توافر المعلومات لكل المستثمرين من خلال توفير أحدث و أنجع وسائل تكنولوجيا المعلومات من أجل إيصال المعلومة إلى جميع المستثمرين أينما وجدوا ، و تمكينهم من الاطلاع على حركة التداول في السوق المالية.

وقصد التعمق أكثر في محتويات الأسواق المالية و أدائها ، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي:

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.

المبحث الثاني : أقسام الأسواق المالية.

المبحث الثالث : الأدوات المتداولة في السوق المالي.

المبحث الرابع : كفاءة السوق المالي و متطلباتها و صيغها .

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بيئة الاقتصاد ، و قد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية و ذلك للدور المهم الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية ، فالأسواق المالية هي الوجه الحضاري للاقتصاديات الدول ، فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ، حيث شهدت الأسواق المالية و لازالت تطورات و إبداعات على صعيد بيئتها و أدواتها .

المطلب الأول: التطور التاريخي للأسواق المالية.

سوف نتناول في هذا المطلب مرحلة نشوء فكرة السوق المالية و تطوره و مقومات انشائه .

الفرع الأول: مراحل نشوء فكرة الأسواق المالية

بذلك تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية أدام سميث الذي تقول بان تقسيم العمل يعتمد إلى حد كبير على حجم السوق ، و بما أن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق و حجم الإنتاج ، فان هذه العلاقة تنعكس على التطور المالي و معدل دخل الفرد ، حيث مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل و هي مرتبطة بالتطور المالي و الاقتصادي للدولة و تلك المراحل هي :

أولاً : المرحلة الأولى.

يبدأ التطور التاريخي لظهور الأسواق المالية من القرن السابع الميلادي ، و ذلك لمجموعة من الأسباب:¹

- 1- أن هذا القرن شهد نهاية الإمبراطورية البيزنطية بسقوط القسطنطينية على أيدي الإمبراطورية الإسلامية، و هو الأمر الذي ترتب عليه حدوث نشاط غير مسبوق في حركة التجارة في حوض شرق المتوسط
- 2- إن هذا القرن تبعه ما عرف بعصر الظلام في أوروبا .
- 3- في هذه الأثناء ظهرت الكنيسة الكاثوليكية كقوة اجتماعية و اقتصادية في أوروبا .
- 4- نمو طبقة التجار و تغير المفهوم حول الفائدة .
- 5- التطور السياسي كان موازياً للتطور في الجانب الاقتصادي بسبب عاملين هما تطور فكري و تطور تكنولوجي
- 6- جعل النقود المعيار الوحيد و المطلق للثروة.
- 7- نشر الاعتقاد بان ثروة الأفراد هي عبارة عن ثروة الأمة.
- 8- ان السوق المحلي يعتبر ضعيف بالنسبة لفائض الإنتاج المطلوب لهدف تعظيم بالنسبة للتاجر.

¹ السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ،الأردن، 2010، ص ص :58_62.

و في بداية القرن السابع عشر 1700 كانت التجارة في الأذون الصيارفة و تداولها قد تم قبولها و انتشار العمل بها بالإضافة إلى التجارة في أسهم بعض الشركات المحدودة، و بدأ هذا الانتشار في لندن و تحديدا في زقاق الصيارفة.

وهذه المرحلة تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية و عقارية مختلفة ، أما بالنسبة للنشاط الفردي فهذه المرحلة تتميز بزيادة الإنتاج و الارتفاع في الدخول و بداية اتساع المعاملات الكبرى .

ثانيا : المرحلة الثانية .

تتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد إن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة ، و في هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي و يزداد قبول خصم الكمبيالات ، و زيادة دورها في الائتمان طبقا للقواعد التي يرصدها البنك المركزي ، و تحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح قروض إلا لآجال محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد في هذه المرحلة.¹

ثالثا : المرحلة الثالثة.

تتميز بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و الطويل مثل البنوك الصناعية و الزراعية و العقارية و بنوك التنمية و الاستثمار الخ، و أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال و لكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة .

رابعا : المرحلة الرابعة.

تتميز بظهور الأسواق النقدية، و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية و التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول، و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي و بداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق.²

خامسا : المرحلة الخامسة.

و هي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية ، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها ، و تمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي داخل الدولة و تطور المرافق الاقتصادية و العامة فيها ، و قد تتحول بعض المؤسسات أو الأسواق المالية المحلية إلى أسواق

¹ أنطوان الناشف ، خليل الهندي ،العمليات المصرفية و السوق المالية ، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب ،لبنان، 2000 ، ص:26.

² رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعتر للنشر و التوزيع، الأردن ، 2005،ص:10.

دولية ، و في هذه المرحلة تنتقل منها و إليها رؤوس الأموال المختلفة و ذلك بفضل التقدم التكنولوجي و زيادة الاتصالات و زيادة المبادلات بين البلدان المختلفة ، كما أن التطور المالي يبلغ في هذه المرحلة أقصى مداه إذ يتفرغ الوسطاء الماليون و يتخصص كل منهم في واحدة أو أكثر من الأوراق المالية.¹

الفرع الثاني : تطور تنظيم السوق المالي .

لم تنشأ الأسواق المالية القائمة اليوم بهيكلها و إدارتها و نظمها هذا مرة واحدة ، و إنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور ، حيث يمكن تبين أربعة مراحل لتطور السوق المالي و هذا بالرغم من صعوبة الفصل الكامل بين هذه المراحل ، لأنها تتميز بدرجة كبيرة من التداخل ، و بقدر كبير من الاندماج و شيء من التشابه و من أهم المراحل:²

أولاً : المرحلة الأولى مرحلة قيام بورصات البضائع .

إن وجود الأسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سابق لقيام الأسواق المالية المتخصصة و المنظمة بفترة طويلة جدا ، فلقد انشأ الرومان ما يسمى " بكونليجيم ميركانورم " لاجتماع التجار ، و كذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا في القرن الخامس قبل الميلاد ، كما كان في المدن العربية و الإسلامية الكبرى كبغداد القيروان و قرطبة حي للتجار " بازار يعرض فيه التجار سلعهم و يتفقون فيه على الأسعار أما أول بناء انشأ للبورصة و عرف هذا الاسم فهو بناء مدينة "انفرس " في بلجيكا و ذلك عام 1460م ، ثم توالى إنشاء بورصات البضائع حيث قامت في عام 1608 م بورصة أمستردام و التي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع.

ثانياً : المرحلة الثانية مرحلة التعامل في الأوراق المالية التجارية .

بدأت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات و السحوبات الأذنية ، من اجل تنظيم هذه العملية اوجد ملك فرنسا " فيليب الأشقر " مهنة سماسرة الصرف أما في إنجلترا و منذ عام 1688 كان يتم التعامل في السندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري ، و كذلك في أسهم شركة الشرقية و بعض الشركات، و تأتي أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية التبادل الأوراق التجارية و خاصة الكمبيالات، إذا كانت أسواق الأسهم و السندات بأنواعها مجهولة.

ثالثاً : المرحلة الثالثة مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي

بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما أخذت الحكومات تقترض من الجماهير و كذا عندما لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات ، حيث أن الخطوة الأولى و الهامة في تسهيل

¹ أنطوان الناشر، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 27.

² مريم باي، " السوق السندي و إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007_2008، ص: 55 .

التعامل بسندات القرض كانت عندما اصدر الملك " ويليم الثالث" في عام 1693 قرار حول سندات القرض التي أصدرها من قبل ، منح من خلال مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شراءه .

و بذلك نشأت الخطوة الأولى لتحقيق السيولة الاستثمارات بإقرار إمكانية تحويل الحق في الاستثمار ، و كان التعامل في الصكوك يتم في الطرقات و المقاهي حيث انه قبل افتتاح بورصة لندن و بعد خروج المتعاملين من البورصة الملكية للبضائع كان المتعاملون في الأوراق المالية يجتمعون في ممر بورصة البضائع صيفا ، و في الشتاء و الأيام الممطرة يجتمعون في مقهى " جوناثان " أما في الولايات المتحدة فان التعامل بدا في عام 1725 في وول ستريت في نيويورك ، ثم تحول في نفس الشارع تحت شجرة بتن وود.

رابعا: المرحلة الرابعة مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها و أنظمتها.

لقد أدى التطور الصناعي و التكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد القيام وحده بالأعباء المالية المترتبة عليها ، مع نمو الاقتصادي و زيادة الدخل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد و توظيفها في المشروعات الإنتاجية ، هذا بالإضافة إلى رواج و ازدهار التعامل في الأوراق المالية أمام ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة و كذا ضرورة تطوير نظمها و أساليب التعامل فيها ، و استجابة لهذه الضرورات استقلت أهم الأسواق المالية بما فيها و طورت نظمها على النحو يخدم الأهداف و المهام التي انشئت من اجلها .

الفرع الثالث: مقومات إنشاء سوق مالي.

إن العمق الزمني لوجود الأسواق و فعاليتها يستدعي مجموعة من المقومات التي يجب أن تتوفر لها، و بهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات، الأولى تعتبر أساسية و أخرى سائدة تساهم في تدعيم فاعلية السوق المالي، و فيما يلي إيجاز لهذه المقومات.

أولا: المقومات الأساسية .

سميت هذه المقومات بالأساسية لأنها تمثل بيئة الأسواق المالية و أعمدة إنشائها و هي تتضمن ما يلي:¹

1- توافر المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي :

من العوامل المهمة و المتممة للنجاح قيام السوق المالي و أداء وظائفه بالشكل المطلوب هو أن يكون لدى السوق مؤسسات قادرة على أداء المهام المالية بصورة كفنة من حيث تجميع المدخرات و ترويج الإصدارات و تمويل الفرص الاستثمارية و إدارة المحافظ المالية و توجيه الفوائض نحو مشروعات التي من شأنها أن تحفز أفضل العوائد المالية بأدنى معدل من المخاطر .

¹ بشرى هادي عودة ،زهرة حسن عباس ،مصطفى مهدي حسين ،" الأسواق المالية الإطار العام و مقومات النجاح "، مجلة دراسات إدارية ،المجلد الثاني ،العدد 4، كلية إدارة الاقتصاد،جامعة البصرة ،2008 العراق ،ص ص:149_184.

2_ وفرة البني التحتية للسوق المالي :

و يمكن إعطاء مفهومين للبنية التحتية في السوق المالي ، الأول يكون مفهوماً واسعاً يشمل جميع مستلزمات قيام السوق المالي من سياسات و قوانين و أنظمة اتصال و كوادرات متخصصة و أجهزة للمقاصة و الحفظ المركزي و عرض المعلومات و البيانات ، و الثاني يكون مفهوماً ضيقاً يتعلق بالمكونات المادية للسوق المالي من بناية و أجهزة و أوراق مالية لغرض التداول ورؤوس الأموال من أجل تنفيذ عمليات التداول.

بالإضافة إلى:¹

3_ فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص ، و عدم وجود قيود و حواجز تمنع نقل رأس المال و المدخرات و الثروات _ أدوات استثمارية متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين ، و بشكل يزيد من عمق اتساع السوق المالي .

4_ حجم مناسب من الادخار القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة .

5_ مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية و السياسية القائمة و التنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية و النقدية و قوانين تنظيم و تشجيع الاستثمار و التشريعات الخاصة بالإصدار النقدي و التحويل الخارجي و قانون الشركات .

ثانياً : المقومات المساندة .

سميت بالمقومات الساندة لان توفرها يساعد على تطوير و نضوج السوق المالي و زيادة فاعليته و كفاءته، ومن هذه المقومات:²

- 1_ نظم اتصال فعالة و متطورة و كفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة و الموثوق بها حول حركة الأسعار .
- 2_ أنظمة كفئة للإفصاح المعلوماتي و المالي عن واقع الشركات و السوق ، و تحليل نشاط الاقتصاد الوطني .
- 3_ تشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة و تمنع الاحتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض و الطلب.

¹ ارشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية اطار في التنظيم و تقييم الأدوات ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2010 ، ص: 20

² ارشد فؤاد التميمي ، اسامة عزمس سلام ، الاستثمار بالاوراق المالية تحليل و ادارة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الاردن ، 2004 ، ص :

كما يعتبر الهيكل المؤسسي المنظم، الذي يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أ لجنة و يشترط بأعضاء السوق الحياد و الخبرة في شؤون المال، بالإضافة إلى وجود تشريعات و أحكام تحمي المستثمرين من الغش التلاعب و تحديد التصرفات ذات القبول بين أوساط المتعاملين، و بشكل يعزز ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته¹ بينما تمثل الأطر التشريعية و التنظيمية القاعدة التي يستند إليها السوق المالي للقيام بأنشطة المالية ، إذ تمثل هذه الأطر مجموعة القوانين و القواعد و الأنظمة و الإجراءات التي من شأنها ضبط فعاليات السوق المالي و تنظيم عملياته سواء من إصدار أو من تداول الأوراق المالية و إدراج للشركات و إشراف على إتمام الصفقات ، و تأتي هذه الأطر ضمن حلقة السياسة المالية للدولة التي لا بد أن تكون سائرة باتجاه تحضير عمليات صناعة السوق من خلال جذب المدخرات و إصدار الأوراق المالية و انتعاش الطلب الاستثماري عليها.²

المطلب الثاني: مفهوم الأسواق المالية و خصائصها.

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول النامية و المتقدمة على حد سواء و ذلك بما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات و توجيهها في القنوات الاستثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي.

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى كل مفهوم الأسواق المالية، بالإضافة إلى الخصائص التي تتميز بها الأسواق المالية و ذلك على النحو التالي:

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية .

لقد اهتم الكتاب الماليون و الاقتصاديون بموضوع الأسواق المالية منذ فترة طويلة نظرا لدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في الاقتصاد ، و بذلك فقد اختلفت التعاريف المقدمة للأسواق المالية ، و من بين التعاريف المقدمة للأسواق المالية نذكر :

أولا: التعريف الأول.

إن الأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم إما بشكل مباشر و خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال و أصحاب المشروعات و الأشخاص الذين يحتاجون هذه الأموال³، إذن السوق المالي وسيلة ينتقي فيها شروط المكان ، حيث يلتقي خلالها المدخرون و المستثمرون و المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون الآخرون و الإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية و النقدية أو بالصرف الأجنبي ، و ذلك بغرض التداول و توثيق و تعزيز الأصول

¹ خيرى الدادي ، "تقييم و أداء الاسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للاوراق المالية ما بين الفترة 200-2006"، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية

و التجارية و علوم التسير ، جامعة قاصدى مرياح ورقلة ، 200-2012 ، ص : 10

² بشرهادى عودة ، زهرة حسن عباس ، مصطفى حسن ، مرجع سابق ، ص ص : 149-184.

³ بدر فاروق ، نظرة عامة عن الاسواق المالية ، دار فاروق للنشر و التوزيع ، مصر ، ص : 165.

المختلفة سواء كانت حقيقية أو مالية أو نقدية سائلة عبر فترات متباينة (طويلة أو قصيرة) باستثناء إلى قوانين و تعليمات ، و الى حد ما حتى العادات و التقاليد و الاعراف المعتمدة محليا و دوليا ، و الأسواق المالية تعتبر ركيزة لا تقوم الاقتصاديات المعاصرة من دونها.¹

ثانيا :التعريف الثاني.

تعرف السوق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجب بيع و شراء نوع معين من الأدوات المالية أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمر من بيع و شراء عدد من الأسهم داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العامة في هذا المجال² ، و هي بذلك تعتبر عن نظام متكامل نسبيا لخلق الموجودات و المطلوبات المالية و تنشأ هذه السوق نتيجة التعامل المالي و عقد الصفات المالية التي تؤدي إلى خلق الموجودات و المطلوبات المالية في آن واحد و انتقال ملكيتها ، و كلما ازداد هذا النظام تكاملا ازدادت تطور السوق و أصبح أكثر تأثيرا في البيئة.³

ثالثا : التعريف الثالث.

يمكن تعريف السوق المالي بأنه إماكن محدد تجتمع فيه رغبة المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم ، مع رغبة المدخرين في توظيف أموالهم مما يحقق السهولة في انتقال الأموال بين المدخرين و المستثمرين عن طريق بيع و شراء الأوراق المالية⁴ ، إذ تعبر السوق المالية عن أماكن التبادل التي تسمح لعارضي و طالبي الأوراق المالية بتنفيذ صفقاتهم المالية عليها ، وبطريقة سريعة و أسعار عادلة⁵.

¹ عبد الكريم شوكمال ، سمير براهيمي ، "انهيارات الاسواق المالية و حلول اقتصاد المشاركة ، ملتقى دولي الاول حول الاقتصاد الإسلامي ، الواقع و رهانات

المستقبل" ، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، المركز الجامعي غرداية ، الجزائر ، 23-24 فيفري 2011، ص : 3

² انس البكري ، وليد صافي ، الاسواق المالية الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الاردن ، ط4 ، 2012، ص : 16.

³ هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسي دلول، "واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية و مقارنة مع بعض الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية "

مجلة الإدارة و الاقتصاد ، العدد 88، جامعة المستنصرية ، العراق ، 2011، ص ص : 100-111

⁴ مخفي أمين ، أمينة فحازي، "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية و انعكاساتها على فعالية الأسواق المالية" ، المؤتمر الدولي

الثامن :دور الحكومة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة الشلف ،الجزائر ،19_20 نوفمبر

2013، ص:529.

⁵ Lawrence Gitman&Michalel Joehnk,Investisement et marché Finonciers,Pearson ,Paris ,2005,P: 50

رابعاً: التعريف الرابع.

يعرف السوق المال من منظور علم الاقتصاد على انه الآلية التي تمكن و تسير للناس القيام بإصدار و تداول الاستثمارات قصيرة و طويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة و أسعار تعكس فرضية السوق الكف و يشمل هذا التعريف على المفاهيم الآتية:¹

_الآلية: تمثل المجال أو الإطار أو الإجراءات و القواعد التي يراد على أساسها سوق المال فالسوق المالي لم يعد مجرد مكان فقط.

_الناس: هم الأفراد و المؤسسات بأنواعها كافة و الحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفائض المالي أم وحدات العجز المالي.

_إصدار و تداول المال: تعني أن هناك سوقين هما سوق الإصدار و سوق التداول للأدوات الاستثمار.

من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية:²

- ✓ إن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- ✓ إن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض عن المكان المادي للسوق.
- ✓ بورصة الأوراق المالية احد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم النقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة و إجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفير شروط محددة وفقاً لقواعد نظم معينة.
- ✓ من الأركان الرئيسية في السوق المالي الوسيط و ضاع السوق و قنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات الاتصال البائعين و المشترين.

ومن خلال المفاهيم السابقة نخلص إلى التعريف الآتي لسوق المال:

هو الميكانيزما التي يتم التعامل بالأدوات المالية سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ، و يكون هذا التعامل بين المتعاملين سواء كان بالبائعين أم مشترين لهذه الأوراق ، و بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع بشرط أن تتوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق و ذلك بهدف توجيه المدخرات إلى الأنشطة الاقتصادية.

¹ السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ، ص:67.

² حمود محمد سمير ، محمود المصر ، تحليل سلوك أسعار الأسهم و أثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية دراسة تحليلية ، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل كلية التجارة ، قسم المحاسبة و التمويل ، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين ، 2011، ص:13.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالية .

من أهم الخصائص التي تميز السوق المالية نذكر:¹

أولاً: أنها تشمل عدة أسواق و لا تقتصر على سوق واحد و يعد سوق رأس المال الثانوي (البورصة) أهم هذه الأسواق حيث أنها تعمل على استثمار أموال الأفراد و البنوك و شركات التأمين و صناديق الادخار و غيرها من مصادر تجميع الأموال.

ثانياً : أنها تجمع بين البائعين و المشترين الذين يسرون في تعاملهم وفق لقواعد العرض و الطلب.

ثالثاً: الأسواق المالية تتعامل في الأدوات المالية و في مقدمتها الأسهم و السندات بيعا و شراء.

رابعاً: تهدف الأسواق في احد جوانبها إلى تامين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار و التنمية.

خامساً: إن الأسواق المالية هي الوسيلة التي تستطيع عن طريقها الدولة و الأجهزة الحكومية المختلفة من سد حاجاتها المالية اللازمة و القيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية من خلال إصداراتها المختلفة و طرحها للاكتتاب العام.

سادساً: تعتبر السوق المالي خطوة لتطوير الجهاز المالي في البلاد لأنه يساهم باستغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال تجميع المدخرات المحلية و الأجنبية و توجيهها نحو المشاريع الأكثر إنتاجية.²

تعتبر الأسواق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتركمة إلى استخدامات إنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الحمول الإنتاجية و بالتالي زيادة فرص العمالة فالدخل القومي ، و من ثم إلى مستوى الرفاه الاقتصادي.³

ومن أهم سمات السوق المالي أيضا:⁴

- مناخ استثماري مستقر و توزيع عادل للثروات .
- أدوات تقليدية و مستحدثة لذوي الدخل المحدودة و المتعددة .

¹ عمر عبد الله كامل ، " نحو اقتصاد فقهي حول النقود و الأسواق المالية " ، من الموقع : www.ieFpedio.com تاريخ الاطلاع 03-12-2013 على الساعة 15:56

² عبد الله إبراهيم نزال ، " كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي "، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، المركز الجامعي غرداية ، الجزائر ، يومي 24، 23 فيفري 2011، ص:9.

³ عبد الله بن الضب ، " كفاءة الأسواق المالية و تكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية للفترة 2001-2009 " مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة ، 2011، ص:3.

⁴ محمد إبراهيم عبد الرحيم ، " اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي " ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2088 ، ص 61

- كفاءات و خبرات استشارية لتقديم النشرات و النصح للمستثمرين.
- الانفتاح على الأسواق الخارجية و استخدام تكنولوجيا المعلومات.
- وجود اللوائح و التنظيمات للرقابة على الأسواق بأنواعها و يتحدد سعر الورقة على التفاوض، و يتعامل مع الورقة الغير مسجلة في السوق المنظمة و أهم سمات السوق الغير منظمة عدم وجود آليات لضبط حركة الأسعار.

و تحقق أسواق المال مزايا عدة من أهمها:¹

تسهيل عمليات الاستثمار.

المحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية .

- قياس أكثر من قيمة حقيقية ذات استقرار للورقة المالية الواحدة.
- المساعدة في استيعاب الأوراق المالية الجديدة ذات التسويق البطيء.

المطلب الثالث: شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها.

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على آليات السوق ، حيث تعتبر الأسواق المالية دعامة أساسية لا يمكن أن تقوم الاقتصاديات المعاصرة من دونها ، نظرا بما تقوم به من تعبئة و توجيه للادخار حيث يهدف هذا المطلب إلى تعميق المعرفة بالجوانب التالية :

الفرع الأول : شروط و عوامل قيام الأسواق المالية .

من اجل قيام الأسواق المالية ينبغي توفر مجموعة من الشروط نذكر البعض منها:²

أولا : أن تتوفر للسوق المالي وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وموقوتة، حول السعر و حجم العمليات تبادل التي تتم فيه إضافة إلى مؤشرات عن العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل.

ثانيا : أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، و هذا لشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة و المشترين تتوفر لهم حرية الدخول و الخروج في العمليات السوقية و ذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

¹ فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص:92

² محمد مطر، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية"، دار وائل للنشر و التوزيع، ط4، الأردن، 2006، ص ص:166_167.

ثالثا : توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول و عرض أوامر و تنفيذ الصفقات و ذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النضج و الاستئارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء .

رابعا : توفير عنصر الثقة بقدر يجعل المعلومات عن الأسعار الأوراق المالية المتداولة فيه و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة و بشكل يحد من عمليات ما يعرف باحتكار المعلومات.

و هناك عدة عوامل تقتضي إنشاؤها و تطويرها خصوصا في الدول النامية لتكوين سوق مالي من ابرز تلك العوامل:¹

خامسا : زيادة عدد المؤسسات المالية .

و يرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي و بين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار ، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد و التي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد المستثمرين من اجل إنشاء شركات و مشاريع منتجة و التي تعتبر هذه الشركات و هذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية و التي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي .

سادسا : تحويل المدخرات إلى استثمارات.

حيث يعتبر السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمععة إلى استثمارات حيث يعتبر السوق بمثابة سوق الاستثمار أموال الأفراد و المؤسسات و البنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية .

سابعا :الاهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها .

حيث إن تكون الشركات أو طرح السندات لابد إن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر و كل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله و للمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فانه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جديدة يتطلب حذف البيانات الغير صحيحة

¹ رسمية احمد أبو موسى ،"الأسواق المالية و النقدية"،مرجع سابق ،ص ص :14_15.

ثامنا : تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة.

التي تضمن للسوق توسعا و فاعلية و تتيح الفرص أمام المتعاملين كافة ، فالأساليب الفنية الحديثة تملى إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المستثمر الصغير ، الأمر الذي يمكن من تعبئة موارد مالية نتيجة اتساع قاعدة المشاركين مهما كانت مقدرتهم المالية.¹

تاسعا: توفير مناخ استثماري ملائم.

ويشمل هذا المناخ الأوضاع السياسية و الاجتماعية و الاقتصادية و التشريعية لذا يجب تكيفها بطريقة تخدم الاستثمار و تؤثر في ثقة المستثمر ، و بالتالي المناخ المناسب من عاملين الثقة و عامل التنظيم .

الفرع الثاني: وظائف السوق المالية.

وجدت السوق المالية أساسا لإشباع رغبات و حاجات المتعاملين ، و من ثم أصبحت ضرورة حتمية استلزم المعاملات الاقتصادية ، حيث تؤدي السوق المالية وظائف تفسر وجودها و أهميتها ، ومن خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية و تحقيق التوازن في توزيعها ومن أهم هذه الوظائف :

أولا : تعبئة مدخرات المستثمرين والتخصيص الأمثل للموارد.

و تعمل الأسواق المالية في أداءها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول الأسهم الشركات ، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات أما في يتعلق بالتخصص الأمثل للموارد فان الأسواق المالية تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة إلى توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.²

ثانيا : الوظيفة الاقتصادية.

فيما يخص الوظيفة الاقتصادية فان السوق المالية تمنح للمقرضين فرص استقطاب جزء من دخولهم و استثماراتها للحصول على دخول اكبر في المستقبل ، و بالمقابل تمنح السوق المالية المقترضين فرصة للحصول

¹ كمال العقرب، بلحمدي سيد علي ،"أهم الأزمات الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية و خيار الإسلامية كبديل"،الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية النظام الإسلامي نموذجاً ،معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، المركز الجامعي خميس مليانة ، يومي 5_6 ماي 2009 ، ص : 4

² سامي مباركي ،"الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية" ،الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ،يومي 21_22نوفمبر2006، ص:2.

على الموارد المالية لشراء و تأجير عناصر الإنتاج ، و استخدامها في تحقيق دخول اعلي في المستقبل ، ومن بين الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في المجال الاقتصادي ما يلي:¹

_ تشجيع الادخار من خلال تشجيع الأفراد و المؤسسات على الادخار ، و ذلك عن طريق تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم و السندات و غيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم لمستوى مخاطر ملائم.

_ المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:و ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك أسلوب عمليات السوق المفتوحة.

_ تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات و كلفة البحث عن الصفقة و تساهم في توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات و الثروات و تخفيض الضغط على النظام الائتماني و المساهمة في استقرار أسعار الفائدة كمن خلال إيجاد مصادر تمويلية بديلة .

_ تخفيض مخاطر الاستثمار و توفير المعلومات حول أداء الشركات : توفر السوق المالية للمستثمرين فرصا عديدة لتخفيض مخاطر من خلال إمكانيات التنوع التي توفرها الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها ، حيث تمكن السوق المالية من تكوين محافظ استثمارية تضم أوراقا مالية لقطاعات متعددة و شركات متنوعة ، و لا يقتصر تنوع المخاطر على مستوى المحلي فحسب ففي ظل تكامل و اندماج الأسواق المالية أصبح تنوع المخاطر على المستوى الدولي أمر ممكنا² .

_ توفير أو زيادة كمية المصادر المالية المتاحة من خلال توفير قنوات استثمارية متعددة ، كما تساعد في عملية التنمية كونها مؤشرا للأحوال الاقتصادية ، مما يؤدي إلى اتخاذ الإجراءات المالية الاقتصادية الصحيحة بهدف معالجة أي خلل اقتصادي.³

ثالثا : الوظيفة المالية (التفضيل الزمني ، تنوع و توزيع المخاطر):

تتمثل في التفضيل الزمني حيث تتمكن الإدارة من تفضيل إيراداتها حسب الحاجة أما تنوع المخاطر فيعني الإقراض لمجموعة مختلفة من المؤسسات ، و الاقتراض من مؤسسات مختلفة حتى تتوزع مخاطر التمويل و الاستثمار.⁴

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ،مصر ،2008،ص ص 9_11.

² إيهاب الدسوقي ، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية ،مصر ،2000،ص:89.

³ سميرين خليل أبو راضي ،"تحليل حجم تداول الأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية"،مذكرة ماجستير في إدارة

الأعمال، كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،الأردن ، 2009 ، ص:52

⁴ ميثم صاحب عجم ،علي محمد سعود، التمويل الدولي ، دار الكندي ،طرابلس ،2002،ص:72.

كما تؤدي الأسواق المالية وظائف عديدة من أهمها:¹

_ زيادة حجم المدخرات الوطنية طويلة الأجل من خلال تقليص الاستهلاك و الحد من الاكتناز و ذلك بإتاحة الفرصة أمام هذه المدخرات للاستثمار في مجالات ذات جدوى و منافع متعددة.

_ توفير السيولة المطلوبة للأوراق المتداولة في السوق، الأمر الذي يعمل على تحقيق الاستقرار النسبي في الأسواق.

_ ايجاد آلية عادلة لتسعير الأوراق المالية و للموارد المالية التي تقف وراءها ، و لا تقتصر عمل هذه الآلية على التسعير في الوقت الحاضر فحسب و إنما تستعمل في التسعير المستقبلي كذلك .

المطلب الرابع: أهمية و دور الأسواق المالية و عوامل نجاحها .

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، و دعامة قوية من دعامة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور واضح في دعم عملية النمو و التطور .

سنحاول من خلال هذا المطلب تبين أهمية الأسواق المالية بالإضافة إلى التطرق إلى أهم العوامل المساعدة لنجاح السوق المالي .

الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية .

تكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة منها :

أولاً : إيجاد سوق مستمرة كاملة فالسوق المالية عبارة عن سوق مستمرة يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل ، و تتميز السوق المالية عادة بأنها أسواق كاملة بالمعنى الاقتصادي و المعنى الكمال في هذا الخصوص توافر معرفة المتعاملين بأحوال السوق و ذلك بحكم الاتصال التام فيما بينهم ، حيث تحقق السوق المالي المنافسة الحرة حيث تتجدد فيها وفقاً لقانون العرض و الطلب إلا عند الضرورة ، كما تكمن أهمية السوق المالية في أنها تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد ، إذ لو قامت البنوك بعمليات التمويل أدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي ، و بالتالي إحداث موجات تضخيمية ، خاصة و أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.²

¹ هشام طلعت عبد الحكيم ،حماد عبد الحسن دلول،مرجع سابق ،ص ص :100_111.

² عيسى مرزاق ، محمد الشريف شخشاخ،" البنوك الإسلامية و علاقتها بالسوق المالي الإسلامي دراسة حالة مصرف أبو ظبي"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع و الرهانات المستقبل ،المركز الجامعي بقرطاجنة،الجزائر ،يومي 23_24 فيفري 2011 ،ص5.

ثانيا : إن عمليات السوق المالي تتميز بالعلانية و لهذه الميزة اثر فعال في تنشيط حركة التعامل داخل الأسواق المالية و امتصاص أي هزات أو تقلبات تؤثر على السوق.¹

ثالثا : إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار و معدلات الادخار ، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات و عروض البيع و طلبات الشراء و سوق المزيدة ، حيث تتحدد فيها الأثمان، من خلال قوى العرض و الطلب و يتم نشرها من قبل إدارة السوق، و يعتمد عليها الأفراد و المشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.²

رابعا : إن وجود السوق المالي سيمكن الأفراد من الحصول على البيانات و المعلومات الخاصة بالشركات و الاستثمارات المختلفة المجدية و التي تدر عائدا مجديا بالنسبة لهم ، كما أن وجود السوق المالي يجعل السياسة النقدية أكثر فعالية فمن المعروف أن السوق المالي يوفر الأدوات التي يمكن استخدامها لتحقيق الأهداف المرغوبة في الاقتصاد و التي يود تنفيذها عن طريق السياسة النقدية ، قيامه السوق المفتوحة التي يمارسها المصرف المركزي لا يتم إلا في وجود السوق المالي.³

خامسا : إن التمويل عن طريق الأسواق المالية يمكن من توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية، حيث من خلال السوق المالي يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها بشكل سريع عند الضرورة بعيدا عن الشروط التي يفرضها الائتمان.⁴

سادسا : أداة قياس قيمة الأصول ووسيلة مساعدة على تغيير الهياكل الإنتاجية، كما تعتبر مكان للتفاوض على المخاطر.⁵

سابعا : تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين و ذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فعالا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم و السندات و بذلك تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.⁶

¹ حسين شحاته، عطية فياض، ضوابط الشرعية للتعامل في أسواق الأوراق المالية ، مكتبة النقي ، مصر ، 2001،ص:8.

² فريد مشري ، " علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي " ،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم الاقتصادية ،جامعة بكرة ،2008،ص:48.

³ مصطفى جعفر سي العيسى ، " تأثير قانون الاستثمار الجديد في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية " ، مجلة دراسات محاسبية و مالية ،المجلد 6، العدد 15،جامعة بغداد ،2011،دون صفحة

⁴ عبد الغفور دادان ،"محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت في الفترة 2005_2009" ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2011،ص:52

⁵ Gerard Marie Henry, **Les Marchés Financiers** ,ED Armond coliomv,Paris ,1999,P: 13_15

⁶ زيد ثابت جميل الحسن،" شركات الاستثمار الأموال و تحليل الأسباب و الآثار المترتبة على انهيارها في الأردن" ،رسالة ماجستير ،كلية الأعمال ،قسم المحاسبة ،جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،2009،ص:15.

ثامنا : تساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ، في تمويل المشاريع الكبيرة و الخاصة الحكومية ، و تساهم في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تبادل الاورال المالية ، و الملائمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أو القطاعات المدخرة¹ ، حيث تمثل المجموعة الأولى ذوي الفائض من الأموال الذين يرغبون في التخلي عنها ، أما المجموعة الثانية فهي تمثل من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت في قطاعات العجز.²

الفرع الثاني: دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية

تتجلى علاقة التأثير و التأثير التي تربط السوق المالية بالتنمية الاقتصادية في مجموعة من المعايير و الوسائل التي يضطر جميع المهتمين من المستثمرين و مختصين لقياسها من اجل الوصول إلى اتخاذ القرار المناسب ، و تحسس وضعية الاقتصاد الوطني و التنبؤ بها، و باعتبار السوق المالية المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية لدول ، و من اجل الوقوف على درجة الارتباط بين السوق المالية كمصدر للتمويل و الاقتصاد و مساهمتها في المضي قدما بالتنمية الاقتصادية ، فسيتم التطرق فيما يلي إلى مؤشرات ، فالسوق المالية تتأثر حركتها و حجمها عبر مؤشرين رئيسيين هما:³

أولا : القيمة السوقية .

و التي تمثل قيمة الأسهم المدرجة في السوق تبعا لأسعار سوق رأس المال ، أي أنها تعبر عن رسملة السوق المالية ، و تعد القيمة السوقية مؤشر لقياس حجم السوق ولا سيما إذا ما نسبت هذه القيمة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدولة ، كما أنها في الوقت نفسه تعد مؤشرا لتطور نشاط السوق، و تعبر القيمة السوقية عن حجم التمويل الذي توفره السوق المالية لممارسة الأنشطة الاستثمارية، و لهذا فان اتساع حجم السوق سينعكس في زيادة معدل الاستثمار، و من ثم تصاعد معدل النمو الاقتصادي.

ثانيا : حجم التداول .

الذي يقاس بقيمة الأسهم التي يتم تداولها في السوق من خلال فترة زمنية معينة بمختلف الأسعار ، إذ يعبر هذا المؤشر عن مستوى نشاط السوق ، من خلال نسب حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي ، نقدر إن نحدد درجة سيولة السوق ، و السيولة المقصودة هنا هي سهولة تداول الأوراق المالية ، إذ أن سهولة التداول تسير عملية تراكم الأموال في السوق و بالتالي تحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم الاستثمارية .

¹ جميل سالم الزيداني و آخرون ، "أساسيات في الجهاز المالي" ، دار وائل للنشر و التوزيع ، ط1999، 1، ص:211

² أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، "اقتصاديات النقود و التمويل"، دار الجامعة الجديدة ، مصر، 2005، ص:260.

³ طلال محمود كداوي ، "بور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في الدول العربية" ، مجلة البحوث المستقبلية كلية الإدارة و الاقتصاد، العدد 17، جامعة الموصل، العراق، 2007، ص:35.

إذا فان نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية _ إي في البورصة _ يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة ، و إذا اتسمت السوق المالية بقدر مقبول من الكفاءة فان المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه إن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة ، كما يمكن المؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية و ذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة قصيرة.¹

تطرح فكرة التنمية ذاتها ضرورة القياس سواء لصياغة السياسات و الخطط و تحديد الأهداف أو لتقييم النتائج²، و نظرا للتحويلات الواسعة في مفهوم التنمية فان المؤشرات عرفت بدورها تطورات هامة على محاور عدة بدءا من مقاييس النمو الاقتصادي إلى المؤشرات الاجتماعية ، ووصولاً إلى مؤشرات التنمية الاقتصادية التي نذكر منها³:

1- الناتج الداخلي الخام:

يمثل الناتج الداخلي الخام قيمة مجموع السلع و الخدمات المنتجة داخل الحدود الوطنية بصرف النظر عن جنسية المنتج، أي أن الناتج الداخلي الخام هو رقم الأعمال لدولة ما.

2- إجمالي الناتج الوطني:

هو عبارة عن قيمة جمع السلع و الخدمات المنتجة و المعروضة في السوق خلال فترة زمنية معينة ، إذ يتضمن مشتريات المستهلكين من المواد الغذائية ،.... الوقود.....و كذلك الخدمات الأخرى، كما يتضمن مشتريات المؤسسات الاقتصادية، و مشتريات الأفراد و المؤسسات من المباني، بالإضافة إلى قيمة فائض الصادرات على قيمة الاستيراد.

3- معدل النمو:

يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة و مستقرة ، في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي .

4- معدل التضخم:

هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار ، أو التدهور المستمر في القوة الشرائية لوحدة النقود ، و هو عملية تنشأ أسبابها الأولية بفعل العوامل النقدية أو الحقيقية أو الهيكلية ، و هناك العديد من الطرق المستعملة لقياس و تقدير معدلات التضخم ، و من أهمها الطريقة المتبعة من قبل الصندوق النقد الدولي و التي تعتمد على معيار فائض العرض النقدي .

¹ حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004.

² عمر صخري، "التحليل الاقتصادي الكلي"، ديوان المطبوعات الجامعي، الجزائر، 2000، ص: 33.

³ محفوظ جبار، عديلة مريم، "قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية دراسة حالة البورصة تونس خلال الفترة 1991-2002"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 6، جامعة فرحات عباس سطيف، 2006، ص ص: 25_47.

5- تطور الإنتاج الصناعي :

تعد نسبة مساهمة الإنتاج الصناعي في قيمة الناتج الوطني احد معايير قياس التنمية الاقتصادية نظرا لاقتران هذه الأخيرة بالتصنيع خاصة أن البعض قد أشار إلى أن عملية التصنيع و التنمية مرتبطان و لا ينفصل احدهما عن الآخر ، إذ كلما زاد نصيب الإنتاج الصناعي من قيمة الناتج الوطني الإجمالي كلما كان ذلك مؤشرا جيدا على تقدم و تطور البلد.

6- مؤشر التنمية الاقتصادية :

أن النظر إلى التنمية من منظور التنمية البشرية يعني أساسا توسيع الخيارات الإنسانية ، و تتطوي هذه العملية على تكوين و تعزيز قدرات الإنسان من خلال تنمية الموارد البشرية من حيث الصحة التغذية و التعليم بما يضمن اكتساب المهارات ، و ترتبط التنمية الإنسانية ارتباطا عضويا بحرية الإنسان ، الصحة و التعليم فقلة المعرفة أو جمودها يعني الركود و تضائل فرص التنمية ، و قد أصبحت فجوة المعرفة ، و ليس فجوة الدخل هي المحور الرئيسي لقدرات الدول في عالمنا المعاصر .

إذن على وقف هذا التوصيف لمؤشرات السوق المالية و النمو الاقتصادي ، فان النمو الاقتصادي يتأثر حتما بشكل ايجابي كلما ارتفعت القيمة السوقية ، و درجة سيولة السوق و عليه فان المسألة الآن تمحورت في مؤشرين للسوق المالية و مؤشرا واحد للنمو الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، و بذلك سيكون النمو الاقتصادي المتغير المعتمد الذي يراد شرح الاختلافات الكلية فيه و كل من القيمة السوقية و حجم التداول متغيرات مستقلة¹.

ثالثا : تعبئة المدخرات :

تساهم الأسواق المالية في تعبئة المدخرات و تمويل النشاط الإنتاجي ، حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفصيلاتهم من حيث المخاطرة ، العائد و السيولة ، و يؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية اكبر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع و تخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم و التخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية و اختيار أكثرها إنتاجية .

رابعا : أحكام الرقابة على إدارة الشركات :

تسهم الأسواق المالية المتطورة ، بما توفره من معلومات في إحكام الرقابة على إدارة الشركات ، حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداة المنشآت و المشاريع و رصد استثماراتها ، و علاوة على مساهمتها في التوجيه

¹ محمد زيدان ، عبد الصمد بودي، رسمه عمري، "أسواق رأس المال :مصدر تمويل التنمية الاقتصادية ام قناة لنقل لعدوى الأزمات المالية حالة أسواق

الإداري للشركات ، و الربط بين أداء الشركة و الحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين و مصالح الملاك.

خامسا : رفع مستويات الإنتاج في الاقتصاد :

من خلال تمويل الفرص الاستثمارية و رفع مستويات التشغيل أو التوظيف و بالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول الفردية أو على المستوى القومي و بالتالي ، تمويل التنمية الاقتصادية و ذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الافتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية و الإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.¹

سادسا : إدارة المخاطر المالية و توفير أدوات مالية متعددة:

تقوم مؤسسات الوساطة المالية بتوزيع أرصدة المتاحة للاقتراض و المتاحة للاستثمار بين المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية و تجميع المخاطر و إدارتها وفقا لمحددات الاستثمار و اعتبارات العائد و المخاطر و السيولة المرتبطة بها ، بما يخفف من تكلفة المخاطر المجمعدة مقارنة بما قد يقتضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مستثمر واحد.²

سابعا : تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية و توجيه الموارد:

تتحدد أسعار التوازن للأوراق المالية من خلال المنافسة التامة و تفاعل العرض و الطلب عليها في سوق و البورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار و ذلك من خلال الالتقاء الواسع للعرض و الطلب معا ، و تساهم في تحقيق السعر المناسب أيضا عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها ومدتها بالمعلومات الكافية التي تؤثر مباشرة على قيم ، و بذلك يتمكن العاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس المعلومة.³

_ توفير الحافز و الدافع الحيوي لدى الجماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و حماية الأطراف المتبادلة ،بالإضافة إلى القدرة على توفير و إعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ،و دعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.⁴

¹ مناضل عباس حسين، خضير مهدي صالح عوز، "الأسواق المالية على المستوى العربي و العالمي مع تعليق قياسي"، الغزى للعلوم الاقتصادية و الإدارية ، كلية الإدارة و الاقتصاد،المجلد 3، الإصدار 15،جامعة الكوفة،العراق،2010،ص:29.

² شذى جمال الخطيب، "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"،مؤسسة طابا للنشر،الأردن، 2002، ص:53.

³ عبد الغفار حنفي،رسمية قرياقس، "أسواق المال و تمويل المشروعات"،الدار الجامعية ،مصر،2005، ص:35.

⁴ محمد احمد عبد النبي،"الأسواق المالية الأصول العلمية و التحليل الأساسي"، زمزم ناشرون و موزعون،الأردن،2009،ص:35.

الفرع الثالث : عوامل نجاح الأسواق المالية .

لا يكفي أن تكون هناك مقومات ملائمة لقيام سوق مالي، و لكن نجاح هذا السوق يشترط توفر جملة من العوامل التي تختلف من سوق مالي إلى آخر، إلا أنها في مجملها تكون متشابهة نذكر منها:

أولاً : العوامل الموضوعية .

- 1-السيولة : و هي القدرة على تنفيذ أوامر البيع و الشراء و بأسعار متباينة و في حالة عدم توافر معلومات تؤدي إلى الارتفاع و الانخفاض الملحوظ في الأسعار .
- 2-العمق: من اجل تدعيم السيولة يجب أن تتصف السوق بالعمق و ذلك بان تتعامل في أسواق أعداد كبيرة و متنوعة من المستثمرين.
- 3-الأسعار: يجب أن يوفر السوق أسعار عادلة للأدوات المالية المتداولة، و ذلك من خلال تعزيز عوامل العرض و الطلب عن طريق توفير العمق في السوق¹
- 4-ضمان سلامة الادخار و حمايته، و ذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين و الإشراف على بيانات تلك الشركات و التأكد من مصداقيتها و التدخل لإزالة الغش و منع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين.
- 5- سلوك سياسة إعلامية مفيدة للمدخرين، و هذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين .
- 6-إنشاء بورصات الأوراق المالية داخل الدول تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر و المستثمر ، بالإضافة إلى سلوك سياسة إعلامية مفيدة للمدخرين ، و هذا نجد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.²
- 7- تنويع أدوات الاستثمار ، و هي سلعة سوق المال ، فالتنويع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين.

ثانياً : العوامل الشكلية.

بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة، فإنه يمكن أن نضيف إليها العوامل الشكلية التي تتضمن:³

- 1-الموقع الجغرافي للسوق المالي و قربه من الأسواق الدولية.

¹ محفوظ محمد علي محفوظ خويبر، "التخطيط الضريبي في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير ،كلية الدراسات العليا ،جامعة النجاح الوطنية ،فلسطين ،2004،ص:48

² أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية و السوق المالية"، مرجع سابق ،ص:35.

³ نبيل خليل طه سمور ، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة ،قسم إدارة الأعمال،الجامعة الإسلامية غزة فلسطين ،2007،ص:23.

- 2- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- 3- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار و الشركات المساهمة العامة.¹
- 4- وجود حد ادني من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.
- 5- الاهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات السلكية و اللاسلكية و سوى ذلك مع تقنيات المعلومات و الاتصالات الحديثة، ووجود نظام ضريبي معتدل و غير مرهق خصوصا للشركات المساهمة و باختصار فان توافر الشروط الشكلية و الموضوعية السابقة تهيئ الجو المناسب لقيام السوق المالية و زيادة نشاطها .

الفرع الرابع: مهام السوق المالي .

من مهام السوق المالي ما يلي:²

- أولاً :** السوق المالي يسهل عملية زيادة رؤوس الأموال المؤسسات عبر إصدار أسهم جديدة ، فهي السوق (البورصة)، كما يحول و بشكل مباشر الادخار الفردي إلى مصادر تمويلية طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسات العامة و الخاصة (عبر سندات الخزينة و سندات المؤسسات الخاصة)و بمقابل ذلك تقوم المؤسسات بإصدار قيم منقولة و التي تحول أصحاب رؤوس الأموال إلى أصحاب حقوق على المؤسسات المصدرة .
- ثانياً :** إن السوق المالي يساعد إلى أداة تقييم أدوات السوق المسجلة في البورصة ، حيث أن كل سهم أو سند له سعر يتحدد تبعا لتوقعات المستثمرين بالنسبة للفوائد المستقبلية المتوقعة ، إذا كان السوق المالي يعمل بشكل سليم فان سعر أي أصل مالي يعطي لكل لحظة صورة حقيقية عن قيمة الفعلية ، وضمن هذه الشروط فان السوق المالي يعطي مؤشرات دقيقة جدا بالنسبة للمستثمرين و لأصحاب المؤسسات .
- ثالثاً :** السوق المال يسهل عملية انتقال الملكية حيث إن ملكية الشركات و إدارتها و الرقابة عليها تحدد تبعا لحجم الأسهم المملوكة من قبل أفراد او المؤسسات اخرى .، السوق المالي يضمن الحركة و السيولة في الادخار من خلال الحفاظ على القدرة على إعادة تسهيل الاستثمارات على كافة أنواعها (أسهم و سندات) عبر حركة التداول للأدوات المالية (بيع و شراء) في أي لحظة و ليس بالضرورة انتظار الاستحقاقات.

¹ أنطوان الناشف ،خليل الهندي ،"العمليات المصرفية و السوق المالية" ،مرجع سابق ،ص:36.

² جمال ناجي ،إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع ، لبنان ،1988،ص:12

المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية:

تحتل السوق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تقوم على أساس التعامل الحر ، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة السلع و الخدمات و تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة ، فالسوق المالي هو بمثابة وسيط بين الأفراد و البنوك و المؤسسات المختلفة التي يتجمع لديها الادخارات ، و بين المشروعات و الاستثمارات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويل أنشطتها .

تتعدد تقسيمات أسواق المال من وجهة النظر العلمية رغم وجود خطوط واضحة فاصلة بينها، حيث أنها جميعا تعمل على تجميع المدخرات و فتح مجالات متعددة لاستثمارها و بصفة عامة يمكن تقسيم أسواق المال إلى:

المطلب الأول: سوق النقد.

تعتبر السوق النقدية احد مصادر التمويل الهامة التي تعتمد عليها البنوك التجارية و النشاط الاقتصادي عامة للقيام بالمشروعات و توظيف المدخرات .

الفرع الأول : مفهوم سوق النقد .

ينصرف المراد عادة بالسوق النقد ، إلى مجموعة الأسواق المنظمة للتعامل في الأدوات الائتمان ذي الأجل القصير¹ ، حيث تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية القصيرة الأجل التي تقل فترة استحقاقها عن السنة² ، فهي سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين أجال عمليات الدائنة و المدينة للمؤسسات الائتمانية ، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق ، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا إلى الوضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي³ ، إذن يعتبر سوق النقد من الأسواق قصيرة الأجل حيث تنتشر في اقتصاد التمويل بالاستدانة حيث تضعف الأسواق المالية⁴.

¹ حدة رايس ، "دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي" ،مجلة العلوم الإنسانية ،العدد 9،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ،2006 ، ص ص:81-101.

² احمد بوراس ،السعيد بريكة ،"كفاءة الأسواق العربية و تمويل دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية" ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و اثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة ،الجزائر و الدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ،21-22 نوفمبر 2006.

³ مروان عطوان ،"الأسواق النقدية و الكمالية (بورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)"، ج1، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ،2003، ص:16.

⁴ عيسى يحيى ،"أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية" ،مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،المعهد 5، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،سطيف ،الجزائر ،2005، ص ص: 35-45

_ و هي مجموعة من الأسواق التي تعد مصدرا أساسيا للتمويل قصير الأجل ، بمعنى إن الوحدات ذات العجز نلجأ إليها لتمويل احتياجات قصيرة الأجل المختلفة، و ذلك بإصدار أدوات مالية قصيرة الأجل.¹

و السوق النقدية بمفهومها الواسع هي السوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا ، و التي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي و البنوك التجارية ، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كذلك ، كشركات التامين و الخزينة العمومية ، و كمؤسسات التوفير و الاحتياط.

و بهذا الشكل فان السوق النقدية هي الميكانيكية التي تقوم بموجبها ومن خلالها تداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل ، ففي هذه السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة نقل عن عام ، فيتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائض المالية) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل الحصول على عائدها بينما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير في فترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما² ، و نلاحظ في هذا الشأن إن جميع الأدوات التي تنشأ في هذه السوق أو يجري تداولها بين المتعاملين تستند من الناحية العلمية إلى هيكل سعر الفائدة قصيرة الأجل ، إذ يختص هذه السوق بالجانب القصير الأجل من العمليات التمويلية و التي تمتد في الغالب و حسب ما هو متعارف عليه حتى العام الواحد.³

الفرع الثاني : خصائص سوق النقد .

تتسم هذه الأسواق بخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق و التي يمكن أن نذكر منها ما يأتي⁴ :

- 1- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات و سنة واحدة بشكل عام.
- 2- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود و هذا ما دفع الناس إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية عليها.
- 3- أن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم و ذلك لأنها تباع عادة بأقل منى قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية .

¹ احمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال،الدار الجامعية ، مصر ، 2003، ص:4.

² حدة رايس،" دور السوق النقدية في تامين سيولة النظام المصرفي "،مرجع سابق ،ص:81-101.

³ تاتول اواديس سركيان ،" العوامل المادية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

"، مذكرة ماجستير ،كلية الأعمال ،قسم إدارة الأعمال ،جامعة الشرق الأوسط ،الأردن ،2010، ص:13.

⁴ محمد عوض الجواد ، ابراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة اسهم -سندات-اوراق مالية ، دار حامد للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2006 ، ص ص :

4- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من الوظائف البنوك التجارية و فضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف للفوائد المصرفية، و بالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة .

و من جملة الخصائص سوق النقد كذلك :¹

5- يصنف السوق النقدي على انه سوق جملة لان التعامل فيه يتم عادة بين تجار حيث قد تتم به صفقات بملايين الدولارات للصفقة الواحدة.

6- يتمتع السوق النقدي بكفاءة عالية حيث يتم تمكين المقرضون و المقترضون من تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة و بتكاليف قليلة للعملة الواحدة.

7- يتمتع السوق النقدي بخاصية غير عادية، حيث يتم التعامل في السوق بدرجة عالية من الثقة بين المتعاملين، خاصة و أن التعامل يتم دائما بسرعة فائقة، مما لا يجعل هناك فرصة للاحتفاظ بسجلات و قيود بصورة دائمة.

8- عادة ما تكون العمولات على العمليات فيه قليلة جدا، حيث تعتمد بشكل كبير على أنظمة الاتصالات المعاصرة بين المقرض و المقترض، الذين يتقابلون من خلال بعض أجهزة الاتصال الالكترونية كالتليفون و الكمبيوتر.

الفرع الثالث : أهمية سوق النقد .

يؤدي سوق النقد دورا هاما في الاقتصاد ، و تنعكس أهمية هذا الدور في الجوانب الآتية :

- 1- توفر السوق أدوات يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد و المؤسسات من مراكز سيولتهم.
- 2- تتمكن السلطات النقدية المسؤولة من إدارة العرض النقدي، و تنفيذ معظم عملياتهم في سوق النقد تحقيقا للعديد من الأهداف الاقتصادية.²
- 3- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة و ذات سيولة مرتفعة.
- 4- سوق النقد تلعب دورا في رسم السياسة النقدية للدولة، إذ يقوم البنك المركزي بإحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل (المباشر و غير المباشر) في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.
- 5- يوفر السوق فرصة لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد و مخاطر منخفضة جدا، ذات قابلية تسويقية عالية .³

¹ شفيقي نوري موسى و آخرون ، المؤسسات المالية المحلية و الدولية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ،الأردن ،2009، ص:28.

² عاطف وليم اندراوس ، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ،مصر،2007، ص:8.

³ ارشد فؤاد التميمي ،أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة ، مرجع سابق ،ص:115.

و ترجع أهمية السوق النقدية بشكل أساسي إلى دورها في إعادة تجديد السيول البنوك التجارية و في متطلبات الاقتصاد بصفة عامة ، أما من وجهة نظر الاقتصاد القومي تؤمن هذه السوق سرعة الحصول على الأموال التي يحتاجها كما يؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصول المالية قصيرة الأجل بسرعة الأرصدة نقدية سائلة و بذلك تؤمن السوق النقدية السيولة النقدية حسب حاجات تمويل الاقتصادي.¹

و ترجع أهمية السوق النقدية بالنسبة للمؤسسات المالية في انه يعد احد المعابر الأساسية للحصول على التمويل القصير الأجل لسد احتياجاتها من السيولة، هذه الميزة تمكن المؤسسات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة الموجودات تساعد في تقليل مخاطر عدم التماثل بين الآجال الموارد و الاستخدامات بالنسبة للمؤسسات، بالإضافة إلى أن الوجود سوق النقد يساعد المؤسسات في الموازنة باستمرار بين الاعتبارات الربحية و السيولة للمؤسسة و بصورة تحقق أهدافها.²

الفرع الرابع : الهيكل سوق النقد

يتكون سوق النقد كجزء مكون من السوق المال من سوقين السوق الأولية و هي الأسواق الإصدار و السوق الثانوية أو سوق التداول.

أولاً : السوق الأولية.

و التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، و بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال و مكانة المقترض و سمعته المالية أي أن السوق الأولية محله إصدارات جديدة يمثل البيع الأول لأدوات الدين.

ثانياً: السوق الثانوية.

هي السوق التي يتم أو يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب.³

أي أن السوق الأولية تكون محل إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما تكون السوق الثانوية محل تداول بين مشتريها الأولى و المشتريين الآخرين و يتكون سوق النقد الثانوي من سوقين هما: سوق الخصم و سوق القروض القصيرة الأجل.

¹ محمود سحنون ، الاقتصاد النقدي و المصرفي، بهاء الدين للنشر و التوزيع ، الجزائر ، 2003، ص:131.

² إخلاص باغر النجار ، "قراءة في مفردات الهندسة المالية الإسلامية" ، مجلة العلوم الاقتصادية ، المجلد الخامس، العدد 21، جامعة البصرة ، العراق، 2007، ص ص : 164-182.

³ إسماعيل احمد الشناوي ، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 2002، ص:125.

1- سوق الخصم :

سوق الخصم يتم فيه خصم الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل من أهمها: الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، أدوات الخزنة¹، و هذه الأدوات سوق يتم التطرق إليها في المبحث الثالث .

2- سوق القروض قصيرة الأجل :

هي السوق الفرعية الثانية لسوق النقد ، حيث بواسطتها يتلقى العارضون و الطالبون لرؤوس الأموال لفترات قصيرة نسبيا قد تصل إلى يوم واحد ، كما قد تصل المدة إلى 6 اشهر ، 9 اشهر أو سنة على الأكثر ، يتمثل العارضون لتلك الفوائض من السيولات في البنوك التجارية و المؤسسات المالية المختصة في منح القروض قصيرة الأجل ، و يتمثل الطالبون لتلك السيولات في الأفراد و المؤسسات بغرض تغطية العجز الطارئ و المؤقت او التمويل قصير الأجل² و يكون أطراف هذه السوق المشروعات و الأفراد من ناحية و البنوك التجارية و بعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصيرة الأجل من ناحية أخرى ، و يصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد الأوروبية مثل انجلترا و ألمانيا لليلة واحدة بحيث يتم تحديد القروض يوما³ .

أن هيكل سوق النقد يختلف حسب البلد و تطوره و تطور سوق النقد و كذا حسب قدرة و سيطرة الدولة على سوق نقدي من حيث الرقابة و التنظيم ، و على سبيل المثال فان في الولايات المتحدة الأمريكية يتكون السوق النقدي لديها فرعين خصص كل منهما لنوع من العمليات حيث يتمثل الأول في سوق الخصم أما الفرع الثاني فهو سوق القروض قصيرة الأجل ، اما في فرنسا فهي أيضا تنقسم إلى نوعين الأول عبارة عن السوق ما بين البنوك ، أما السوق الفرعية الثانية لسوق النقدي في فرنسا فهي سوق القيم المدنية المتداولة ، حيث تكون هذه السوق مفتوحة لكافة المتعاملين على عكس الفرع الذي يكون مخصص للبنوك فقط، مهما اختلفت تقسيمات سوق النقد إلا أنها تشترك في الأهداف .

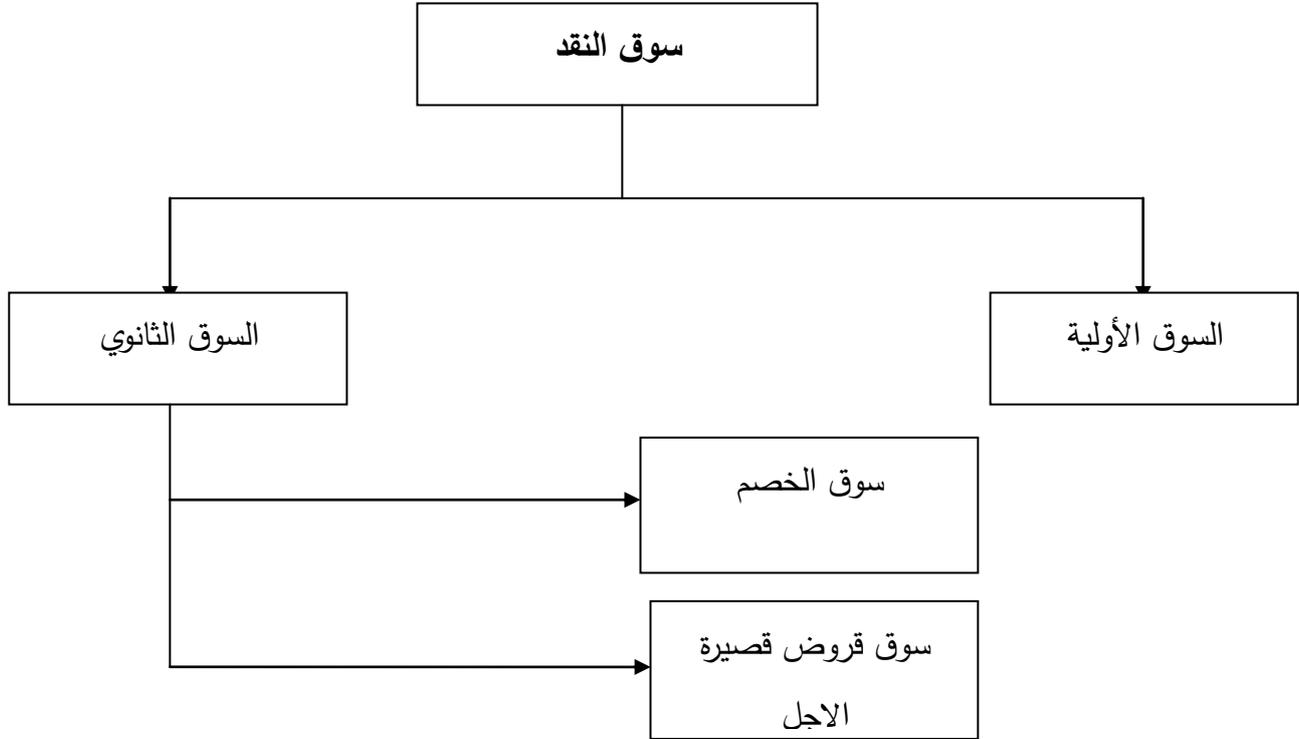
¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق ، ص 123.

² جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية ، دار هومة الجزائر، 2002، ص:67.

³ عبد الرحمان مرعي ، " دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة ،كلية الاقتصاد ،قسم المحاسبة ،جامعة دمشق، سوريا، 1997، ص:8.

و يمكن تلخيص تقسيمات السوق النقدية في الشكل التالي :

الشكل رقم (01) : هيكل سوق النقد.



المصدر: من تلخيص الطالبة

المطلب الثاني: سوق رأس المال.

يمثل سوق رأس المال بشكل عام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي ، لما لها من اثر ايجابي على النشاط الاقتصادي ، و ذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين ، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول أجال التمويل فيها .

الفرع الأول : مفهوم سوق رأس المال

قبل التطرق إلى مفهوم سوق رأس المال سوف يتم التطرق إلى مفهوم السوق - رأس المال و ذلك كمايلي:

أولا : مفهوم السوق المالي .

استخدمت كلمة سوق اقتصاديا في معنى أوسع من التعريف السابق ، إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق ، سواء هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين و المشترين أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد ، الهاتف ، التلكس ، شبكة المعلومات ، و غيرها من طرق الاتصال الحديثة¹.

ثانيا : مفهوم رأس المال.

يعد كل ما يثمن مالا ، فكل شيء أن يعرض في السوق و يقدر له قيمة فهو مال هذا في الاصطلاح الاقتصادي العام ، أما في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية و المختصين في شؤون البورصات ، يقصدون بالمال نوعا خاصا من المال ، و هو المال في صورته النقدية ، يوضح ذلك أن جميع الأدوات التي تصدر في السوق المالية من أسهم ، سندات و غيرها إنما الغرض من إصدارها تحصيل و جمع الأموال في صورتها النقدية السائلة ، يقصد استعمالها رؤوس الأموال للشركات أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية.

3_ رأس المال :

جملة المال تستثمر في عمل ما.²

ثالثا : مفهوم سوق رأس المال .

و هي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى و التي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة و تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية و الممتازة) و السندات سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية³

¹ مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع ، المملكة العربية السعودية ، 2005، ص:28.

² مجمع اللغة العربية ،المعجم الوسيط ، الإدارة العامة للمعجمات و إحياء التراث ، ط4، مصر ، 2004، ص:319.

³ هوشيار معروف ،الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003، ص:68.

كما يعرف أيضا سوق رأس المال على انه ذلك السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل (الأسهم و السندات) ، حيث يكون لهذه السوق مكان ، كما إن السعر هنا يتحدد على أساس قوى العرض و الطلب¹ ، و الهدف من استثمار في سوق هو التأثير عل الدخل و منح الأولوية لهذا الهدف ، و يكون سوق رأس المال أكثر تنظيما من سوق النقد و المتعاملين فيه أكثر تخصص².

تؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات و المشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار الشركات المساهمة أو بإصدار سندات دين ، و نفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة³.

الفرع الثاني: خصائص سوق رأس المال

أشرنا أنفا بان سوق رأس المال هي السوق الذي يشمل العناصر ذات الاستحقاق لأكثر من سنة من هنا يمكن إجمال خصائص سوق رأس المال في النقاط التالية:

- من حيث العائد يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع المستثمرين للتفكير و الاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة و لذلك يجب إن تتوفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائدا و بأقل تكلفة ممكنة .
- من حيث التنظيم فهو أكثر انتظاما من السوق النقدي نظرا لمحدوديته ناهيك عن كون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص و المهارة في عقدهم للصفقات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة لتداول الأوراق المالية أو الاحتفاظ بها لحين الوقت المناسب⁴.
- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم التداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الاستثمار فيه و كذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها .
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة و اقلها سيولة في الاستثمار في السوق النقدي لان الأدوات الاستثمارية فيه طويلة الأجل مما يحتل مخاطر سوقية أو سعريه تنظيمية مختلفة⁵.
- تعتبر أسواق رأس المال أسواق جملة و تجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها الصفقات ضخمة و أخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين و طبيعتهم.

¹ Bertrand, Jacquilat , et Bruno .Solinik , **Marchés Financiers gestion de portefeuilles et des risques**, Edition

donon, Paris , 1990, P:34

² دريد كامل آل شبيب ، **مبادئ الإدارة المالية** ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2009، ص:191.

³ جبار محفوظ ، **البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية**، دار هومة ، الجزائر ، 2002، ص:72.

⁴ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي ، **أساسيات الاستثمار العيني و المالي** ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، 1999، ص:188.

⁵ دارين وشاح ، **دور الاستثمارات الأجنبية و في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية**، مذكرة ماجستير ، كلية التجارة، قسم المحاسبة و التمويل ، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين ، 2009، ص:16.

- أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل¹.

و تمتاز السوق رأس المال بتعدد و تنوع الأجهزة و الأدوات و أشكال المتعاملين التي تتبعها و تلجا إليها، و بالنسبة للمستثمرين أو الممولين فإنها تعد بحق المجال الربح و الخصب لمباشرة كافة الأنشطة و البرامج الاستثمارية التي يأملون من خلالها تحقيق الأرباح المجزية التي تتخذ شكل الثروات و أحيانا و التي تتطوي في الوقت نفسه على احتمالات تحمل الخسائر الثقيلة².

الفرع الثالث : وظائف و أهمية سوق رأس المال :

أولا : وظائف سوق رأس المال :

إن الوظيفة الهامة لسوق رأس المال هي العمل على زيادة رأس المال عن طريق الإصدار الجديدة للجمهور و غيره من المستثمرين في الأوراق المالية و الأسهم و السندات ، فسوق رأس المال هو أساسا سوق الإصدارات الجديدة ، و بالتالي فإنه يعتبر الوسيلة التي يتم من خلالها تمويل الصناعة و تدبير حاجاتها من رؤوس الأموال الجارية و الثابتة³.

إن وجود سوق رأس المال في أي اقتصاد من شأنه ان يساهم في أداء مجموعة من الوظائف أهمها :

- المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني .
- تشجيع الاستثمار
- توفير السيولة
- قياس أو تقدير قيمة الأصول
- الحماية أو الوقاية من تقلبات الأسعار
- حقق أسعار عادلة

¹ زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، ط3، 2005، ص:124.

² وليد مروان عليان، " أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم و حركة تبادلها في بورصة عمان"، مذكرة ماجستير ،كلية الأعمال ، قسم

ادارة الاعمال ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص:16

³ مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر 2000، ص:149.

ثانيا : أهمية سوق رأس المال:

تتجلى أهمية سوق رأس المال في مجموعة من النقاط :¹

- 1- تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار و تنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل .
- 2- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- 3- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- 4- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي إن أسعار هذه الأوراق مرآت عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.
- 5- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في الأسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا يلحق الخسائر بأصحابها.

اذن تتجلى أهمية السوق من إضفاء صفة العمق و الاتساع للورقة المالية، و المرونة النسبية في تسيلها لان تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، أي أنها توفر استمرارية و قيمة عادلة للورقة المالية، و فرصة لتمويل مختلف القطاعات.²

الفرع الرابع : هيكل سوق رأس المال .

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق عاجلة و أسواق آجلة، علما أن الأسواق العاجلة تنقسم بدورها إلى عدة أقسام، و هي السوق الأولى، السوق الثانوي بنوعيه المنظم و الغير المنظم، هذا الأخير الذي ينقسم بدوره إلى السوق الثالث و السوق الرابع. و سوف يتم التطرق إلى كل نوع و ذلك كما يلي.

أولا : الأسواق العاجلة " الحاضرة "

و هي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم و السندات) و هنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة و ذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها³.

¹ ضياء مجيد، البورصات : أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات ، مؤسسة شباب الجامعة ،مصر ،2008، ص:7.

² ارشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي سلام ، الاستثمارات بالأوراق المالية تحليل و الإدارة ، مرجع سابق،ص:120 .

³ عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية ،الدار الجامعية ،مصر،2004، ص:243.

1- السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية على أنها تلك السوق التي يتم فيها إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم سندات) بحيث تسمح للأعوان الاقتصاديين بالحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم ، و بالتالي فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمر و المقرض ، و ليس لهذه السوق مكان محدد¹ و يتم إصدار في السوق اما عن طريق²:

أ_الاكتتاب العام: و هو الاكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت تأسيس، أو من شركات قائمة بالفعل، بغرض زيادة مواردها المالية.

ب_الاكتتاب المغلق: و هو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط و يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة من شركات الاكتتاب المغلق.

و تعكس الأسواق الأولية شكل عام كلا من³:

- واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات
- تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني .
- المناخ الاستثماري في البلد.
- النظام السوقي المعتمد.

و من أهم خصائص سوق الأولية⁴:

- تيرم العقود في السوق الأولية مباشرة بين مصدري الأوراق المالية و بين مستثمري الأوراق المالية من المقرضين أو المساهمين.
- تحصل الشركات المصدرة للأوراق المالية على احتياجاتها من الأموال ببيع الأوراق المالية التي أصدرتها.
- يتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، عن طريق الاكتتاب في حالة تأسيس الشركات الجديدة، أو عند الرغبة في زيادة رأسمالها بعد التأسيس⁵.

¹ Pierre Ramage, Finance de Marché, Edition denger, Paris, 2002,p:26

² شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2002، ص، 38.

³ نهال فريد، السيدة عبد الفتاح، الأسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 11.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131.

⁵ نهى بوطكوك، "دراسة تحليلية و استشرافية للنظم المصرفية الجزائرية"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2009، ص 20.

2_ السوق الثانوية:

يقصد بالسوق الثانوية السوق الذي يتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار¹، و السوق الثانوي يؤدي وظيفتين هما ، جعل بيع الأصول المالية سهلا و تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولى².

كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشرا فعالا حول سعر الإصدارات الجديدة في السوق الأولى فضلا عن إعطاء قيم مقارنة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصصتها.

و من خصائص السوق الثانوية :

- لا تمثل السوق الثانوية سوق للمتاجرة فقط و لكن يمكن لبعض المتعاملين أن يشتروا الأوراق المالية لا بغرض الاحتفاظ بها و لكن بغرض إعادة بيعها عند ارتفاع سعرها و الاستفادة من الفروق بين سعر البيع و سعر الشراء.
- يتم تداول الأسهم بطريقة القيد في سجلات الشركة إذا كان السهم يحمل اسم المساهم (الأسهم الاسمية) أو بطريقة التسليم إذا كان السهم لا يحمل اسم المساهم (حامله) .و كذلك يتم تداول السندات.

و تنقسم السوق الثانوية إلى:

1_2_ السوق المنظمة :

و هي سوق تنعقد في أماكن مركزية في أوقات دورية (منتظمة) يلتقي فيها المتعاملون لشراء و بيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة و لوائح و قوانين محددة تنظم قواعد التعامل و عقد الصفقات و الشروط الواجب توفرها في المتعاملين³.

و تنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية و سوق إقليمية ، و يقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق ، و من أهم البورصات المركزية العالمية ، بورصة نيويورك للأسهم ، بورصة

¹ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال، المكتب العربي الحديث ، مصر ، 2009 ، ص:94.

² احمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود و الأسواق المالية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، 2001، ص:15.

³ Alain Martinet, Lexiques de Gestion, 5^e Edition , Dalloz ,Paris, 2000,P:53.

الأمريكية للأسهم ، بورصة طوكيو ، و بورصة لندن للأوراق المالية ، اما السوق الإقليمية و يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد¹.

و يتم التعامل في السوق المنظمة على أساس المزاد و يترتب على هذا التعامل بعض التكاليف و العملات النقدية و أهم شروطها أن يتم توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات كذلك وجود استقرار سياسي و ضمان حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول ، كذلك سهولة الإعلام عن الفرص الاستثمار المتاحة².

2_2_ السوق غير المنظمة:

هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي ، أو هيكل تنظيمي محدد، و تمثل بيوت السمسرة و الوسطاء و المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا ، حدود للسوق يتداول بها الأوراق الغير المدرجة في السوق المنظمة ، و تشكل عملية التفاوض بين البائع و المشتري أساس الية التسعير .

هذه الأسواق تتميز بعدم خضوعها لإجراءات و قواعد تنظيمية واضحة كتلك المطبقة في الأسواق الثانوية المنظمة ، حيث يعمل في هذه الأسواق غالبا الشركات السمسرة و تجار الأوراق المالية ، و أداة التواصل بين أطراف التعامل شبكات الاتصال الالكترونية التي تتضمن التواصل في كل وقت حيث يتلاشى في هذه الأسواق عنصر المكان و يتمتع الزمان الواجب الإبرام الصفقات فيه بالمرونة التامة³.

و ينقسم السوق غير المنظم بدوره إلى السوق الثالث و السوق الرابع .

2_2_1_ السوق الثالث:

هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة ، حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ، و ان كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق ، و بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء و بيع الأوراق المالية بأي كمية سواء صغيرة أو كبيرة ، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات و الأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية⁴.

¹ رفيق مزاهدية ، " كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- "؛ مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة بانتة، 2007، ص:13.

² فيصل محمود شواروة ،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس و النظرية العملية ، دار وائل للنشر ،الأردن ، 2008، ص:57.

³ خالد محمد نصار ،"البيات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة"، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة ،قسم المحاسبة و التمويل ،الجامعة الإسلامية ،غزة ،فلسطين ،2006، ص:37.

⁴ سيد سالم عرفة ، إدارة مخاطر استثمار ، دار الراية للنشر و التوزيع ،الأردن ، 2009، ص:187.

2_2_2_ السوق الرابع:

تتم في هذا السوق عمليات تداول الأوراق المالية بين البائعين و المشترين في ظل أجهزة الحاسب حيث يقوم كافة العملاء الراغبون في التعامل من خلال عملية ادخار الخاصة ببيع و شراء الأوراق المالية و بعد إتمام عملية إدخال تلك الأوامر بحلول توقيت معين -ساعة معينة - يتم من خلال الحاسب التوفيق بين أوامر الشراء و أوامر البيع وصولاً إلى السعر الذي يؤدي إلى تعظيم أكبر عدد من الأوراق المالية التي يتم تداولها ، و بعد ذلك يتم اختيار السعر الذي يحقق التلاقي بين طلبات الشراء و طلبات البيع و الذي عنده يكون العدد الذي يتم تداوله من الورقة المالية (بيعا و شراء) أكبر ما يمكن¹ ، و هيكل سوق الرابع تتخذ صيغتين الأولى و المتمثل في شبكة اتصالات الكترونية ، اما الصيغة الثانية للسوق الرابع هي شبكات التقاطع و هي نظام لتنفيذ صفقات متقابلة للمتعاملين في حالة البيع و الشراء و عبر الحاسوب و تقوم الشبكة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي و في ان واحد و على أساس السرعة و تكلفة منخفضة².

ثانيا : الأسواق الآجلة.

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة هي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل حيث يتم عقد الصفقات و إبرامها دون تسليم أو استلام المنتجات المتعاقد عليها و لا لأثمانها، إذ أن التسليم لا يتم الا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقاً.

العقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل ، أين يكون الهدف اما الحد من مخاطر ، اما المضاربة على التغيرات الأسعار ، و تمثل أسواق العقود الآجلة ، أسواق الاختيار ، و هي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار ، كما تسمح للمضاربيين بتحقيق أرباح رأسمالية³.

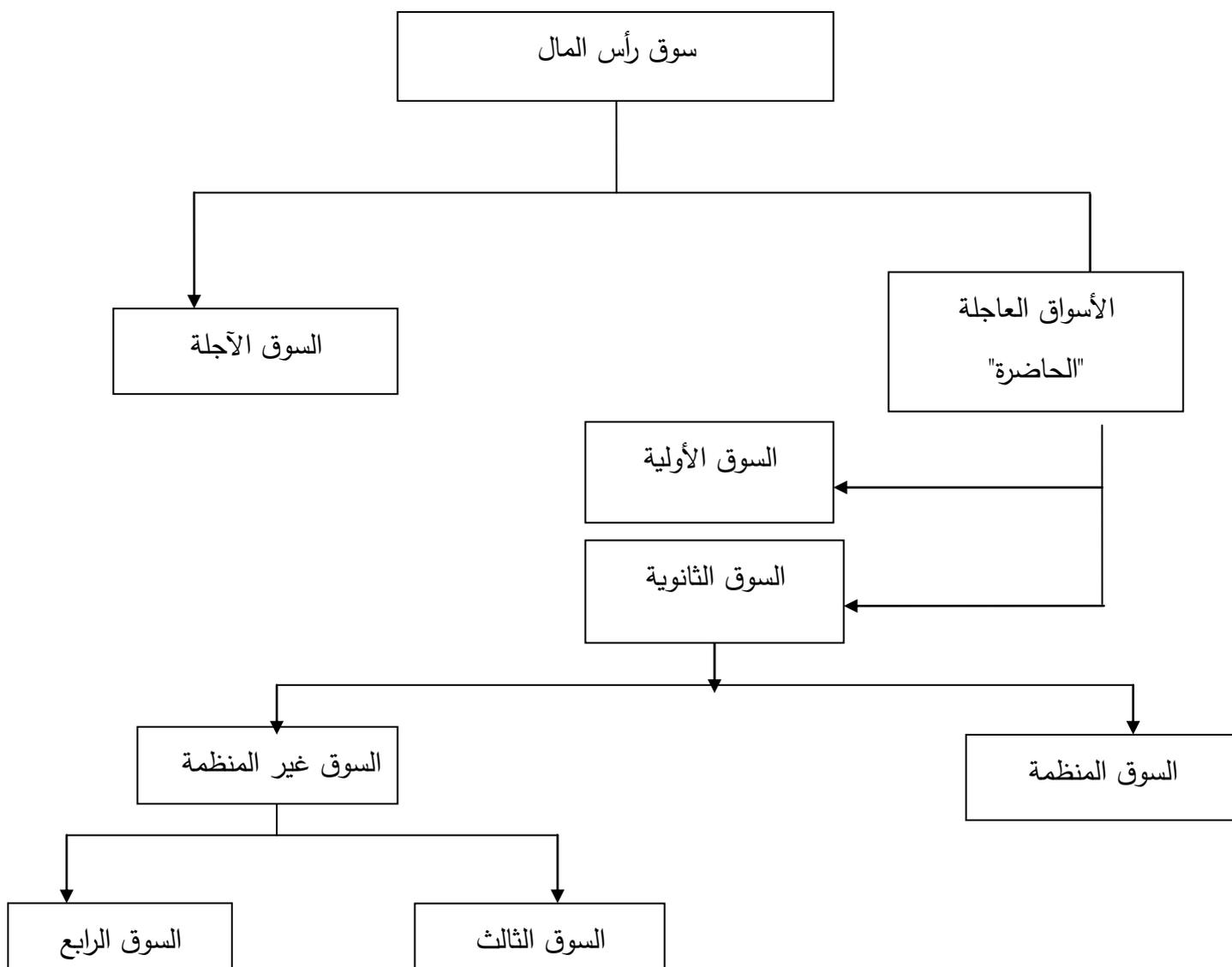
و يمكن تلخيص هيكل سوق راس المال في الشكل الموالي :

¹ سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص:94.

² ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات ، مرجع سابق، ص:106.

³ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم اقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010، ص:46.

شكل رقم (02) : هيكل سوق رأس المال.



المصدر: من تلخيص الطالبة.

المطلب الثالث: تقسيمات أخرى للسوق المالي.

بالإضافة إلى التقسيمات الأخرى لسوق المالي هناك تصنيفات أخرى لسوق المالية حيث تختلف حسب معيار التمييز مثل على أساس القوانين السوق أو على أساس الزمن :

الفرع الأول: التمييز على أساس القوانين التي يخضع لها السوق .

يمكن التمييز بين الأسواق التالية :

أولاً: السوق المحلية.

و تمثل الصورية الكلاسيكية للأسواق المال التي يقتصر التعامل فيها على وحدات الاقتصادية القائمة داخل نطاق الدولة و عادة ما تكون الأوراق و الأدوات المالية المتداولة داخل هذه الأسواق من الأنواع البسيطة التي تقبل في الوفاء بالاحتياجات الوحدات لتدفق الموارد المالية فيما بينها ، و بالتالي فان محصولتها في النهاية تتمثل في العجز عن تعبئة الموارد المالية بالشكل الكافي أو الفعال ، و تعد غالبية الدول النامية من ضمن الأسواق المالية التي ينطبق عليها التصنيف المحلي¹.

ثانياً : السوق الأجنبية.

السوق الأجنبية هي السوق الملحقة بالسوق المحلية و تطبق فيها التعليمات و القوانين الخاصة بالأجانب حيث يشاركون في عرض الأموال أو الطلب عليها و لكن وفق القواعد و القوانين المقررة لغير المقيمين في السوق المحلية².

أما السوق الخارجية فهي تنطبق على أي سوق للتعامل المالي خارج حدود السلطة السياسية للبلد و لا يربطه بالسوق المحلي سوى العملة المستخدمة كوحدة قياس قيمة الحقوق المالية فالقروض و الودائع المصرفية و الأوراق المالية المستخدمة مثل الباوند الاسترليني كوحدة لقياس القيمة مثلا تعتبر ضمن السوق الخارجية إذا تمت خارج السلطة السياسية للحكومة البريطانية و لا يربطها بالسوق المحلية البريطانية سوى العملة أي أنها لا تخضع لقوانين و التعليمات البريطانية بأي شكل من الأشكال³.

¹ عبد المنعم احمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية و البورصات ، مكتبة عين شمس ،مصر ،2004،ص:21.

² عبد المنعم السيد علي ،نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، دار حامد للنشر و التوزيع ،الأردن ،2004،ص:118.

³ عبد القادر بن عيسى ،"اثر استخدام المشتقات المالية و مساهمتها في إحداث الأزمة المالية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2012، ص:10.

ثالثا : السوق المالي الاحتكاري.

و هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تحدد الجهة المصدرة سعر التداول، إذ تحتكر تلك الجهات عملية إصدار و تسعيرة الأداة المصدرة كإصدارات الحكومية من السندات¹.

الفرع الثاني : التمييز على أساس الأجل الزمني .

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق عاجلة و أسواق أجلة و ذلك فيما يلي:

أولا : الأسواق العاجلة.

تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل ، و أحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية ، و وهكذا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة و ذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها² و عليه فان الأسواق الحاضرة هي أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل، إذ في هذه الأسواق يتم عقد صفقات و إبرامها كما يتم تنفيذها حيث يتم تسليم و استلام ما تم التعاقد عليه مباشرة بعد إتمام الصفقة .

ثانيا : الأسواق الآجلة .

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة هي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل ، حيث يتم عقد الصفقات و إبرامها دون تسليم أو استلام ، لا للمنتجات المتعاقد عليها ، و لا أثمانها ، إذ أن التسليم لا يتم لا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقا و هي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن التقلبات الأسعار ، كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح رأسمالية³.

المطلب الرابع: ماهية سوق الأوراق المالية "البورصة"

تحتل سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة ، خاصة النظم الرأسمالية ، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات صغار المستثمرين و توجيهها نحو الاستثمارات الكبيرة كما تلعب دورا هاما في تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تحتاجها لرؤوس الأموال كبيرة .

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) و مقومات إنشائها .

¹ دريد كامل آل شيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص:195.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال بنوك أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص:237.

³ ربيع بوضيب العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق

المالي القطري للفترة 2007 2011 "مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة، 2012، ص:5

يعرف السوق الأوراق المالية بأنه المكان المنظم لتداول الأسهم و السندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع و تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية¹.

كما تعتبر السوق المستمرة، التي تجمع فيها المستثمرين و البائعين الذين يرغبون في التعامل بشراء و بيع السندات الحكومية و أسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة، وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين².

_ سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه جمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين ، حيث يتم في هذه السوق عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم و سندات و الأوراق المالية الأخرى (شهادات الاستثمار ، أوراق مساهمة) ، وتجري هذه العمليات في مكان محدد ومعروف ، و ذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح و قوانين و أعراف و تقاليد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم و السندات للمقبلين على الاستثمار و المضاربين على تقلبات الأسعار³.

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك و لا بصدور قرارات من السلطات المختصة و لكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط و المقومات التي من أهمها⁴:

- تبني فلسفة اقتصادية واضحة، قائمة على الثقة في القدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية و السلوك الرشيد للفرد و الهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي.
- توفر الإطار التشريعي المرن القادر على الاستمرار و التكيف مع المستجدات و المتغيرات الاقتصادية و على تسهيل المعاملات و على تحريك رؤوس الأموال ، مع توفير الحماية و الأمان لكافة أطراف التعامل .
- وجود هيكل مؤسسي منظم ، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة و يشترط أعضاء السوق الحياد و الخبرة بشؤون المال .
- وجود قنوات وسيطة فعالة و متطورة و كفئة ، تساهم في توفير المعلومات الدقيقة و تسهيل و تسريع عمليات التداخل .
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار ، من خلال أجهزة السوق المقابل وجود طاقة استيعابية مقبولة و معقولة و قادرة على استيعاب رأس المال المعروض و المتمثل في المشروعات ذات الجودة الاقتصادية ، و الربحية المغرية .

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص:35.

² محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر ، سوريا، 2002، ص:30.

³ الياس بن ساسي ،يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) ، دار وائل للنشر و التوزيع ،الأردن، 2006، ص:433.

⁴ بن ضيف محمد عدنان ،مرجع سابق، ص:57.

- وجود استمرارية و التنظيم، فلا بد من أن تكون سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة و ذلك من خلال توفر العناصر التالية:
 - وجود عدد كافي من المتعاملين فيها.
 - وجود حرية التامة بين المتعاملين
 - تعدد و تنوع الاوراق المالية المطروحة و المتداولة
 - وجود أنظمة كفئة للإفصاح المعلوماتية و المالي عن واقع الشركات
 - وجود الشركات و المؤسسات المصدرة للاوراق ضمن قائمة المؤسسات ذات الصمعة الجيدة
- وجود هيكل متكامل من البنوك و المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة ووجود كوادر فنية ذات خبرة عالية.

الفرع الثاني : أنواع سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) و أهم خصائصها .

ان ما يميز السوق الأوراق المالية المنظمة عن باقي الأسواق المالية هو وجود مكان محدد لها و أوقات محددة للتداول حيث يمكن تقسيم البورصة إلى نوعين من بورصات الأوراق المالية في العالم و هي:

أولا : البورصات المركزية .

و هي تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة ، بصرف النظر عن موقعها الجغرافي للمنشأة أو الجهة المصدرة لتلك الأوراق المالية ومن أهم البورصات العالمية نجد البورصة نيويورك للأسهم و هي اكبر بورصة للأوراق المالية في العالم ، و بورصة لندن ، .. الخ .

ثانيا : البورصات المحلية.

ان التعامل في البورصات المحلية عادة ما يكون لمؤسسات صغيرة يهتم بها المستثمرون في النطاق الجغرافي للمنشأة و المناطق القريبة ، و يمكن لهذه البورصات ان التعامل في الأوراق المالية المتداولة في البورصات المركزية ، و أهم ما يميز هذه البورصات أن عمولة السمسرة تكون منخفضة ، و ذلك بأنه أحيانا يفضلها المستثمرون على البورصات المركزية .

ان أهم ما يتميز به السوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) عن غيرها من الأسواق الأخرى يمكن إجماله في ما يلي:¹

- ❖ سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق الأخرى ، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين ، و هناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق .

¹ جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية و النقدية ، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع،الأردن،2002،ص:56

- ❖ التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب.
- ❖ الاستثمار في السوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

بالإضافة هناك خصائص أخرى للأسواق الأوراق المالية و هي:¹

- ❖ أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم .
- ❖ الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- ❖ نظرا للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية و إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فان ذلك يعطي خاصة للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق الأخرى بأنها أسواق واسعة تتم صفقات كبيرة و ممتدة و قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .
- ❖ التعامل في الأسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع و الخدمات الأخرى ، و إنما على أساس خصائص و مواصفات نظرية غير ملموسة² حيث ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل ، و لها خاصية في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل ، و تتميز هذه السوق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع الأسواق الأخرى(سوق النقد)³.

الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية .

تؤدي سوق الأوراق المالية العديد من الوظائف و التي يمكن إيجازها في العناصر التالية :

- _ تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية : حيث تساعد البورصة في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ ، فهي تعتبر المركز الذي تتم فيه تجمع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد و تسجيلها ، فحجم المعاملات يعبر عن أهمية الأموال السائلة المتداولة و كذلك ، فان الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام العائد المبالغ المستثمرة
- _ خلق رؤوس أموال جديدة : حيث أن قيام أي فرد بالاكتماب باسهم الشركة حديثة أو شراء كمية من سندات التي تصدر عن بعض الشركات ، يعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق ، حيث لا يمكن لهذا

¹ طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع،الأردن،1997،ص:35

² فيصل مجد الشاورة، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ، دار المستقبل للنشر ،الأردن،2008،ص:46.

³ محمد الهاشمي حجاج،" أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال فترة 2007_2009"،مكتبة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة،2012،ص:23

المستثمر سحب أمواله إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الصكوك ، وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جديدة إلى هذه السوق¹.

_ أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة : تتنوع هذه الفرص و تتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية ، و يكون ذلك من خلال كثرة و تنوع هذه الأوراق ، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها ، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم ، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار الخاصة مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق ، و بالتالي يتعبر مرشد عن اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها².

_ أداة لزيادة الثروة حيث تعمل سوق الأوراق المالية على القيام بدور مخزن للثروة ، و ذلك لان المدخل يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح و الأمان وزيادة الثروة ، و تتسم عموما الأدوات المالية التي توفرها سوق الأوراق المالية مثل السندات و الأسهم بأنها لا تتعرض للاهلاك كما أنها قد تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها³.

_ أيضا من وظائف سوق توفير المعلومات و البيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية و تمكينه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع و الفائدة ، كما أن وجود هذه يساعد راسمي السياسة النقدية و المالية على تحقيق أهداف تلك السياسات و الرفاهية و التنمية الاقتصادية⁴.

_ أداة للحد من معدلات التضخم في الهيكل الاقتصادي الوطني ، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من أفراد و المؤسسات و بالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية و اتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.

_ أداة تمويل المؤسسات و خلق السيولة ، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال ، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر الى النظام التمويل المباشر ، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة ، إطلاقا من عرض أوراقها المالية المباشرة للاكتتاب في السوق⁵.

¹ وليد احمد صافي ، "الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003، ص:23.

² منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية ، مرجع سابق ، ص:45.

³ Henry Marie Gerard , **les marchés Financiers**, Edition Nalhan, Paris, 1999, p :15

⁴ طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار، مرجع سابق ، ص:63.

⁵ رشيد بوكساني ، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل "تفعلها" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2006، ص:48.

بناء على ما سبق يمكن تحديد دور الأسواق المالية المنظمة في النشاط الاقتصادي وفقا للاتجاهات التالية:¹

- انها وسيلة استقطاب و تفعيل مهمة جدا للأموال غير المستثمرة.
 - تحقيق موازنة بين قوى العرض و الطلب من خلال المعاملات و المبادلات التي توفرها آليات السوق
 - توفر فرص عمل لشريحة كبيرة من الأفراد المستثمرين.
 - توفر مقياس مهم وعادل لأداء الشركات من خلال قياس تغيرات قيم أسهمها
- بالإضافة إلى ذلك فإنها تؤدي دورا آخر ، لا يقل أهمية عن سابقه في تنشيط الاقتصاد الوطني و دفع عجلة التنمية الاقتصادية ، و ذلك بتشجيع قيام الشركات المساهمة و دعم مركزها المالي و تهيئة المناخ المناسب لاستقرارها و ترشيد أسلوب عملها و نشر الوعي الادخار لتعبئة الموارد المالية في المجتمع للمساهمة في إنشاء المشروعات الاقتصادية بهدف دفع عجلة النمو الاقتصادي.²
- ومن أهم الشروط العامة لنجاح السوق الأوراق المالية نذكر:

- وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها و الحصول على اكبر عائد ممكن.
- الاستقرار السياسي و الاقتصادي.
- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع للشركات المدرجة.
- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.
- توافر الوعي الاستثماري و الثقافة البورصة لدى الأفراد.
- وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم و فعال لماله من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز في التمويل.

الفرع الرابع : المتعاملون في سوق الأوراق المالية

تمارس البورصة عملياتها بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر و تتأثر بنشاط البورصة ، إذ بواسطتهم يتحقق للبورصة الاستمرارية في أداء نشاطها و إشباع رغباتها التمويلية للأطراف المختلفة ، و يمكن تبيان أهم فئات المتدخلين في البورصة في ما يلي :

¹ نزهان محمد سهو، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 26، العدد 02 ، جامعة دمشق ، 2010، ص: 651.

² حسام سعيد أبو وطفة، " دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة و فاعلية الاستثمارات المالية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة ،قسم محاسبة و تمويل ،جامعة الإسلامية غزة ،فلسطين، 2009، ص: 59.

أولاً : المستثمرون التأسيسيون.

و هي عبارة عن هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية و تكون ملزمة بطبيعتها او بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة ، و يعتبر المستثمرون التأسيسيون من اكبر عارضي السيولة و من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية ، حيث يلعبون دورا أساسيا في تنشيط هذه السوق¹ ، و خاصة في الدول المتقدمة لما تجلبه من ادخار هام نحوها لامتهازها بنوع من الاستقرار و الثبات في قدرتها الادخارية و الاستثمارية ، و من أهم التطورات التي ميزت تقدم أسواق البورصات منذ بداية سنوات الثمانينات زيادة الوزن النسبي للمستثمرين المؤسساتيين و ذلك بسبب زيادة حجم هذه الهيئات و توجيهها المتزايد للاستثمار في أسواق رؤوس الأموال² و يتكون هؤلاء المستثمرين أساسا من البنوك و شركات التأمين ، صناديق التقاعد ، صناديق الإيداع ، و شركات الاستثمار³.

1_ شركات التأمين:

وهي الشركات مساهمة عامة تملك أموالا ضخمة ، حيث تسعى لتوزيع الخطر على اكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن للشركة التأمين ، مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا ، و يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى⁴ .

2_ البنوك:

تعتبر من أهم الفاعلين في سوق الأوراق المالية ، كونها تمتلك خبرة واسعة في الشؤون المالية ، و لقد أصبحت البنوك تقدم خدمات عديدة و متنوعة كتقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين و تشجيع الأفراد و الشركات على شراء الأوراق المالية ، بعدما كان نشاطها سابقا و منحصر على قبول الودائع و تقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل⁵.

¹ عادل طلبة، 'دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة سوق الأسهم السعودي'، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة سعد دحلب البليدة، 2010،ص:38.

² Lamy Pierre, **les sources de valeurs**, Economica , Paris,1995. , p : 35 .

³ Frediric Teulom, **les marchés de capiteaux**, Seuil,Paris,1997.p:54.

⁴ احمد زكريا صيام، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج للنشر و التوزيع ،الأردن،2003،ص:46.

⁵ مروان عطوان، **الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها في عالم نقد المال**، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ،ط3 ، 2003،ص:256.

3_ صناديق الإيداع و الضمانات :

تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل ، و هذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عائد مقبول و المحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة¹.

4_ الصناديق ذات الطابع الاجتماعي :

و هي عبارة عن هيئات تقدم لمنخر طيها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من المداخل (أجور و رواتب) حيث يتم تجميع هذه الأموال و توجيهها لسوق الأوراق المالية و التعامل بها في شكل أسهم و سندات قصد تحقيق عوائد، و التي تمكنها من مواجهة تغطية مصاريفها المتزايدة².

5_ هيئة التوظيف الجماعي للأوراق المالية :

تلعب هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية دورا هاما في جلب المدخرات، نظرا لما تملكه من خبرة واسعة في مجال البورصة و تتكون هذه الهيئات عموما من:³

5-1 -شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت: يسمح هذا النوع من الشركات للأشخاص من استثمار أموالهم فيها، حيث يتولى إدارة محفظة الأوراق المالية شراء و بيعا لفائدة المساهمين بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة.

5-2_ شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير: و هي شركات تتكون رأس مالها من مجموعة حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغير بالارتفاع و الانخفاض، و هذا بسبب دخول و خروج المساهمين نتيجة بيع و شراء حصصهم .

5-3_ صناديق الجماعة للتوظيف : و هي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال ، و يتم تسييرها من طرف هيئة مختصة ، و ذلك بهدف جذب الأفراد و العائلات غير المختصة في النشاط البورصات باعتبار أن إنشاء هذه الصناديق و تسييرها مضمون من طرف هيئات مالية مختصة.

5-4_ نوادي الاستثمار : و هي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية و إدارتها بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب و الظروف السوق و يتم ذلك اما بناء على أمر

¹ عادل طلبية،مرجع سابق،ص:38.

² سليم جابو،"تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين

2001 2010"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2012،ص:11.

³ علال بن ثابت ،محمد بن جاب الله،"المستثمرون المؤسسون البورصة الأوراق المالية و دورهم في التأثير على حركة المؤسسات"،الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على اقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،21_22 نوفمبر2006،جامعة بسكرة.

مباشر من العميل بعد تقديم النصح و المشورة له ، أو عن طريق قيام العميل بتفويض النادي للقيام بذلك ، و تختلف هذه النوادي عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك بكل عميل محفظة مستقلة خاصة به¹.

5-5_ صناديق الاستثمار : يمثل صندوق الاستثمار مؤسسة مالية أو شركة تقوم بتجميع أموال من عدد كبير من المستثمرين ،ثم تقوم بإعادة استثمارها في أدوات مالية عادة أسهم و سندات ،بينما يعطي شراء السهم للمستثمر حق ملكية في الشركة واحدة فان شراء وثيقة في صندوق استثمار يعني تملك المستثمر لسلسلة عن عدد كبير من أسهم الشركات و تمثل هذه الوثيقة حصة مساهمة في الصندوق و هي وثيقة يمكن تداولها في السوق الثانوية بصورة مستقلة عن أسهم الشركات التي يستمر فيها الصندوق².

5-6_ بنوك الاستثمار: بنك الاستثمار عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة في إصدار الأوراق المالية و لا تمارس النشاط المعهود للبنك كقبول الودائع و منح الائتمان،و يتجلى دورها المهم في تقديم الخدمات الاستثمارية للوحدات الاقتصادية ، و تأخذ هذه الخدمات عدة أشكال أهمها تقديم النصح للشركات بخصوص إصدار الأوراق المالية،و تنفيذ التعهد بتغطية عملية الإصدار ،و تحمل مخاطر تقلب الأسعار،علاوة على تسويق الأوراق المالية المصدرة و ما يتصل به كالقيام بالحملات الإشهارية و الترويجية و الاتصال بالمستثمرين المحتملين مثل البنوك ،الشركات التامين و التقاعد و الجمهور³.

ثانيا :المتعاملون الآخرون .

يمكن أن نميز بين الحكومات و الوسطاء و المؤسسات الاقتصادية و شركات الاستثمار و الجمهور :

1_ الحكومات:

تعتبر الحكومات بوزاراتها و هيئاتها المحلية بين المتدخلين الأساسيين في البورصة لا سيما في أسواق السندات ، بل يمكن القول أن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين و ذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية⁴.

2_ الوسطاء :

الوسيط المالي هو الشخص المرخص بموجب إحكام قانون السوق المالي و أمنظته و تعليماته،و يقوم بأعمال محددة علاقة تجعله وسيط بين الجمهور و المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق المالية ، يتقاضى عمولة محددة مقابل خدماته المتمثلة في تنفيذ الأوامر البيع و الشراء الخاصة بعملائه من الطرفين و بعبارة أخرى

¹ طارق حماد عبد العال ، دليل المستثمر إلى البورصة الأوراق المالية ،مرجع سابق،ص:43.

² امين السيد احمد لطفي ،"المحاسبة في الشركات المسجلة في الأوراق المالية"، دار الجامعية ،مصر،2008،ص:56.

³ رفيق مزاهدية،مرجع سابق،ص:35.

⁴ عبد المنعم السيد علي ،نزار سعد الدين العيسى ، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، دار الجاسر للنشر و التوزيع ،الأردن،2004،ص:76.

فان الوسيط المالي هو عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار و بين الاستثمار الباحث عن الأموال.¹

3_ المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة:

تعتبر المؤسسات الاقتصادية الخاصة و العامة من بين المتدخلين الفاعلين أيضا في سوق الأوراق المالية ، و تلجأ المؤسسات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة للتمويل استثماراتها الجديدة و التوسعية ، كما تقوم المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، وهذا بغرض الاستثمار النقدية الزائدة و الفائضة في الخزينة في الأوراق مالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل.²

4_ شركات الاستثمار:

تعرف شركات الاستثمار على أنها الوسطاء الماليون الذين يجمعون الأموال من المدخرين واستثمارها في عدد كبير من الأوراق المالية أو في الأصول المالية الأخرى ،الفكرة الأساسية وراء هذه الشركات هي تجميع الأموال بحيث يتسنى لصغار المدخرين الاستفادة من الاستثمارات الكبيرة ، تقدم هذه الشركات خدمات متعددة للمستثمرين ، فهي تلتزم بنشر تقارير عن وضعها المالي بشكل دوري حيث تتبع توزيع أرباح رأس المال و أرباح الأسهم، الاستثمارات و إعادة استثمار الأرباح.³

5_ الجمهور:

و هم مجموع الأفراد الذين يريدون الاستثمار في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو من خلال اللجوء إلى صندوق من صناديق الجماعةية للاستثمار .

¹ ثامر بن صوشة، "أثر الرقابة و المعلومات على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم اقتصادية، 2009، ص:12.

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى البورصة الأوراق المالية ،مرجع سابق، ص:43.

³ سامية زيتاوي، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: في حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر، 2004، ص:15.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالي .

تعد الأدوات المالية المحرك الأساسي لسوق المال باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه السوق و تختلف هذه الأدوات حسب طبيعة اختلاف تقسيم السوق المالي ، حيث تختلف باختلاف نوع السوق، و هذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث و ذلك من خلال:

المطلب الأول: الأدوات المتداولة في سوق النقد .

يتوقف اتساع السوق النقدية على تنوع الأصول التي تباع و تشتري فيها و على مدى توفر السيولة المناسبة لسد حاجات التعامل ، و تتوقف سيولة السوق على مدى سهولة تحويل تلك الأموال إلى نقود عند الضرورة ، الأمر الذي يعتمد على نشاط التعامل و على مقدار ما يتوافر للسوق من الموارد و يقتضي ذلك بحث أنواع الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد ، و من أهم تلك الأوراق هي:

الفرع الأول : أدونات الخزنة.

هي أدونات دين قصيرة الأجل تستخدمها الحكومة للحصول على أموال تكون بحاجة إليها ، و تصدر لأجل تتراوح بين 3 شهور و سنة ، و هذه الأدونات لا يترتب عليها مدفوعات فائدة منتظمة و لكنها بدلا من ذلك تباع بخصم ، و ذلك يعني أنها تباع بمبلغ يكون اقل مما تعد الحكومة بدفعه في تاريخ الاستحقاق ، و الفرق بين سعر الشراء و القيمة المدونة على الأذن (القيمة الاسمية) تكون هي العائد على إذن الخزنة¹ ، و تعتبر أدونات الخزنة أكثر أدوات سوق النقد سيولة ، ويتم تداولها بكثرة و تعتبر أكثر أدوات سوق امانا لأنه لا يوجد أي أحمال للاختلاس و الاحتيال ، و سبب ذلك أن أدونات يتم إصدارها عن طريق الحكومات و التي بدورها تلتزم بدفع جميع الديون الموجودة عليها من خلالها من خلال زيادة الضرائب أو إصدار نقد جديدة و تحتفظ البنوك بأكثر قدر ممكن من أدونات الخزنة ، أما الأفراد و الشركات المساهمة و الوسطاء الماليون فيحتفظون بنسب اقل².

الفرع الثاني : شهادات الإيداع القابلة للتداول.

تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتداول هي نوع من ودائع الأجل ، أدوات مالية يصدرها احد البنوك الدرجة الأولى يشهد فيها البنك الذي اصدر الشهادة انه قد حصل على وديعة بمبلغ محدد و لمدة محددة تبدأ من تاريخ اصدار الشهادة و تنتهي بتاريخ استحقاقها و تمتد عادة بين 7 ايام كحد أدنى و 12 شهرا .

و تحمل شهادة الإيداع سعر الفائدة محدد ، و يمكن أن تكون هذه الشهادات قابلة للتداول دون الحاجة إلى إبلاغ مصدر الشهادة ، لأنه قد تصدر شهادات الإيداع شخصية لا يمكن تداولها و تقوم البنوك بإصدار شهادات الإيداع

¹ محمود يونس، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي ، مصر ، 2013، ص: 114

² غالب عوض الرفاعي ، عبد الحفيظ بلعربي ، اقتصاديات النقود و البنوك ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2002، ص: 43.

باعتبارها أداة من أدوات إدارة السيولة و اكتسبت أهمية كبرى باعتبارها مصدرا مهما من مصادر تمويل البنوك ،كما تتولى البنوك شراء هذه الشهادات لصالح عملائها¹.

و من أهم ما تتميز به شهادات الإيداع القابلة للتداول:²

1_ الضمان : تعتبر شهادات الإيداع التزاما على البنك المصدر لها، حيث يكون البنك ملزما بدفع قيمتها الاسمية و الفائدة المستحقة عليها.

2_ المرونة: تصدر شهادات الإيداع بتواريخ مختلفة حسب رغبة البنك المودع، كما تتسم الفائدة عليها بالمرونة أيضا حيث ترتبط بأسعار الفائدة السائدة في سوق الودائع لأجل مشابهة عند الإصدار، كما يمكن بيعها قبل استحقاق مدتها و الحصول على الفائدة عن المدة التي احتفظ فيها بشهادة الإيداع .

3_ السيولة: تتميز سيولتها حيث يمكن بيعها قبل استحقاقها في السوق الثانوي و سعر الفائدة السائد عند البيع الذي تحدده أوضاع السوق النقدي، و تعتمد درجة سيولتها على البنك المصدر لها، و مدتها.

الفرع الثالث : اتفاقية إعادة الشراء .

اتفاقية إعادة الشراء هي اصطلاح يستعمل في السوق المالي و يعني الحصول على الأموال بطريقة بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة غالبا ما تكون ليلة واحدة أو لأجل قصير و بسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه حيث يتم التسليم و إعادة الاستلام الفعلي لهذه الأوراق المالية عند عملية البيع و عملية إعادة الشراء ، و يمكن أن يمتد عمل اتفاقية إعادة الشراء لفترات أطول تصل إلى 30 يوما أو أكثر³ ،و بذلك تمثل اتفاقية إعادة الشراء احد الأساليب الاقتراض التي يلجا إليها التجار المتخصصون في شراء و بيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق و ذلك لليلة واحدة أو لبضع أيام قليلة ، و هكذا لا تخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرض قصير الأجل لضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق ،مع الملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر ، و أن كان ينص في الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرونة لصالح المستثمر .

¹ مدحت صادق ، أدوات و تقنيات مصرفية ، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر ، 2011 ، ص: 226.

² شقيري نوري موسى و آخرون، المؤسسات المالية المحلية و الدولية ، مرجع سابق ،ص:33.

³ ماهر كنج شكري ،مروان عوض، المالية الدولية العمليات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، الأردن ،2004،ص:91.

الفرع الرابع: الأوراق التجارية.

و هي من الوسائل التقليدية التي استخدمت للدفع ظهرت بعد النقود مباشرة¹، حيث يتم إصدار الأوراق التجارية عن طريق الشركات ذات السمعة الطيبة لتوفير السيولة أو لتمويل استثمار الشركة في المخزون أو في أوراق القبض²، و الأوراق التجارية عبارة عن صكوك قصيرة الأجل تنطوي على تعهد بدون ضمانات_ بسداد مبلغ محدد للدائن (أو أي مستفيد آخر) وذلك في تاريخ استحقاق معين يتراوح في العادة بين 30 إلى 270 يوم، وفي هذا المجال أيضا تقوم البنوك عادة باستخدام الشركات الخاضعة لسيطرتها في إصدار الأوراق التجارية، ثم تقوم بإعادة بيعها بهدف الحصول على سيولة نقدية³.

و بذلك تكون الأوراق التجارية عبارة عن محرر يتعهد بمقتضاه شخص أو يأمر شخصا آخر بأداء مبلغ من النقود في زمان مكان معينين، و يكون قابلا للتداول بالتظهير أو بالمناولة⁴.

واهم خصائص الأوراق التجارية نجد:⁵

- أن تكون الورقة قابلة للتداول بالطرق التجارية و تكون كذلك إذا كانت لأمر الدائن أو لأمر حاملها .
- أن تمثل حقا يكون موضوعه مبلغا من النقود.
- أن تتضمن الورقة التزاما بالدفع مبلغ من النقود في موعد واحد معين

و تقوم الأوراق التجارية بوظائف اقتصادية و تعد أداة وفاء عندما تكون اجل استحقاقها قد حل و تكون أداة ائتمان إذا كانت اجله لم يحل هذا الأجل.

الفرع الخامس : القبولات المصرفية.

القبولات المصرفية عبارة عن سند أو تعهد قابل للدفع يتعهد فيه البنك بدفع مبلغ معين لحامل المستند أو المتعهد في تاريخ محدد⁶ و القبول المصرفي هو حوالة مصرفية أي وعد بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن تدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين⁷

¹ فضل فارس، التقنيات البنكية محاضرات و تطبيقات، مطبعة الموساك رشيد، الجزائر، 2013، ص:186.

² فريد راغب النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص:185.

³ احمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مرجع سابق، ص:5.

⁴ شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط4، 2008، ص:116،

⁵ محمود الكيلاني، الموسوعة التجارية و المصرفية التشريعات التجارية و الالكترونية دراسة مقارنة، المجلد الثاني، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص:165.

⁶ نهال فريد، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص:66.

⁷ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002_2003، ص:139.

و عادة ما تكن العمولة التي يحصل عليها المصرف الذي يقبل السندات في صورة مبلغ محدد مخصوم سلفا لا يتغير بشكل عام و تعرف بأنها عمولة مقطوعة ، ويقوم البنك بقبول الحوالة بعبارة مقبول¹.

الفرع السادس :قروض الدولارات الأوروبية.

و هي عبارة عن أدوات دين قصير الأجل، و تتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة، و تستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية².

و يتم تداول تلك الودائع بأحجام كبيرة مما جعل سوق تلك الودائع تعرف بسوق الحجم الكبير و تشمل تلك الودائع قيام البنك الذي يتمتع بفائض نقدي على إقراض هذا الفائض النقدي إلى بنك آخر يعاني من عجز نقدي ، و بذلك تنتقل ملكية الوديعة من البنك المقرض إلى البنك المقترض ، و عادة يتم هذا الاقتراض طبقا للمعدل العام للإقراض بين البنوك بلندن و المعروف LIBOR ، و عادة يقوم البنك بإضافة مقدار من العمولة الى هذا المعدل ، و لما كان معدل ال LIBOR يتغير بصورة مستمرة فان معدلات العائد على الودائع الدولار الأوروبي تتغير أيضا بصورة مستمرة.

الفرع السابع : قروض فائض الاحتياطي الإلزامي

يطلق عليها كذلك قروض سوق الأرصدة المركزية ، و هي قروض يتم عقدها بين البنوك لمدة يوم واحد ،و لذلك تسمى أيضا القروض لليلة واحدة أو يوم واحد ، و يمكن تجديد مدتها بعد يوم باستخدام ودائع هذه البنوك لدى البنك المركزي و التي تزيد عن احتياطياتها الإلزامية ،حيث يؤدي البنك المركزي في هذه الحالة دور الوسيط بين البنوك التجارية من خلال أرصدها لديه³.

وهذا السوق حساس جدا لاحتياجات البنوك إلى الائتمان لهذا فان سعر الفائدة على تلك القروض و الذي يسمى سعر الفائدة الأرصدة المركزية ،هو مؤشر لظروف التصنيف في سوق الائتمان ، فكلما ارتفع هذا السعر ، فهذا يدل بان السوق في حاجة إلى مزيد من الائتمان ،بينما أن انخفاض سعر الفائدة هذا السوق يدل على أن احتياجات البنوك إلى الائتمان منخفضة⁴.

¹ محمد يونس،كمال امين الوصال،نقود و بنوك و الأسواق المالية، قسم الاقتصاد، مصر، 2005،ص:85.

² إسماعيل احمد الشناوي ،عبد النعيم مبارك ،اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ،مرجع سابق ،ص:132.

³ محمد الأمين خنيوة ،" فعالية إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة قسنطينة،2008،ص:115.

⁴ أحمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود و الأسواق المالية ، مرجع سابق ،ص:28.

بعد التطرق إلى أهم الأدوات سوق النقد سنحاول إبراز الصفات العامة التي تتميز بها الأسواق النقد و هي:¹

❖ الأحجام الكبيرة التي يتم التعامل بها في هذه الأوراق أو الأدوات تجعل تكلفة المعاملات منخفضة نسبياً مقارنة بالفائدة المدفوعة على هذه الأوراق، إلا أن هذه الأحجام الكبيرة قد تمنع معظم الأفراد من الاستثمار مباشرة في هذه الأدوات .

❖ مخاطر الائتمان لأدوات سوق النقد منخفضة مقارنة بالأدوات المالية في سوق رأس المال عادة مصدري الأدوات المالية في سوق النقد ذو جودة ائتمانية عالية، أي انخفاض مخاطر الائتمان بالنسبة للمتعامل في هذه الأوراق.

❖ تعرض هذه الأدوات إلى مخاطر سعر الفائدة منخفضة نظراً لقصر أصل هذه الأدوات و بالتالي التغير في سعر الفائدة يؤدي إلى تأثير ضئيل على القيمة السوقية لهذه الأوراق ، و ذلك مقارنة بالمخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية في سوق رأس المال .

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق رأس المال ، فهي بمثابة السلعة الرئيسية المتداولة في هذه الأسواق ، حيث تمثل الأوراق المالية صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول المنشأة ما، او الحقيقين معا، و لتوضيح ما سبق سوف يتم التطرق إلى:

_ الأسهم "أدوات ملكية"

_ السندات "أدوات مديونية"

_ الأوراق المهجنة و المشتقات المالية.

الفرع الأول: الأسهم.

تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول على الأموال لتمويل استثماراتها ومن أهم الأوراق المصدرة نجد الأسهم العادية التي تعتبر من أكثر الأوراق المالية انتشاراً، حيث تعد الأسهم من أدوات سوق رأس المال و تتميز بخصائص مختلفة و مميزات كثيرة .

¹ نهال فريد مصطفى ، السيدة عبد الفتاح ، الاسواق و المؤسسات المالية ، مرجع سابق ، ص : 54

أولاً : تعريف السهم:

يعرف السهم على انه صكوك متساوية القيمة ، وقابلة للتداول بالطرق التجارية التي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة لا سيما في الحصول على الأرباح¹ ، فالشركة في حالة الربح و يتحمل جزء من خسارة الشركة².

يعرف السهم انه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول الشركة المساهمة ، و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم و تكون مسؤولية محددة بمقدار ما يملكه من أسهم³، حيث تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة و التي تعود إلى أسباب و تقسيمات متباينة⁴.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السهم عبارة عن صك أو ورقة تمثل نصيباً في رأس المال الشركة ،قد يكون عيني أو نقدي ،و لحامل السهم حق في ملكيته ، وهو قابل للتداول في سوق رأس المال

ثانياً :القيم المختلفة للسهم .

يمكن تمييزين عدة قيم للسهم و من أهمها:

1_ القيمة الاسمية:

و هي القيمة التي يصدر بها السهم و جملة القيم ،الاسمية تمثل راس المال الشركة الذي يظهر الميزانية العمومية ، و يحسب رأس المال الاسمي أو المصرح به وفق للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم ، و تصدر الأسهم بقيمتها الاسمية و لا يجوز إصدارها بقيمة اقل :

- سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها.
- يمكن إصدار الأسهم بقيمة اكبر من القيمة الاسمية، و هي ما تعرف بعلاوة الإصدار و تحدد بناء على تقرير مراقب الحسابات.⁵

2_ القيمة الدفترية :

تتمثل في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكنها تتضمن الاحتياطات و الأرباح المحتجزة ،مقسومة على عدد الأسهم العادية⁶.

¹ احمد محمد خليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي ، دار الجوزي ،السعودية ، ط 2، 2006، ص:47،

² ضياء مجيد الموسوي ،الإصلاح النقدي ،دار الفكر ،الجزائر، 1993،ص:99.

³ عبد العال طارق حماد، بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية ،مصر ،2002،ص:20.

⁴ محمد عوض عبد الجواد ،علي إبراهيم الشديفات ،الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر و التوزيع ،الأردن، 2006،ص:88

⁵ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة الإشعاع ،مصر ،2000،ص:158.

⁶ إبراهيم محمد الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، المنشأة المعارف ،مصر، 1999،ص:7.

3_ القيمة السوقية :

و هي القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في البورصة و قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية ، و تتخذ هذه القيمة على أساس المعلومات المتعلقة بالشركة بالإضافة إلى التوزيعات السنوية و تأثر هذه القيمة بالعرض و الطلب على الأسهم¹.

4_ القيمة التصفية :

و هي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية الشركة ، و سداد الالتزامات التي عليها (الديون + حقوق حملة الأسهم الممتازة) و عادة فان تصفية الشركة و إنهاء نشاطها لا تمثل نتيجة جيدة لدى المساهمين العاديين حيث لا يحصلون إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية للأسهم ، و قد لا يحصلون على شيئاً إطلاقاً².

ثالثا : خصائص الأسهم .

تتميز الأسهم العادية بخصائص التالية³:

- السهم أداة حق ملكية و هي حصة من رأس المال شركة مساهمة و لا يمكن أن يكون حق مديونية.
- ليس له تاريخ استحقاق كونه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية.
- عدم ثبات العائد و تذبذبه ما بين ربح و خسارة و ذلك تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالوحدة الاقتصادية.
- يعطي نوعين من العائد هما عائد رأس المال عند بيع السهم و عائد جاري أي نصيب السهم من الأرباح الموزعة.
- له حق الإدارة:التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطا ايجابيا ، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم و حالات الرواج ،أي انه استثمار جيد في جميع الحالات .

رابعا : تصنيف الأسهم.

يمكن تصنيف الأسهم على أساس عدة معايير إلى الأصناف التالية.

1_ حسب طريقة التداول(الشكل):

¹ رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية ،مصر ،1999،ص:21

² حسني خريوش ،عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات ،دار زهران ،الأردن،1998،ص:56.

³ خالد عبد الرحمان ،جمعة يونس،"أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، منكرة ماجستير كلية التجارة ،قسم المحاسبة و التمويل ، الجامعة الإسلامية غزة ،فلسطين ،2011،ص:32.

يمكن أن نميز بين:

أ_ الأسهم الاسمية:

هذا يعني أن السهم يصدر باسم شريك أو مساهم معروف و يحمل اسمه و الاصل أن تصدر الأسهم الاسمية بمعنى اسم المساهم في السجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم و عند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد¹.

ب_ أسهم لحاملها:

هي الأسهم التي تنتقل ملكيتها بالتداول بين البائع و المشتري ، و لا يحتاج إلى الرجوع للشركة المصدرة للسهم لإثبات ملكية المشتري الجديد².

ج_ أسهم لأمر:

من المحتمل إن تصدر الشركة أسهمها لأمر و تشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية مما يجعلها لا تتعقب تداولها و لا يمكن التعرف على المساهم الأخير الملزم برصد القيمة التي تدفع من قيمة السهم³، و هي أسهم تصدر لأذن شخص معين أول مرة و يتم تداولها بالتظهير و يشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل⁴.

2_ حسب طبيعة الحصة المقدمة: (مساهم)

يمكن تصنيف الأسهم إلى:

أ_ الأسهم النقدية :

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على اقساط في مواعيد التي تحددها الشركة.

¹ عبد العال طارق حماد، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:20.

² السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الامين للنشر و التوزيع، مصر، 2006، ص:58.

³ شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص:14.

⁴ ضياء مجيد، اسواق راس المال و ادواتها الاسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة مصر، 2003، ص 39

ب_ الأسهم العينية:

هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة، اذن ان البعض قدم و يقدم حصة عينية مالية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الأسهم و يتمتع حملة الأسهم العينية بنفس حقوق حملة الأسهم النقدية¹.

ج _ أسهم مختلطة:

يدفع جزءا نقدا و جزءا عينيا.

د_ حصص التأسيس:

و تصدرها الشركة عند تأسيسها و ليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك إنما كل ما في الأمر أن لها نصيب في الأرباح ، و لا تدخل طبعا حصص التأسيس في رأس المال الشركة و يكفي بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية و تمنح للمؤسسين مقابل جهودهم في تأسيس الشركة².

3_ حسب المعيار القانوني :

يمكن تصنيف الأسهم حسب هذا المعيار إلى:³

أ_ أسهم التمتع : و تعطي للمساهمين بدلا من الأسهم التي تم استهلاكها بطريقة القرعة و يكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي أي أن الحكومة يؤول إليها جميع الممتلكات الشركة صاحبة الامتياز و من ثم تقوم الشركة باستهلاك نسب من الأسهم حتى تستهلك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز.

ب_ الأسهم المؤخرة :

و هي التي يقبض حملتها نصيبهم من الأرباح بعد حملة الأسهم الممتازة و العادية و عادة يشتريها المؤسسون كنوع من طمأنة حملة الأسهم الأخرى و ثقتهم بالشركة.

و تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار أيضا إلى الأسهم العادية (تم التطرق إليه) و الأسهم الممتازة سوف يتم التطرق إليها في العنصر القادم.

خامسا : الاتجاهات الحديثة في شأن الأسهم و أهم حقوق حاملها.

إلى جانب الأنواع المختلفة من الأسهم هناك أنواع أخرى جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة و هي:

¹ سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء ، مؤسسة الشباب الجامعة ، مصر ، 2004، ص:114.

² محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقفها من الأسواق أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لنديا للطباعة و النشر ، مصر ، 2000، ص:48.

³ المرجع السابق، ص:48.

1_ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا انه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين¹.

2_ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية أنها لا تعتبر جزءا من الأعباء التي تخصم قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات ، غير انه مع البداية الثمانينات القرن العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها يخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة ، و هذا في إطار تشجيع مشاركة العاملين بالشركة على ملكيتها ، كما نص هذا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضرائب على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من خلال هذا الصندوق².

3_ الأسهم العادية المضمونة:

يقصد بالأسهم المضمونة تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة المنشأة بالتعويض ، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار ، و يتم التعويض أما بحصول حامل السهم على مزيد من الأسهم العادية ، أو بحصوله على أسهم ممتازة ، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل ، كما يمكن أن يكون التعويض نقدا³.

4_ الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للشركة المصدرة :

أي أن المشتري يشتري أسهما جديدة معروضة في السوق الأولية و يستلم ، معها حق بيعها مرة ثانية للشركة التي أصدرتها ويقوم بتطبيق هذه الخاصة إذا كان سعر السهم في السوق الثانوي اقل و لم يحقق له الهدف المرجو منه ، و بالتالي فهذه الخاصة توفر الحماية الكافية للمستثمر⁴.

¹ عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، مرجع سابق ، ص:17.

² محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العيد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، مصر ، 2005 ، ص:35.

³ منير إبراهيم هندي ، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير ، منشأة المعارف ، مصر ، 1995 ، ص:38.

⁴ صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق نص:247.

أما عن حقوق حملة الأسهم العادية فتتمثل فيما يلي:¹

- تعديل الهيكل التنظيمي للشركة بعد موافقة إدارة الشركة.
- تعديل القانون الأساسي للشركة.
- اختيار مجلس إدارة الشركة.
- تعديل رأس المال الأسهم المصرح به.
- التصريح بإصدار أسهم ممتازة و سندات و غير ذلك من الأوراق المالية .
- المصادقة على الاندماج.

الفرع الثاني: السندات.

تعد السندات من أدوات السوق رأس المال و هي تتميز عن غيرها من الأدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة و تضم أنواعا تتباين في مصدرها و فتراتها و تأثيرها.

أولا : تعريف السند.

عرف السند بأنه: صك قابل للتداول يمثل قرضا عادة بواسطة الاكتتاب العام و تقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، و يعتبر حامل السند دائن للشركة، له الحق دائنه في مواجهتها و لا يعد شركا فيها².

ومن التعاريف المقدمة للسندات نجد:

_ السند: هو وعد مكتوب من قبل المقرض (مصدر السند) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين ،مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة³ .

_ السند :هو مستند قانوني تعترف به الجهة التي أصدرته و تلتزم بموجبه بدفع مبلغ معين مقابل إقراض قيمة السند المكتوبة عليه (القيمة الاسمية) ،كما تلتزم بدفع الفوائد المنصوص عليها في السند و بحسب الأسعار الفائدة على أساس القيمة الاسمية للسند و بغض النظر عن اختلاف سعر السند في سوق الأوراق المالية⁴.

¹ عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، الدار الجامعية ،مصر، 2007، ص:494.

² مرجع سابق، ص:95.

³F.Roseh Fled ,R. Hannoset , **Analyse Financiers et gestion des valeurs mobilières**, du nod ,Paris ,1992,p :06.

⁴ هيثم صاحب عجام ،علي محمد سعود، **التمويل الدولي** ، دار الكندي للنشر و التوزيع ،الأردن ،2002،ص:155.

_ تمثل أداة دين لمالكها، مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة في ذمة المؤسسة المصدرة له، و لحامله الحق في الحصول على الفائدة دورية بالإضافة إلى القيمة السند لمدة محدودة و سعر فائدة معينة، و يتمتع حامل السند بعدة مزايا، و يمكن تداوله بيعا و شراء بمعنى التنازل عليه بيعه في السوق المالي¹.

و بذلك تعتبر السندات أكثر أدوات الائتمان شيوعا و ذلك لأنها ورقة مالية ذات دخل ثابت ووثيقة تحدد مقدار العائد و الجدول الزمني لدفعه، و بالنسبة للأجل الاستحقاق السندات هناك سندات الدين العام التي تتحدد بتاريخ استحقاق معين قد يطول أو يقصر، و منها السندات الأبدية التي ليس لها اجل محدد للاستحقاق اي لا تلتزم الحكومة بسدادها في اجل معين، بل تلتزم بدفع الفوائد حتى يحين وقت السداد الذي تحدده هي بإرادتها في الوقت الذي تراه مناسباً خاصة في أوقات تحقيقها لفائض في موازنتها العام².

من خلال التعاريف السابقة الذكر نستنتج أن السند عبارة عن صك أو وثيقة مديونية و لي حامل هذه الوثيقة جملة من حقوق، و هو قابل للتداول في سوق المال.

ثانياً : خصائص السندات .

من أهم الخصائص التي تتميز بها السندات، مايلي³:

- السند وثيقة قرض تثبت أن حامله دائن اتجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود القيمة الاسمية.
- يستفيد حامل السند من دخل ثابت و معروف مسبقاً يتمثل في الفائدة و يحصل عليه طوال عمر السند.
- حامل السند ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة.
- في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة.
- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، و لا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له إذ لا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد، و لا ان تغير موعد استحقاق الفوائد، و يحصل حامل السند على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة⁴.
- ان السندات أدوات تعاقدية على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر تحدد فيها العوائد الدورية حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة و ذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية، و مهما كانت الجهات المصدرة، و ظروفها المالية، و تواجه السندات مخاطر انتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة⁵.

¹ اسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص:230

² سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، البنوك و المصارف المركزية، دار البازوزي، الأردن، 2010، ص:74.

³ الطاهر الأطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص:88.

⁴ احمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة بين النظم و الوضعية و الأحكام الشرعية، مرجع سابق، ص:97.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، الأسواق المالية، دار النهار، مصر، 1996، ص:364.

ثالثا : تصنيف السندات.

يمكن تصنيف السندات وفقا لعدة معايير إلى:

1- حسب جهة الإصدار :

تنقسم السندات على حسب هذا المعيار إلى:

أ_ السندات العامة :

ويطلق عليها بالسندات الحكومية أو سندات الخزانة و هي تصدرها الحكومة و الهيئات و المؤسسات الحكومية، و في الغالب فان درجة المخاطر على هذا النوع من السندات اقل و بالذات فيما يتصل بمخاطر عدم السداد ،و لذلك فان درجة السيولة هذه السندات تكون اكبر ،إلا ان عائدها قد يكون اقل¹ ، و تعني عبارة السندات الحكومية السندات المسجلة و السندات لحاملها و أذون الخزينة الصادرة بمقتضى احكام القانون².

ب_ السندات الخاصة:

و هي تلك السندات التي تقوم شركات المساهمة او المؤسسات العمومية الاقتصادية بإصدارها في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها³، حيث تقوم بإصدار هذه السندات ذات قيمة ثابتة و تحصل على ربح ثابت القيمة و التاريخ و ذلك بدلا من الاقتراض من البنوك⁴.

2_ حسب الحقوق و الامتيازات:

و تصنف السندات حسب هذا المعيار إلى⁵:

أ _ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية أخرى خاصة الأسهم العادية لنفس المؤسسة، و بذلك يصبح من ملاكها و له نفس الحقوق وواجبات المساهمين العاديين ، و هذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا خاصة إذا كانت المؤسسة حققت معدلا نمو عالية ، حيث يتيح تحويلها إلى أسهم الحصول على توزيعات مرتفعة ،أما في حالة الركود الطويل نسبيا فيفضلون الاحتفاظ بها للحصول على فوائد ثابتة .

¹ فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص:256.

² زياد رمضان، محفوظ جودة ، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك ، دار وائل للنشر و التوزيع ،الاردن ، ط4 ، 2013، ص:301،

³ ضياء مجيد الموسوي ، اليورصات :أسواق رأس المال و أدواتها ،الأسهم و السندات، مرجع سابق ،ص: 33.

⁴ عبد الغفار حنفي ،عبد السلام أبو تحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية ،الدار الجامعية ،مصر ،2004، ص:436.

⁵ سارة بوزيد ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري ، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة قسنطينة،2007،ص:24.

ب_ سندات ذات علاوة:

لمالك هذه السندات الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، أي عند تاريخ الاستحقاق يدفع المصدر لحامل السند مبلغاً إضافياً إلى مبلغ إصدار السند.

ج_ سندات المشاركة في الأرباح:

و في هذا النوع يمكن أن يحصل حملة السندات على توزيعات للأرباح بعد حصولهم على الفوائد السنوية و ذلك على أساس مؤشرات محددة تقررها الشركة.

د_ السندات بمعدل كوبون متغير (متحرك):

تقوم بعض الشركات بربط معدل الفائدة على سنداتها بالأرقام القياسية المتعلقة بمعدل الإنتاجية أو متوسط أسعار منتجاتها و كلما ارتفعت قيمة هذه المقاييس تقوم الشركة برفع معدل الفائدة على السندات¹.

3_ حسب اجل الاستحقاق و الضمانات المقدمة

3-1- و تنقسم السندات بحسب هذا المعيار إلى

أ_ سندات قصيرة الأجل: و هي السندات التي لا يتعدى استحقاقها سنة.

ب_ سندات متوسطة الأجل: و هي السندات التي يزيد استحقاقها عن السنة و لا يتعدى سبع سنوات

ج_ سندات طويلة الأجل: و هي السندات التي يزيد استحقاقها عن السبع سنوات.

د_ سندات مؤبدة.

3-2- أما نوع السندات حسب الضمانات المقدمة فهي:

أ_ السندات المضمونة :

من اجل اجتذاب رؤوس الأموال ، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض ، كما ترهن عقاراتها أو بعضها و هذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة أو عدم وفائها بالتزاماتهم اتجاههم².

¹ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، مصر، 1998، ص: 52.

² محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة العربية مصر ، 1993، ص: 139.

ب_ السندات غير مضمونة:

هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة و قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي)¹.

4_ حسب شكل الإصدار و معدل الفائدة .

4-1- تنقسم السندات بحسب هذا المعيار إلى قسمين:

أ_ سند لحاملها:

و هي سندات تخلو من اسم حاملها و يتم تداولها بالتسليم و لا يحتاج إلى التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة واثبات ذلك في سجلاتها ، و يكون لحاملها الحق في الحصول فائدة السند عند الاستحقاق و عند تاريخ الاستحقاق يحق لحامله استلام قيمة الاسمية مباشرة².

ب_ السند الاسمي:

هو السند الذي يحمل اسم صاحبه، و يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة التي أصدرتها، و هذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، و يشمل التسجيل كلا من الدين الأصلي و فوائده.

4-2- أما حسب معدل الفائدة فهي تنقسم إلى³:

أ_ سندات بمعدل فائدة ثابت:

حيث يحدد سعر الفائدة قبل التعاقد، مهما كانت النتيجة ربح أو خسارة

ب_ سندات ذات معدل فائدة متغير:

و قد استحدث هذا النوع في الثمانينات بغرض مواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة و بالتالي ، انخفاض القيمة السوقية للسندات ، و عادة ما يحدد سعر الفائدة مبني ليستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله .

رابعا : التوجهات الجديدة بشأن السندات.

كغيرها من الأوراق المالية عرفت السندات جملة من التحديثات نتج عنها أشكال جديدة من أهمها:

¹ حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ،الأردن، 2001،ص:231

² وليد صافي،أسن البكري، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ،الأردن، 2009،ص:110.

³ بوبارة بوزيد، مرجع سابق،ص:15.

أ_ سندات لا تحمل الكوبون (قسيمة).

وهي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية ،على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في سوق بالسعر السائد اذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق¹.

ب_ السندات ذات الدخل :

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا ،و مع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها الأرباح من أرباح السنة لاحقة².

ج_ السندات الرديئة (منخفضة الجودة):

يتم طرح هذا النوع من السندات للحصول على الأموال و استخدامها في شراء أسهم المنشأة المتداولة في السوق من طرف أعضاء مجلس الإدارة و استخدامها لزيادة حصتهم في رأس مال الشركة ، و عادة ما ينجم عن زيادة كبير في نسبة الاموال المقترض الى الاموال المملوكة بصورة تجعل الاستثمار في تلك تلك السندات محفوفًا بالمخاطر و هو ما يستدعي أن يكون معدل الكوبون الذي يحمله مرتفعًا كي يعوض المستثمر عن تلك المخاطر³.

خامسا : حقوق حملة السندات.

يتمتع حاملو السندات بعدة حقوق نذكر منها:

- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين و حملة الأسهم العادية و الممتازة.
- حق إقامة دعوى إفلاس على المؤسسة في حل تأخرها عن دفع قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.
- لحق في بيع السندات لاسترجاع الأموال المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق .

الفرع الثالث: الأوراق المالية الهجينة و المشتقات المالية .

تعتبر الأوراق المهجنة أوراق مالية جديدة ،لا تتميز بشكل قاطع بالصفات التي تتمتع بها ادوات المديونية أو السندات ،أو أدوات الملكية ، و هي الأسهم ، أما المشتقات المالية فهي تعتبر من الأوراق المالية المبتكرة ، و

¹ عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، مرجع سابق،ص:21.

² عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال ، دار الجامعية الجديدة ،مصر ،2003،ص: 29.

³ محمد صالح الحناوي ، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية)، الدار الجامعية مصر ، 1998،ص:49.

هي أوراق مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية و سوق يتم التطرق في هذا العنصر إلى كل أنواع الأوراق المالية الهجينة بالإضافة إلى المشتقات المالية .

أولاً : الأوراق المالية الهجينة.

تعتبر الأوراق المالية الهجينة مزيجاً من ميزات الأوراق المدينة و أوراق الملكية¹ ، فهي تجمع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية و أدوات الملكية و من أهم هذه الأوراق نجد:

1_1_ الأسهم الممتازة

1_1_ تعريف الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بين أسهم العادة و السندات و تجمع في خصائصها بين النوعين ، فهي تشبه السندات من ناحية الإثبات العائد و تشبه الأسهم كونها تحصل على جزء من الأرباح²، حيث يمثل السهم الممتاز مستند ملكية و إن كانت تختلف عن ملكية التي تنشأ في السهم الممتازة³.

1_2_ أنواع الأسهم الممتازة:

أ_ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

السهم الممتاز القابل للتحويل ورقة مالية مهجنة ، تحمل خصائص الأسهم و السندات في أن واحد ، و هذه الأسهم توفر للمستثمر دخلاً مالياً اعلي من الأسهم العادية ، و تؤمن حماية ضد خطر هبوط السعر الحاد أيضاً⁴، و تتيح هذه الميزة لأصحابها استبدال هذه الأوراق بالأسهم العادية و سعر معين للسهم يسمى سعر تحويل تحدده الشركة عند إصدارها هذه الأوراق فإذا قرر المستثمر الاستفادة من هذه الميزة فإنه يقوم باستبدالها طبعا لسعر التحويل⁵.

ب_ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

¹ حازم بدر الخطيب، " دور و أهمية العائدات و الأوراق المالية في أسواق المال الإسلامي"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد، 11 جامعة بسكرة، 2007، ص 165_768.

² عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية (الأسهم سندات ،وثائق الاستثمار ،الخيارات) ،الدار الجامعية الجديدة ،مصر ، 2003، ص:39.

³ علي إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة، دار حامد، الأردن، 2006، ص:100.

⁴ علي إبراهيم الشريفات ، الاستثمار في البورصة ، دار الحامد ،الأردن ، 2006، ص:100.

⁵ روبرت ج، هاغستروم، ترجمة مروان أبو حبيب، الاستثمار في الأسهم عن طريقة وورنفت "،مكتب العبيكان ،السعودية ، 2007، ص: 219.

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح و ذلك بإعطائه أيضا الحق في المشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة اما بالكامل أو جزئيا و ذلك بعد أن يحصل على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى¹.

ج_ الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباح إلا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا ، و أعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لها ، ففي حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها في السنة و في حالة ما إذا هذه الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح وفي السنة الموالية أعلنت الشركة توزيع الأرباح فجملة هذه الأسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الأرباح المتعلقة بالسنة السابقة ، أما في حالة ما اذا كانت هذه الأسهم غير مجمعة للأرباح ، فهي تفقد الحق في المشاركة في الأرباح في السنوات الماضية بل تأخذ إلا في السنة قرر فيها توزيع الأرباح².

د_ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء و غير القابلة للاستدعاء .

و الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم و السندات فهي من ناحية يتم ردها وفقا لما هو محدد في نشرة الاكتتاب و هي خاصية من خصائص الدين وفي نفس الوقت لا يترتب على سداد التوزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس و هي خاصة من خصائص الأسهم العادية ، و عادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوى ثابت و تكون مجمعة الأرباح³ و قابلية السهم الممتازة للاستدعاء تعطي الشركة المصدرة الحق في التزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ⁴.

هـ_ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

و هي الأسهم الممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر ، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومية⁵.

بالإضافة إلى وجود أنواع أخرى من الأسهم الممتازة و هي :

- الأسهم الممتازة لها حق التصويت.
- الأسهم الممتازة مضمونة من جهة خارجية كالحكومة أو أي مؤسسة مالية.
- أسهم ممتازة قابلة للسداد لها تاريخ استحقاق .

¹ محمد مطر ،فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن،2005، ص:72

² السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ،ص:149.

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية نمصر 2005، ص:23

⁴ محمد مطر،فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ،ص:73.

⁵ محمد صالح الحناوي،جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية ،مصر ،2002،ص:44.

- أسهم ممتازة لحاملها.

2_ شهادات الاستثمار:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة ، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثل الأسهم العادية و في المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت و المشاركة في الجمعية العمومية و توجيه سياسة الشركة ، و تلجا الشركة لمثل هذه الشهادات التدعيم رأس مالها الخاص¹ .

و تمثل شهادات الاستثمار ورقة مالية تصدرها الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها ، و تمثل مقابل للأموال التي تلقتها الشركة من المدخر ، و يتحصل بمقتضاها على نصيبه من الأرباح الموزعة أو يتحمل الخسارة المحتملة ، و للمدخر الحق في استرداد قيمتها في نهاية الأجل المتفق عليه² .

3_ سندات المساهمة:

تصدر هذه السندات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار... و تختلف خصائص هذه السندات من بلد إلى آخر ، فيما يكون حاملها في الولايات المتحدة الأمريكية يحصل على فائدة ثابتة بالإضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة عند الاستحقاق ، منقوصا من ذلك بعض المصاريف ، نجد حاملها في فرنسا يحصل على فائدة و أن تاريخ الاستحقاق غير محدود ، أما في الجزائر فحاملها يستفيد من فوائد ، جزء منها متغير و الآخر ثابت ، كما أن تاريخ استحقاقها غير محدد³ .

4_ السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:

هي سندات ممتازة بحق الاكتتاب بالأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلا هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة الاكتتاب في الأسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن والسندات إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك⁴ ، و هي الأوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم و والسندات حيث يمكن لحملها الاكتتاب في أسهم الشركة المعينة، بحيث يحصل على قسيمة تابعة للسندات ، و تؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم سعر محدد و في فترة زمنية معينة ، و بالتالي فحامل هذه السندات يمكن أن تصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين بالإضافة لكونه دائن بالسنة للشركة⁵ .

¹ حاج موسى منصورى ،"أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي)"،مذكرة ماجستير ،كلية العلم الاقتصادية و

التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2008، ص:8.

² هوشيار معروف ،"الاستثمار و الأسواق المالية"،مرجع سابق،ص:94.

³ جبار محفوظ ،"الأوراق المالية" ، دار هومة ،الجزائر ،2002،ج2،ص:82.

⁴Mansour Mansouri ,**La bource des valeurs mobilières d'Alger**, Edition distribution Houme , Alger, 2002,P: 206

⁵ سارة بوزيد، مرجع سابق ،ص:27.

ثانيا : المشتقات المالية .

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي برزت حديثا، حيث تم توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة، المقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبة التمويل المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإفاء بها¹.

1_ مفهوم المشتقات المالية :

من أهم التعاريف المقدمة للمشتقات المالية نجد:

التعريف الأول :

هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أدوات مالية أساسية، كعقود الأسهم ، عقود قروض السندات ، و تلك الأدوات تستخدم في حماية المنشآت من المخاطر التقلبات التي يمكن لها في مجال أسعار الصرف العملات الأجنبية و أسعار الفائدة²، و المشتقات عقد مالي يكسب او يخسر قيم مع حركة سعر السلعة أو الرصيد المالي و المشتقات لا تتضمن الملكية المباشرة للرصيد أو المطلوبات الموجودة³.

التعريف الثاني :

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو عملات أجنبية و التي من خلالها يمكن بيع و شراء المخاطر المالية في الأسواق و تستخدم المشتقات لعدد من الأغراض و تشمل إدارة المخاطر و التحوط ضد المخاطر و المراجعة بين الأسواق و أخيرا المضاربة⁴.

التعريف الثالث:

الورقة المشتقة هي عقد مالي تشتق قيمته من قيمة أصل أساسي ، قد يكون سعر السهم ، سعر الفائدة ، سعر الصرف ، وحتى المؤشرات وتمثل الأدوات المشتقة في العقود⁵، أي هي عقود تؤدي في آن واحد أي نشوء أصل مالي لمنشأة ما و مطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى ، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية ، التي نتجت عنها هذه المخاطر⁶.

¹ لخضر مرغاد، "الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تحارب بعض الدول"، مجلة العلوم الإنسانية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، العدد 29، جامعة بسكرة، الجزائر ، 2013، ص:47.

² عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية ، دار طيبة للنشر و التوزيع، مصر ، 2004، ص:94.

³ محمد صالح الفريشي ، المالية الدولية ،الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص: 269.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ،مصر، 2005 ، ص: 61.

⁵ Asani savcar ,**Indian derivatives markets**, kauslik fasun,new delhi, 2006, p:1

⁶ عادل رزق ، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار ،اتحاد المصارف العربية ،لبنان، 2006،ص:75.

من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن المشتقات المالية تتلخص في أنها عبارة عن عقود يتم تسويقها في تاريخ مستقبلي حيث تتوقف قيمتها على قيمة الأصل ، و يتضمن هذا العقد تحديد كل من سعر و الكمية و الزمن الذي يسري فيه العقد.

2_ أنواع المشتقات المالية :

أن الأوراق المالية المشتقة تسمى بالأوراق المبتكرة أو المشتقات المالية هي أوراق مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية من ابرز أشكالها التي يتم تداولها في سوق رأس المال ما يلي :

2-1_ العقود المستقبلية:

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين البائع و يطلق عليه صاحب المركز القصر و الطرف المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل ، و يقضي الاتفاق أن يسلم البائع للمشتري أصل في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم ، و ذلك في أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد¹، و على طرفي العقد انه يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراق مالية حكومية تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي ، و الغرض من هذا الهامش و إثبات الجدية و حسن النية من الطرفين ، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية ، إذ ما تعرض احد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه².

و على غرار العقد الأجل فان العقود المستقبلية هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في المستقبل بسعر محدد لكن على خلاف العقود الآجلة فان العقود المستقبلية يتم تداولها في البورصة و يسمح شراء العقود المستقبلية بالحماية ضد ارتفاع الأسعار، أما بيعها فيسمح بالحماية من انخفاض الأسعار³ ، و بهذا تكون العقود المستقبلية هي أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية و هذا ما يميزها عن العقود الآجلة⁴.

2-2_ عقود المبادلة:

يمكن استرجاع منشأ عقود المبادلات إلى عام 1970 عند تطور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية ، أما أول عقود المبادلة لأسعار الفائدة فقد حدث عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة I B M مع WORLD BANK ، ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق⁵ ، و عقود المبادلة هي اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق

¹ فاطمة الزهراء طاهري، "العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية"، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، العدد 05، جامعة بسكرة، الجزائر، 2009، ص: 157_173.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، مصر، ج 2، 2003، ص: 92،

³ Josette Peyard, **Gestion Financière Internationale**, vuibert, 5e édition, Paris, 1999, P: 123.

⁴ محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم و السندات، الدار الجامعية، مصر 2011، ص: 413.

⁵ طارق عبد العال حماد ن، المشتقات المالية (المفاهيم إدارة مخاطر محاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 213

تحديدها ، فالتبادل بالأساس هو استبدال سلعة بسلع أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر¹ ،

حيث تسمح هذه العقود بالحماية ضد مخاطر الفائدة و مخاطر الصرف و تستجيب لاعتبارات أخرى كتحسين المرودية، تخفيض الضرائب، القابلية للمقاصة² .

و تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات و هي التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر ، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد³، و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية ، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ و لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ⁴.

2-3 - عقود الخيارات :

تعتبر عقود الخيارات إحدى الأدوات المالية الحديثة التي تعطي للمستثمرين و المضاربين فرصة لحماية من المخاطر تغير أسعار الأصول و تحقيق الأرباح الرأسمالية، و يعد الاختلاف في توقعات طرفي الخيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا و شراء⁵.

و يمكن تعريف الخيار بأنه حق في الشراء أو البيع لورقة مالية خلال فترة محددة سعر متفق عليه مقدما، اوان يكون حق الشراء أو البيع في تاريخ محدد و ليس خلال فترة و يدفع المستثمر نتيجة حصوله على هذا الحق مبلغا كعلاوة⁶.

و تنقسم عقود الخيار إلى عدة أنواع حسب عدة معايير و هي:

أ_ التصنيف على أساس الصنفقة "طبيعة العقد":

أ_1_ اختيار الشراء:

¹ حاكم محسن الربيع يو اخرون ، المشتقات المالية ،اليازوري، الأردن، 2011، ص:18.

² Mondher Behalah , Gestion des risqué des taux d'intérêt et de change ,1e édition ,de boeck , Paris 2005, P:25.

³ هاشم فوزة دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ،الأردن، 2008، ص: 86 .

⁴ محمد بن خميس بن رجم، "تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،العدد 19 ،جامعة بسكرة ،الجزائر، 2010، نص:71_88

⁵Bertrand Jacquillat, Buno Solnik , les marches financiers Magement du portefeuilles et des risques, Dunod ,Paris ,3e édition ,1997, P: 316

⁶ غازي الفلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ،الأردن ، 2008 ، ص: 269.

و هو عقد يعطي للمشتري الحق في شراء عدد الأسهم أو السندات أو مقدار معين من الأصول المادية أو العملات من محرر الاختيار و ذلك بسعر متفق عليه مقدما مقابل دفع مبلغ معين سمي بالعلوة أو المكافأة¹.

أ_2_ اختيار البيع:

و هو عقد يعطي الحق في بيع الأصول المالية وفقا لسعر التنفيذ و يلتزم مشتري الحق بفع المكافأة لمحرر الحق غير قابلة للرد².

أ_3_ الاختيار المختلط :

وفيه يكون من حق المستثمر (المشتري حق الخيار) شراء /بيع عدد من وحدات الأصل الحقيقي أو المالي سعر محدد في تاريخ معين ، نظير المكافأة يدفعها للمشتري لمحرر عقد الخيار فهذا النوع يجمع بين خيار الشراء و خيار البيع في عقد واحد³.

ب_ التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية :

و هنا نوعين من الاختيار هما :⁴

ب_1_ الاختيار المغطى:

و هو حق اختيار بيع أو شراء أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب_2_ الاختيار الغير مغطى:

و هو اختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ج_ التصنيف على أساس تاريخ العقد:

وفقا لهذا التصنيف نجد نوعان من العقود حسب تاريخ التنفيذ الاتفاق⁵:

ج_1_ حق الاختيار الأوروبي:

¹ لخضر مرغاد، "الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة"، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة بسكرة، 2009، ص: 11-

24

² ماهر كينج شكري، مروان عوض ، المالية الدولية، دار حامد، للنشر و التوزيع ، الأردن، 2004، ص: 341.

³ محمد خميس بن رجم، مرجع سابق، ص ص : 71_88.

⁴ جبار محفوظ، البورصة، مرجع سابق، 91.

⁵ جلال إبراهيم العيد، تحليل و تقسيم الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003، ص: 338.

و هو حق الاختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق تتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

ج_2_ حق الاختيار الأمريكي:

هو حق الاختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين إبرام العقد و تاريخ انتهائه.

د_ تصنيف عقود الخيار حسب الربحية:

حسب هذا التصنيف إذا كان سعر التنفيذ ايجابيا في علاقته بالسعر السوقي للسهم ، فهو خيار مربح ، أما إذا كان سلبيا ، فهو خيار غير مربح ، أما إذا كان سعر التنفيذ مماثلا للسعر السوقي للسهم فهو خيار متكافئ .

2_3_ أهمية استخدام المشتقات المالية:

لكن ظهور عقود المشتقات وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل جاء لسد حاجة و ضرورة ملحة، و سنتطرق إلى أهمية هذه العقود فيما يلي :¹

- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في سوق الحاضر .
- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية.
- تيسير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
- الاحتياط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد.
- تقليل كل من تكاليف المعاملات في الأسواق ، و استخدام المنشآت لزيادة السيولة .
- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في سوق الحاضرة و إتاحة الفرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية ، بالإضافة إلى إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين و تحقيق سمة الكمال للسوق.

4 - الخصائص المميزة للمشتقات المالية:

تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية²:

4-1- طبيعة العمليات خارج الميزانية:

¹ محفوظ جبار ، مريميت عديلة ، "الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة بالسوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، العدد 10 ، جامعة سطيف ، 2010، ص: 25.

² بن رجم محمد خميس ، "المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية مخاطر أم صناعتها"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، يومي 20_21 أكتوبر 2009، بدون صفحة .

حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها و تتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة وهذا المجال مفتوح للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر لضعف الرقابة عليها.

4-2- التقييد:

نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها و كيفية تقييمها ، و كيفية المحاسبة عنها، و هل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا ، و من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط و آثار مشتقات خاص مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.

4-3- السيولة:

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويقها أما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد أو طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية ، إلا انه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقسيمها و المراكز المرتبطة بها .

4-4- عدم وضوح القواعد المحاسبية :

حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات ، و يرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع و النمو المتلاحق في مجال ابتكار و استخدام الأدوات المالية المشتقة و الذي لا يواكبه استجابة محاسبة مماثلة و سريعة من اجل المحاسبة عن تأثير تلك الأنشطة ، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة و بين الاستجابة المحاسبية تجاه التغير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها .

المبحث الرابع كفاءة السوق المالي و متطلباتها و صيغها .

سنحاول من خلال هذا المبحث تعميق المعرفة بالجوانب التالية حول كفاءة السوق لمالي و ذلك بالتطرق إلى مفهوم كفاءة السوق المالي، و التعرف على أنواع المختلفة لكفاءة السوق بالإضافة إلى أهم متطلبات كفاءة و في الأخير إلى مختلف الصيغ كفاءة السوق المالي .

المطلب الأول: كفاءة السوق المال:

تعكس كفاءة السوق عادة وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه، من سمسرة الأوراق المالية و المحللين الماليين، ووجهة نظر السوق نفسه، بالإضافة إلى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق.

الفرع الأول : مفهوم كفاءة السوق المالي :

تعود بداية الاهتمام بنظرية كفاءة للأسواق المالية إلى خمسينيات القرن العشرين ، و يشير اغلب الباحثين إلى أن دراسات موريس كاندل(1953) حول قضايا الاستثمار في الأسواق المالية تمثل النواة الأولى لنظرية الكفاءة السوقية¹.

لقد أثارت فكرة كفاءة السوق المال و مازالت تثير خلاف بين المهتمين بتلك الأسواق فالمقصود بالكفاءة هي سرعة استجابة أسعار الأسهم ، لكل معلومة جديدة ترد الي المتعاملين فيه ، يكون من شأنها تغيير نظرتهم في مستقبل المنشأة المصدرة للسهم²، و لذلك يتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة و صحيحة كافة المعلومات المتاحة و المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية ، ففي ظل السوق الحرة التنافسية، فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، و أن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة و في ظل المتغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في سوق الكفاءة استجابة لورود معلومات جديدة³.

لذلك فوفقا لمفهوم كفاءة السوق المالي يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه ، يكون من شأنها تغيير نظرتهم تغيير إلى المنشأة المصدرة للسهم ، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت و مستقلة عن بعضها البعض فانه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة و هبوطا مع الأنباء الغير سارة التي تصل للسوق فجأة و بدون سابق إنذار⁴.

¹ مريمت عديلة ،"استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار و المحافظ المالية"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارة و علوم التسيير ،جامعة باجي مختار عنابة ، الجزائر ،2010، ص:29.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية (الأسهم و السندات) ،منشأة المعارف ،مصر، 2008، ص:375.

³ عاطف وليم اندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة ،مصر، 2005، ص:56.

⁴ شبقري نوري موسى ،وليد احمد صافي ،" قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطر" ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،الإصدار 19،جامعة بغداد العراق ،2009.

تجدر الإشارة إلى أن مفهوم الكفاءة يقترن بمصطلحين هامين في هذا المجال ، هما الأداء و الفاعلية ، و نشير إلى أن الاشتقاق اللغوي للمصطلح الأداء مستمد من كلمة الانجليزية To Perform ، و قد اشتقت هذه الكلمة أيضا من اللاتينية Performer ، و الذي يعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل ، و يشير مفهوم الأداء في عمومه إلى ذلك الفعل الذي يقود إلى انجاز الأعمال كما يجب أن تتجز ، و الذي يتصف بالشمولية و استمرار ، ومن ثم فهو بهذا المعنى يعتبر المحدد للنجاح و البقاء و الاستمرارية ، اما الفعالية فهي معيار يعكس درجة تحقيق أهداف المسطرة¹.

و يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تك أسواق التي تحقق أهداف الآتية:

- تخصيص الأمثل للموارد
- تقييم دقيق للمبادلات.
- تقديم خدمات بأقل تكلفة.

و خلاصة ما سبق ان السوق كفاء للأوراق المالية هي السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و معلومات المتدفقة إلى السوق بحيث تحدث هذه الاستجابة سرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع لقيمة حقيقية او المحورية و بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عدية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية ففي ظل السوق الكفاء سوق يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر².

الفرع الثاني: خصائص التي تتصف بها السوق المالي الكفاء .

هناك عدة خصائص تتعلق بالسوق المالي الكفاء من أهمها: ³

- أن كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقية للاستثمار مع سعرها في السوق.
- في ضوء الكفاءة السوق يكون السعر الحالي للورقة المالية هو أفضل قيمة لها في فترة معينة

يكون السوق الكفاء دائما في حالة توازن مستمر

- في ضوء كفاءة السوق لا يكون السهل تحقيق ارباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لان هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلا في السعر.

¹ الشيخ الداوي ، "تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء"،مجلة الباحث"،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، العدد 7،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة،الجزائر،2010، ص ص:217_219.

² محمد الحناوي و آخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر ، دار الفكر الجامعي ،مصر، 2007،ص:85.

³ عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (بين النظرية و التطبيق) ، دار الرضا للنشر ،سوريا،2004،ص:47.

- عمق السوق بمعنى وجود عدد كبير من البائعين و المشترين المحتملين و الراغبين في القيام بالبيع و الشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار الجارية في السوق ، و اتصاف المستثمرين بالرشد ، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثروتهم¹ .
- شمولية السوق حيث تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض و الطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين و المشترين في لسوق قليل و كان حجم التداول الناتج صغير فإن السوق تكون ضعيفة.
- حيوية السوق أي عندما يختل التوازن بين العرض و الطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن و عندما تنهمر الأوامر على السوق اثر أي تغير طفيف في الأسعار فان ذلك يدل على حيوية السوق ، وفي الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض و الطلب صغيرا و يتم الانجاز أي الصفقة بيع و شراء بسرعة كما يكون الفرق بين أسعار العرض و الطلب صغيرا و يتم انجاز أي صفقة بيع و شراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبير.
- انخفاض تكاليف التداول أي لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة الا اذا كان من الممكن تداول الاوراق المالية بسرعة و بتكلفة معقولة ، وهذا يعني ان عمليات الوساطة يجب أن تكون متدنية و أن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فورا فإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية).
- كفاءة المعلومات (التسعير) حيث يعتبر توفر لمعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين في آن واحد بسرعة و بتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية و هذا يعني ان اي تغيير في المعلومات حول العرض و الطلب سيؤدي إلى تغيير مقابل في الأسعار الأوراق المالية² .
- السيولة حيث تعتبر في الأسواق المالية احد أهم المحفزات للمستثمرين و السيولة تعني إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة و دون خسارة ، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن سعر الشراء الأصل ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة و الأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة و تعتبر استمرارية السعر احد المكونات الرئيسية للسيولة و هي تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر و السوق المستمرة تتميز بالسيولة طالما لم تحدث تبادلات حادة على مستوى أسعار الصفقات³.

¹ مركز البحوث و الدراسات ، "استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية و دورها في دعم الاقتصاد الوطني" ، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان السوق المالية السعودية الواقع و المأمول ، السعودية ، 1426، ص:7.

² أمين مخفي ، مرجع سابق، ص:530.

³ احمد بوراس ،السعيد بركة،"كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية،ملتقى دولي حول السياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية" ،جامعة بسكرة ، 21_22نوفمبر 2006،.

بناء على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية، كلعبة عادلة للعاملين، بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين، و بما أن المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة و النتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.

الفرع الثالث : الشروط السوق المالي الكفاء .

هنا مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في السوق المالية من اجل أن تكون هذه السوق كفؤة و أهمها:¹

- أن تسود السوق لمالية حالة المنافسة الكاملة و هذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين و المشترين و تتوفر لهم حرية الدخول و الخروج منه في العمليات السوقية و ذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار، و كذلك يجب أن يكون السوق عميق.
- أن توفر السوق المالية خاصة السيولة للأوراق المالية المتداولة، و بتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص امام المستثمرين لبيع و شراء الاوراق المالية بالكلفة المناسبة و بالوقت المناسب و بالسرعة المناسبة.
- أن تتوفر للسوق المالية وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة و موقوتة و حديثة حول السعر و حجم العمليات التداول و التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض و الطلب.
- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن الاسعار الاوراق المالية المتداولة في السوق و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين و بشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة ووجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية.
- عدم وجود قيود على الدخول و الخروج من السوق، بالإضافة إلى خفض تكلفة عقد الصفقات فكلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة و تقاس على أساس نسبتها إلى القيمة المعاملة و تسمى الكفاءة الداخلية².
- يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية و ذلك في ظل مناخ تنافسي للسماسرة إلى العملاء بسرعة فائقة و في نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة مباشرة لتنعكس مباشرة على سعر الأوراق المالية.

¹ عبد الرؤوف ربايعية، سامي خطاب، "التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية و السلع، أبو ظبي _ دبي _ الشارقة _ مارس 2006، ص:38.

² محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العملية و التحليل الأساسي، مرجع سابق، ص:45.

المطلب الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي.

تشير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل ، و ير البعض أن كفاءة السوق لا تكون إلا إذا وجدت فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسع كل منهم الحصول عل المعلومات الإضافية و تحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية و بذلك يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة أو التامة و الكفاءة الاقتصادية.

الفرع الأول: الكفاءة الكاملة " التامة" و الكفاءة الاقتصادية.

أولا : الكفاءة الكاملة (التامة) .

ان مفهوم الكفاءة التامة " الكاملة " هو أن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بالسرعة و بدون تكلفة حيث تصل إلى المستثمرين بعدالة و في نفس الوقت و أن المستثمر يتجاوب مباشرة لهذه المعلومات فيفترض ان تكون هذه المعلومات محللة و ان المستثمر قادر على اتخاذ القرار حسب هذه المعلومات ان كانت حسنة أو سيئة أو كان لها تأثيرها عل سعر السهم ايجابي أو سلبي¹.

بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ، فتوقعات المستثمرين متماثلة و المعلومات متاحة للجميع و بدون تكاليف².

ثانيا : الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فانه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و يكون فيها تباطؤ، زمني بين المعلومات الواصلة إلى السوق و بين انعكاس أثرها عل الأسعار السوقية ، مما يفضي الى ان هذه الأخيرة قد تكون اعلى أو اقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت ،لكن تكاليف المعاملات و الضرائب المتوقع وجودها و المسموح بها لحد معين اقتصاديا أو تكاليف أخرى فان الفرق لن يكون كبيرا إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباحا طائلة خصوصا في المد الطويل، و تقتضي الكفاءة الاقتصادية توافر شرطا واحد و هو السعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم³.

إن الكفاءة الاقتصادية تتضمن بوجع عام مكونين أساسين لها، و هما:

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، 2009،ص:147.

² الحاج عرابية، بئر زغودة، "حوكمة الشركات كآلة للرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية"، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 19، 20 نوفمبر 2013،ص: 701.

³ أمينة مجد طيفور، ياقوتة بودوشن، "حوكمة الشركات و دورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة) تحفيز الاستثمار"، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر،

20_19 نوفمبر 2013،ص:335.

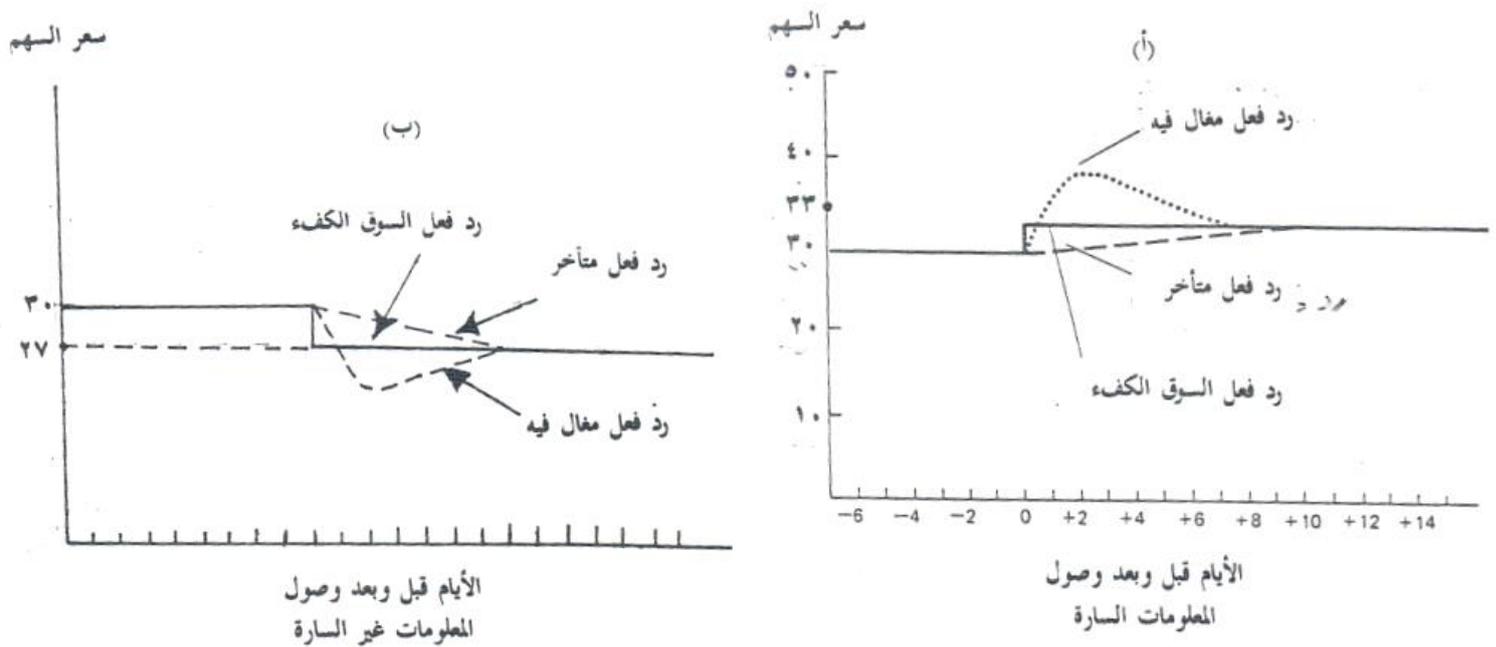
1_ الكفاءة الفنية:

تعرف في الفكر الاقتصادي التقليدي على أنها الوضع ، الذي بالوصول إليه لا يمكن عن طريق إعادة توزيع المواد بين السلع المنتجة زيادة إنتاج سلعة إلا عن طريق نقص إنتاج السلعة أخرى، و تتحقق الكفاءة الفنية للإنتاج عند الوصول إلى حجم الأمثل أي عندما يتم الإنتاج عند ادنى مستوى ممكن من التكلفة المتوسطة¹.

2_ الكفاءة التخصصية:

تتعلق الكفاءة التخصصية بالقدرة على إعادة توزيع رأس المال ، و عليه يكون السوق كفوًا من الناحية التخصصية إذا توفرت لديه القدرة على إعادة توجيه المدخرات نحو أفضل المشاريع الاستثمارية و بالتالي المساهمة في التطور الاقتصادي².

الشكل رقم (03) : اثر التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة



المصدر :منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، مصر ، 2002، ص : 498.

¹ صالح السعيد، "الكفاءة الاقتصادية لاستخدام الإمكانيات المتاحة للمؤسسة الإنتاجية بناء نموذج قياسي لسباسة الوطن المعقم"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد12، جامعة سطيف ، 2012 ، ص:123.

² صفية صديقي، "طرق تقسيم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007_2010"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2012، ص:6.

الفرع الثاني: شروط الكفاءة الكاملة للسوق المالي.

إن مفهوم الكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة و التي تقتضي توافر شروط السوق الكاملة و التي تتمثل في:

- توفر عنصر الشفافية و بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين و بشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات¹، أي انتشار المعلومات الخاصة بكل أوراق المتداولة و إتاحتها بالنسبة لجميع المتعاملين فإذا تخلف هذا الشرط تصبح التقلبات اليومية للأسعار تلك الأوراق نتاج الصدفة².
- انه لا توجد أي قيود على التعامل ، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف ، كما يمكن للمستثمر أن يشتري و يبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها و ذلك ييسر للدخول أو الخروج من السوق و ذلك بالنسبة للمستثمر أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال ، كما لا توجد قيودا أخرى من أي نوع³.
- أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة ، و هذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين و المشترين ، كذلك يجب أن يكون السوق عميقا بحيث لا تؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على الأسعار.
- إن المستثمرين يتصفون بالرشد و من ثم فأنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها أمام استغلال ثرواتهم.

بالرجوع إلى هذه الشروط نجد انه لا يبدو منها ما هو واقعي من الناحية العملية سوى الشرط الرابع ، فبالنسبة للشرط الأول لا يوجد ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق المال علاقات صداقة أو قرابة في المنشأة المعنية التي تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين ، كما انه في الشرط الثاني لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف و قيود على المعلومات في أسواق رأس المال ، أما فيهما يتعلق بالشرط الثالث فان وجود عدد من المؤسسات التي تبرم صفقات ضخمة على نوع من الأوراق المالية من شأنه ترك اثر على سعر هذه الورقة المالية⁴.

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ،الأردن ،2009،ص:126.

² زينب حسن عوض الله ، اقتصاديات النقود و المال ،الدار الجامعية الجديدة ،مصر ،2007، ص:305.

³ عبد الغفار حنفي ، البورصات أسهم و سندات صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث ،مصر ،بدون سنة ،ص:147.

⁴ حسام مسعودي ، "واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000 2009"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2012،ص:36.

الفرع الثالث: معوقات الكفاءة الكاملة للسوق المالي :

يتفق المختصون على أن اجتماع الشروط السالفة الذكر كاملة في أسواق واحد يكاد يكون مستحيل و ذلك لجملة من الأسباب أهمها¹:

- أن حصول المستثمرين على المعلومات و تحليلها من طرف المكاتب المتخصصة لا يكون دون تكلفة فتجميع المعلومات و تحليلها ثم نشرها يعتبر خدمة يقدمها المكتب الاستثماري و هي ليست دون مقابل.
- يحضى بعض المستثمرين بميزة تمكنهم من تحقيق سبق في الحصول على المعلومات و ذلك بسبب قربهم من المديرين و كبار العاملين بالشركات المستثمرة في البورصة.
- في الواقع أن التعاملات في اكبر البورصات العالمية محصور في يد مجموعة صغيرة من المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار و أن صفقاتها ضخمة إلى حد الذي تتأثر به أسعار الأسهم في البورصة.
- توجد تكاليف و عمالات و ضرائب على التعاملات داخل البورصة و عليه فالكفاءة التامة للسوق الرأسمالي لا يمكن ان تتحقق.

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي.

ان السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصصا كفئا للموارد المتاحة، مما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، حيث تتوقف كفاءة على توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها و عدالة فرص الاستفادة منها و تكاليف الحصول عليها.

الفرع الأول : دور السوق المالي الكفاء .

يلعب السوق الكفاء، دورين احدهما مباشرة الأخرى غير مباشر.

أولا : الدور المباشر .

يقوم على حقيقة مؤداها انه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما ، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية ، و هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعد سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار و انخفاض متوسط تكلفة الأموال².

¹ سمية بلجالية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في البورصة عمان للفترة الممتدة 1996-2006"،

مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010، ص:35.

² عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص:33.

ثانيا : الدور غير المباشر.

يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر امان للمقرضين ، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية ، و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقول ، و من ناحية أخرى يتوقع أن تواجه المنشآت التي لا يتوافر لها فرصة مواتية للاستثمار صعوبة إصدار و تصريف المزيد من الأسهم ، و حتى ما إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم ، مما يعني حسيلا إصدار اقل و تكلفة اكبر للأموال ، و إذا ما لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل ، فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع¹ .

الفرع الثاني: كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود و المتمثل في التخصص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوافر فيه سمتين أساسيين هما كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) و كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية).

أولا : كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)²:

يطلق على كفاءة التسعير بكفاءة الخارجية و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير ، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف ناهضة ، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات ، و بهذا يصبح التعامل في السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا انه يصعب على أي منهم تحقيق الأرباح غير عادية على حساب الآخرين .

و إذا كان تحقيق أرباح غير عادية امرا صعبا في هذا السوق، فانه أيضا غير مستحيل للأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله الى سوق دون تحليل المعلومات المتاحة ، هذا السبب ، لا يرجع الى نقص كفاءة السوق بل يرجع الى جهل و كسل المستثمر ذاته .
- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات ، قبل غيرهم و استخدامها في تحقيق ارباح غير عادية ، غير ان هذا ما يحدث لعدد قليل من المستثمرين و لمرات معدودة السبب، فالسوق الكف ، لايمكن لعدد كبير من المتعاملين ان يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفاء ، نظرا لعدم إمكانية الحصول على

¹ عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر ، 2003، ص:179.

² محمد زيدان ، سعاد ميلودي، "حوكمة الشركات مدخل لرفع و تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر" ،الملتقى الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الشلف،الجزائر ، 19_20 نوفمبر 2013،ص:261.

الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين ، لان أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين .

ثانيا : كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) :

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب ، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل ، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى ، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به تلك الورقة ، و بالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ، و لا يكفي لتغطية تلك التكاليف¹.

تجدر الإشارة الى ان هذين المطلبين (كفاءة التشغيل و كفاءة التسعير) غير مستقلين عن بعضهما فلكي يحقق السوق المالي كفاءة التسعير يجب أن تحقق له كفاءة التشغيل ، بمعنى انه لكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المتعاملون للحصول على هذه المعلومات و إبرام الصفقات عند حدها ، كذلك فان السوق المالي لا يمكنه تحقيق توزيع أفضل للموارد المالية المتاحة ، إلا إذا كانت الأصول المالية المتداولة فيه مقيمة تقييما عادلا (بمعنى يعكس السعر الأصل المالي قيمته الحقيقية)، و هذا لن يتأتى إلا إذا كانت المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين بصورة عادلة و بأقل تكلفة ممكنة ، و كذلك تكلفة إبرام الصفقات تكون عند حدها الأدنى².

ان تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين للأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر منها:³

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين، و لهم الحرية الدخول و الخروج منه و ذلك لتغلب على فرص الاحتكار.

¹ عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية ،مصر ،2004،ص:184.

² Phillip Spieser, Information économique et marches Financiers, Economica ,Paris ,2000,P: 244

³ مفتاح صالح، فريدة معارفي ، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها" ، مجلة الباحث ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ،العدد7،جامعة ورقلة ،الجزائر، 2010، ص ص :181_194.

- أن تتمتع السوق الخاصة سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه ،حيث أن تحقق هذه الخاصة يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه و التي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة و غير مبررة في أسعار الأوراق المالية و بالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه .
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر و حجم عمليات التبادل التي يتم فيه ، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل و التي تأخذ صورة متعددة و تقدم للمستثمر نشرة تعرف بحركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.
- وجود مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء لتقديم النصح و الاستشارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء .
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة و بشكل يحد من عملية الاحتكار المعلومات ، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق و التي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- ان يحكم عمل سوق الأوراق المالية و المتعاملين في هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق تتوفر فيها صفة الفاعلية و تكون محايدة و ذات خبرة ،تستمد سلطتها من مجموع النظم و اللوائح و القوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار و الأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استثمارية متخصصة و هو ما يزيد من فاعلية سوق الأوراق المالية.

الفرع الثالث : مقومات تطور السوق المالي .

تعتبر كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل المطلبين الأساسيين و الضروريين لكي يتصف السوق بدرجة ولو نسبية من الكفاءة ، بالإضافة إلى هذا المطلبين هناك مجموعة أخرى من المقومات اجمع اغلب الاقتصاديين على توفرها حتى يتحقق للسوق الكفاءة المنشودة ، كما أنها تعبر عن مد تطور الكفاءة السوق المالي و التي تتمثل في:¹

أولا :الهيكل المؤسسي التنظيمي:

¹ شوقي بوقربة ،" دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد 10،جامعة سطيف ،2010، ص ص:135_150.

من المقومات الأساسية للحكم على مدى تطور كفاءة السوق المالي وجود هيكل مؤسسي و تنظيمي يساعد على رفع الأداء و تحقيق و تسيير المؤسسة التمويل الدولية إلى وجود عدد من المؤشرات يمكن من خلالها الحكم على مدى ملائمة الهيكل المؤسسي و التنظيمي هي:

- **مدى نشر المعلومات:** ان من أهم محددات ملائمة الهيكل التشريعي و التنظيمي وجود قوانين تجبر الشركات الإفصاح عن المعلومات الضرورية المتعلقة بها، لأنه كلما زادت و نظمت عملية الإفصاح زاد ذلك من كفاءة السوق المالي.
- **المعايير المحاسبية:** نظرا لاتساع ظاهرة الانفتاح المالي أمام الاستثمارات الأجنبية المختلفة ، أصبحت القوانين و التشريعات المتعلقة بالأسواق المالية تلزم الشركات بإتباع معايير الدولية للمحاسبة من اجل توحيد الطرق التي تحسب من خلالها النتائج ، و بالتالي فكلما زاد السوق المالي من إجبارية القوانين المتعلقة بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة كلما دل ذلك على تطور الكفاءة به
- **قوانين حماية المستثمر:** كلما زادت قدرة قوانين السوق المالي على حماية المستثمرين، كلما دل ذلك على تطور كفاءة هذا السوق.
- **العوائق على الاستثمار الأجنبي:** كلما انخفضت العوائق على دخول و خروج المستثمرين الأجانب و تحويل رؤوس الأموال من و إلى السوق المالي ، كلما دل ذلك على زيادة كفاءته ، نظرا لإتاحته الفرصة أمام جميع المتعاملين و المستثمرين دون تمييز.

ثانيا : درجة التركيز.

يعني هذا المؤشر نسبة مساهمة الشركات العشر الأوائل في رسملة السوق و كلما انخفضت هذه النسبة ، كلما دل ذلك على كثرة الشركات المقيدة و تنوعها و منه اتساع و تنوع القاعدة الاستثمارية ، و هذا يدعم تطور كفاءة هذا السوق المالي .

ثالثا : عدالة السوق.

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية ، سواء من ناحية الوقت أو توفير معلومات حيث انه في جميع الأسواق المالية ، تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي ، كما انه في حالة وجود خلل بين العرض و الطلب لورقة مالية معينة .

رابعا : حجم السوق.

يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين الآتيين هما:

1- مؤشر رسملة السوق :

يساوي هذا المؤشر قيمة الأسهم المقيدة / قيمة الناتج الداخلي الخام ، و يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار ايجابية على كفاءة السوق المالي لان ارتفاعه يعني زيادة تعبئة الموارد و منه اتساع القاعدة الاستثمارية ، و هذا يؤدي إلى التنافس بين أعوان العجز من اجل الحصول على الموارد المالية ، مما يسهم في نشر المعلومات التي تمنح الفرصة لأعوان الفائض اختيارا يناسبهم من أصول مالية .

2- عدد الشركات المسجلة:

حيث يعبر هذا المؤشر عن مد اتساع حجم السوق من حيث القطاعات الاقتصادية و الأحجام المختلفة للشركات المسجلة مما يعني تنوع الفرص الاستثمارية أمام المتعاملين.

خامسا : دقة و سرعة وصول المعلومات و السيولة.

ان دقة و سرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية ، و هو ما يعني تحقيق كفاءة السوق و بدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية ، أما السيولة فيقصد بها أن يستطيع كل من البائع و المشتري من إبرام صفقة بسرعة و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية ، ان للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي ، و ذلك أن المعلومات المتاحة تتعكس و بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة ، و في حالة عدم وصول المعلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار و عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى¹

الفرع الرابع: أهمية كفاءة السوق المالي .

تتبع أهمية السوق من حيث أنها:

أولا : تؤدي إلى تحقيق التوازن في أسعار الاستثمارات حيث انه في السوق الكفاء ، يتم تسعير الاستثمارات في ضوء المعلومات المتاحة ، فينتقل السعر من سعر توازن لآخر حسب المعلومات المتوافرة و حركة السوق و ذلك يؤدي إلى إثراء و تنمية العمل داخل هذه الأسواق .

ثانيا : تؤدي إلى تجميع المصادر المناسبة من الاستثمارات على مستو الاقتصاد ككل ، و يتم قياس الزيادة في الثروة القومية بالزيادة في ثروات الوحدات الاقتصادية التي يتم تقويم أصولها بقيمتها الحقيقية في ضوء كفاءة السوق.

ثالثا: تؤدي كفاءة السوق إلى ظهور و تنمية المصادر المعلومات البديلة ، و إعطاء المستثمر الحق في اختيار ما يناسبه منها و ذلك في ضوء مقارنة التكلفة بالعائد ،حيث تتمثل تكاليف أي مصدر بتكاليف تجميع البيانات و

¹ بن أممر بن حاسين، لحسن جديدين، محمد بن بوزيان، «كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب»، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، الجزائر، 2012، ص ص: 235_248.

تخزينها و تشغيلها ثم توصل المعلومات لمستخدميها ، بينما يتمثل العائد بزيادة في ثروة المستخدم نتيجة استخدام هذه المعلومات ذلك من وجهة نظر ما يحققه استخدام معلومات مصدر معين من عائد.

المطلب الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي و ليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة و بين المعلومات و البيانات التي تحدد قرار مستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى ، حيث انه من أهم خصائص السوق الكفاء أن تعكس الأسعار و بسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه ، لذا يجب التعرض إلى المستويات مختلفة للكفاءة للأسواق للأوراق المالية .

الفرع الأول : الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

يوصف السوق انه ضعيف الكفاءة ، عندما لا يكون في إمكان أي متعامل في السوق ، أن يحقق عوائد غير عادية من خلال استخدام التاريخ السابق للأسعار و العوائد¹ ، و هذا يعني ان أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة و بالتالي فان تحليل هذه الأخيرة لا يمكن من التنبؤ اتجاه الأسعار في المستقبل و تحقيق أرباح غير عادية ، إذ لا يوجد ارتباط بين تلك الأسعار في الفترات المتتالية² .

لقد أجريت عدة دراسات أكاديمية عن الأنماط التاريخية للأسعار الأسهم أو العوائد منها ، و تدل النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات بان التغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم على مر الزمن كانت مستقلة عن بعضها البعض ، و بالطبع فان هذه النتائج تدعم (تنسق مع) نظرية الكفاءة الضعيفة التي تقول بأنه لا يمكن الاعتماد على المعلومات الماضية عن الأسعار أو العوائد للحصول على تنبؤات جيدة عن الأنماط المستقبلية لأسعار الأسهم أو العوائد منها³ ، او يمكن ان يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار .

الفرع الثاني: الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق.

تعني الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق أن أسعار الأوراق المالية ،خاصة الأسهم ، لا تعكس المعلومات التاريخية المتعلقة بتلك الأوراق فحسب ، و إنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة لعامة الناس ، تتمثل تلك المعلومات في التقارير السنوية و المعلومات المحاسبية للشركة المعنية ، المعلومات المقدمة من قبل المستشارين

¹ سي بول هالود، رونالد ماك دونالد، تعريب محمود حسن حسني، نيس فرج عبد العال، النقود و التمويل، دار المريخ، السعودية ،2007، ص:394.

² جبار محفوظ، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2002"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، العدد 3، جامعة سطيف ،2004، ص:85.

³ فرد ويسون ، يوحين براجام، تعريب :عدنان داعشائي ،احمد نبيل عبد الهادي ، التمويل الإداري، الجزء الأول ، دار المريخ ،السعودية ،2007، ص:570.

المختصين في ميدان الاستثمار و كل ما ينشر عن قطاع الذي تنتمي إليه ، بالإضافة إلى معلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية الوطنية و الدولية و غيرها من المعلومات المنشودة¹.

الفرع الثالث: الصيغة القوية لكفاءة السوق:

تقتضي الصيغة القوية لغرض كفاءة السوق بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور ، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون².

و باختصار تعكس السوق المالية ذات الكفاءة القوية كل ما يمكن معرفته ، و في ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى و لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق و حتى لو كان هو رئيس مجموعة إدارة الشركة المصدرة للسهم³.

تجدر الإشارة في هذا الإطار الى ان هذا الشكل من الكفاءة يمثل الصورة المثالية لأداء أسواق الأسهم ، و لكن حدوث التقلبات و انهيار أسواق المال و بعض الأسهم جعل من هذا المستوى لا يتوفر حتى في الأسواق المتطورة⁴.

و يمكن اختبار هذا المستوى من خلال وسيلتين رئيسيتين تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

- **العاملون بالمنشأة :** يختص كبار العاملين في المنشأة بمعرفتهم للمعلومات الخاصة دون غيرهم ، اوان تكون لهم الأسبقية في هذه المعرفة عن باقي المستثمرين ، و لمعرفة مد قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية ، يتم اختبار مد ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية ، و قد أثبتت العديد من الدراسات أن هذه الفئة يمكن لها تحقيق أرباح غير عادية قد تفوق ما يحققه المستثمر العادي .
- **مديرو المؤسسات المالية:** يستطيع مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل صناديق الاستثمار الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما أن لهم القدرة على تحليل البيانات باستخدام أدوات التحليل و التوقع، و تشير معظم الدراسات إلا انه لا يمكن تحقيق أداء متميز من طرف هؤلاء الخبراء .

¹ جبار محفوظ ، "اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999 - 2004"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ،المجلد العاشر ،العدد الأول ،الأردن ، 2007 ،

ص:85.

² عبد الرحمان بن عزوز، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير ،جامعة قسنطينة ،الجزائر ،2012،ص:58.

³ بشرى نجم عبد الله المشهداني ، الست جوان خضيري العبيدي، "دور التقارير المالية المرحلية في تقرير كفاءة السوق المالية"،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،العدد 26،العراق ،2011، ص:35.

⁴ إبراهيم اونور ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، سلسلة جسر التنمية للمعهد العربي للتخطيط ،الكويت ،العدد 89 ،2010 ، ص:8 .

الجدول رقم (01) :فرضيات الوضعية لكفاءة السوق.

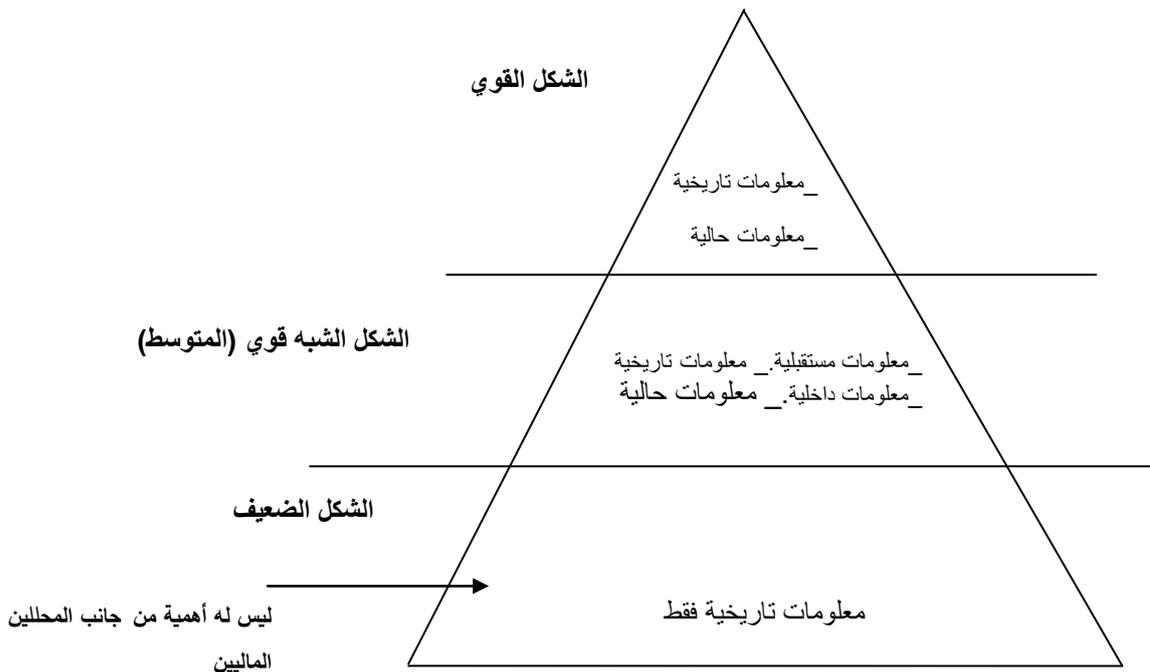
| التأثر | المفهوم | الفرضية |
|---|--|------------------|
| انه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناءا على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار و كميات الأسهم في الماضي . | أن المعلومات التاريخية بشأن ما طرا من تغيرات في سعر سهم و على حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم. | الوضعية الضعيفة |
| انه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناءا عل تحليل هذه المعلومات. | أن كافة المعلومات المعروفة و المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم. | الوضعية المتوسطة |
| انه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناءا على تحليل هذه المعلومات العامة أو الخاصة. | أن كافة المعلومات العامة و الخاصة و كل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة عامة. | الوضعية القوية |

المصدر: مركز البحوث و الدراسات، ، "استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية و دورها في دعم الاقتصاد الوطني" ، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان السوق المالية السعودية الواقع و المأمول ،السعودية 1426، ، ص:09

يبقى أن نؤكد أن هذه الفرضية (كفاءة السوق) بجميع أشكالها لازالت تثير الكثير من الجدل ، و بالذات من قبل المحترفين من وسطاء و محللين ممن يقوم صلب عملهم على تقديم النصح و الإرشاد و التنبؤ باتخاذ الأسهم اتجاها معينا في فترة معينة ، و تحقيق عوائد أفضل من العوائد الممكنة عن طريق الاستثمار في السوق بشكل عام¹.

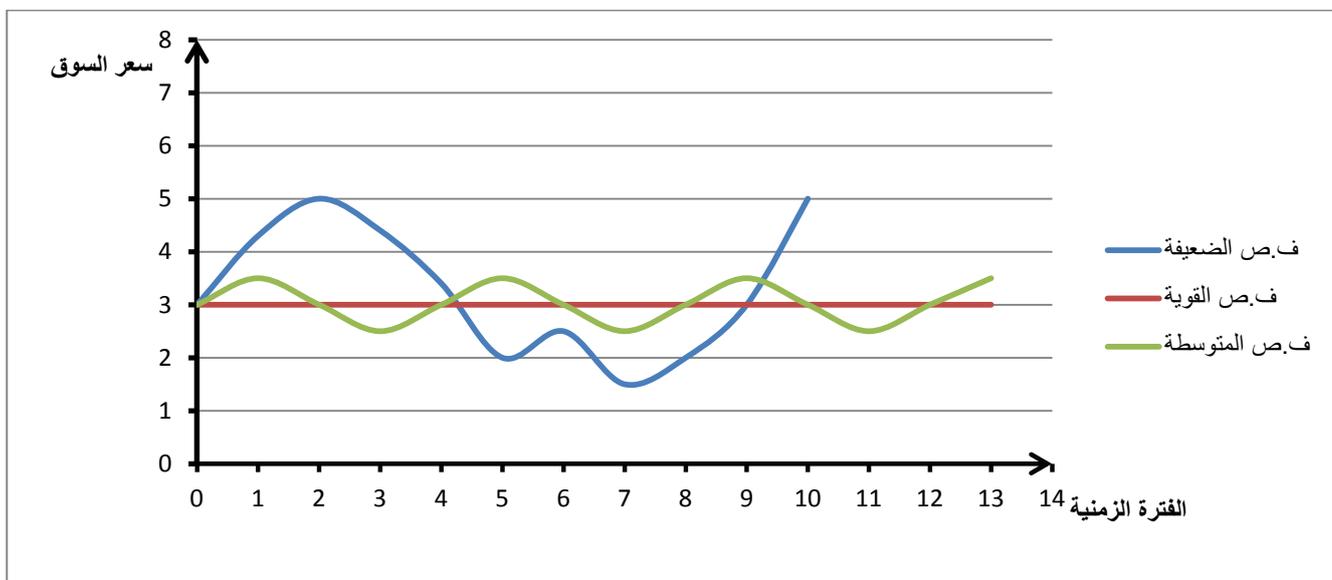
¹ فهد عبد الله الحولماني ، المال و الاستثمار في الأسواق المالية ، السعودية ، ط2، 2006، ص:141..

الشكل رقم (04) : مستويات السوق المالية الكفو



المصدر: بشر نجم عبد الله المشهداني ، الست جوان جاسم خضير العبيدي "دور التقارير المالية المرحلية في تقرير كفاءة السوق المالية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد 26، العراق، 2011، ص: 305

الشكل رقم (05) : طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة .



المصدر : عادل طلبة ، "دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة سوق الأسهم السعودي"، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة سعد دحلب البلدة، 2010، ص ، 239

خلاصة :

من خلال دراستنا لهذا الفصل تم الخروج بمجموعة من نتائج و التي من أهمها مايلي :

- 1- عرفت الأسواق المالية العديد من التطورات إن كان المستوى الفلسفي لطبيعة و دور هذه الأسواق أو على المستوى العملي المتمثل في ابتكار طرق و أدوات جديدة تلبي مطالب المتعاملين من ناحية المردودية أو من ناحية إمكانية تحديد و تسيير المخاطر المالية.
- 2- إن المقصود بالأسواق المالية هي المحرك الرئيسي لنمو الاقتصادي في البلاد إذ أن الاقتصاد يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة و متطورة .
- 3- إن الخصخصة تعني التقليل من دور الحكومة و زيادة مساهمة القطاع الخاص في إدارة الاقتصاد.
- 4- ينقسم السوق المالي إلى سوق نقد و سوق رأس المال، كما تعتبر سوق الأوراق المالية ذات أهمية واضحة في حياة الاقتصادية.
- 5- أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي و ليس مطلق .
- 6- تتحدد كفاءة السوق المالي بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة و بين المعلومات و البيانات التي تحدد قرار مستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.
- 7- أن للأسواق المالية دور بارز في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي و الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي .
- 8- إن هذه الأسواق تسعى إلى تحقيق التوازن ، و يعد تطور مفهوم العام للسوق المالي كنتيجة لتطور حاصل في الوقت الراهن.

الفصل الثاني :

الخصخصة و دور السوق المالي فيها

تمهيد:

تزايد دور الدولة في البلدان المتقدمة و النامية على السواء بشكل واسع في المجال الاقتصادي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية من اجل إعادة البناء السريع لاقتصادياتها التي دمرتها الحرب ، و اتخذ هذا التدخل بشكل خاص تأميم المشروعات الاقتصادية ، و نتج عن كل هذا عجز القطاع العام في تحقيق أهدافه .

و قد اتجهت معظم حكومات بلدان العالم الثالث ، نحو إدخال بعض الإصلاحات الاقتصادية ، حيث اتخذ هذا الإصلاح مسار و اتجاهات عديدة ، برز فيها ما عرف في الأدب الاقتصادي بالخصخصة أو الخصخصة أو التخصيصية كلها مصطلحات لها نفس المعنى و أصبحت منهجا و أسلوبا اعتمد عليه العديد من الدول النامية و المتقدمة للتخلص من الحجم الزائد للقطاع العام و تحقيق الكفاءة الاقتصادية بصفة عامة و الكفاءة الإنتاجية في وحدات القطاع العام بصورة خاصة حيث تعتبر الخصخصة ظاهرة اجتاحت مختلف دول العالم و تبنتها المؤسسات المالية الدولية تحت طائلة هدف الإصلاح الاقتصادي ، حيث أن نقطة البداية في الإصلاح الحقيقي تتمثل في إعادة رسم الدائرة التي يعمل فيها كل من القطاع العام و القطاع الخاص ، وفقا للنظام الاقتصادي الدولي الجديد ، و لقد اتبعت معظم دول النامية هذا النظام في معالجة الاختلالات التي تعاني منها ، و من بين الدول العربية نجد المغرب ، حيث تختلف دوافع و أهداف التي تنجم عن تطبيق إستراتيجية الخصخصة باختلاف البلد المنتهج لهذه السياسة أو الإستراتيجية .

و بذلك أصبح موضوع أداة الخصخصة يساعد الدول للتخلص من سيطرة القطاع العام على المؤسسات و فتح المجال للقطاع الخاص للتملك و الاستثمار .

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

- المبحث الأول : أساسيات حول الخصخصة .
- المبحث الثاني : أساليب و مراحل الخصخصة .
- المبحث الثالث: الخصخصة و السوق المالي.

المبحث الأول: أساسيات حول الخصخصة:

أدت أهمية القطاع العام على الاقتصاد إلى نتائج سلبية عديدة وصلت إلى حد يندر بالخطر ، و لذلك تولدت القناعة لدى معظم دول العالم وخاصة النامية أن السياسات الاقتصادية السابقة لم تعد تتناسب مع التطورات الاقتصادية السريعة في العالم ، و إن التغييرات المطلوبة في الاقتصاد ناجمة عن ضرورة اقتصادية ، حيث ظهرت الخصخصة كسياسة اقتصادية .

المطلب الأول: الإطار المحدد لمفهوم الخصخصة.

تعتبر الخصخصة أسلوب من أساليب الإصلاح الاقتصادي الذي تنتهجه العديد من الدول ، و تعددت و تنوعت التعاريف حول الخصخصة في إعطاء مفهوم للخصخصة ، حيث سنحاول من خلال هذا المطلب تعميق المعرفة بالجوانب التالية :

الفرع الأول: نشأة و التطور التاريخي للخصخصة

إن الخصخصة مرت بثلاث مراحل أساسية و هي :

أولا : نشأة الخصخصة في الفكر الإسلامي.

يذهب الكثيرون إلى القول إن ابن خلدون المفكر الإسلامي ، و هو الذي فكر في تطبيق سياسة الخصخصة التي تهدف إلى التحول نحو نمط الإنتاج الخاص ، فقد تحدث ابن خلدون منذ عام 1377 ميلادية عن أهمية اضطلاع القطاع الخاص بالانتاج، و هي فكرة تدل على فهم ابن خلدون و إدراكه في وقت مبكر لأهمية القطاع الخاص و سلامة أدائه و كفاءة أساليبه ، بالإضافة إلى تدخل المشروع الخاص في تنفيذ بعض الأشغال العامة في العصر الأموي بدلا من الحكومة المركزية ، نظرا لارتفاع تكلفة قيام الحكومة بالتنفيذ أو لافتقار الحكومة إلى الخبرة الإدارية.¹

ثانيا : نشأة الخصخصة في الفكر الاقتصادي .

استندت فكرة الخصخصة إلى الكثير من المرتكزات الاقتصادية من حيث الموقف من الملكية و دورها في النشاط الاقتصادي عبر المراحل التي مر بها النظام الاقتصادي و هي:²

- المرحلة الميركانتلية : ترتبط فكرة الدعوة إلى الخصخصة بهذا التاريخ الذي يمتد من بداية القرن الخامس عشر و حتى نهاية النصف الأول من القرن الثامن عشر ، و فيه سادت أفكار المدرسة

¹ عبده محمد فاضل الربيعي، الخصخصة و أثرها على التنمية بالدول النامية ، مكتبة ، مدبولي ، مصر ، 2004، ص:45.

² داود سلوم عبد الحسن الخزرجي، "الخصخصة في البلدان النامية بين متطلبات التنمية و دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر مع إشارة خاصة إلى العراق"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد ،قسم الاقتصاد ،جامعة الكوفة ،العراق، 2008، ص ص: 4_7.

التجارية أو المدرسة الميركانتلية لان جوهر الأفكار التي انطلقت منها يشابه ما تدعو إليه الخصخصة و هي :

- أن تكون غاية النظام الاقتصادي خدمة طبقة التجارة من خلال الدولة .
- الثروة أهم مستلزمات القوة متمثلة بالذهب و الفضة و بقية المعادن النفيسة ووضعتها في خدمة طبقة التجار .
- كانت طبقة التجار ترى في قوة الدولة إنما هو تعزيز لنفوذهم و سلطاتهم .

يتضح أن الرأسمالية في ظل المرحلة الميركانتلية كانت تدعو إلى :

- هيئة القطاع الخاص على الحياة الاقتصادية (طبقة التجار) و عموما يتمثل في الوقت الحاضر دور الشركات المتعددة الجنسيات.
- إن رؤى و أمطروحات الفكر التجاري تتفق مع توجهات الخصخصة كونها تعطي الملكية الخاصة دورا أساسيا فبتحقيق الفعاليات الاقتصادي .
- مرحلة الفيزوقراط و الكلاسيكي: ذهب قسم من المفكرين إلى أن جذور الخصخصة تعود إلى المرحلة الصناعية في القرن الثامن عشر و التاسع عشر ، حيث أن أفكار المدرسة الكلاسيكية و أفكار المدرسة الطبيعية (الفيزوقراط) و من سبقهم من المفكرين المرحلة الانتقالية من الرأسمالية التجارية إلى الرأسمالية الصناعية ، عندما طرحت أفكار تدعو إلى تقديس الملكية الخاصة و كونها من أهم الأسس التي تحكم النظام الرأسمالي في جميع جوانب النشاط الاقتصادي في الإنتاج و الاستثمار و التجارة ، و بظهور المدرسة الطبيعية في فرنسا ،طرحت أفكار جديدة ، فرضت نفسها في التطبيق الرأسمالي و أهم تلك الأفكار التي تقترب من مفهوم "الخصخصة ،الملكية الخاصة " الشعار الأساسي للنظام الاقتصادي الرأسمالي و الذي يركز عليه الفكر الرأسمالي بكافة جوانبه و هو "دعه يعمل دعه يمر" ، إلا أن ظهور كتاب ادم سميث بعنوان ثورة الأمم اطر نظريا لأفكار المدرسة الاقتصادية الكلاسيكية التي تمثل لدى الكثير من مؤرخي الفكر الاقتصادي ،حيث بقيت أفكار المدرسة الكلاسيكية ذات تأثير فاعلة في اتخاذ قرارات التطور الرأسمالي حتى نهاية القرن التاسع عشر تقريبا و سيتم التركيز على آراء المدرسة الكلاسيكية و أفكارها التي لها علاقة بما هو مطروح حاليا في فكر الخصخصة و دور الدولة و منها :
- الحرية الاقتصادية و عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية و تقديس الملكية الخاصة و الحرية الاقتصادية ، و يجب أن تنحصر وظائف الدولة في المجالات التقليدية ، بينما النشاط الاقتصادي يجب أن يترك للأفراد الذين يسعون لتحقيق مصالحهم التي تنسجم بالنهاية مع مصلحة المجتمع ، و هذه الأفكار تعتبر الجانب الهام في تحديد ما يسمى بأسلوب و سياسة الخصخصة .

ثالثا : نشأة الخصخصة في القرن العشرين .

في عصرنا الراهن فتعتبر بريطانيا الدولة الرائدة في تطبيق أسلوب الخصخصة و ذلك في بداية الثمانينات في القرن الماضي ، عندما تسلم حزب المحافظين الحكم بعد انتخابات عام 1979 حيث تبنت حكومة برنامج خصخصة المشروعات و المرافق العامة ، و شكل هذا البرنامج بداية تاريخية سرعان ما تبنته معظم دول العالم و أخذت به مختلف الأنظمة السياسية ، و تناول مختلف المجالات الاقتصادية حيث بدأت الخصخصة في القطاعات الصناعية و التجارية و المالية لتتوالى فيما بعد قطاعات البني التحتية و الخدمات المحلية و امتدت لتشمل في الوقت الحاضر مجالات الصحة و التعليم و عددا من الأنشطة الإدارية ، و عليه فان كلمة الخصخصة هي كلمة جديدة تماما دخلت الأدب الاقتصادي ، أما بيانات البنك الدولي الصادرة فتبين إن الخصخصة صارت اتجاها معروفا خلال السنوات الاخيرة ، فقد ازداد عدد الدول التي طبقت الخصخصة من 12 دولة من عام 1988 إلى أكثر من 80 دولة عام 1995¹ ، و بذلك بدأت تنتشر فكرة الخوصصة و فكرة تطبيقها ، و تطورت من الدول المتقدمة إلى الدول النامية التي انتهجت الاشتراكية سابقا كأسلوب اقتصادي ، و هذا التوسع في انتشارها أدى إلى اتساع نطاق تطبيقها عام بعد عام ، حتى أصبحت هذه الفكرة موضوع الساعة بالنسبة لأغلب الباحثين و الدول .

هناك اذن ميراثان سياسات من الثمانينات صغا و قيذا على السياسة الاقتصادية في العقد الأخير من القرن العشرين و مطلع الواحد و العشرين ، أولهما حماسة ثقافة متجددة من اجل المشروعات الخاصة ، و الأخرى حقيقة ملحة دائمة لا سبيل لتجنبها للحد من الإنفاق الحكومي و قد أدى النقاء هذين الاتجاهية إلى نشوء آمال كبرى و مطالب لتحويل الملكية العامة للقطاع الخاص "الخصخصة" ، و هو تطبيق يتمثل في تفويض أداء مهام عامة إلى منظمات خاصة.²

الفرع الثاني: تعريف الخصخصة.

تعددت تعريفات الخصخصة و تباينت من دارس إلى آخر ، فاختلقت التوجهات في تعريفها حيث ظهر أول مرة مصطلح الخصخصة "Privatization" في قاموس ويستر عام 1983 و لم يوجد لحد الآن تعريف موحد لهذا المصطلح حيث توجد عدة مصطلحات تعبر عنه و منها الخوصصة ، الخصخصة ، التخصيصية ، الخاصة ، التخاص ، المخاصة ، الخاصخصة ، التخاصية ، التحويل إلى الخاص ، الاستخصاص ، التفريد ، الأهلنة ، التفويت ، نزع الملكية العامة، و بذلك اختلفت التعريفات المقدمة لمفهوم الخصخصة ، نذكر منها :

¹ خالد طه عبد الكريم ، "رؤية اقتصادية في موضوع الخصخصة" ، مجلة ديالي ، كلية الإدارة الاقتصادية ، العدد 43 ، جامعة العراق 2010 ، ص ص 175_153.

² عبده محمد فاضل الربيعي، مرجع سابق، ص:126.

أولاً : التعريف الأول.

إن المعنى الضيق للخصخصة، فهي تعرف بانتقال ملكية المؤسسات التي تملك السلطات العامة (كل أو جزء من رأس المال) إلى القطاع الخاص، أما مفهومه الواسع فهو يترجم فكرة تخلي الدولة عن المجال الاقتصادي و ذلك أن تدخلها و توجيهها الكبير يحد _ بحسب النظرية الليبرالية _ من المبادرة و يخل بقوانين السوق.¹

ثانياً :التعريف الثاني.

تعني الخصخصة إسناد ملكية و إدارة العديد من المؤسسات المملوكة للقطاع العام إلى القطاع الخاص، حيث تشكل الخصخصة جزء من عملية تعديل هيكلية في النشاط الاقتصادي.²

ثالثاً : التعريف الثالث .

إن التخاصية هي عملية منهجية منظمة مستمرة مدعومة بإرادة سياسة قوية ، تهدف إلى تهيئة البيئة الداعمة لتحقيق نمو اقتصادي مستدام و تتمثل في إعادة توزيع الأدوار بين القطاعين العام و الخاص ، بحيث تتفرغ الحكومة لمهامها الأساسية ، بينما تتسع دائرة نشاط القطاع الخاص لتشمل مشاريع القطاع العام التي يمكن أن تدار على أسس تجارية و مالية.³

رابعاً : التعريف الرابع .

تعني الخصخصة مجموعة من السياسات المتكاملة التي تهدف إلى الاعتماد على القطاع الخاص مع توسيع نطاق المنافسة حتى يدار الاقتصاد القومي بكفاءة عالية و فعالية اكبر و جعله شريكا كاملا في عملية التنمية الاقتصادية.⁴

¹ منية شوايدية، "خصوصية المؤسسات العامة و مدى إسهام العمال في الجزائر دراسة مقارنة"، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد 26، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2012، ص ص :45_58.

² إيمان عبد الكاظم جبار ، سحر عباس ، "تحليل سياسات التكيف الهيكلي في بلدان عربية مختارة (مصر ، المغرب)"، الغري للعلوم الاقتصادية الإدارية ،كلية الإدارة و الاقتصاد ، جامعة كربلاء ، العراق ،ص ص :127_138 من الموقع : <http://www.docudesk.com> 10 :45 2014 /01/21

³ محمود علي الجبالي، "تقييم الأصول الثابتة لإغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن"، مجلة الباحث ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،العدد 10،جامعة ورقلة _الجزائر_2012،ص ص :149_262.

⁴ دراسات الخصخصة و أثرها على تنمية الموارد غير نفطية للدورة عن إدارة الحسابات العامة، من الموقع : www.upu.ed.usa/spic.pdf 11.54

خامسا: التعريف الخامس .

الخصخصة تعني آلية التنازل عن الأصول العمومية، بمعنى البيع لصالح العمال و الاجراء أو المستثمرين المحليين، و قد يكون هذا البيع جزئيا أو كليا.¹

اذن تعتبر الخصخصة مجموعة من السياسات المتكاملة التي تستهدف الاعتماد الأكبر على آليات السوق و مبادرات القطاع الخاص و المنافسة من اجل تحقيق أهداف التنمية و العدالة الاجتماعية²، و بذلك يمكن حصر مفهوم الخصخصة في الاتجاهات التالية:³

- قيام الدولة بتحويل ملكية المؤسسات جزئيا أو كليا إلى القطاع الخاص، و بمعنى توسيع الملكية الخاصة، و تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي، بهدف زيادة إنتاجية المؤسسة و تطورها و تحسين أداءها و تعظيم أرباحها.
- وسيلة للتخلص من الوحدات الخاسرة في القطاع العام
- الرغبة في التخلص من الاقتصاد الاشتراكي ، باعتباره فلسفة اقتصادية و اجتماعية بدأت تنقلص من العالم، نظير التحول نحو اقتصاد السوق الحر.

أما عن برنامج الأمم المتحدة الإنمائي فهو يعرف الخصخصة بأنها التحول لصالح اقتصاد السوق عن طريق الخطوات التالية:⁴

- ✓ اتخاذ سياسات اقتصادية من شأنها أن تدعم اقتصاد السوق.
 - ✓ تنمية القطاع الخاص.
 - ✓ خصخصة القطاع العام تتطلب درجة من النضج في القطاع الخاص ليكون قادرا على زيادة عملية التنمية.
- و بذلك أصبحت الخصخصة منهجا و أسلوبا اعتمدت عليه العديد من الدول النامية و المتقدمة للتخلص من الحجم الزائد للقطاع العام و تحقيق الكفاءة الاقتصادية بصفة عامة و الكفاءة الإنتاجية في وحدات القطاع العام بصفة خاصة، بحيث أصبح مصطلح الخصخصة من أهم المصطلحات على الساحة الاقتصادية.⁵

¹ Xavier Penis et Jean petit, les privatistions, Montchrestie ,France,1998,P:6

² مصطفى جاموس ، " الجوانب التنظيمية و المحاسبية لعملية الخصخصة تجربة الاردن " ، مجلة جمعة دمشق ، المجلد 17 ، العدد 1 ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الادارية ، جامعة دمشق ، سوريا ، ص ص : 177-197.

³ قراوي احمد الصغير، "فعالية الخصخصة و انعكاساتها على الاقتصاد الوطني"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية ، و علوم التسيير ،جامعة فرحات عباس سطيف _ الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004، ص:209.

⁴ محمد ولد أعمار، "تجربة الخصخصة و الإصلاح الاقتصادي في موريتانيا"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد 04، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ،الجزائر،2005،ص:86.

⁵ احمد عارف العساف،"سياسة الخصخصة و أثرها على البطالة و الأمن الوظيفي للعاملين شركة الاسمنت الأردنية كنموذج"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد 07، جامعة الشلف ، 2007، ص ص : 139_164.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص التعريف الآتي للخصخصة و هي :

وسيلة و أداة هامة من أدوات الإصلاح الاقتصادي الذي بموجبه يستعيد الاقتصاد حيويته و فاعلية عن طريق عن طريق إحياء دور وروح المبادرة الفردية و المنافسة بين القوى الإنتاج و ذلك عن طريق تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص و بذلك فان الخصخصة تعني توسيع الملكية، حيث تعتبر الوسيلة التي بموجبها تتخلص من الوحدات الخاسرة.

الفرع الثالث: مبادئ الخصخصة

ان العنصر الأساسي في عملية الخصخصة يتمثل في عملية تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، لذلك يعتمد هذا العنصر على مجموعة من المبادئ الرئيسية نلخصها فيما يلي:¹

أولاً : مبدأ التدرج .

أي أن عملية الخصخصة تتم بطريقة تدريجية بحيث تقوم المؤسسات القابلة للخصخصة و يتم إدراجها ضمن برنامج الحكومة حتى تقدم شكل مضبوط.

ثانياً : حماية مصالح الدولة .

اي أن تخضع عملية التقييم لمعايير موضوعية من شأنها الحفاظ على مصالح الخزينة العمومية ، فلا تباع الشركات بأثمان بخسه ، و توضع دفاتر للشروط تحدد التزامات المشتريين أو على العموم في حالة الخصخصة الجزئية عن طريق المحافظة على الأسهم العينية.

ثالثاً :الشفافية .

و تضمن عملية الشفافية باطلاع الجمهور و كل المعنيين بأي صفقة تحويل ملكية عن طريق الإشهار الواسع و تخضع بجميع الأحكام القانونية و التنظيمية السارية المفعول ، و من ثم يرجع هذه المجال إلى كامل المنظومة القانونية سواء في القانون المدني أو التجاري و المتعلق بعقد البيع.

رابعاً :عدم التمييز .

أي عدم التمييز أو التفرقة بين الفئات الاجتماعية و هو الأمر لا يتناقض مع بعض الامتيازات الخاصة و المتعلقة الإجراءات الواردة في هذا القانون.

¹ ربيعة حملاوي، "أساليب الخصخصة و تجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية و الأسواق العالمية"، الملتقى الأولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، من 03_05 أكتوبر 2004، ص ص 388_389.

الفرع الرابع: مميزات الخصخصة .

تتسم الخصخصة بالمميزات الآتية:¹

- إن عملية الخصخصة عملية ذات اتجاه عام في التغيير، و إن ركزت مباشرة و بشكل محدد على منشآت معينة بالذات .
- إن عملية الخصخصة تعد تصحيحا لمسار اقتصادي ثبت عدم جدواه، و إن كان هذا المسار قائما على سيطرة القطاع العام و تعظيم دوره الاقتصادي المتميز، و بالتالي فان هذه العملية تمس النظام الاقتصادي بشكل عام.
- إن عملية الخصخصة تحقق تحولا في النظام الاقتصادي خلال تغيير علاقات الملكية أو الإدارة بين القطاعين العام و الخاص، و عليه فان هذه العملية تكون مقصورة و قائمة على تخطيط مسبق و الذي يتطلب قاعدة واسعة لصنع القرارات الخاصة بالتحول نحو القطاع الخاص و الإصلاح الاقتصادي .
- إن العملية لا يفترض بها أن تتحقق مرة واحدة، حيث تتحقق خلال مراحل و بالتدرج.
- إن العملية تتركز في النهاية في هدف واحد و الذي هو تعظيم كفاءة الأداء الاقتصادي.

المطلب الثاني: أسباب و دوافع الخصخصة

إن التطورات السريعة في البيئة الاقتصادية العالمية ، لم تعد تسمح بتنظيم ينطوي على هيمنة مطلقة على القطاع العام في المجالات الاقتصادية و الاجتماعية ، لا سيما بعد ان أدت هذه الوضعية إلى المزيد من التسبب و الفساد و انعدام الكفاءة الإنتاجية .

الفرع الأول : الأسباب التي أدت إلى انتهاج إستراتيجية الخصخصة .

إن العامل الأساسي الذي دفع بعض مكومات الدول النامية لتبني إستراتيجية الخصخصة و هو المشاكل التمويلية الناتجة من تحقيق عجز مزمن في الموازنات العامة و العجز الكبير في موازين المدفوعات ، حيث تحولت بعض وحدات القطاع العام إلى وحدات تمتص موارد الموازنة العامة و أصبحت مصدر الضياع و استنزاف الموارد المحدودة في معظم هذه الدول ، بالإضافة نجد أن كثيرا من وحدات القطاع العام في الدول النامية قد أصبحت مؤسسات لتشغيل القوى العاملة .

إن كثيرا من هذه الوحدات العامة يعتمد بصفة أساسية على الدعم المقدم من الحكومة و لكن نجد في ذات الوقت أن سياسية التسعير و التشغيل المفروض على القطاع العام من قبل الحكومة يمثل صعوبة في تحقيق فائض

¹ هوشيار معروف ، دراسات في التنمية الاقتصادية (استراتيجيات التصنيع و التحول الهيكلي) ، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، الأردن، 2005 ، ص ص: 318_319.

في هذه القطاعات ولكن هذا لم يكن العامل الوحيد بل وجدت عوامل أخرى و من أمثلتها انخفاض أساليب التنظيم و معدلات الكفاءة في القطاع العام .

كذلك نجد أن امتصاص القطاع العام للإمكانيات التمويلية و الائتمانية الداخلية و الخارجية طويلة الأجل قد ابعد القطاع الخاص عن المشاركة في عملية التنمية الاجتماعية و الاقتصادية في كثير من الدول ، بالإضافة إلى ما تقدم نجد الاعتماد المتزايد على القطاع الحكومي و القطاع العام في عملية التنمية يحد من القدرة على الابتكار و التجديد و مشاركة القطاع الخاص و رجال الأعمال.¹

كما تعد سيطرة الدولة كمالك للشركات و كل وسائل الإنتاج هو إخفاق كبير في آليات الاقتصاد المعاصر، و لكن إن يرد هذا الإخفاق إلى جملة من الأسباب هي:²

- أسباب سياسية، نتيجة لفشل الأطر الشمولية، في توفير الشفافية في الرقابة المفروقة في القوانين و التشريعات .
- أسباب إدارية، نتيجة عدم كفاية القطاع العام في تبني أنماط إدارية ملائمة و متكيفة مع التغيرات البيئية.
- أسباب اقتصادية ، لقصور النظرية الاقتصادية الشمولية في تحقيق مبدأ الكفاءة الاقتصادية و عدم قدرتها على التوزيع الفاعل للموارد على النشاطات الاقتصادية ، فضلا عن مردودات تشجيع الاستثمار و التنمية و الأخذ بمبدأ تصفية الشركات الخاسرة .
- الفساد في الإدارة الحكومية، لانعدام اقتصاديات الثقة و المثل الأخلاقية و مبدأ النزاهة.
- ضغوطات العولمة و شروط الجودة الصارمة (متطلبات شهادة الايزو)
- ضغوطات دولية لبعض الدول النافذة سعيا لفتح و توسيع الأسواق لمنتجاتها
- الحاجة للحصول على مساعدات مالية من البنك الدولي و صندوق النقد الدولي أو غيرها من الجهات المانحة و التي تشترط القيام بإصلاحات هيكلية ، و من ضمنها الخصخصة كما أن تضائل إيرادات الدولة مع تزايد نفقاتها، و بالتالي ضرورة البحث عن إيرادات إضافية لتغطية هذا العجز من خلال بيع القطاع العام ، و ذلك لمسايرة التحول العالمي نحو اقتصاد السوق و انسحاب الدولة التدريجي من الحياة الاقتصادية.³

¹ نادية عبد النعيم، "الخصخصة و أثرها على التنمية" ، من الموقع :

www. alolabor.org.pdf 11 :43 2014/01/21

² صلاح عواد كريم الكبسي ، سناء عبد الكريم الخناق، "إدارة برنامج التغيير واقع و مستقبل التجربة الواقبة (نموذج مقترح)"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير العدد 05،جامعة سطيف ،2005،ص:22_34.

³ رحيم حسن ،"أساليب و آليات بيع القطاع العام :الشروط و الضوابط مع إشارة إلى التشريعي الجزائري"، الملتقى الدولي حول :اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ، 3_5 أكتوبر 2004،ص:563.

الفرع الثاني : دوافع الخصخصة .

هناك مجموعة من الدوافع وراء تبني إستراتيجية الخصخصة، من أهمها:

أولا : الدوافع الاقتصادية .

تشير الدلائل بشكل متزايد على الأنظمة الاقتصادية الحرة التي تعتمد على آليات السوق و المنافسة تزيد من الكفاءة و ترفع فعالية و معدلات الأداء تزيد من الجودة و تضمن تقديم سلع و خدمات بأسعار مقبولة¹ ، زد على ذلك أن المؤشرات النمو و البطالة و التضخم و العجز في الميزانية كلها تدل على فشل القطاع العام في تحقيق التنمية الاقتصادية ، كل هذه العوامل أدت إلى تزايد الأصوات المنادية بضرورة فتح المجال أمام القطاع الخاص القادر على تعبئة الموارد الاقتصادية و الاستغلال الأمثل لها.²

ثانيا :الدوافع السياسية و المذهبية .

لقد حدث توسيع كبير في الملكية العامة و القطاع العام في معظم دول العالم ، بما فيها دول الرأسمالية و الدول المستقلة حديثا و منها العديد من الدول العربية ، حيث حدثت هذه الموجة من التأميم خلال عقدي الخمسينات و الستينيات ، إلا أن هذا التدخل المتزايد للحكومات قد أدى إلى زيادة عجز الموازنات العامة ، و زيادة عجز موازين المدفوعات ، و هو ما انعكس أثره في ارتفاع مستويات التضخم ، و البطالة و انخفاض الدخل الحقيقي للأفراد، و لعلاج هذه الأوضاع ظهرت أفكار جديدة في أوائل السبعينيات ، قادها الاقتصادي ميلتون فريدمان في كتابه (حرية الاختيار) الذي دعا إلى أهمية المنافسة الحرة ، و تقدير الحرية الفردية ، و كبح قدرة الحكومات على إحداث عجز في الموازنة العامة أو الالتجاء إلى الاقتراض الداخلي أو الخارجي.³

ثالثا :الدوافع المالية .

تعتبر الدوافع المالية من أهم الدوافع في اتخاذ القرار بالتحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص و إتباع سياسة الخصخصة ، و تتفاوت الأهمية النسبية التي تمثلها هذه الدوافع في مسالة التحول من دولة إلى أخرى ،حسب مستوى تطورها و تقدمها و ظروفها الاقتصادية ، حيث تكون أكثر أهمية ، و اشد وضوحا في تجربة الدول النامية ، عنها في الدول المتقدمة ، و على أي حال يمكن أن الدول في هذا المجال ، إنما تهدف إلى تحقيق بعض الأغراض المالية من خلال عملية التحول ، كما تهدف إلى التخلص من بعض الأعباء و المشاكل ، إذ قد تتمثل الدوافع المالية للدولة في الرغبة بالحصول على عائدات نتيجة بيع الشركات العامة المملوكة لها ، لكي تستخدمها في تمويل بعض أوجه الإنفاق العام الأخرى ، كما قد يكون الهدف من التحول

¹ نسرين عبد الحميد نبيه، اثر انتقال عدوى الخصخصة على ثورات الدول العربية ، المكتب الجامعي الحديث ، مصر ، 2012،ص:162.

² ضياء مجيد الموسوي، العولمة و اقتصاد السوق الحر، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، 2005،ص:133.

³ صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة ، دار الغريب للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر ، 2006،ص:142.

إعفاء الدولة من كثير من الأعباء المالية ، التي تثقل كاهلها ، حيث تعاني الكثير من الدول من الأعباء الملقاة على عاتق الموازنة العامة ، و تحاول تخفيض الإنفاق العام بقدر الإمكان ، و لا يمكن أن يتم ذلك إلا من خلال تخلص الدولة من بعض الأنشطة العامة ، و جعل القطاع الخاص يقوم بها مما يؤدي إلى تخفيض الإنفاق العام على الدولة.¹

رابعاً: الدوافع الاجتماعية.

يمكن للخصخصة في هذا المجال أن تستعمل كأداة للتخلص من بعض المشاكل و المظاهر الاجتماعية كالرشوة و المحسوبية ، ذلك أن القطاع الخاص يعتبر اقدر على محاسبة العامل المهمل أو المقصر كما أن الخصخصة تؤدي إلى مزيد من الحرية الشخصية و تخلق نوعاً من الحافز لدى العامل و هذا بدوره ينعكس على الإنتاج.²

خامساً : المصادر الداخلية و الخارجية .

كما يمكن أن ترجع دوافع الخصخصة إلى بعض الضغوط التي تعود إلى مصدرين أساسيين هما :³

1- مصادر للضغط الخارجي: و هي:

-وكالات المساعدات الحكومية بقيادة وكالة المعونة الدولية الأمريكية .

-الصندوق الدولي ،البنك المركزي، حيث تمارس المؤسسات الضغوط و تفرض شروطها ضمن البرامج التصحيحية من خلال تقديم الموارد ، و إعادة جدولة الديون الخارجية .

2- مصادر الضغط الداخلية:و من ضمنها:

-الوضع المالي، فالدول النامية تعاني من عجز في ميزانيتها، و الأمل معقود على تخفيض الضغط المالي من خلال برامج الخصخصة.

-انتشار القناعة داخل الفكر الاقتصادي بفشل المؤسسات العامة و أهمية قوى السوق .

-رجال الأعمال: يشعر هؤلاء أن الفرصة مواتية لزيادة حالات نشاطاتهم، و بالتالي أرباحهم و نفوذهم.

¹ محمد عبد الله الظاهر ، الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل ، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص ص 176_177.

² صوفان العبد، "دور الجهاز المصرفي في تدعيم و تنشيط برنامج الخصخصة دراسة التجربة الجزائرية" ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، قسم علوم التسيير ، جامعة قسنطينة، 2011، ص ص : 38.

³ حبش محمد حبش، الخصخصة و أثرها على حقوق العاملين بالقطاع العام ، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011، ص:34.

إن هذه الأسباب و الدوافع أدت إلى إقناع كثير من الشعوب و المفكرين أن عملية الانتقال، هي العلاج الأمثل للخلل الموجود داخل شركات و مؤسسات القطاع العام ، و لذلك اتجهت الأنظار نحو فكرة الخصخصة .

الفرع الثالث : العوامل التي تساعد على نجاح هذه الإستراتيجية :

الخصخصة بوصفها عملية تغيير جذرية محظية ليست اعتباطية ، و هي ليست ترف فكري و انما ممارسة عملية تستوجب جملة من العوامل التي تساعد على نجاح هذه الإستراتيجية و من جملة هذه العوامل ¹:

- بناء نظام سياسي ديمقراطي شفاف .
- التحول في فلسفة الدولة من مالك للشركة ووسائل الإنتاج إلى مشرف على العملية الاقتصادية .
- يجب أن تكون مرحلية و لا تكون دفعة واحدة و منظمة و منضبطة عبر تشريعات حكومية لان التحول إلى الخصخصة المتسارعة سوف ينتج عنه بيع هذه الشركات بأثمان بخسة يكون نتيجتها التفریط بالملكية العامة.
- يجب أن تسبق عملية التحول إعادة تأهيل لهذه الشركات و رفع كفاءتها الإنتاجية.
- من حيث تهيئة المناخ المناسب لعملية الخصخصة فلا بد من إزالة العوامل التي تحد من عمل نظام السوق بالآلية المطلوبة ، و تأتي الاحتكارات على رأس العوامل التي تعوق عمل السوق بكفاءة تامة ، و يأتي ضمن القوانين المطلوبة تلك التي تحمي حقوق الملكية و الاختراعات مما يساعد على إدخال التكنولوجيا في الإنتاج و يوفر المناخ المناسب ، بالإضافة إلى ما تقدم فان نجاح عملية الخصخصة تتطلب توفر الأسواق المناسبة لكل من رأس مال و العمل ، و كذلك توفر سوق للأسهم و السندات ، لان قطاع الأعمال يقوم في معظمه على توفير الائتمان ، فوجود البنوك و توفر الأنظمة المالية المناسبة و كذلك توفر الرقابة المناسبة على هذا القطاع يعتبر من الجوانب الضرورية جدا لنجاح نظام السوق بصورة عامة و عملية الخصخصة بصورة خاصة، و يعتبر وجود سوق مناسب ينظم سوق العمل من الجوانب الهامة في عملية الخصخصة و لعل أول ما يواجه الشراكة المخصصة هو إمكانية التخلص من العمالة الزائدة لضمان تخفيض التكاليف ، و تدل التجارب على ان معظم المشاريع المخصصة قد تخلصت من العمالة الزائدة لديها و التي كانت موجودة في ظل رعاية الدولة ، فمن المعروف أن الكثير من الوظائف في الأجهزة و المشاريع الحكومية تخلق لاستيعاب بعض العمالة و خصوصا في حالة تفشي البطالة في الاقتصاد ، و تكمن أهمية توفر سوق مناسب و مقنن للأسهم و السندات في ضمان حرية التبادل بمقدار مناسب من الشفافية و توفير المعلومات عن أسعار الأسهم و السندات و كذلك عن النظم المحاسبية للشركات التي يتم تبادل أسهمها.²

¹ صلاح الدين عواد كريم الكبسي، سناء عبد الكريم، "إدارة برنامج التغيير واقع و مستقبل التجربة العراقية (نموذج مقترح)"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس _سطيف_ ، 3_5 أكتوبر 2004، ص:525.

² زين الدين عبد الله بري، خصخصة المشروعات العامة (منظور اقتصادي) ، إدارة النشر العلمي و المطابع، السعودية، 2005، ص ص : 9_10.

- إجراء تعديلات تشريعية لكافة القوانين ذات الصلة بعملية الخصخصة ضمانا لوجود اتساق و انسجام تشريعي و عدم وجود تناقض بين عملية الخصخصة و القوانين القائمة ، كما يجب توفير الرقابة الصارمة على عمليات التقييم و التسعير لضمان عدم الفساد و الرشوة .
- ضرورة إشراف الحكومة بنفسها على الخصخصة و إجراء تقييم دوري و منتظم للنتائج المترتبة على عمل المؤسسات و المشروعات العامة التي تم خصخصتها قبل الإقدام على المزيد من عملية خصخصة المشروعات في الدولة.¹
- إصلاحات قانونية مكثفة تعزز معاملات السوق و تحمي حقوق الملكية و تنظيم عقود الاستثمار الأجنبي بالإضافة إلى إصلاحات مؤسسية شاملة تساعد على إرساء قاعدة واسعة للإفصاح عن البيانات ، و إعداد برنامج موسع و شامل للخصخصة.²

المطلب الثالث: أهداف و شروط الخصخصة

تعتبر إستراتيجية الخصخصة بما تحمله من معنى التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، احد ابرز التغيرات التي أدخلت على اقتصاديات العالمين المتقدم و النامي خلال العقدين الأخيرين.

الفرع الأول : أهداف الخصخصة

تختلف أهداف الخصخصة من دول إلى أخرى حيث ظروفها الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية و الطبيعية الخدمة التي يراد خصخصتها ، فبعض الدول تتجه إلى الخصخصة كجزء من برنامجها للإصلاح الاقتصادي أو نتيجة لضغوط خارجية من صندوق النقد الدولي ، و بعضها يكون اتجاها للخصخصة نتيجة لتحول الدولة عن الاقتصاد الاشتراكي الى نظام اقتصاديات السوق و البعض الآخر يهدف للحد من دور القطاع العام و إعطاء دور اكبر للقطاع الخاص ، و بذلك تتعدد أهداف الخصخصة و التي من أهمها .

أولا :الأهداف الاقتصادية.

إن التحاليل الاقتصادية التي تمت في العديد من الدول خاصة حديثة النمو ، بنيت من خلال أهم المؤشرات مثل مؤشرات النمو و البطالة و التضخم و العجز في الميزانيات عجز القطاع العام في تحقيق التنمية الاقتصادية ، كما يجب أن تكون التنمية الاقتصادية شاملة لكل القطاعات الاقتصادية بحيث تصبح تنمية متوازنة ، كما إن توسيع قاعدة الملكية عن طريق الخصخصة يمثل حافز للمدخرين لاستثمار أموالهم في المشاريع التي يتم خصخصتها و

¹ مجلة اضاءات ،معهد الدراسات المصرفية ،الكويت ،العدد السادس،2011،ص:3.

² وفاء جعفر المهدي،"القاعدة الاقتصادية لإستراتيجية التحول إلى اقتصاد السوق"،المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ،كلية الإدارة و الاقتصاد،المجلد الثالث_ العدد الثامن.

التي يستحسن تسييرها و تصبح أكثر كفاءة ويزداد مردودها بالنسبة للمستثمرين بصفة خاصة و بالنسبة للمجتمع بصفة عامة¹.

كما أن الخصخصة من ناحية الاقتصادية تسعى إلى²:

- رفع الكفاءة الاقتصادية عن طريق تعزيز السوق المنافسة.
- التخفيف من الأعباء التي تتحملها ميزانية الدولة .
- رفع مستوى معيشة الفرد و تحقيق مستويات أعلى من الرفاهية .
- حصول الدولة على إيراد فعلي من خلال البيع النقدي للمؤسسات العامة، مضاف إليه الإيرادات المستقبلية الناجمة عن حصة الدولة المحدد ب 25% من إجمالي الأسهم في الشركات التي يتوجب بقاء الدولة شريكا مساهما فيها.
- زيادة الكفاءات الإنتاجية و التملك التكنولوجي و تنمية أسواق العمل و أسواق رأس المال.³
- تطوير أسواق المال المحلية : حيث تشير تجارب الخصخصة في دول العالم بان البرامج الناجحة كانت ترتبط بوجود سوق مال منظمة و كبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف و عدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها ، و من هنا تبرز أهمية أسواق رأس المال في التنمية الاقتصادية كآلية هامة لتجميع المدخرات من الأفراد و الشركات و توجيهها إلى الاستثمار ، حيث تقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات القدرة على التمويل إلى القطاعات ذات الحاجة إلى التمويل .

ثانيا :الأهداف المالية .

من بين الأهداف المالية للخصخصة نجد:⁴

- تخفيض من أعباء الموازنة العامة المتمثلة في الإسراف المستمر للموازنة العامة في صورة دعم مستمر و متزايد للمشروعات العامة و الخاسرة عن طريق تقديم المنح و المساعدات .
- تخفيض الدين العام و تخفيض الأعباء المالية المستمرة و المرتبطة بخدمات الدين العام .
- زيادة إيرادات الدولة من خلال الضرائب المباشرة ، و غير المباشرة على الشركات بعد خصصتها .

¹ عثمان حسن عثمان،"الخصخصة: الأهداف المتوقعة و دور الدولة في تحقيقها"،الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف، 3_ 5 أكتوبر 2004،ص:336.

² شهاب حمد شيخان ، "إشكالية الخصخصة و انعكاساتها في رفع كفاءة الأداء الاقتصادية (دراسة تحليلية تطبيقية)"، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية ،كلية الإدارة و الاقتصاد،العدد الثاني ،جامعة الانبار ، العراق ،2008،ص ص :1_20.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم ، المتغيرات العالمية للمنظمات الخصخصة العولمة الاقتصاد المعرفي، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ،2007، ص:29.

⁴ خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم،"الأزمة المالية العالمية و خصخصة الشركات"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال التحديات _الفرص_الأفاق،كلية الاقتصاد العلوم الإدارية ،جامعة الزرقاء الخاصة ، الاردن ،للفترة 10_11نوفمبر 2009، ص:8.

- التخفيف من الأعباء التي تتحملها ميزانية الدولة نتيجة دعمها للمنشآت الاقتصادية الخاسرة، و تركز موارده لدعم قطاعات التعليم و البحث العلمي و الصحة و الاهتمام بالبنية الأساسية و المنشآت الاقتصادية ذات الأهمية الإستراتيجية.¹
- توسيع حجم القطاع الخاص لكنه يلعب دورا فعالا في عملية التنمية و الاستفادة من مشاركة رأس المال الأجنبي.²
- امتصاص جزء من السيولة المتداولة التي تقود إلى التضخم النقدي بتحويلها إلى موجودات ثابتة يتقاسم الأفراد ملكيتها في حين يعود جزء من التكلفة النقدية إلى الدولة لتغطية إنفاقها الجاري و الاستثماري.

ثالثا : الأهداف السياسية.

من جملة الأهداف السياسية للخصخصة ما يلي:³

- تحمي استقلال القرار السياسي نتيجة التحرر من ضغوط مقدمي المعونات و المساعدات و القروض الأجنبية ، كما يؤكدون أن السياسة أو إستراتيجية الخصخصة و التحرير و آليات السوق تؤدي إلى تحسين مستوى المنتجات و الخدمات و زيادة الحساسية لطلب المستهلك و تحرر دافعي الضرائب من أعباء إنفاق و رواتب متضخمة و غير مبررة و تصفية إساءة استخدام المال العام و الكسب الغير مشروع.
- تصفي الأوضاع الاحتكارية و ترفع قيود العرض و يخفف التكاليف و تزيد الحوافز و الإنتاجية و الربحية بالتحول إلى القطاع الخاص و المنافسة السوقية و حوافز الإنتاج.

فالخصخصة في ظل الأسواق المفتوحة تؤدي إلى القضاء على الشعارات التي يستخدمها الاشتراكيون و البيروقراطيون ، رغم ثبات فشلها ، و القطاع الخاص اقدر على استبعاد السياسيين من استخدام مراكزهم لتحسين صورتهم من خلال توظيف الناخبين لصالحهم و عرض السلع بأسعار غير حقيقية و ما ينجم عن ذلك من مشاكل اقتصادية طويلة الأجل ، و بعد تخلي الدولة عن معظم الأنشطة الاقتصادية التي تتفرغ للاهتمام بأمر الدفاع و الأمن و الصحة.

رابعا : الأهداف الاجتماعية.

إن الخصخصة ربما تكون الوسيلة لتحقيق مزيد من الحرية الشخصية ، و إيجاد الحافز الشخصي للإنتاج و القضاء على السلبية و عدم الالتزام بالقواعد و القوانين و تخفيف انضباط في السلوك داخل مجالات العمل ، كما

¹ عبد السلام مسعود رحومة، "تجارب الخصخصة و أثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية"، من الموقع : www.arabbsi.org.pdf 11 :06

2014/01/21

² بعلوج بولعيد، "هل نصوص المياه"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 03_10 أكتوبر، ص:53.

³ صافي عبد القادر، "إشكالية خصخصة القطاع العام في الجزائر"، مذكرة ماجستير ،معهد العلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير ،جامعة الجزائر، 1995، ص:16.

تؤدي الخصخصة إلى القضاء على التلاعب و محاسبة العامل على الإهمال و التقصير و هذا يؤدي إلى إنتاج أكثر و بتكلفة اقل و جودة أعلى ، و بالتالي أرباح أعلى للمشروع و العامل ، و يمكن أن تكون الخصخصة وسيلة من وسائل الدولة للقضاء على المشاكل الاجتماعية مثل : التواكل و المحسوبية و التغاضي عن محاسبة المخطئين و الرشوة و غيرها من مشاكل المجتمع¹ ، كما يمكن للخصخصة توفير الخدمات للمواطنين و المستثمرين في الوقت و بالتكلفة المناسبين و زيادة فرص العمل و التشغيل الأمثل للقوى العاملة و مواصلة تحقيق زيادة في دخل الفرد.²

من خلال ما سبق نلاحظ ان للخصخصة هدف أساس و الذي يتمثل في الرفع الكفاءة و الإنتاجية في مؤسسات القطاع العام بعد تخصيصها ، و لا بد أن يقترن هدف رفع الكفاءة الذي يؤدي إلى تحسين الإنتاجية و الإنتاج ، بهدف تحسين آلية توزيع الموارد و السلع ، وفق متطلبات سوق سليمة و التي تتوقف بدرجة اكبر على هيكل السوق ، الذي تعمل فيه المؤسسات المخصصة ، لذلك فان عملية الخصخصة لا بد أن تقترن بتوفير العوامل و المنطقات التي تضمن استثمارها تحقيقاً لأهدافها الأساسية في رفع مستوى الأداء و تحسين الكفاءة الإنتاجية و التوزيعية و التي لا يمكن أن تتحقق إلا من خلال التوجه نحو إصلاح الاقتصاد الكلي و تحريره.³

إن القطاع الخاص يمثل اليوم محور عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في معظم بلدان العالم المتقدم و النامية على حد سواء نظرا لما يتمتع به هذا القطاع من مزايا و إمكانيات كبيرة تؤهله للقيام بدور ريادي في شتى المجالات الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية و المالية و في هذا الإطار تؤكد بعض الدراسات وجود علاقة ايجابية قوية بين أنشطة القطاع الخاص و النمو الاقتصادي و أن نمو الإنتاجية يرتبط بشكل وثيق بالاستثمارات الخاصة.⁴

الفرع الثاني: شروط الخصخصة .

لكي تنجح الحكومات في البلدان النامية أو المتقدمة في عملية الخصخصة، و تحقيق الأهداف المرجوة منها، فانه يتوجب عليها إتباع جملة من الخطوات و التي من أهمها:

أولا : الشروط التي تسبق تطبيق الخصخصة

يفترض لنجاح برنامج الخصخصة أن يقوم في إطار إستراتيجية واضحة و سهلة التطبيق ، بحيث تضمن التنسيق بين أهداف الخصخصة المختلفة و يشترط في هذه الإستراتيجية أن تتضمن تحديدا لشروط أو متطلبات

¹ ابراهيم عواد المشاقبة ، اثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات ، دار البيازوري العلمية للنشر و التوزيع ،الأردن 2013،ص:54.

² بالرقى تيجاني، "المؤسسات العمومية بين إمكانيات البقاء و احتمالات الخوصصة حالة الجزائر"،الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ، 03_05 أكتوبر 2005،ص:371.

³ عبير سليمان عطيرة ، "متطلبات إعادة هيكلة الاقتصاد السوري و أبعاده من أجل الدخول في منظمة التجارة العالمية" ، مذكرة ماجستير في الاقتصاد ،كلية

الاقتصاد ،قسم الاقتصاد و التخطيط،جامعة تشرين ، سوريا 2006،ص:95.

⁴ مولاي لخضر عبد الرزاق ،بنونة شعيب، "دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية دراسة حالة الجزائر _"، مجلة الباحث ، كلية العلوم

الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،العدد 07،جامعة ورقلة،2010، ص:138.

اللازمة ، التي سيضاع برنامج الخصخصة و ينفذ في إطارها ، باعتبار إن هذه الشروط ، متطلبات أساسية ، يتعين توافرها ابتداء ، و قبل البدء في تطبيق هذا البرنامج بهدف إنجاحه ، و من أهم هذه الشروط :

1- تهيئة الرأي العام:

ينبغي القيام بهذه الحملة قبل البدء بتنفيذ الخصخصة ، حيث ينبغي توضيح مفاهيم الخصخصة و آثارها المتوقعة من خلال وسائل الإعلام المختلفة و عن طريق عقد الندوات و المحاضرات و غيرها ، و السبب في ذلك أن شريحة هامة من أبناء المجتمع الذي تعود على وجود القطاع العام ما تزال تتمسك بفكرة الملكية العامة على أساس أنها ترتبط بفكرة العدالة التوزيعية و رعاية الدولة لجميع أفراد المجتمع ، أو نتيجة لان مصالحهم ارتبطت بوجود القطاع العام و من ثم تواجه سياسة الخصخصة معارضة شديدة من هؤلاء.¹

2- القائمون على تنفيذ الخصخصة :

من أهم الشروط التي يجب مراعاتها قبل البدء بتنفيذ سياسة الخصخصة ، تلك المتعلقة بالقائمين على تطبيقها ، باعتبار ذلك من أهم و اخطر الأطراف فيها ، فهم المسئولون عن نجاحها و عدم نجاحها ، و بالنظر إلى ما تتطلبه عملية الخصخصة من خبرات متخصصة و مؤهلة و كفاءات مدربة ، فقد كان من الضروري ، أن يتم إنشاء هيئة عليا، لتتولى تنفيذ هذه العملية بكفاءة و فاعلية، و لتتولى كذلك مهام الرقابة و الإشراف على الأنشطة و المؤسسات المنوي خصخصتها، حيث يجب أن ترتبط هذه الهيئة بأعلى مستوى سياسي في الدولة لتتوافر لها القوة و الدعم اللازمان لإصدار القرارات شجاعة و نزهة أن الهيئة العليا تتمثل في وزارة أو هيئة خاصة بهذا الغرض التي تتكون ممن أعضاء الحكومة ، و تكون وظيفتها الأساسية اتخاذ القرارات و تحديد أهم الأولويات في إعداد برنامج الخاصة بالخصخصة ، أما هيئات الرقابة فتتكون من الهيئات التنفيذ لبرنامج الخصخصة .

3- تطوير التشريعات العامة:

لكي تسمح بتطبيق الخصخصة من خلال إنشاء أجهزة مركزية متخصصة لدراسة جدوى الخصخصة في المؤسسات المرشحة للخصخصة قبل عرضها للبيع لكي يتم تصحيح أوضاع الشركة و المؤسسات والمشروعات العامة التي سيتم خصخصتها قبل الشروع في خصخصتها ، لتلاقي السلبيات و المعوقات التي تحد من فرص نجاحها.² وبذلك يجب على الدولة تحديد المنشآت العامة التي يجب الاحتفاظ بها ، باعتبارها تمس الصالح العام و تمثل دورا حيويا و استراتيجيا ، يصعب أن تتخلى عنه الدولة ، و إلا اعتبر ذلك تخليا عن دورها في تقديم الخدمات العامة الرئيسية ، و تلك التي تمثل خطورة على الأمن القومي أو أهمية إستراتيجية.³

¹ المرسي السيد حجازي ، إقتصاديات المشروعات العامة النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، مصر، 2004، ص:307.

² طلال عبد الله الحري، "خصخصة الأندية الرياضية و أبعادها الإدارية و الأمنية في المملكة العربية السعودية" ، مذكرة ماجستير في العلوم الإدارية ،كلية

الدراسات العليا ، قسم العلوم الإدارية ،جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية ،السعودية ،2011،ص:22.

³ محمد عبد الله الظاهر، مرجع سابق، ص:187.

4- تهيئة البيئة الاقتصادية الملائمة :

تعتبر الخصخصة الجانب الأبرز من جوانب الإصلاح الاقتصادي ، و هي بذلك تتطلب و قبل الشروع في تطبيقها ، العمل على تهيئة البيئة الاقتصادية الملائمة ، و لما كانت الخصخصة جزءا مهما و مرحلة رئيسية من مراحل التحرير الاقتصادي ، فان ذلك يؤدي إلى عدم إمكانية تطبيقها إلا في ظل توافر سوق تتسم بالحرية الاقتصادية و أعمال قوى العرض و الطلب¹، كما انه في ظل الدور الإنمائي للدولة سابق ، تبنت العديد من الدول النامية ساسية إحلال الواردات ، حيث تضمنت هذه الساسية العديد من الإجراءات الحمائية للتجارة الخارجية في شكل قيود جمركية و غير جمركية بالإضافة إلى الدعم المباشر للإنتاج ، كما تدخلت الحكومة في السوق النقدية و المالية من خلال تحديد أسعار الفائدة و في أسواق المنتجات من خلال تحديد الأسعار السلع² .

و هذا ما أدى إلى تدني كفاءة القطاع العام ، إذ يجب أن تسبق تطبيق الخصخصة ترك قوى السوق تقوم بتوجيه الاقتصاد و الاعتماد على آليات السوق ، و يجب أن يتضمن العناصر التالية:³

أ- تحرير الأسعار:

كما قلنا سابقا فان الخصخصة ليست غاية في حد ذاتها بل هي وسيلة لزيادة كفاءة تخصص استخدام الموارد، و هذا لا يتحقق إلا في ظل آليات سوق ثم تحريرها، حيث تقوم قوى السوق بتوجيه قرارات المنشأة في المجالات المختلفة.

ب-الاستقرار النقدي و تحرير القطاع المالي :

و يتم ذلك عن طريق تخفيض التدخل الحكومي في القطاع المالي ، إلغاء الحد الأقصى لأسعار الفائدة الذي تحدده الحكومة ، إلغاء أولويات الإقراض لقطاعات معينة ، و إصدار اذونات الخزنة بهدف التحكم في حجم السيولة و رفع القيود على تحويل العملة بما فيها أرباح المستثمر الأجنبي و رفع الرقابة على أسعار الصرف.

ج- تهيئة مناخ تنافسي :

لقد اعتادت منشآت القطاع في أكثر الدول النامية ، على العمل في مناخ احتكاري أو يكاد ينقصه الدافع على تحسين الأداء ، حيث لا مساءلة عن النتائج، و زاد من عمق المشكلة ، إن الأهداف الاجتماعية قد أخذت موقعها في كثير من الحالات على قمة سلم أولويات منظومة الأهداف المنشودة ، و في تحرك الحكومة نحو تحقيق

¹ محمد عبد الله الظاهر، مرجع سابق، ص:191.

² عبد العزيز سالم بن حبتور، إدارة عمليات الخصخصة و أثرها في اقتصاديات الوطن العربي ، دار صفاء للنشر و التوزيع،الأردن،1997،ص:39.

³ محمد معن ديوب، " المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخصخصة "، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية كلية الاقتصاد،المجلد 28،العدد 2،جامعة تشرين ،سوريا،2006، ص ص 95_115.

الإصلاح الاقتصادي يصبح إلزاما عليها خلق مناخ تنافسي باعتباره مسالة حتمية برفع كفاءة الأداء و يأخذ هذا الاتجاه المسارين التاليين :

1- تحرير التجارة

فمن ابرز الانجازات التي تتخذ لتحرير التجارة هو تخفيض الرسوم الجمركية ، إلغاء الحصص للتصدير ، تخفيض القيود على الاسترداد إلى جانب إزالة العوائق البيروقراطية التي تحد من حرية التجارة .

2- إعادة هيكلة السوق:

و يكون السبيل إلى ذلك هو المساواة بين القطاعين العام و الخاص و عدم الاستمرار في إعطاء مركز احتكاري لمنشات القطاع العام، إضافة إلى إزالة الحواجز التي تمنع دخول الشركات الجديدة.

3- دعم و تقوية أسواق المال:

يعد وجود سوق المال من الشروط الضرورية اللازمة لإنجاح عملية الخصخصة ، ذلك انه من خلال سوق الأوراق المالية هذه يتم طرح أسهم الشركات للتداول ، و يؤدي هذا إلى جذب المدخرات المحلية و الأجنبية للاستثمار غير المباشر في محفظة الأوراق المالية ، كما أن لسوق المال وظيفة بالغة الأهمية و هي متابعة أداء الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة ، حيث تلتزم تلك الشركات قانونا بتقديم تقارير ربع سنوية تفصح فيها عن مركزها المالي و عن أدائها خلال تلك الفترة.¹

ثانيا : شروط تنفيذ الخصخصة.

ذكرنا فيما سبق أن هناك شروط مبدئية يجب توافرها قبل البدء بتنفيذ الخصخصة، فيما يلي أهم الشروط الواجب توافرها لتنفيذ الخصخصة:

1-الإعلان عن برنامج المشروعات التي سيتم خصصتها :

إن قرار إخضاع المشروعات العامة لعملية الخصخصة ، يجب أن تبني ابتداء على الرؤية الصائبة ، القائمة على المعرفة الكاملة لإبعاد و متطلبات انتهاج برنامج الخصخصة ، فهو يعتمد أساسا على تحليل أوضاع القطاع العام في الدولة و تقييم أدائه ، و التعرف على أوجه القصور ، و المشكلات و المعوقات التي يعاني منها كما يعتمد قرار الخصخصة أيضا على معرفة حجم القطاع و تباين مشروعاته ، من حيث تحقيق الربح و حجم

¹ المرسي السيد حجازي، مرجع سابق، ص:313.

المديونية ، التي يعاني منها و طبيعة عمله و حجم القوى العاملة فيه و غيرها من الأمور الأخرى.¹ ، تقوم الدولة كخطوة أولى بإجراءات من أهمها :

أ- مسح شامل للقطاع و ذلك بهدف تصنيف مشروعات و تحديد مدى أهميتها و قابليتها للتحويل إلى القطاع الخاص و ذلك بناء على عدة معايير منها الربحية حيث تفضل الدولة التخلص من الوحدات الخاسرة، الحجم خاصة أن تحويل المشاريع الأصغر يكون أسهل خاصة مع بداية الخصخصة ، الملكية حيث يمكن البدء في تخصيص المشروعات التي يشارك القطاع العام في ملكيتها مع القطاع الخاص ، هيكل السوق حيث يمكن تركيز في البداية على خصخصة المشروعات التي تؤدي عملية تخصيصها إلى تصحيح الوضع الاحتكاري في السوق ، كما أن هناك معيار آخر و هو معيار التغيير التكنولوجي ، حيث يمكن في البداية التركيز على المشروعات و الوحدات العاملة في المجالات المتميزة باعتبار مثل هذه المشروعات أكثر ملائمة لأساليب القطاع الخاص .

ب - اختيار و ترتيب المشروعات المزمع خصصتها وفقا لبرنامج زمني .

2-التقييم الصحيح للمؤسسات المرشحة للخصخصة

تعتبر مرحلة تقييم المشروعات و الوحدات المرشحة للتحويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص من أهم و أدق المسائل و المتطلبات اللازمة لتنفيذ الخصخصة ، حيث أن التقييم سيؤدي إلى تصنيف الشركات إلى رابحة أو خاسرة، و كل هذا الغرض اتخاذ قرار نهائي سليم بالخصخصة و الذي يتأثر بتقييم الشركة .

3-اختيار الأسلوب الأمثل للخصخصة :

تتخذ الخصخصة عددا من الأساليب و الصور ، التي تؤدي جميعها إلى معنى التحويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص ،سواء من حيث تحويل إدارة المشروعات التابعة للقطاع العام إلى القطاع الخاص أو من حيث نقل ملكيتها إلى القطاع الأخير ، و لا شك أن تحقيق التوازن بين مصلحة الدولة و بين عدم الإجحاف بالمستثمرين من القطاع الخاص المعيار الواجب اتخاذه أساسا لاختيار الشكل أو الأسلوب المناسب للتحويل ، لان الحكومة ليست مقيدة بإتباع أسلوب معين لهذا التحويل دون غيره ، بل هي مخيرة بين عدة أساليب ، تجري اختيارها و اعتمادها تبعا لظروف كل برنامج ، و تبعا لظروف كل برنامج ، و تبعا لكل مشروع على حدي ، بحيث ينبغي على الدول تفعيل هذه الأدوات لتناسب أهدافا معينة لكل مرحلة من مراحل الخصخصة.²

¹ محمد عبد الله ظاهر ، مرجع سابق، ص:207.

² محمد عبد الله ظاهر ، مرجع سابق، ص:216.

4- إنشاء صندوق خاص لعوائد عملية الخصخصة :

من أهم الوسائل الهامة و الفاعلة في مجال الحد من الآثار السلبية للخصوصية هو إنشاء صندوق خاص لعوائد عملية الخصخصة يحوي الأموال المتحصل عن بيع حصص الحكومة في الشركات أو المتحصل نتيجة استخدام مختلف أساليب الخصخصة ،كذلك الإيرادات الناشئة عن استثمار هذه الأموال ، إذ يعد هذا الصندوق من أهم المتطلبات التي تسهم و بشكل فاعل في درء اثر الخصخصة السلبية .

المطلب الرابع : أشكال و استراتيجيات الخصخصة

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى كل من أشكال الخصخصة و أهم استراتيجياتها و ذلك من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول : أشكال الخصخصة

تعني الخصخصة الرغبة في التحرير الاقتصادي و ذلك بالتخلص من الاقتصاد الاشتراكي و التحول نحو اقتصاد السوق لمواكبة النظام العالمي الجديد¹، و بذلك يمكن التمييز بين الأشكال التالية للخصخصة .

أولاً : الخصخصة كلية أو جزئية.

قد تكون الخصخصة كلية إذا كان طرح أصول أو أسهم الشركات للبيع بالكامل ، أما بشكل مباشر و أما في سوق الأوراق المالية ، و قد تكون الخصخصة جزئية ، إذا كان المطروح للبيع هو جزء من أصول أو أسهم شركات ، كان يطرح للبيع 10% أو 20% أو 40% فقط من هذه الأصول ، و الشركات لا تخرج عن نطاق قطاع الأعمال العام إلى نطاق الشركات المساهمة إلا إذا كانت نسبة ملكية القطاع العام فيها اقل من 50% من قيمة الأصل أو أسهم الشركة ،حسب العرف القائم².

ثانياً :خصخصة الملكية و خصخصة الإدارة.

فالمقصود بخصخصة الملكية ، تعني تحويل ملكية المشروع كلياً أو جزئياً إلى ملكية خاصة من خلال بيع المشروع أو جزء منه على انه موجودات ، و بالطبع فان لكل مشروع أسلوبه الخاص و الملائم له و اختيار الأسلوب المناسب يقلل من التحديات الكبيرة أمام نجاح عملية الخصخصة.

أما خصخصة الإدارة ، فتعني عدم إحداث أي تغيير في نمط ملكية المشروع ، فيظل المشروع مملوكاً ملكية عامة ، لكن الذي يحدث هو تغيير أسلوب و نمط إدارته ، و هناك صور عديدة لخصخصة الإدارة منها عقود الإدارة ، و بمقتضاها تحتفظ الدولة بملكية و توكل إدارة المشروع إلى القطاع الخاص على أن توفر له كل

¹ عبد الرزاق خليل، محمد زقون، "اثر التغيير في نمط الملكية على الأداء المالي للمؤسسات"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد3، 2005، ص: 163.

² عمر حسين ، الجات الخصخصة ، دار الكتاب الحديث ،مصر ،1997،ص: 85.

الأموال اللازمة و ذلك نظير عائد محدد و أكثر ما يكون في ذلك المشروعات الخدمية ، و هناك صور أخرى لخصخصة الإدارة منها عقود التأجير و عقود الامتياز و غيرها¹ سوف يتم التطرق إليها في المبحث الثاني.

الفرع الثاني : إستراتيجية الخصخصة :

تم تبني إستراتيجية محددة وواضحة المعالم لتطوير قطاعات الأعمال لعل ابرز محاورها و ملامحها ما يلي:²

- تحرير إدارة الشركات من السيطرة الكاملة للوزارات و الأجهزة البيروقراطية و اعتمدت في ذلك صيغة الشركات القابضة التابعة هو نموذج وان كان مشابها في مواصفاته و أسس تكوينه نموذج الهيئات العامة المعترض عليها إلا أن التجربة وحدها هي التي سوف تصدر الحكم على هذه النماذج المستحدثة .
- تبني آلية واضحة لاشتراك القطاع الخاص في ملكية الوحدات العامة و لبيع الأجزاء الميئوس منها من تلك الوحدات أو تصفيتها عند الضرورة، و هو ما لم يكن ممكنا أو مسموحا به في الفكر الاقتصادي للقطاع العام.
- تطوير آلية فعالة لمراقبة أداء الإدارة و إمكانية محاسبتها و استبدالها بشكل دوري عند الضرورة .
- إخضاع تمويل النشاط لمعايير و سوق المال إنهاء لممارسات الاسترجاع المال لشركات القطاع العام و استنزافها للموارد القومية لاقتراض المفرط من البنوك أو بتحميل خسائرها على الدولة.
- إشراك العمال في الإدارة بصيغة تتمشى مع متطلبات قطاع الأعمال.

يتقرر بعد مرحلة من الأداء لهذه الإستراتيجية ما إذا كانت تستعير نهاية المطاف بالنسبة للتطوير المفترض و المستهدف أو انه سوف يتطلب الأمر إضافات أو تعديلات تفرضها الظروف و النتائج و تستوجبها الضرورات الاقتصادية للخصخصة.

لذلك فان خيار الخصخصة عدته العديد من الدول الأسلوب الأمثل و العلمي لمعالجة السلبيات التي

واجهتها و تتحقق الخصخصة من خلال الفكر الاقتصادي ،و بناء على الأهداف التي تضمنها البرنامج الخصخصة فهناك ثلاث استراتيجيات أساسية هي :³

أولا :الخصخصة الواقعية (البرجمائية) :

تلجا هذه الإستراتيجية إلى إيجاد حلول مؤقتة لمشكلات طارئة ، و تقدم برامج الخصخصة في المدى القصير ، مثال ذلك ما قامت به شركة السكك الحديدية الإيطالية المؤممة (اف اس) بإدخال إصلاحات تتلاءم مع

¹ زهراء احمد محمد توفيق النعيمي، "الخصخصة كخيار في القطاع المصرفي العراقي في ظل التوجهات المصرفية المعاصرة"، مجلة تنمية الزافدين، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد 92، مجلد 30، 2008، ص: 91_110.

² صلاح عباس، الخصخصة المصطلح التطبيق ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص: 89_90.

³ خالد حمادي حمدون المشهداني، الخصخصة أثرها في معدلات التضخم و انعكاساتها على معدلات النمو الاقتصادي، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن 2013، ص: 28_33.

حرية السوق و لا سيما أن الهدف منها تقليص الفساد ، و تقدم الخصخصة من هذا المنظور حلا إداريا لمشكلة و إجراء تغيير في التنظيم لتحقيق أهداف معينة ، هذه الأشكال من الخصخصة يكثر ظهورها في الدول التي لها توجهات سياسية ، و نجحت في التخلص منها كدول الكتلة الشرقية و تعزز الخصخصة الواقعية عملية التخلص من هذا التسييس للمؤسسات الاقتصادية و تترك لعوامل السوق إدارة الاقتصاد ، بعيدا عن تدخل الدولة ، و ترى أيضا أن إصدار الأسهم للمساهمين من القطاع الخاص أو بيع المؤسسات الفرعية مجرد ذرائع لضمان ربحية المؤسسات في المدى القصير ، و أن عددا من صور الخصخصة البرجمائية قد يكون الدافع إليها الأزمات الداخلية المتعلقة بالميزانية أو العجز في ميزان المدفوعات ، و هذا ما تعانيه كثير من الدول النامية ، و يمكن القول أن إستراتيجية الخصخصة الواقعية يكون الهدف الرئيسي إليها هو التكيف مع الظروف المتغيرة ، و تقديم حلول المشاكل الطارئة إذا توافرت بدائل مناسبة لمعالجتها عن طريق تحقيق عوائد جديدة و تنويع مصادر الدخل ، و قد تكون بعيدة عن إجراء تغييرات هيكلية يمكن الاعتماد عليها للتمييز بين أنماط الخصخصة ، و ليس مجرد عمليات التغيير في أشكال التمويل و الملكية و إصدار القوانين و تقديم الخدمات .

ثانيا : الخصخصة التلقائية (المرحلية أو التكتيكية) :

تعتمد هذه الإستراتيجية على تنفيذ الدولة لوسائل تشجيعية لتحفيز المبادرات لأفراد المؤسسات القطاع الخاص ، مع تهيئة الإمكانيات الاقتصادية و البني الرئيسية الملائمة لنمو هذا القطاع ، و ذلك بإطلاق قوى السوق و تهيئة الوسائل الملائمة للاستثمار و الإنتاج ، و يلاحظ أن تنفيذ هذه المتطلبات يتطلب مدة زمنية طويلة لقيام جميع المؤسسات العامة و الخاصة بتعديل خططها المتعلقة بالادخار و الاستثمار ، و استنادا إلى متطلبات الخصخصة التلقائية التي تؤكد على أن تشجيع القطاع الخاص و دعمه لزيادة ثقله في الاقتصاد الوطني يجب أن لا يؤثر في وضعية الأنشطة التي يضطلع بها القطاع العام .

و غالبا ما تطبق هذه الإستراتيجية في البلدان النامية استجابة لما يطالب به البنك الدولي و صندوق النقد الدولي بوضع خطط في هذه الدول بوضعه شرطا مسبقا للحصول على قرض ، و يعتقد أن الخصخصة التلقائية توفر عدد من السيمات الايجابية في تهيئة البيئة الملائمة لتقبل عملية الخصخصة ، و لا سيما 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، و طبيعي انه طالما أن المؤسسات العامة تمثل عينة كبيرة من النشاط الاقتصادي فلا بد أن تحظى بنسب كبيرة من النشاط الاقتصادي، من خلال الاستثمارات الإضافية، و هذا كفيل باستمرار السيطرة القطاع العام، و من ثم يعطى تفسيراً لفشل الخصخصة التلقائية في تغيير صفة الاقتصاد.

ثالثا : الخصخصة الهيكلية (البنوية):

تندرج هذه الإستراتيجية في سياسة الإصلاح الاقتصادي، و عادة ما يتطلب تنفيذها مدة طويلة من الزمن بدءا من الإجراءات التمهيديّة المتعلقة بتنفيذ إستراتيجية الخصخصة التلقائية تتبعه إجراءات هيكلية تستند إلى تصفية المؤسسات العامة التي تثبت عدم جدوى إصلاحها ليتم بيعها أو حتى فصل ملكيتها عن إدارتها و قد ظهرت الخصخصة الهيكلية في أوائل التسعينيات حيث بدأت الاقتصاديات التي كانت مخططة مركزيا في التحول إلى اقتصاد السوق ، و هذا يتطلب خلق بيئة اقتصادية تعتمد على مزايا السوق ، لتمكن تلك المؤسسات الناشئة أو المتحوّلة من إجراء تغييرات معتمدة على التغييرات التي يؤثر فيها السوق من خلال التحول في الأسعار النسبية المتحكم بها إلى نظيرتها التي تعتمد على فرص التكاليف البديلة ، و هو الأمر الذي يقود في صيغته النهائية إلى التغييرات الهيكلية في مكونات الاقتصاد القومي . و قد كان هناك اختلافا شديدا بين الاقتصاديين حول اختيار أفضل استراتيجيات لتنفيذ عملية الإصلاح في نظام الملكية .

المبحث الثاني : أساليب و مراحل الخصخصة.

تمتاز الخصخصة بخاصية هامة ، و هي إمكانية تطبيقها من خلال أساليب متنوعة تسعى جميعا إلى زيادة الأهمية النسبية للقطاع الخاص ، داخل الاقتصاد الوطني ، كما تتيح أساليب الخصخصة ميزة كبرى لصانعي القرار ، لأنها توفر الانتقاء بين أساليب متنوعة ، بما يتسق مع ظروف الاقتصاد و طبيعة النشاط ، و ظروف المؤسسات الخاضعة لها .

المطلب الأول: أساليب الخصخصة .

توجد أساليب و طرق متعددة يمكن من خلالها تطبيق الخصخصة، و للدولة أن تختار من بين هذه الأساليب المتنوعة بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية، و طبيعة النشاط، و ظروف المشروع الذي يخضع لعملية الخصخصة و يمكن حصر أهم الأساليب و الطرق الرئيسية لتطبيق الخصخصة بما يلي:

الفرع الأول: الطرق التي تنطوي على عملية البيع:

و هنا تتخلى الدولة عن القطاع العام بصورة نهائية عن طريق بيعه إلى القطاع الخاص¹، و تلجأ الدولة إلى أسلوب البيع إذا كان وضع المؤسسات جيدا يسمح باستقطاب العديد من المشترين و ذلك من خلال بيع المؤسسة بالكامل أو بيع جزء منها ، ففي الحالة الأولى تنتقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص ، أما إذا تم التنازل عن نسبة من رأس المال ، المؤسسة عندما لا تسمح الظروف ببيع كل المؤسسة فهنا نحصل على

¹ رابح خوني ، رقية حساني، "الخصوصية كآلية تحول إلى اقتصاد السوق"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة" ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر ، ص:144.

مؤسسة مختلطة ، كما قد يتم تقسيم المؤسسة مما يساعد على بيع جزء أو عدة أجزاء مع بعضها البعض و في ما يلي بعض الأساليب المتبعة في عملية البيع :

أولاً : الطرح العام للأسهم "الاكتتاب العام"

تعني الطرح العام قيام الدولة بعرض كل أو جزء من أسهم المؤسسة للبيع للجمهور ، من خلال سوق الأوراق المالية (البورصة)¹ ، و بذلك يتحول المشروع بالكامل إلى مشروع خاص ، يتم طرح جزء من أسهم المشروع العام ، و بذلك يتحول المشروع إلى مشروع مشترك ، و هذا الأسلوب من أفضل أساليب الخصخصة لأنه يعمل على تنشيط و تطوير سوق رأس المال ، و توسيع قاعدة الملكية لأفراد المجتمع ، و عدم احتكار مستثمر أو مجموعة من المستثمرين للمشروعات العامة التي يتم خصخصتها ، كما انه يناسب المشروعات كبيرة الحجم و لهذه الطريقة مطلبان رئيسيان هما:²

- ان تشكل المؤسسة المطروحة للبيع فرصة استثمارية مغرية للقطاع الخاص.
- ان تتواجد سوق مالية متطورة.

و هو غالبا ما لا يتوافر في الدول النامية ، مما يؤدي إلى محدودية نجاح هذه الطريقة فيها ، مما سبق يعتبر هذا الأسلوب من أفضل أساليب الخصخصة ، لأنه يلاقي تأييدا شعبيا ، و يقوم بتوسيع قاعدة الملكية الكثير من أبناء الدول التي تطبق هذا الأسلوب ، و ينفذ سياسة التحرر الاقتصادي ، و يمكن للدول النامية استخدام هذا الأسلوب في تطوير سوق رأس المال و فيما يخص سعر الإصدار يمكن أن نميز بين أسلوبين رئيسيين:³

أ_ طرح السهم للبيع بسعر محدد : و في هذه الحالة يحدد مقدم الطلب الأسهم التي يرغب الاكتتاب فيها ، و بالسعر الذي سبق الإعلان عنه ، غير أن عدد الأسهم التي يحصل عليها كل مستثمر من الإصدار الكلي ، تتحدد على أساس عدد الأسهم التي يرغب المستثمر في شراءها ، مساوية إلى إجمالي الأسهم التي تقدم لشرائها مجموع المستثمرين .

ب _ أسلوب المزاد: يقصد بالمزاد انه بيع عام يتم فيه بيع الأعمال للشخص المقدم اكبر عطاء ، و فيه يتحدد السعر على أساس التوازن بين العطاءات المقدمة ، و كمية الأسهم المطروحة للبيع .

و يتوقف تفضيل أي من الأسلوبين السابقين على عدد من الضوابط ، ففي حالة الطرح العام للسهم عن طريق السعر المحدد غالبا ما تدفع الرغبة في ضمان نجاح الإصدار الأول إلى تخفيض سعر السهم و هذه

¹ إيهاب الدسوقي ، الخصخصة و الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة حالة التجربة المصرية ، دار النهضة العربية ، مصر، 1995، ص:31.

² فايز عبد الهادي احمد، الخصخصة دراسة على المملكة العربية السعودية ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، مصر ، 2011، ص:8.

³ موسى سعداوي، 'دور الخصخصة في التنمية الاقتصادية حالة الجزائر' ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2007، ص:109.

الخاصية قد تجلب اتهامات للحكومة بأنها تتبع اقل من القيمة الحقيقية ، و يرتبط ذلك بمشكلة أخرى تكمن في مستوى السعر الذي يمكن أن تباع به كافة الأسهم .

ثانيا : الطرح الخاص للأسهم " الاكتتاب الخاص "

يقصد بالطرح الخاص بيع أسهم المنشأة أو جزء منها لمستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين و بفضل هذا الأسلوب في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف أو الشركات التي تحتاج إلى مالكين أقوىاء تتوافر لديهم الخبرات الصناعية و المالية و التجارية اللازمة لنجاح الشركات ، و كذلك 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 أن أحجام بعض الشركات قد لا يكون من الكبير بحيث يبرر الاكتتاب العام.¹

يكون هذا الأسلوب ملائما في ظل توافر العناصر التالية:²

- الشركات ذات الحجم الصغير بالنسبة للقطاع العام ، نظرا لأنها تحظى باهتمام كافي من السماسرة ، يجعل أسهمها صعبة التسويق ، كما أن إثبات التكاليف المصاحبة للطرح العام ، و عدم ارتباطها بحجم المؤسسة ، يجعل من المنطقي تفضيل خوصصة المشروعات الصغيرة عن طريق الطرح الخاص .
- ضعف أسواق رأس المال .
- الشركات ذات الحجم الصغير بالنسبة للطرح العام .

و لكن هناك مأخذ على هذا الأسلوب كون هناك صعوبة في عملية تقييم المشروع بسعر السوق العادل، حيث أن تحديد السعر النهائي خاضع لرغبة المشتري و ليس الحكومة.

و يمكن أن نميز أسلوبين للطرح الخاص و هما العطاءات ، التفاوض المباشر و ذلك كما يلي:³

➤ **البيع المباشر :** أو ما يسمى بالتفاوض المباشر و الذي يعتبر من أكثر الطرق استخداما و انتشارا على المستوى العالمي ، و يتطلب هذا الأسلوب إجراء عملية البحث لاختيار عدد من المستثمرين المحتملين الراغبين في المساهمة في ملكية الدولة ، و تأخذ طريقة البيع المباشر أشكالا مختلفة كالبيع عن طريق المزاد العلني أو البيع للمستثمر الأجنبي و كل هذه الأشكال تشترك في عدم وجود وسيط بين الدولة و المشتري .

¹ فالح أبو عامرية ، الخصخصة و تأثيراتها الاقتصادية ، دار أسامة للنشر و التوزيع ،الأردن، 2008،ص ص: 37_38.

² موسى سعداوي، مرجع سابق، ص: 109.

³ دوقي قرمية ، " أثار الخوصصة على الجهاز المصرفي الجزائري دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري"، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم اقتصادية ،جامعة بسكرة ،2008، ص:35.

➤ أسلوب العطاءات : يتم البيع وفق هذا الأسلوب من خلال دعوة العديد من الراغبين في شراء المؤسسة لتقديم العروض ليتم فيما بعد المقارنة بين هذه العروض المختلفة و اختيار المشتري الذي يعرض أعلى سعر ، و تستخدم هذه الطريقة في بيع بعض المؤسسات الهامة و الإستراتيجية التي تتطلب إدارتها مواصفات خاصة و قدرات تمويلية و خبرات عالية ، و على الرغم من أن تقديم العروض يكون مفتوحا لكل المستثمرين الراغبين في الشراء إلا انه قد يحدث نوع من التواطؤ بين المشتريين أو بين المشتري و البائعين خاصة في ظل الفساد الإداري الذي تشهده العديد من الدول ، و يتطلب هذا الأسلوب فترة زمنية طويلة نسبيا و نفقات إدارية مرتفعة .

ثالثا : بيع الأصول :

حيث تقوم الحكومة بتصفية المشروع العام ، و بيع أصوله في المزاد العلني، أو من خلال عطاءات، و يمكن للحكومة أن تستخدم هذه الأموال للإسهام في إنشاء شركات جديدة و احتفاظها بجزء من الملكية من خلال حصولها على أسهم في المشروع الجديد، و تلجا الحكومة إلى هذا الأسلوب في حال مديونية كبيرة قائمة على المشروع العام ، أو عدم وجود مشتريين للمشروع الخاص للخصخصة ، و ينتشر هذا الأسلوب في الدول النامية و يحقق أعلى سعر للمشروع المباع و الحصول على عوائد مالية بشكل سريع.¹

و يمتاز هذا الأسلوب بالميزات التالية:²

- يتيح فرصة للحكومة للحصول على مبالغ مالية في حالة أحجام المستثمرين عن شراء المشروع كلية ، أو في حالة وجود مديونية على المشروع .
- يتيح فرصة الحصول على عوائد مالية كبيرة للحكومة في زمن قصير مقارنة بالفترة التي تأخذها عملية طرح الأسهم في البورصة

و لهذا الأسلوب مشكلة تتمثل في كيفية تقييم الأصول عند بيعها ، فاعتبارها كأصول إنتاجية دون ارتباطها بالمشروع قد تقعد عملية تقييمها ، بالإضافة إلى أن الحكومة قد تتحمل مبالغ مالية في حال كون قيمة تلك الأصول غير كافية لتغطية مديونية المشروع القائمة عليه ، و هذا عبء على الحكومة ، و على الحكومة في هذه الحالة أن تقارن تكلفة هذا الأسلوب مع أسلوب آخر و الاختيار لأكثر الأساليب بعيدا عن الأعباء عليها و الضرر بمصلحة المجتمع أو المصلحة العامة .

¹ حبش محمد حبش، مرجع سابق، ص:64.

² عبده محمد فاضل الربيعي، مرجع سابق، ص:166.

رابعاً : البيع إلى العاملين في المؤسسة

يتم بيع جانب من أسهم المشروعات إلى العاملين بها و تتم عملية البيع للعاملين على أقساط و شرائح تدريجية بحيث تمويل من خلال الأجر و الحوافز و المكافآت التشجيعية التي يحصل عليها العامل ، و من ثم فان الخصخصة تصبح دافعا نحو زيادة الإنتاج و تحسين الإنتاجية و تجويد الأداء و الارتقاء بمعدلاته من خلال وقوع العاملين بالمشروع تحت ضغط حافزين هما:¹

- حافز الرغبة في التملك من خلال عائد المشروع الموزع في شكل حوافز و مكافآت و أجر عن ساعات عمل إضافية.
- حافز العائد على الملكية في شكل أرباح يتم أيضا من خلال تمويل عملية التملك في المشروعات حيث تهدف سياسة الخصخصة و إتباع الحكومة لهذا الأسلوب أو لطريقة تحويل الشركة العامة إلى شركة خاصة من خلال تملكها إلى العاملين بالشركة من عمال و إداريين و لهذا الأسلوب ثلاثة أبعاد هي:²
 - ✓ تحويل الملكية العامة إلى الملكية الخاصة للعاملين بها .
 - ✓ عمل بدائل لتغطية عجز العمال عن المشاركة بتسهيلات انتمائية و إعفاءات .
 - ✓ بيان أهمية الخصخصة في إشراك العمال و الإداريين و تحويلهم إلى ملاك .

أما عن مميزات هذا الأسلوب فهو:³

- ✓ يجنب الدولة المصادمات مع العمال و الرفض للخصخصة
- ✓ يزيل التخوف بين العمال و نغرس في أنفسهم الرفض للخصخصة
- ✓ إن هذا الأسلوب يوفر الأسهم لثلاث فئات و هم المديرون، العاملون، المستثمرون

خامساً : نظام مقايضة الديون باسهم في المشروعات العامة

يقوم هذا الأسلوب على فكرة استبدال الدائنين لمديونيتهم بحصص ملكية في بعض المؤسسات التي تتم خصوصتها ، و قد تتم هذه المقايضة بصورة مباشرة بين الدائن و المدين ، أو يمكن أن تتم من خلال طرف ثالث ، عن طريق قيا الدولة أو البنك الدائن ببيع القرض القائم على الدولة المدينة بخصم قد يصل مثلا إلى 35% إلى المستثمر ، و غالبا ما يكون شركة متعددة الجنسيات تحصل قيمة الدين من البنك المركزي بقيمته الاسمية أو بخصم متواضع بالعملة المحلية ، و بسعر الصرف السائد في السوق ، ثم تحصل المؤسسة أو المستثمر باستخدام هذه العملة المحلية ، على أسهم في الدول المدينة.⁴

¹ السيد عليوة ، دور البنوك كأمناء استثمار ، دار الأمين للنشر و التوزيع ، مصر ، 2005، ص:15.

² عبده محمد فاضل الريبي، مرجع سابق، ص:176.

³ المرجع السابق، ص:176.

⁴ موسى سعداوي، مرجع سابق، ص:113.

أما عن مميزات و عيوب هذا الأسلوب نلخص في ما يلي:¹

➤ مميزات هذا الأسلوب: يحقق هذا الأسلوب هدفين في آن واحد هما:

✓ خفض المديونية الخارجية.

✓ بيع جزء من الشركات العامة إلى مشتريين أجانب .

➤ عيوب هذا الأسلوب:

✓ لا يضيف طاقة إنتاجية جديدة، و إنما هو عبارة عن نقل لملكية لأصول قائمة أصلاً.

✓ يمكن أن يشكل خطراً على الاقتصاد الوطني و السلطة السياسية إذا كان حجم هذا النوع من الاستثمارات كبيراً كقوة ضاغطة .

✓ يمكن أن يؤدي إلى بيع الأصول من المستثمر الأجنبي إلى مستثمر أجنبي آخر غير مرغوب فيه أو ان وجوده يشكل خطراً على الأمن القومي .

سادساً : نظام الكوبونات لمشاركة الطبقات محدودة الدخل .

يهدف هذا الأسلوب إلى توسيع مشاركة المجتمع في ملكية الأصول المباعة من خلال توزيع صكوك واسهم الشركة المباعة و هذا الأسلوب يناسب اقتصادياً الدول النامية، لما ينسجم به من كثرة الطبقات الفقيرة، و حاجة الدول لتوسيع قاعدة الملكية.²

سابعاً: التصفية

يمكن أن يتم إنهاء ملكية الدولة لبعض مشروعاتها بالتصفية ، و يتم ذلك حينما تكون هذه المشروعات مفلسة و خاسرة و لا يتوقع أن يتحسن الأمر مستقبلاً ، و مهمة التصفية هنا لا تعني إعادة التأهيل أو إعادة التنظيم للمشروع ، و إنما تعني خروج المشروع من مجال الأعمال ، و انه لا مجال للعودة لنفس العمل مرة أخرى و انه بتصفية أصول المشروع يمكن إعادة النظر في امكانية استخدامها مرة اخرى و لكن بأسلوب آخر (تحت ملكية جديدة ، و لإنتاج سلع جديدة ، أو تقديم خدمات جديدة ، أو بتنظيم جديد ، أو غيره من الترتيبات) ، و المنطق من وراء التصفية هو عدم وجود مستثمرين يهتمون بشراء المشروع عن طريق البيع و طرح الأسهم ، و ذلك بسبب استمرار الخسائر و ضعف الإنتاجية ، مع وجود توقعات متشائمة حول إمكانية إعادة تنظيم أو هيكلة المشروع بعرض استمرار العمل به.³

¹ عبده محمد فاضل الربيعي، مرجع سابق، ص ص: 172_173.

² حبش محمد حبش، مرجع سابق، ص: 64.

³ احمد ماهر، اقتصاديات الإدارة دراسات الجدوى الخصخصة الإنتاجية،الدار الجامعية،مصر، دون سنة ، ص:312.

الفرع الثاني: الطرق التي لا تنطوي على عملية البيع:

و من أهمها:

أولا : إتاحة فرص نمو الاستثمارات الخاصة داخل المشروعات المشتركة

حيث تلجا الحكومة إلى إتاحة الفرص لرأس المال الخاص في المساهمة في رأس مال الشركة العامة و بالتالي تتحول الشركة إلى شركة مشتركة ، و ذلك دون أن تتخلص الحكومة من أسهمها الأصلية ، و ضمن هذا الأسلوب تعمل الحكومة على زيادة رأس المال الشركة عن طريق مساهمة القطاع الخاص، و هذا الأسلوب يتلاءم مع الشركات التي تكمن مشكلاتها في التمويل بصفة أساسية ، حيث أن هذا الأسلوب يتناسب مع الدول النامية التي تعجز معها الحكومات في تمويل هيكلية المشروعات العامة و تشغيلها و في هذا الأسلوب مميزات و عيوب و هي كما يلي:¹

1-مميزات هذا الأسلوب :

- قدرة هذا الأسلوب على توفير رأس المال اللازم لإعادة هيكلية الشركة و توسيع القاعدة الإنتاجية.
- عدم إلغاء ملكية الحكومة في الشركة .
- يؤهل الشركة و يسهل تحويلها بالكامل إلى القطاع الخاص بعد أن تحسن مركزها المالي و الإداري.
- زيادة عوائد الدولة و المشاركين نتيجة اشتراك القطاع الخاص.
- يسمح للحكومة بالاستفادة مع بقاء الملكية .

2- عيوب هذا الأسلوب

- تردد رأس المال و تخوفه من الشراكة مع الحكومة لكونها تمتاز بالبيروقراطية التحكومية التي تعيق العملية الإنتاجية .
- الخوف من عدم مصداقية الحكومة في بعض المعلومات الخاصة بالشراكة ، إلا انه يمكن التغلب على هذا بإعلان الحكومة على نواياها الطيبة و تقديم المعلومات الكافية و الإفصاح عن المؤشرات الاقتصادية في الشركة .

ثانيا : عقود الإدارة

تعد هذه الطريقة إحدى طرق الخصخصة الشائعة بشكل كبير عالميا ، حيث يتم ايلاء إدارة المرفق أو المشروع للقطاع الخاص مع إبقاء ملكية المشروع أو المرفق للحكومة ، و يتم تنفيذ هذه الطريقة من خلال إبرام عقد إدارة مع الشركة أو ائتلاف يمتلك الخبرات الإدارية و الفنية لإدارة المشروع بشكل يرفع أداءه و إنتاجيته ، أو تشغيله على أسس تجارية مقابل رسوم معينة أو مبلغ معين يتقاضاه المشغل لمدة معينة حسبما تراه الجهات المالكة

¹ عبده محمد فاضل الربيعي، مرجع سابق، ص: 167_168.

ضروريا ، و بعد انتهاء المدة إما أن تتول إدارة المشروع ثانية إلى الحكومة لاسيما إذا قام المشغل بتأهيل و تدريب الكوادر العاملة معه في المشروع بحيث تستطيع إدارته و تشغيله بنفس الكفاءة ، و أما أن يتم تجديد العقد مع نفس المشغل لمدة جديدة يتفق عليها ، و اما أن يتم إنهاء العقد و طرح عطاء عقد الإدارة من جديد¹ ، و عادة ما تكون فترة العقد بين ثلاث سنوات إلى خمس سنوات ، و المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة الخاصة يتمثل أساسا في أتعاب محددة لا ترتبط بمستوى الأرباح بل تحصل عليه حتى و لو حققت المؤسسة خسائر و تلجا الدولة لمثل هذا الأسلوب لتنشيط المؤسسات الخاسرة ، و من مزايا هذه الطريقة ما يلي:²

- تخفيض تكلفة أداء النشاط و تقديم الخدمات .
- دفع مؤسسات القطاع الخاص للمنافسة لتقديم خدمات ذات جودة عالية و سعر اقل.
- تخفيض سيطرت الدولة على النشاط الاقتصادي.
- كفاءة القطاع الخاص في الأمور الإدارية و الرقابة على الإنتاج و الشدة في المحاسبة.

ثالثا : عقود التأجير .

يقوم المشغل الخاص باستئجار الأصول أو التسهيلات المملوكة للدولة و استخدامها لمواصلة الأعمال لحسابه الخاص و الاحتفاظ بالأرباح لفترة متفق عليها مقابل دفع إيجار ، و في ظل هذا العقد يتم تحديد مقابل الاستئجار الذي يدفعه للدولة و مسؤوليات كل طرف منهما اتجاه الطرف الآخر ، و الظاهرة المميزة لعقود التأجير المستأجر يتحمل كامل المخاطر التجارية الناشئة من تشغيل هذه الأصول و في مثل هذه العقود يقوم المستأجر الخاص بتعيين الأفراد الذين يعملون معه أو يستخدم العمالة الحالية بالشركة و يدمجهم مع القوة العاملة الخاصة به ، و المستأجر له حق السيطرة و التحكم بدون حدود على الأصول و التسهيلات التي من خلالها يمارس نشاطه ، و للدولة الحق في وضع أسس يتفق عليها في عقود التأجير ما يضمن سلامة و حماية ما تعتبره أصولا حيوية عند عودتها إليها في نهاية العقد³ ، و يمكن الإشارة إلى نوعين رئيسيين لعقود تأجير الأصول هما:⁴

- **عقد الإيجار التشغيلي** : و هو عقد قصير يتم تأجير الأصول للقيام بعمل محدد ، ثم يسترد المؤجر الأصول لتأجيرها إلى مستأجر آخر ، و هكذا ، يعتبر هذا النوع من التأجير عملية تجارية أكثر منها عملية مالية .
- **عقد الإيجار التمويلي** : و يتسم بان المستأجر يقوم باستخدام الأصول لمدة معينة ، عادة لا تقل عن العمر الافتراضي للأصول المستأجرة ، و يتم تحديد التكلفة بحيث تغطي القيمة الكاملة

¹ هدى محمد الشرقطلي، "إثر الخصخصة على الأداء المالي للشركات الأردنية و ارتباط ذلك بنوع و حجم تطور الشركة في السوق"، مذكرة ماجستير ،كلية الأعمال ، قسم المحاسبة ،جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،الأردن،2010،ص:15.

² دوقي قرمية ، مرجع سابق،ص:37.

³ زايري بلقاسم ،"تحليل متطلبات و طرق الخصخصة على ضوء تحارب الدول النامية" ، ملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة" ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ،الجزائر ،3_5 أكتوبر 2004 ،ص:276.

⁴ موسى سعداوي ،مرجع سابق، ص:112.

للأصول بالإضافة إلى تكاليف الفائدة للمؤجر و نسبة الأرباح و هو ما يطلق عليه الدفع الكامل ، كما أن المستأجر يتحمل المخاطر الناتجة عن تلف الأصول و صيانتها.

و من أهم مزايا التأجير نذكر :

- ✓ توفير نفقات التشغيل بدون التخلي عن ملكية الشركة.
- ✓ الحصول على دخل سنوي بدون التعرض لمخاطر السوق.
- ✓ جذب مهارات تقنية و إدارة متطورة.

أما من عيوبه فهو انه طالما لا يحصل تحويل ملكية الأصول فليس لدى الشركة الخاصة المتعاقدة مع الدولة أية حوافز لرفع قيمة الأصول أكثر من الحد الذي يضمن لها عائد مناسب على استثماراتها خلال فترة التأجير .

رابعا : الامتيازات .

ينطوي عقد الامتياز على كل سمات عقود التأجير ، غير انه يضمن مسؤولية إضافية على المتعهد أو المقاول ، تتمثل في تمويل توسعات محددة أو إحلال لأصول ثابتة ، و في الامتياز تكون خطط الاستثمار و التنفيذ عرضه للمراجعة من قبل الهيئة المصدرة للعقد ، هذا و تعاد الأصول للمالك العام مع انتهاء الامتياز ، و تتحدد مكافأة ، المتعهد على أساس الرسوم ، و التي يحدد أيضا طبقا للاتفاق الذي ينص عليه عقد الامتياز ، هذا و ينبغي أن تكون إيرادات الرسوم كافية لتغطية مصروفات التشغيل و خدمة الدين و استهلاك الاستثمارات التي مولها المتعهد و عادة ما يغطي عقد الامتياز فترة زمنية تتراوح بين 15_ 30 سنة، اعتمادا على العمر الاقتصادي للاستثمارات، و عادة ما يتم تحديد تلك العقود ، و كما هو الحال في عقود التأجير ، فان الامتياز يتطلب وضع شروط ملائمة لمنع المتعهد من إساءة استخدام الأصول مع قرب انتهاء فترة العقد هذه النقطة قد لا تمثل مشكلة إذا كان المتعهد راغبا في تجديد العقد¹ ، حيث هناك أنواع خاصة من عقود الامتياز و هي:²

- أسلوب البناء و التشغيل و التحويل: يسمح هذا الأسلوب للقطاع الخاص بإقامة مشروع معين دون مقابل و استغلاله لمدة معينة على أن يتم تسليمه بعد ذلك إلى الحكومة.
- أسلوب البناء _ التشغيل _ التمليك: يختلف عن الأسلوب السابق في أن يسمح للمستثمر بتملك المشروع و عدم تسليمه للدولة بعد فترة.

¹ كريستين كسيدز ، تعريب :منير ابراهيم الهندي ، خصخصة مشروعات البنية الاساسية المتطلبات و البدائل و الخبرات ، المنظمة العربية للتنمية الادارية ، مصر ، 1977، ص ص : 80 ، 81.

² علي خضير كريم ،"الخصخصة و ضرورات التحول للاقتصاد العراقي" ،مجلة القادسية للعلوم الادارية و الاقتصادية ،كلية الإدارة و الاقتصاد ،جامعة القادسية، المجلد 12، العدد 2، العراق، 2010، ص:159.

بالإضافة إلى:¹

- مشروعات البناء و التشغيل و تجديد عقد الامتياز: هذا النوع له طبيعة تفاوضية متجددة باستمرار الحاجة إلى تجديد عقد الامتياز، تبعا للتطور التكنولوجي المستخدمة أو اكتشاف مصادر جديدة من المواد المتعلقة بالمشروع.
- مشروعات إعادة تأهيل و تملك و تشغيل : تصلح هذه الصيغة لمشروعات قائمة ، و لكنها أصبحت غير اقتصادية بحكم اهتلاك و تآكل أصولها ، و احتياجاتها إلى عمليات إحلال و تجديد و صيانة و تطوير لخطوط الإنتاج ، لذلك تقوم الدولة بعرضها على شركات خاصة للقيام بهذه العمليات مقابل عقود امتيازات تتضمن الامتلاك و التشغيل .

الفرع الثالث : العوامل المتحكمة في اختيار أساليب و طرق الخصخصة

إن عملية المفاضلة و الاختيار بين الطرق و الأساليب المختلفة للخصخصة للمؤسسات العمومية، يتوقف على العديد من العوامل من بينها:²

أولا : أهداف الحكومة من برنامج الخصخصة.

فالحكومة لها أهداف كثيرة و متنوعة من عملية الخصخصة، فقد يكون هدفها زيادة مستويات الكفاءة للمؤسسات العمومية، و هذا يتحقق من خلال الخصخصة الجزئية، و قد يكون هدفها زيادة المنافسة و يتحقق ذلك عن طريق بيع أصول المؤسسة بدلا من بيعها كوحدة واحدة، أما إذا كان هدفها توسيع نطاق الملكية فيتم اللجوء إلى بيع المؤسسات عن طريق الطرح العام للأسهم.

ثانيا : الشكل التنظيمي الحالي للمؤسسات العمومية.

يؤثر الشكل التنظيمي للمؤسسة العمومية على الخطوات الضرورية لتحويل ملكيتها ، و بالتالي على سهولة عمليات تطبيق الخصخصة ، فإذا كانت المؤسسة ذات مسؤولية محدودة ، و يتم التعامل بأسهمها ، فيكون من السهولة خصخصتها حيث يتم عرض أسهمها للاكتتاب العام في سوق رأس المال ، أما إذا كانت المؤسسة مملوكة بالكامل من طرف الحكومة فإنه يتعين تحويلها أولا إلى مؤسسة مساهمة تعمل في إطار قانون الشركات المساهمة ثم بعد ذلك تطرح أسهمها للاكتتاب العام .

¹ أمل نجاح البشيشي، "نظام البناء و التشغيل و التحول Bot"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 35، 2004، ص: 7.

² سامية جدو ،"طرق و أساليب خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية"،الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ،3_5 أكتوبر 2004، ص : 197_198.

ثالثا : سجل الأداء المالي للمؤسسة.

فالمؤسسات العمومية ذات الأداء المالي السابق و الحالي الضعيف لا يمكن بيعها كما هي عليه، بل يجب إعادة هيكلتها، إذ يمكن للحكومة تحمل ديون المؤسسة و الضرائب المستحقة عليها.

رابعا : القطاع النوعي لنشاط المؤسسة.

يشكل نوع نشاط المؤسسة نقطة أساسية في عملية خصخصتها، فبالنسبة لخصخصة مؤسسات المنافع أو الخدمات العامة يجب تقييد المساهمة الخاصة فيها بغرض الاحتفاظ بالرقابة عليها و ذلك مراعاة لمصالح مستهلكي الخدمات التي تقدمها.

خامسا :قوة الأسواق المالية المحلية .

مستوى تطور السوق المالي و كذا درجة كفاءته تحدد ما إذا كان من الممكن تطبيق طرق معينة من طرق الخصخصة ، فمثلا طريقة الطرح العام للأسهم لا يمكن اللجوء إليها إذا لم تكن هناك قنوات لتوزيع الأسهم ، و لا يوجد عدد كبير من المستثمرين الراغبين في الشراء لها ، و بالتالي يكون البيع الخاص للمستثمرين محليين أو أجنب هو الطريقة الأفضل .

سادسا :العوامل السياسية و الاجتماعية .

فهذه الاعتبارات تؤثر على اختيار أسلوب الخصخصة فالنصفية الفجائية مثلا للعديد من المؤسسات العمومية قد يشكل صعوبات سياسية و اجتماعية فيكون من الأفضل التحول إلى مؤسسات المساهمة من خلال تزويد هذه المؤسسات برأس مال جديد من القطاع الخاص و عند تحسن أوضاعها يكون من السهل تحويل ملكية أسهم الحكومة إلى القطاع الخاص ، لذلك يجب على الحكومة القيام بحملة لعرض برنامجها للرأي العام و تباين مزايا الخصخصة المقترحة .

جدول رقم (02) : اساليب الخصخصة ، ايجابياتها ، سلبياتها ، اهدافها ، سبب الاختيار .

| الاسلوب | الايجابيات | السلبيات | الاهداف | اسباب الاختيار |
|--------------------------------------|---|---|---|--|
| عقد الإدارة | - الاحتفاظ بملكية الشركة . - حل مشكلة القصور الإداري . | - ازدواجية الإدارة الخاصة و الملكية العامة - عدم وجود حوافز لرفع الكفاءة و الحفاظ على الأصول . | - تستخدم لتنشيط الشركات الخاسرة ادخال معايير و طرق الإدارة الحديثة . - يستفيد العاملون من المهارات الفنية و الإدارية للشركة المتعاقد . | - عجز الكفاءات الإدارية عن قيادة المؤسسة العامة . |
| عقود الإدارة | - توفير نفقات التشغيل مع الاحتفاظ بملكية الشركة . - الحصول على دخل سنوي بدون التعرض لمخاطر السوق . | - عدم وجود حوافز لرفع قيمة الأصول الذي يضمن عائدا مناسباً على استثماراتها خلال مدة التأجير . | - جذب مهارات تقنية و إدارية متطورة . - تنشيط الشركات الخاسرة . | - صعوبة في جذب المستثمرين |
| منح الامتياز | توفير نفقات البناء و التشغيل . نقل المسؤولية و تقديم الخدمة إلى الإدارة الخاصة . | إعطاء حق الاحتكار لصاحب الامتياز | تقديم خدمات عامة للمواطنين من خلال تطوير مشروعات جديدة في البنية التحتية | عدم توافر السيولة الكافية او لذا كانت السيولة المطلوبة كبيرة . |
| البيع المباشر المزاد العلني العطاءات | الشفافية في الإجراءات تمكن الدولة من | إمكانية وجود تواطؤ بدون المسيرين و البائعين . | إدخال تكنولوجيا متطورة إدخال طرق إدارية | حاجة المؤسسة إلى إدخال تكنولوجيا متطورة لتحسين |

| | | | | |
|---|--|---|---|---|
| <p>أدائها ورفع كفاءتها . حاجة الدولة إلى إمكانات لتغطية النفقات الكبيرة .</p> | <p>حديثه . -توسيع قاعدة الملكية و تطوير الأسواق المالية من خلال إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية .</p> | <p>تتطلب فترة زمنية طويلة و نفقات إدارية مرتفعة . التقدير الخاطئ لقيمة الأسهم و الموجودات الأخرى</p> | <p>تعظيم إيراداتها .</p> | <p>مستثمر أجنبي</p> |
| <p>-حجم المشروع الحكومي كبير .</p> | <p>-توسيع قاعدة الملكية من خلال المستثمرين على شراء الاسهم . -تحسين كفاءة الادارة امام المساهمين .</p> | <p>-صعوبة تحديد اسعار الاسهم بشكل دقيق و تقييم الاسهم باقل من الواقع . - تطوير الاسواق المالية من خلال اتاحة فرص الاستثمار للمواطنين و الجانب .</p> | <p>-مقبولة سياسيا اكثر من غيرها من الاساليب . - تملك الجماهير للاسهم يقلل من السيطرة الاجنية على الشركات التي تتم خصخصتها . - استثمار طاقات و امكانات و مصادر جديدة</p> | <p>بيع الأسهم في الأسواق المالية . الاكتتاب العام .</p> |
| <p>-في حالات التي يصعب بيع المؤسسة بالاساليب الأخرى . -في حالة وجود مؤسسة خاسرة .</p> | <p>-توسيع قاعدة الملكية . -تحسين الكفاءة من خلال وجود حوافز من خلال وجود حوافز ارفع الانتاجية و مساهمة العمال في الادارة .</p> | <p>-قيام العمال ببيع الاسهم للاستفادة من فروق الاسعار . -سوء تسيير الشركة ممايسبب خسائر للدولة .</p> | <p>-شعور العمال بانهم مالكون حقيقيون في الشركات التي يعملون فيها . -اظهار رغبة اقل في الاصراب و المطالبة باجور اعلى .</p> | <p>البيع للعاملين و الادارة</p> |

| | | | | |
|---------------|--|---|---|--|
| مقايضة الديون | - توفير في الجهد و النفقات | - تملك الدائن الاجنبي للاستثمارات المحلية مقابل ديونه و تصدير الاموال المتحصلة من الاستثمار الى الخارج ، مما يعود بالسلبية على مالية الدولة . | - تطوير الاسواق المالية من خلال استقطاب مستثمرين جدد للاسواق المحلية . | - عدم القدرة المالية على سداد الدين الخارجي . |
| اعادة الهيكلة | - ايجاد وحدات انتاجية متنافسة - تجزئة المشروع و العمل على اسس تجارية . | - تتطلب فترة زمنية طويلة . - ازالة الاحتكار . | - تهيئة المؤسسة لبيعها بسعر اعلى . - تحسين الكفاءة من خلال ايجاد طرق ادارية حديثة . | حجم المشروع كبير - تحقيق خسارة في اعمال المشروع. |

المصدر : موسى سعادوى ، "دور الخصخصة في التنمية الاقتصادية حالة الجزائر" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2007 ، ص 18 .

المطلب الثاني: مراحل و مجالات الخصخصة .

يتطلب تنفيذ برامج " توسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص" وجود تنظيم يحقق الشرعية و الشفافية و اتساق التنفيذ، حيث سنحاول من خلال هذا المطلب توسيع المعرفة بالجوانب التالية

الفرع الأول : مراحل الخصخصة :

و هي تتلخص في اختيار المشروعات المرشحة للخصخصة ، وضع برنامج تنفيذي لعملية الخصخصة ، إعادة هيكلة المشاريع المزمع خصخصتها ، تقييم المشاريع، التسويق ، تقييم العروض استكمال الإجراءات القانونية لتعاقد ، متابعة تنفيذ العقود بعد الخصخصة ، و ذلك فيما يلي:¹

أولا : اختيار المشروعات المرشحة للخصخصة .

يتطلب برنامج الخصخصة مراجعة أوضاع المشاريع المقترحة خصخصتها و تقييمها و تصنيفها ، و تحديد أوجه الأنشطة التي يمكن خصخصتها ، و يتم ذلك من خلال دراسة وضعها المالي و التشغيلي ، و مبررات الخصخصة

¹ مجلس التعاون لدول الخليج العربية، "لليل الرقابة على أعمال الخصخصة للأجهزة العليا للرقابة و المحاسبية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، سلسلة الأدلة المشتركة 7، 2013، ص ص :18_14.

، و العوائد المتوقعة منها ، و تقييم المخاطر المرتبطة بها ، و معوقات التنفيذ ، حيث يتم تصنيف تلك المشاريع على النحو التالي :

- مشاريع يمكن خصصتها، أما مباشرة أو بعد إصلاحها و إعادة هيكلتها
- مشاريع يستلزم الاحتفاظ بها لاعتبارات مختلفة مع إدارتها باستخدام أفضل الطرق و الأساليب.
- مشاريع متعثرة من المستحيل تصويب أوضاعها و يقتضي التخلص منها بتصفيتها.

ثانيا : وضع برنامج تنفيذي لعملية الخصخصة :

في حالة صدور قرار بخصخصة المشروع ، تعد الجهة المشرفة على عملية الخصخصة برنامجا تنفيذيا يتضمن الإجراءات و الخطوات اللازمة لإتمامها ، و يتضمن بشكل عام :

- وضع الأطر التنظيمية الملائمة لعملية الخصخصة، و الخطوات و الجدول الزمني اللازمة لتنفيذها، و قد يتطلب ذلك وضع خطوات اقتصادية على مستوى الدولة في التحول إلى الخصخصة و ذلك من حيث إجراء الدراسات، و بناء أجهزة مسؤولة، و توفير عناصر ملائمة للتغيير، و وضع جدول زمني لتنفيذها.
- تحديد و معالجة معوقات التنفيذ، و مدى الحاجة إلى إعادة هيكلة المشروع و الخطوات و الجدول الزمني اللازمة لتنفيذه
- اختيار استشاري للمساعدة في تنفيذ عملية الخصخصة و تحديد مهامه، حيث تعد الاستعانة به متطلب هام للحصول على النصح و المشورة، و يراعى اختيار الاستشاريين من ذوي الخبرة في هذا المجال لإضفاء الثقة لدى المستثمرين على أعمال التقييم
- وضع برنامج زمني لأعمال التقييم و الطرح و البيع، و يتضمن تحديد الوقت المناسب لكل مرحلة و يراعى في ذلك طبيعة المشروع المحل للخصخصة ، حيث قد تحتاج بعض المشاريع إلى فترة زمنية لخصخصتها ، مما قد يترتب على الاستعجال في ذلك التأثير السلبي على تحقيق الأهداف في حين أن هناك مشروعات تكون قابلة للخصخصة دون حاجة إلى فترة زمنية طويلة نظرا لوضع أهداف و نتائج خصخصة المشروع و ترجيع عملية الخصخصة ، مما يتعين معه عدم التأخير في خصخصتها لا سيما إذا كان استمرار الاحتفاظ بالمشروع يكد الدولة خسائر كبيرة ، أو إذا كان من شأن المضي في عملية الخصخصة تحقيق المكاسب و إيرادات كبيرة للدولة يمكن الاستفادة منها في برامج النفقات العامة أو تقليص ديون الحكومة في الوقت المناسب.

ثالثا : إعادة هيكلة المشاريع المزمع خصخصتها .

تقتضي المشاريع التي يتم خصخصتها إعادة هيكلتها قبل عملية الخصخصة، و يقصد بإعادة هيكلة المشروع إعادة تنظيمه من حيث تحديد وضعه القانوني، الملكية القانونية لأصول المشروع، وضع العاملين، و غير ذلك من الآثار المترتبة على عملية الخصخصة، لتتوافق مع أهدافها طويلة المدى.¹

رابعا : تقييم المشاريع .

لا يمكن أن يتم التحول إلى القطاع الخاص ما لم يتم تحديد وضع المشاريع و تقييمها من حيث الأداء الداخلي، و تقييم البيئة الخارجية، ثم بتطرق الأمر إلى تحديد خطط التطوير و التحسين و ذلك بغرض وضع المشاريع في شكل أفضل في المستقبل، و قد يستلزم الأمر إعادة هيكلة المشروعات العامة من حيث الدمج أو الفصل، كل هذا من أجل اتخاذ قرار نهائي سليم بالخصخصة و الذي يتأثر بتقييم الشركة ، حيث تساعد عملية التقييم في:²

- اتخاذ القرار بشأن عملية الخصخصة.
- تحديد الأسلوب المناسب لخصخصة المشروع .
- وضع معايير لتقييم العروض سواء كانت فنية أو مالية أو قانونية.
- تقييم الخدمات التي يوفرها المشروع بعد عملية الخصخصة و مقارنتها بتلك المقدمة قبل عملية الخصخصة.

و يتم غالبا إسناد عملية التقييم إلى المؤسسات استشارية مستقلة متخصصة في هذا المجال ، و يقوم الاستشاري بتجميع البيانات و المعلومات المتعلقة بكافة جوانب المشروع محل الخصخصة ، و دراستها و تحليلها لتقييم كافة أصول المشروع و التزاماته و تحديد القيمة العادلة لها ، و تستخدم العديد من طرق التقييم المتعارف في تقييم أصول المشروع بهدف الوصول إلى تقديرات عديدة لتقييم هذه الأصول لمعرفة و منها القيمة الدفترية ، القيمة السوقية ، القيمة الحالية لاصافي التدفقات المستقبلية ، التقييم باستخدام أسلوب القيمة المتدفقة لتوزيعات الأسهم ، قيمة التصفية ، و يقوم الاستشاري بعد استكمال أعمال التقييم بتقديم تقرير يتضمن قيمة المشروع وفقا لكل طريقة من طرق التقييم المستخدمة و تحديد القيمة العادلة للمشروع و السعر التقريبي المتوقع، و الطريقة المناسبة للبيع .

خامسا :التسويق.

تقوم الجهات المعنية بخصخصة المشروع بعد دراسة تقرير الاستشاري و توصياته باعتماد طريقة الخصخصة الملائمة للمشروع و العمل على تنفيذها ، و يختلف إجراءات تنفيذ عملية الخصخصة باختلاف أسلوبها ، ففي حين

¹ احمد ماهر ، دليل المدير في الخصخصة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 ، ص :76

² مجلس التعاون لدول الخليج، مرجع سابق، ص:14_18.

يتطلب بيع أسهم المشروع إلى الجمهور بطرح أسهم المشروع في السوق المالي الأولية من خلال اكتتاب ، فان الطرق الأخرى قد تتطلب طرح مزايده أو استخراج عروض من مستثمرين محددين ، أو التفاوض المباشر مع مستثمر معين و ذلك وفقا لطبيعة كل طريقة و الهدف منها ، و في حال طرح المزايده أو استخراج عروض من مستثمرين معينين ، تتم إجراءات الطرح و التقييم وفقا لإجراءات المتعارف عليها في أعمال البيع ، و تتضمن هذه الإجراءات:

- إعداد المستندات اللازمة لطرح عملية البيع أو التأجير أو الإدارة.
- طرح المزايده أو استخراج العروض
- نشر معلومات متكاملة على جوانب المالية و الإدارية للمشروع لتكون في متناول المشتريين.
- إعداد و نشر معايير تقييم العروض.
- تمكين المستثمرين المعنيين أو من ينوب عنهم من الحصول على البيانات و المعلومات اللازمة و الرد على استفساراتهم مع اعطاء فرص متكافئة لجميع المستثمرين من حيث الكمية و نوع البيانات التي يتم الحصول عليها و الوقت المحدد للاطلاع عليها أو لزيادة مواقع المشروع و معاينة أصوله و ذلك لضمان تحقيق العدالة و الشفافية في هذا الإجراءات.
- استلام و فتح العروض.
- سادسا : تقييم العروض.

في هذه المرحلة تقييم العروض المسلمة و اختيار العطاء الفائز و الإعلان عنه و إصدار الأخطار الرسمي بذلك .

سابعا : استكمال الإجراءات القانونية للتعاقد.

و يتم في هذه المرحلة توقيع عقد البيع أو الإدارة أو التأجير و استكمال إجراءات نقل الملكية /الأصول تبعا لأسلوب الخصخصة و استلام مبلغ العقد.

ثامنا : متابعة تنفيذ العقود بعد الخصخصة .

تعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل ، و هي تقضي آثار الخصخصة لجميع جوانبها ، و خاصة المتعلقة بالتشغيل ، حيث تمثل أهم المبادئ التي تحكم عملية الخصخصة ، نظرا لأهمية عملية التحول هذه و ما تخلفه من آثار تعود بالسلبية على العمال ، و ضرورة الاستغناء عن عدد من العمال الاضافيين للتخلص من التكاليف المالية الناجمة عن ذلك ، و إنما لتحقيق هذا الهدف يتطلب اللجوء إلى تحسين الكفاءة و القدرة في اشتغال اليد العاملة ، و الرفع من الإنتاجية ، و كذا تحسين الجودة و النوعية هذا هو الهدف من التوسع و التحول.¹

¹ موسى سعادوي ، مرجع سابق، ص:123.

كل هذه الجوانب تعتبر ضرورية لدى دولة تريد إتباع سياسة أو إستراتيجية، خصخصة ناجحة تحافظ من خلالها على:

-القطاع الاقتصادي التابع لها.

-اليد العاملة و كيفية استغلالها.

-إنشاء صناديق مساهمة و اجتماعية تجعل العامل يلجا إليها في حالة بعض الآثار السلبية.

-تقديم العون للطبقة العاملة في إقامة مشروعات خاصة صغيرة تساهم في العملية الإنتاجية و التنمية و توفر لهم مصادر دخل بديلة و مستقلة.

كل هذه الغايات المراد منها الوصول إلى تحقيق إستراتيجية ناجحة و فعالة لسياسة الخصخصة و ليس الاحتكار لأي جهة كانت، أما زاهر محمد عبد الرحيم يرى إن مراحل الخصخصة تتلخص في المراحل التالية:¹

1- مرحلة التخطيط: يتم في هذه المرحلة:

-إجراء تقييم مالي و تنظيمي للتعرف على الأمور الرئيسية التي لا بد من معالجتها قبل عملية التحويل.

-تعديل القوانين و الأنظمة للمؤسسات العامة

-تجهيز بيانات التوقعات المالية بقياس مقدرة الشركة على تحقيق الأرباح.

-بحث إيجاد حلول للمشاكل العمالية و علاقة الموظفين بالشركة الجديدة و مكافئة نهاية الخدمة و التقاعد و كافة الأمور التي تخص الموظفين و العمال.

2-مرحلة التطبيق:

يتم في هذه المرحلة تنفيذ التغييرات المطلوبة بما فيها التعديلات اللازمة للقوانين و إعادة بناء الهيكل الجديدة و تحديد الإطار الرقابي.

3-مرحلة بيع المؤسسات:

يتم في هذه المرحلة بيع الحكومة لجزء أو كل ملكيتها في المؤسسات عن طريق عرض عام أو خاص بالأسهم و يعتمد ذلك على مدى وضوح الإستراتيجية و التحيز الدقيق لها و الواضح من خلال المراحل _أنفة الذكر _ أن الفائدة الحقيقية من عملية الخصخصة تحويل القطاع إلى القطاع الخاص لا تأتي من بيع الشركات أو المؤسسات و لكن من نقل عملياتها إلى الوضع التجاري ، و يشمل ذلك على ما يلي :

-تطوير خطة إستراتيجية.

-إعادة تدريب الإدارة و الموظفين.

¹ زاهر محمد عبد الرحيم، إدارة الخصخصة بين النظرية و التطبيق ، دار الولاية للنشر ،الأردن ،2010، ص:25.

- إعادة بناء الهيكل التنظيمي.
- تطوير أنظمة معلوماتية و رقابية جديدة.
- إدخال عنصر حافز الربح على جميع مستويات الإدارة.

الفرع الثاني: مجالات الخصخصة .

تنص بعض القوانين (فرنسا و المغرب مثلا) حصرا على المنشآت التي يراد خوصصتها بينما تكتفي قوانين أخرى بوضع محددات عامة لمنشآت القابلة للخصخصة ، و في هذه الحالة يعرف القانون نطاق الخصخصة بذكر معايير يعرف بها ما يدخل في ذلك النطاق أو ما يخرج عنه¹، حيث اتسعت دائرة الخصخصة و أصبحت تشمل على مجالات لم يكن يتوقع تحويل المشروعات العامة فيها إلى القطاع الخاص، فالإضافة إلى الخصخصة المشروعات العامة التقليدية في القطاعات الصناعية و الزراعية و التجارية ، فقد اتجهت برامج الخصخصة نحو مشروعات البنية التحتية (المنافع العامة)، كالمياه و الصرف الصحي و الطاقة الكهربائية، و الغاز و الطرق، و الإنفاق و الجسور، و المطارات، و الموانئ و النقل، و المواصلات و الاتصالات و الخدمات الاجتماعية، إضافة إلى خصخصة البنوك و التأمين و المعاشات، كما شملت الخصخصة أيضا قطاعات كالسجون، و البريد، و أماكن إيواء السيارات ، و إنشاء مساكن لأفراد الجيش ، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد تمت خصخصة سجنين في ولايتين هما اركنساس (Arkansas) و مينييسوتا (Minisuta) ، حيث تم الاتفاق مع إحدى شركات القطاع الخاص ببناء و تشغيل سجنين أولهما سعته 600 سرير و الآخر سعته 1500 سرير ، و يتم التمويل من جانب الولايات المتحدة الأمريكية من خلال طرح سندات معفاة من الضرائب و يتوقع أن تحقق الشركة مكاسب تصل إلى 20 ألف دولار سنويا أما في مجال الإسكان الخاص بأفراد الجيش الأمريكي فقد يتطلب الأمر تدخل القطاع الخاص من أجل بناء مساكن جديدة و ترميم المساكن القائمة ، و يتطلب ذلك وجود تشريع يسمح بذلك إضافة التزامات مباشرة بالإيجار من القطاع الخاص ، إضافة إلى الاستثمار المشترك².

من خلال ما سبق نلاحظ أن تعداد المنشآت القابلة للخصخصة ضمن القانون تقيد حركة الحكومة و حرمانها من المرونة التي قد تحتاجها لتنفيذ برامجها في هذا المجال ، ثم أن مرور وقت طويل بين صدور القانون و تطبيقه على منشأة معينة قد تؤدي إلى شك العاملين فيها في مستقبل المنشأة و مستقبلهم معا ، مما يؤثر سلبا على الإنتاجية.³

¹ رضا محمد سعد الله، "الإطار القانوني و المؤسسي و دوره في كفاءة عملية الخصخصة"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 9_5 أكتوبر ، 2004، ص:12.

² موسى سعادي ، مرجع سابق، ص:124.

³ رضا محمد سعد الله، مرجع سابق، ص:12.

المطلب الثالث: الخصخصة بين المؤيدين و المعارضين .

تستند الخصخصة على الصعيد العالمي إلى مجموعة من المبررات التي تسوقها دعاة التخاصية للتدليل على صحة و سلامة وجهة نظرهم و في المقابل ، فان المعارضين لسياسة التخاصية، في ردهم على مؤيدي التخاصية ، يستندون أيضا إلى مجموعة من المبررات للتدليل على صحة وجهة نظرهم الراضة للتخاصية و المؤيدة لسيطرة القطاع العام ، و يمكن استعراض ابرز المبررات التي يطرحها مؤيدو الخصخصة و معارضوها ضمن مجموعتين واسعتين و ذلك كما يلي :

الفرع الأول: المؤيدون للخصخصة

هناك جملة من المبررات و الحجج الداعية لتبني الخصخصة نذكر منها:

أولا : بشكل عام جرى تبرير الخصخصة على أساس قدرة الخاص على توفير إدارة اكفا مما يعتمد في استخدام الموارد و بحسن أداء المؤسسات فيزيد بذلك من معدلات النمو الاقتصادي و تقديم حوافز على تعبئة و توجيه الادخار تتحو مشاريع المريحة و تعميم الملكية على قطاع اكبر من المواطنين ، و بخلق سوق مالية نشطة تشجع على الادخار و توفير قناة مناسبة للتمويل.¹

ثانيا : إن الخصخصة ستضع المدراء في موضع المسؤولية المباشرة أمام المالكين الجدد الذين يسعون لتحقيق الربح و بالتالي سيراقبون أداء المؤسسة و يتابعون انجازاتها و ينقدون فشلها و تعثرها ، كما أن المؤسسات المحولة إلى القطاع الخاص ستواجه قيودا مالية صعبة و ستخضع القوانين و القواعد الاقتصادية التي تحكم أسواق رأس المال و أسواق السلع و الخدمات ، كما ستصبح المؤسسات في وضع تنافسي مما يدفعها إلى إتقان عملها لإرضاء جمهور المستهلكين ، و إلا خسرت و خرجت من السوق.²

ثالثا : أن تحويل القطاع العام و مؤسساته إلى القطاع الخاص، يزيل عن كاهل الدولة عبء خسارة هذه المؤسسات و بالتالي فان الخصخصة تساعد على حل مشكلة عجز الموازنة و تقليص الدين العام للعديد من الدول التي تنتهج هذه السياسة.

رابعا : تؤدي إعادة ضخ الأموال المتأتية من الخصخصة في خزينة الدولة إلى إمكانية استخدامها في مشاريع إنمائية و اجتماعية ، فضلا عن إمكانية استخدام مثل هذه العوائد لتخفيف عجز الموازنة

¹ ضياء مجيد الموسوي، الخصخصة و التصحيحات الهيكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2005، ص:20.

² عبد العزيز سالم بن حبتور، إدارة عمليات الخصخصة و أثرها في اقتصاديات الوطن العربي، جار الصفاء للنشر و التوزيع ،الأردن ، 1997، ص:29.

خامسا : إن الخصخصة تعد سبيلا لعلاج ضعف الكفاءة الاقتصادية المرتبطة بالملكية العامة باعتبار ذلك نتيجة طبيعية لخفض درجة التدخل السياسي في عمليات المشروعات الخاصة، و هو ما يقود بالتالي إلى تحسين أداء المشروع.¹

سادسا : إن الخصخصة تؤدي إلى نشر ملكية الأسهم بين قطاعات كبيرة من صغار المدخرين و المستثمرين ، مما يحقق عدالة اجتماعية أكبر ، و استقرار اقتصادي أفضل خاصة و أن عنصر رئيسيا من عناصر عملية تحويل الملكية إلى القطاع الخاص يتمثل في امتلاك العاملين لأسهم الشركات العامة التي يعملون فيها.²

سابعا : تؤدي الخصخصة إلى إيجاد مناخ تنافسي بين القطاعات الاقتصادية المختلفة من شأنه ترك أثر ايجابي على كمية وجودة الإنتاج أو الخدمة المقدمة و توفير مبالغ وفيرة من خلال وقف نزيف القطاع العام عن دعم المنشآت المتعثرة على أساس تجاري ، كما أنها تساهم في تقليل البيروقراطية الحكومية و القضاء على الروتين ، و اجتذاب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية و تعبئة المدخرات الوطنية و التخلص من الفساد الإداري و المحسوبية ، نتيجة إخضاع عملية التوظيف في ظل القطاع الخاص لمعايير اقتصادية سليمة ترتبط بالتكلفة و اقتصاديات التشغيل ، و توظيف السيولة النقدية اللازمة لخدمة التنمية و تنشيط سوق الأوراق و تطبيق نظام السوق و الحرية الاقتصادية ، حيث أن تطبيق الخصخصة يمكن القطاع العام من تركيز جهوده و موارده نحو الأمور الإستراتيجية التي لا يمكن للقطاع الخاص القيام بها ، مثل الأمور السياسية و الأمنية و الدفاعية ، و يؤدي إلى رفع الكفاءة الاقتصادية لوحدات النشاط الاقتصادي عن طريق تحفيظ النفقات للحد الأدنى و تحسين الإنتاج و زيادة الفرص الاستثمارية.³

تلك هي أهم الحجج و المبررات التي يتبناها دعاة الخصخصة في سبيل الدعوة لانتهاجها حيث أن هذه المبررات و الحجج تستند على أرضية قوية تعزز خلفية تاريخية أثبتت بشكل قوي فساد القطاع العام و تردي أوضاعه الاقتصادية و فشله في تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة .

الفرع الثاني: المعارضون للخصخصة.

هناك جملة من المبررات و الحجج الراضية لتبني برنامج الخصخصة نذكر منها:

أولا : تنطلق هذه الانتقادات من الأصل الذي نشأت منه الخصخصة كسياسة اقتصادية تتبناها المؤسسات الدولية و تدعو إليها (صندوق النقد الدولي و البنك الدولي) ، حيث دفعت هذه المؤسسات إلى تصفية القطاع العام و تدعيم

¹ محمد عبد الله الطاهر، مرجع سابق، ص:260.

² هيثم يوسف عويضة ، "الخصخصة في الاقتصاد الفلسطيني دراسة تطبيقية في المؤسسة الفلسطينية" ،مذكرة ماجستير ،كلية الدراسات العليا ،جامعة النجاح الوطنية ،فلسطين ، ص ص :22_40.

³ فالح أبو عامرية ،الخصخصة و تأثيراتها الاقتصادية ، مرجع سابق، ص:41.

القطاع الخاص داخل البلدان النامية ، و زرع السياسات الرأسمالية في أنحاء العالم يهدف إلى تكريس الهيمنة ليس إلا.¹

ثانيا : أنها تؤدي لهدم الدولة ، غير أن الدولة تقوم لخدمة المواطن و لا بد أن تكون هناك رقابة و مساءلة ، عن البيان أن الرقابة و المسائلة على منشآت القطاع الخاص هي الأكثر فاعلية و يمكن للدولة مثلا إلغاء العقود مع المنشآت الخاصة لو خالفت المصلحة العامة شروط التعاقد.

ثالثا : أن الرهان على الخصخصة كعلاج للمسائل الاقتصادية التي تعانيتها بشكل خاص البلدان المتخلفة في غير محله لان الشروط المطلوبة لنجاحها مثل السوق التنافسية الحرة، البورصة، المؤهلات الإدارية العالية... الخ غير متوفرة إلا في البلدان الرأسمالية المتطورة.

رابعا : يؤدي تطبيق البرنامج في حالات عديدة إلى ظهور نسبة محدودة من المجتمع تتميز بدخل نقدي عال ، مما يؤدي عادة إلى حدوث تفاوت واضح في دخول أفراد هذا المجتمع ، و ينعكس على استقرار البلد من النواحي الاجتماعية و الاقتصادية و حتى السياسية .

خامسا : صعوبة إجراء عمليات التقييم للمؤسسات العامة مع أصولها الثابتة و المتغيرة ، و التي يتقرر عرضها للبيع إلى القطاع الخاص أو عدم إتباع إجراءات أصولية في عمليات التقييم بذاتها باعتبارها من اعقد المشاكل التي تواجه التطبيق الفعلي لهذا البرنامج.²

سادسا : الخصوصية نجحت في تحقيق جزء هام من أهداف الرأسمالية العالمية فتراكمت أرباح المؤسسات المتعددة الجنسيات.³

سابعا : مخاطر التدخل الأجنبي في الاقتصاد و الأمن الوطني ، فمقايضة الديون الخارجية ببعض الأصول يعني توجيه الاقتصاد لمصلحة الأجنبي.

ثامنا : النتائج السلبية للخصخصة و التي من أهمها زيادة نسبة البطالة ، فالخصوصية في الدول الفقيرة أو النامية لم تكن إلا في وضع متدهور ، و نتيجة لذلك بقيت 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

¹ ناصر دادي عدون ، شعيب شنوف، الحركة الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي و العولمة الغربية ، دار المحمية العامة ،الجزائر ،2003، ص:141.

² نزار قنوع ،الخصخصة الاقتصادية بشكل عام :إيجابياتها و سلبياتها، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 27، العدد 2، سوريا ، 2005، ص ص :47_65.

³ حسن بو رعدة ،الطيب قصاص،الخصوصية مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر ،"الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ،الجزائر ،3_5 أكتوبر 2004، ص:118.

فقدان مناصب الشغل ، حيث أن أصحاب العمل الجدد يمكنهم طرد أو فصل الإجراء مقابل مصاريف قليلة أو حتى بدون مصاريف.¹

تاسعا: كما نود أن ننوه هنا إلى أن التضخم المصرفيات العامة لا يرجع إلى زيادة حجم القطاع العام و محدودية العائد منه و إنما عجز الموازنة يعود إلى التضخم الصرف على الأمن و شراء الأسلحة و الترتيبات الدفاعية و مشروعات الترف الأساسي و أمور أخرى ، فينبغي أن لا يفهم البعض بان بقاء مشاريع ضخمة بعهدة الدولة له آثار سلبية تؤدي إلى العجز في الموازنة أو حصول التضخم كما يرى المعارضين للخصخصة بأنه ليس ضروريا أن تؤدي الخصخصة إلى زيادة الكفاءة الاقتصادية ، لان شكل الملكية ليس لها علاقة بالكفاءة و لكن شكل الإدارة هو الذي يحدد ذلك .

عاشرا: كما أن الخصخصة تؤدي إلى ارتفاع الأسعار و خروج الأموال الطائلة إلى خارج الدولة ، فالأرباح التي ستجنيها الشركات الأجنبية تذهب إلى الخارج الدولة و إضافة إلى أن الإيرادات التي ستجنيها الحكومة من جراء الضرائب التي تفرضها على الشركات الأجنبية ستقوم بدفعها على شكل إعلانات و زيادة في الرواتب.

إحدى عشر : أن الخصخصة تعني تصفية القطاع العام وهو ضروري للتنمية و إرساء قاعدة متينة للصناعة و الزراعة و النهضة عموما حيث أن القطاع العام ضروري لقيام صناعات إستراتيجية و صناعات ضخمة ذات طبيعة خاصة تفرضها اعتبارات و قومية و أمنية.²

جدول رقم (03) : حجج المؤيدين و المعارضين للخصخصة.

| حجج معارضين للخصخصة | حجج المؤيدين للخصخصة |
|---|---|
| *التدخل في الأمن و الاقتصاد الوطني على أيدي مستثمرين أجانب. | *الكفاءة الاقتصادية وتخفيف الأعباء المالية عن الموازنة العامة . |
| * لا يوجد ارتباط بين الكفاءة و طبيعة الملكية | *العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية و المحلية . |
| * تركيز ثروة البلاد في يد فئة قليلة من الشعب. | *تخفيف الأعباء المالية عن المديونية الخارجية . |
| *القطاع العام لها آثار اجتماعية ايجابية في المجتمع. | *العمل على توسيع الملكية العامة في المجتمع. |
| *الخصخصة إحدى الوسائل لتصفية الدول . | *التخلص من المزاحمة بين القطاع العام و الخاص . |
| *زيادة الاحتكارات الخاصة. | *تخليص مؤسسات و شركات القطاع العام من المحسوبة و الفساد الإداري . |

المصدر : إبراهيم عواد المشاقبة ، اثر الخصخصة على إدارة تطويرا لمنتجات ، دار اليازوري ،الأردن 2013 ،ص: 50.

¹ Stiglitz Joseph , la grande desillusion, Fayard, Paris, 2002, P:89.

² صلاح عباس ، الخصخصة المصطلح التطبيق، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2005، ص: 99.

مما سبق يمكن القول انه لا يمكن التسليم بكل حجم المدافعين عن الخصخصة ، كما لا يمكن أن ندفع كل براهين المعارضين ، فالنظر المعتد يقودنا إلى التعامل مع عملية الخصخصة كأداة اقتصادية للإصلاح دون تعييب دور الدولة أو محو لدورها من خلال توفير الإطار الفني الذي يصبغ مضمون الخصخصة بطابع يتماشى مع الظروف الاجتماعية و الفلسفة الاقتصادية و السياسية ، مما يساعد على قيام الأجهزة الرقابية الفنية التي تضمن سير الخصخصة وفق خطها المرسوم لخدمة المصالح العليا للدولة .

المبحث الثالث: الخصخصة و السوق المالي.

الخصخصة يتطلب تنفيذها أسواق الأوراق المالية تتطور تباعا فيها أسهم شركات القطاع العام المقرر خصخصتها ، و قد أدت الخصخصة إلى لفت الاهتمامات الحكومات في البلاد النامية إلى أهمية أسواق الأوراق المالية ، حيث ظهرت تجارب العديد من الدول على وجود علاقة وثيقة بين عملية الخصخصة و الأسواق المالية حيث يساعد على نجاح الخصخصة وجود أسواق مالية عميقة و نشيطة يتم من خلالها طرح و تداول إصدارات الشركات التي يتم تحويلها إلى القطاع الخاص ، كما تسهم برامج الخصخصة في توسيع و تعميق هذه الأسواق و ذلك من خلال زيادة إعداد المتعاملين في السوق و الأدوات المالية المتداولة .

المطلب الأول: السوق المالي و تحقيق إستراتيجية الخصخصة

على المستوى النظري تعتبر العلاقة بين الخصخصة و أسواق رأس المال من العلاقات ذات الاتجاهين بمعنى أن كلا منهما يؤثر على الآخر و يتأثر به.

الفرع الأول: أهمية السوق المالي في تحقيق إستراتيجية الخصخصة .

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسات الإصلاح الاقتصادي ، و ذلك عن طريق تحرير الاقتصاد و الأخذ بمبدأ آليات السوق، حيث أدت الخصخصة إلى زيادة الاهتمام بالأسواق الأوراق المالية ، و الذي حدث منذ بداية تنفيذ برامج الخصخصة ، و حسب نصح المؤسسات المالية الدولية ، إذ تم حتى الآن التالي:¹

- في الدول التي كان يوجد فيها أسواق للأوراق المالية أدت الخصخصة إلى زيادة و اتساع و تطور تلك الأسواق على المستوى المحلي و الإقليمي و الدولي .
- الدول التي لم يكن لديها أسواق للأوراق المالية سعت إلى إنشاء أسواق لرأس المال من أجل أن تتم الخصخصة بالطريقة المثلى ، و ليتمكن المستثمرين المحليون و الأجانب من شراء الأسهم بطريقة أكثر شفافية و بثقة مما يضمن جذب المستثمرين و المدخرات المحلية و رؤوس الأموال الأجنبية.

¹ عبده محمد فاضل الربيعي، مرجع سابق، ص:156.

أولاً : الخصخصة إذن أدت و تؤدي إلى تطوير و تحديث أسواق رؤوس الأموال في البلاد النامية و دفعت بالكثير إلى إنشاء هذه السوق ليتمكنها من أن تلعب دورا في إنجاز عملية الخصخصة ، و أيضا ستؤدي إلى استمرار نشاط هذه السوق في تسهيل العمليات الاستثمارية في الحاضر و المستقبل و المساهمة في تزايد هذه الاستثمارات لما توفره هذه السوق من شفافية ، هو الاطمئنان إلى أن سعر هو السعر الحقيقي مما يولد ثقة و طمأنينة و القدرة على التعامل داخليا و خارجيا (مع الأسواق الأخرى في العالم) ، و لهذا فالأسواق المالية مهمة للدول النامية خصوصا و قد أغلقت فكرة انغلاق ، و بدأت في توجهاتها الجديدة للتعامل مع العالم طبقا أو مسابرة للنظام الاقتصادي الجديد و العولمة .

ثانيا : و لكن ، إن عملية بيع القطاع العام أو تخصيصه يعتبرها العديد من الصعاب من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ، و من هنا تأتي أهمية أسواق الأوراق المالية ، حيث أن العلاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام و بين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق ، و تبرز أهمية أسواق المال بصورة أساسية عند تبني إستراتيجية الخصخصة و تحويل المشروعات العامة نحو القطاع الخاص ، حيث تشير تجارب الخصخصة في دول العالم بان البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة و كبيرة لما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خصصتها ، و في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف و عدم توافر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة او عدم استيعابها ، و من هنا تلعب الأسواق الأوراق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح ، حيث العلاقة بينهما علاقة وطيدة ، فسوق الأوراق المالية تزدهر و تتوسع و تتعمق بوجود عمليات الخصخصة ، و كذا الخصخصة بحاجة إلى سوق الأوراق المالية قادرة على تسهيل عملية التخصيص.¹

ثالثا : و في كثير من دول العالم الثالث قد تكون الطاقة الاستيعابية لسوق الأوراق المالية محدودة بسبب صغر السوق أو ضعف كفاءتها ، أو بسبب تواضع المدخرات المحلية بشكل يخشى معه أن يترتب على الطرح الكامل للأسهم و المؤسسات الفشل في تصريفها ، هذا قد يعني انه قد يكون من الأفضل لكثير من الدول العالم الثالث أن تحد من السرعة في تنفيذ برنامج الخصخصة بصفة عامة ، و الخصخصة 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.²

لذا كانت دعوة الدول العربية إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات لتفعيل قدراتها و تعزيزي تنافسيتها و زيادة إنتاجيتها ، و المضي قدما في مسار الإصلاح الاقتصادي و الإداري ، بحيث آليات العمل الحكومي في المنطقة

¹ حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27، 2004، ص:12.

² منير إبراهيم هندي ، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية ، مرجع سابق ، ص ص :137_138.

يجب أن تتطور لتصبح مواكبة للمستجدات الاقتصادية والاجتماعية ، و على هذا فان التشريعات القائمة في العديد من دول المنطقة تحتاج إلى إعادة نظر حقيقية لتعزيز النمو الكلي في إطار عملية إصلاحية واسعة تشمل مختلف جوانب العمل الحكومي للقضاء على الفساد و البيروقراطية ، و غيرها و لا شك في أن المرحلة الحالية و المقبلة تتطلب تفعيل القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية ، باعتباره يمتلك الكثير من الإمكانيات و القدرات الواعدة المعطلة و غير المشغلة .

في ضوء ما تقدم يمكن القول أن الوضع الحالي الذي تمر به المنطقة يحتاج منها الشروع في تنفيذ برامج الخصخصة و مراعاة جانبها الاجتماعي، لان ما نحتاجه هو الخصخصة القادرة على إحداث تدفقات جديدة لرساميل المحلية و الأجنبية و القادرة على دفع العملية الإنتاجية و ليست الخصخصة التي يستفيد منها البعض على حساب الأغلبية¹، و لذلك يتطلب من الدول العربية تفعيل سوقها المالي و ذلك بغرض الاستعادة من عمليات الخصخصة .

الفرع الثاني: الدور المتبادل بين سوق المال و الخصخصة

و يتمثل هذا الدور في تنفيذ برامج الخصخصة و ذلك من خلال :²

أولاً : دور سوق رأس المال في تنفيذ برامج الخصخصة.

تعتبر العلاقة بين الخصخصة و أسواق رأس المال من العلاقات ذات الاتجاهين بمعنى أن كلاهما يؤثر على الآخر و يتأثر به ، و إذا ما نظرنا إلى الخصخصة على أنها قد تكون خصخصة للملكية أو خصخصة للإدارة ، و فما نهتم به هو النوع الأول الذي يكون فيه توسيع قاعدة الملكية من خلال طرح المزيد من الأسهم المملوكة للدولة ، و لكي تقوم البورصة بدورها الخاص سد جانب الطلب حيث تتدفق المدخرات طلباً للاستثمار و هنا يتضح دورها في تدعيم عملية الخصخصة و من هنا فالأمر يتطلب توفر بورصات ذات قوة من جانب الأطر القانونية و التشريعية، و الوسطاء الماليين ، من بنوك استثمار و بنوك تجارية ، و قواعد تعامل تهدف إلى حماية المستثمرين. و بمعنى آخر فان البورصات يجب أن تكون على استعداد تام لتنفيذ تحويل الملكية حيث لا بد أن يتميز بحد أدنى من المقومات القانونية و الإدارية و المؤسسية ، كما انه يجب أن يتوفر على قدر مقبول من المعلومات ، و من اجل أن تتمكن أسواق رأس المال من مقابلة الزيادة في عرض الأصول المالية الناجمة عن تأثير الخصخصة على جانب العرض و ذلك من خلال توافر الشروط التالية :

▪ تواجد مناخ تشريعي من حيث السياسات و الوائبن المنظمة و القواعد الضابطة للتعامل.

¹ احمد سفر، المصارف و الأسواق المالية التقليدية الإسلامية في البلدان العربية ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص:35.

² مختار حميدة ، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية ، مكتبة حسين العصرية للطباعة و النشر و التوزيع ، لبنان ، 2013 ، ص ص : 165-168 .

- قدرة و كفاءة السوق على تعبئة المدخرات من ناحية توجيهها للاستثمار و من ناحية أخرى عن طريق توافر الهياكل التنظيمية و المؤسسية.
- تحفيز الجمهور العريض بكافة شرائحه على الاهتمام بالاستثمار المالي
- حماية المستثمرين و دعم الثقة في الاستثمار في الأصول المالية.
- سرعة انتقال المعلومات و سهولة توافرها مع ضرورة تضمينها لأسس و معايير محاسبية دقيقة تمكن من التقييم الصحيح للأصول .

ثانيا : اثر الخصخصة على سوق رأس المال.

كما ذكرنا هناك ارتباط وثيق بين نجاح برامج الخصخصة و تطويرها سوق رأس المال، فتنفيذ برامج الخصخصة و بيع مؤسسات القطاع العام يحتاج بداية إلى سوق رأس المال ، و توفر سوق ذات كفاءة عالية أو على الأقل متوسطة يعتبر من متطلبات إستراتيجية الخصخصة ، و هي السوق التي تتعكس فيه الأوراق المالية المعروضة كل المعلومات المتاحة و المتعلقة بهذه الأوراق ، أي أن كفاءة السوق تتوقف على توفر المعلومات لجميع الأطراف و بنفس القدرة و فهم السوق و استيعاب للمعلومات .

كما أن وجود سوق منظمة للتداول يؤدي إلى إمكانية تسهيل الأصول المالية بسهولة ، مما يعطي الأوراق المالية احد ابرز سماتها و هو إمكانية تسهيلها عند الحاجة إلى نقود من خلال إصدار أسهم لزيادة رأس المال ، و الخصخصة تساعد على توسيع السوق من خلال السماح بدخول مستثمرين جدد محليين أو دوليين ، و كذلك تؤدي إلى تعميق السوق من خلال إتاحة الفرص لتحويل شركات ناجحة ذات مراكز مالية قوية ، و يؤدي ذلك إلى أن يصبح سوق إصدار الأوراق المالية انعكاسا حقيقيا لقوى العرض و الطلب على الأموال و الاستثمارات و المعلومات المتاحة .

ففي الدول ذات أسواق رأس المال الضعيفة، واجهت الخصخصة صعوبات حيث الافتقار إلى المعلومات و شفافية السوق، و القواعد المنظمة إضافة إلى انخفاض الطاقة الاستيعابية للسوق، و في هذه الحالات يتم اللجوء إلى الطرف الآخر في الخصخصة.

و من جهة أخرى نجد أن البورصة في علاقتها مع الخصخصة ترتبط أيضا بالمؤسسات محل الخصخصة في حد ذاتها من حيث:

ثالثا : كفاءة الأداء .

تتسم مؤسسات القطاع العام في معظم البلدان النامية بضعف أدائها الامر الذي يؤدي إلى عدم جاذبيتها للمستثمرين عند طرحها للبيع إضافة و انه في ظل غياب أسواق الأوراق المالية يتم اللجوء إلى الخصخصة عن طريق التصفية ، و بيع الأصول ،

رابعاً: المشكلات التي تواجه مؤسسات القطاع العام.

فمؤسسات القطاع العام في الدول النامية تتميز اغلبها بعدم مواكبتها للتطورات الحادثة في العالم ، و ترتكز هذه المشكلان في جانب منها على إعادة هيكلة (القانونية و التنظيمية و البشرية) ، و في الجانب الآخر على حجم الاستثمارات المطلوبة للتطوير و التحديث خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، و عن التجارب الناجحة نجد هناك بعض الدول من أوروبا الشرقية لاقت الخصخصة عموماً و الخصخصة عن طريق أسواق المال بصفة خاصة ، نجاحاً معتبراً ، مثل بولندا و من خلال المؤشرات الاقتصادية الدالة على هذا النجاح، فقد بلغ إجمالي الناتج المحلي عام 2000 ما يزيد على 160 مليار دولار ، و ارتفع متوسط دخل الفرد إلى أربعة آلاف دولار سنوياً ، كما استطاعت بولندا اجتذاب استثمارات أجنبية خلال السنوات العشر الماضية ، و بإجمالي 50 مليار دولار.

خامساً : المؤسسات التي يلائمها أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي

المؤسسات التي يلائمها أسلوب طرح الأسهم في سوق الأوراق المالية هي تلك التي تتوفر فيها شروط التسجيل في السوق أو على الأقل يتوقع أن يتوفر لها ذلك بعد إعادة تأهيلها و قبل تضمينها في برنامج الخصخصة ، يختلف هذه الشروط من بورصة لأخرى إلا أنها تستهدف أمرين هما التأكد من توفر مقومات الاستمرار و أن المؤسسة تلعب دوراً ملموساً في الاقتصاد الوطني ، و هي عموماً تتعلق بتحقيق قد معين من الأرباح ، و أن لا تقل قيمة أصولها الملموسة عن حد معين ، كما قد يشترط أن تكون قامت بتوزيعات خلال عدد من السنوات السابقة ، و مرور حد أدنى من إنشائها ، هذه الشروط تعتبر مهمة لان وظيفة سوق رأس المال تتمثل أساساً في التخصيص الكفء للموارد و تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.¹

خامساً : المؤسسات التي لا يلائمها أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي

إذا كانت المؤسسات الصغيرة الحجم فقد لا يكون من صالحها طرح أسهمها للتداول العام ، لأنه لا يتوقع أن تحظى أسهمها باهتمام كاف من قبل السماسرة ، و يجعل أسهمها صعبة التسويق ، فتكون بذلك القيمة السوقية للسهم في غالب الأحيان اقل من قيمته الحقيقية مما يعني انخفاض حصيلة الإصدار ، و هذا و تعد تكاليف الإصدار في معظمها من النوع الثابت و تتمثل أساساً في مصاريف تسجيل الورقة المالية لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة ، مما يجعل نصيب السهم من تكلفة الإصدار مرتفعاً في حالة الإصدارات الصغيرة ، و تكون تكاليف الإصدارات التي تتحملها الحكومة في حالة الفرح العام للأسهم أكبر منها عند البيع المباشر للأسهم ، بالإضافة إلى

¹ ياسين بوعاملي، "الخصخصة و دور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغاربية"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة قسنطينة ، 2010، ص:74.

ذلك لا يساعد هذا الأسلوب من أساليب الخصخصة المؤسسات التي تعمل في نشاط شديد التخصيص أو التي تنتمي إلى صناعة تتسم بدرجة عالية من الموسمية.¹

سادسا : دور المؤسسات المالية في تطبيق عملية الخصخصة

أن للبنوك و المؤسسات المالية دورا كبيرا في تقييم الاستثمارات العامة و كذلك القيام ببيعها، إضافة إلى القيام بأعمال الوكالة على الشركات التي ترغب في بيع أسهمها و البحث عن مستثمرين و الترويج للبيع و تلقي طلبات الاكتتاب و تنفيذها، كما يمكنها القيام بالأعمال التالية:²

- تقديم خدمات استثمارية فيما يتعلق بالمسائل القانونية المتعلقة بالخصخصة
- قد يطلب من البنك أو المؤسسة المالية المرجوة للاستثمار أن تشارك في الاكتتاب للأسهم المطروحة للبيع.
- التمهيد لتنفيذ برنامج الخصخصة الإصلاح للمؤسسة العمومية و ذلك عن طريق التمويل و الدراسات لتحديد الديون و المتأخرات بين الحكومة و المؤسسات العمومية و فيما بين المؤسسات العمومية نفسها.
- تقديم قروض لتسهيل عملية تقليص العمالة الفائضة و التخفيف من عبء الآثار الاجتماعية الناتجة عن الخصخصة، بحيث يتم إعداد برامج لإعادة التأهيل للعمال و توجيههم لوظائف أخرى بمساعدة البنك طبعاً.
- من الطبيعي أن يلتزم البنك أو المؤسسة المالية بالأعراف السارية في أسواق المال و التمويل و التي تحكم سرية المعاملات و أخلاقيات المهنة .
- يتم التعاقد بين البنك أو المؤسسة المالية و الشركة القابضة على تقييم الخدمات التي تحددها الشركة و يحدد العقد واجبات كلا الطرفين.
- يتضمن العقد الموقع مع المؤسسة تحديد الأتعاب التي ستدفع من قيمة مبيعات الأسهم و التي سيحتفظ بها مقابل جهودها في إتمام الاكتتاب.

المطلب الثاني: الخصخصة عن طريق السوق المالي

اتجهت الكثير من الدول إلى تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص عن طريق تنازل عن الملكية الأسهم من خلال السوق المالي حيث تستعمل آليات البورصة لبيع المؤسسات العمومية المرشحة للخصخصة، لكن تطبيقها بنجاح كبير يبقى مقصوراً على تلك الدول التي تتوفر على أسواق مالية متطورة بقدر كاف يسمح بتعبئة رؤوس أموال مهمة .

¹ المرجع السابق، ص:74.

² عبد اللطيف بالفرسة، "خصخصة القطاع العمومي تحديد أم تحديد لدور الدولة الاقتصادي دراسة حالة الخصخصة البنكية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 3 الجزائر، 3_15 أكتوبر 2004، ص:609.

الفرع الأول: استراتيجيات تحويل الملكية عن طريق البورصة .

و تتمثل في العرض العام للبيع .

أولا : العرض العام بالبيع عن كطريقة رئيسية :

و المقصود بهذه الطريقة أن تطرح الدولة للجمهور كل أسهم رأس المال أو جزء منها للبيع من خلال البورصة ، و عند ذلك يتطلب الأمر القيام بتقسيم الشركة و تقدير عدد الأسهم و تحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم ، ثم طرح للاكتتاب العام و قد يكون هذا الطرح كليا أو جزئيا ، فأما إذا كان الطرح كليا فان ذلك يستلزم توافر مجموعة من الشروط و لعل أهمها أن تكون البورصة ذات فعالية عالية و على قدر عال من الكفاءة و ذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع ، كما انه يجب أن تتوفر مدخرات محلية و أن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين و صغار المدخرين على حد سواء ، لذلك فان هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من دول العالم غير المتقدمة لما تتسم به بورصاتها من عدم الكفاءة و صغر الحجم و قلة المدخرات .

و أما إذا كان البيع جزئيا فيكون أكثر انسجاما مع حالة بلدان العالم النامي لأنه لا يتم بالتدريج في بيع الأسهم، قد يمكننا مراقبة العملية و التحكم فيها و تقادي المخاطر أقصى ما يمكن ، كما أن بيع الأسهم بشكل جزئي يناسب عملية تحويل الملكية عن طريق البورصات التي تمت إعادة هيكلتها كما أن هذه الطريقة يمكن أن تساعد على وجود عدد اكبر من المساهمين مما يوسع قاعدة الملكية ، و بالتالي يخلق نوعا من الرضا و عدم الانتقاد لدى النقابات العمالية و المعارضين لبرامج الخصخصة من سياسيين و غيرهم.¹

و يمكننا التمييز بين أسلوبين من أساليب العارض العام بالبيع ، و تعتمد في التمييز بينهما على كيفية تحديد السعر ، و قد يكون السعر محددًا قبل البيع أو يتم تحديده عن طريق المزايمة ، و بالتالي ينتج عن ذلك أسلوبين .

1- البيع بالمزايمة :

تعرض الأسهم التي ترغب الدولة في التقويت فيها للقطاع الخاص في السوق على أساس التنافس المباشر بين المشترين مع تحديد سعر ادني للسهم ، ويكون البيع بأعلى سعر معروض ، و تظهر جاذبية هذه الصيغة بالنسبة للدولة في توفيرها أعلى دخل ممكن من عملية الخصخصة ، لكن التجربة أظهرت أنها لا تخلو من مساوئ ليس اقلها أنها تنفر صغار المستثمرين الذين يجدونها معقدة و يفضلون الشراء بسعر محدد سلفا ، أما المؤسسات

¹ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية ، مرجع سابق،ص:156.

الاستثمارية فإنها قد تلجا إلى طرق غير تنافسية (كان تتفق على تقييم الصفقة فيما بينها) للحصول على أدنى سعر ممكن ، و في هذه الحالة تسقط الميزة الأساسية للبيع بالمزايدة ، أي تعظيم دخل الدولة من عمليات الخصخصة¹.

أن هذه الطريقة لا تحتاج تحضرا كبيرا خاصة على مستوى التقييم ، و تجعل بيع الأسهم يتم بالقيمة السوقية و بالتالي اجتناب الصعوبات و المخاطر الملازمة للسعر ، كما أنها في الواقع تجعل السوق هو الذي يتكفل بتحديد قيمة الشركة بدلا من السلطات المسؤولة عن برامج الخصخصة² و على المستوى العلمي فقد اثبت هذا الأسلوب أن النتائج المحصل عليها كانت سلبية أو أكثر منها ايجابية ، فالتجربة البريطانية و التي تعتبر مهد هذه الطريقة أكدت عليه حالات الفشل على حالات النجاح ، فقد فشلت ثلاث حالات مقال نجاح حالتين ، كما لوحظ أن هاتين الحالتين الأخيرتين ارتفع سعر السهم مما يؤدي إلى سلوك احد الطرفين³:

✓ اما تخفيض سعر الإصدار الذي تم تحديده من قبل، أي النزول بالسعر إلى الحد الأدنى كما حدث في بيع شركة British Petroleum .

✓ أو أن تلتزم الشركة اضطرار بإعادة شراء الصكوك تجنباً لانخفاض السعر عن سعر الإصدار .
و خلاصة لما سبق فالبيع بالتزايد يتطلب الاكتتاب بسعر أعلى من السعر الأدنى المحدد مسبقاً من قبل الدولة، و يتطلب ذلك عددا كافيا من المكتتبين يتنافسون لكي ترتفع الأسعار، و هذا أمر غير مضمون.

2- أسلوب البيع بسعر محدد

وفق هذا الأسلوب تحدد الحكومة أسعار الأسهم ، و تعتبر هذه الطريقة الأقل خطرا حيث لا يشكك في سعر البيع ، و عليه فالمشترين لديهم علم مسبق بأسعار هذه الأسهم فإذا كان على قدر كاف من الجاذبية يجعل نجاح العملية مضمونا ، كما أن العملية هنا تتسم بالشفافية و الوضوح ، فشرط العرض معلنة في البورصة و لدى الوسطاء الماليين و في الصحافة المالية كما تكون شروط المساهمة واضحة.

يكن العائق الرئيسي لهذه الطريقة في كون القيمة التي تنتج عن الطرق التقليدية للتقييم لا تتكيف دائما مع خصوصيات المؤسسات العمومية ، فخطر أن تكون قيمة السهم المحسوبة اكبر من تلك التي يعطيها السوق أمر واقع و يمكن أن يشكل سبب لفشل العملية ، و هذا الخطر ثم تخفيضه خاصة في فرنسا حيث تقوم لجنة الخصخصة بعدة عمليات تقييم متناقضة يقوم بها عدد من المقيمين المستقلين و تلجا غالبا إلى فرضية السعر الأكثر انخفاضا لأنه يتجاوز من جهة أخرى مع احد أهم أهداف هذا الإجراء ، و هو تشجيع مساهمة شريحة واسعة من الجمهور⁴.

¹ رضا محمد سعد الله، "أساليب الخصخصة و تقنياتها مع إشارة خاصة إلى التجربة التونسية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2006، ص:241.

² Sadi Nacer_Eddine, **la privatisation des entreprises publiques en Algérie**, OPU, Alger, 2006, P: 16

³ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية ، مرجع سابق، ص:159.

⁴ Sadi Nacer_Eddine, opcit, P167.

ثانيا : الأساليب الأخرى.

من أهم الأساليب الأخرى نجد¹:

أ_ الطريقة المعتادة أو المألوفة:

وفق هذه الطريقة تشكل الشركة المعينة أسهمها في البورصة ، و تحدد أسعار هذه الأسهم من طرف الدولة المالك هنا للشركة ، و يجب أن تراعى الظروف من اجل عدم فشل عملية البيع خصوصا في اليوم الأول ، و يكون هناك سعر أدنى تحدده الدولة لا تكون مستعدة بالنزول تحته و هو ما يسمى بالسعر الأدنى ، و قد يتغير هذا السعر تارة بالصعود و تارة أخرى بالهبوط وفقا لآليات الطلب و العرض ، و عادة تعتمد هذه الشركات في الاستثمارات الفنية على المصارف ، كما يمكن للمصرف أن يلتزم سعر الغلق ، و في هذه الحالة يعتبر ضمانا للدولة ضد مخاطر سوق البورصة حيث يلتزم شراء الصكوك التي يتعذر ربحها .

ب_ العرض العام بالتبادل :

العرض العام بالتبادل هو أن تقوم الدولة بعرض لمبادلة الصكوك المختلطة أو المشتركة باسم الشركات المراد خصصتها ، و هذه الطريقة تتميز بأنها تترك للدولة حق الإشراف و التصويت ، إلا انه و إذا ما أرادت الدولة تحويل الملكية هذه الصكوك إلى القطاع الخاص ، فنظريا عند تحويل هذه الصكوك إلى أسهم عادية فإنها تكون لها أولوية في استحقاق الأرباح ، و قد تطرح الأسهم طرحا خاصا و ليس موجه للجمهور العريض و عليه فان الطرح الخاص للأسهم يتطلب شروطا لتسيير العملية بكل سلامة و دون تعثر ، فالنجاح يبقى مرهون بمدى فعالية جهاز الخصخصة و كيفية اختياره للمستثمر أو المستثمرين المترقب تدخلهم ، كما يستلزم ضرورة البحث عن المشتري المناسب للمؤسسة المعنية ، كما قد يتطلب ذلك إعادة هيكلة المؤسسة ماليا مما يجعلها أكثر جاذبية لرغبة المستثمرين .

ج_ رفع رأس المال :

قد يتسنى للدولة خصخصة شركاتها عن طريق زيادة رأس المال أو رفع رأس المال، و ذلك في حالة تنازل الدولة عن حقها في الأولوية في الاكتتاب حيث يفسح المجال أمام الأفراد و الأشخاص المعنية و هذا ما يترتب عليه خفض نسبة مشاركة الدولة.

¹ مختار حميدة، "الخصخصة عن طريق الأسواق المالية (المبررات و شروط النجاح)"، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية و علوم تجارية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010، ص ص: 295_304.

الفرع الثاني: إشكالية تحديد سعر السهم (وفق طريقة البيع بسعر محدد).

كما ذكرنا سابقا أن تكون هناك علاقة بين سعر العرض و قيمة المؤسسة المعروضة للبيع ، فسعر العرض أو سعر الأسهم المعروضة للبيع ينبغي أن يعد انعكاسا لقيمة المؤسسة و التي تكون مقيمة و من ثم يجب أن تظهر هذه العلاقة أي المساواة بين قيمة المؤسسة المعروضة للبيع أو الجزء المعروض للبيع و سعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة ، حيث أن سعر السهم نظريا ينتج عن حاصل قسمة قيمة المؤسسة على عدد الأسهم بينما على المستوى العلمي فهناك الكثير قد تلاقيا خصوصا عندما تتفاوت (قيمة المؤسسة)* المقيمة بمختلف الطرق فيصعب اختيار القيمة و ترجيح أي طريقة يتطلب التوفيق بين أمرين:¹

- فعند اقتراح سعر مرتفع فهذا سيؤدي حتما إلى جعل عملية الاكتتاب مباشرة بدخول هذا السهم أو عرضه للبيع و بالتالي عدم نجاح برامج الخصخصة.
- و عند اقتراح سعر منخفض جدا هذا سيؤدي إلى بخس أصول القطاع العام و هذا ما قد يؤدي كذلك إلى اتهام القائمين على عملية التنازل عن الأصول العمومية.

و من الواضح أن تحديد سعر السهم يكون توفيقا بين الأمرين السابقين، فلكي يكون الإصدار جذابا و يسمح بالحفاظ على قيمة الأصول نعمل على اختيار السعر الأقل انخفاضا و الذي يمكن أن ينشأ عنه طلب جيد، و هنا نختار النتائج التقييم التي لا تتسم بالمغالاة و عادة ما يكون اقل تقييم تعرض مكاتب الخبرة التي توكل لها العملية.

و الأسعار المحددة أخيرا تعبر لنا عن نقص نسبي في القيمة ، و هي تؤدي إلى نشأة ما يسمى بعلاوة السوق كمكافئة على الاكتتاب في أسهم المؤسسات المعروضة للبيع ، و تتمثل العلاوة في الفارق بين السعر الحقيقي (العادل) الذي سيتحدد في البورصة و سعر العرض العام للبيع الذي تم الاكتتاب به و ذلك ما يؤدي إلى نجاح عملية إصدار الأسهم .

ان أسلوب البيع بالتزايد يتحدد فيه الأسعار السهم نتيجة الزيادة، أما العرض العام بالبيع بسعر محدد، فهناك مشكلة في تحديد الأسعار، حيث يمكن تحديد الأسعار بناء على:²

أولا : تحديد الأسعار بناء على اقتراحات بيوت الخبرة المالية.

تقوم الدولة بإجراء دراسات استشارية يقوم بها الخبراء الماليون (من بيوت الخبرة و بنوك الأعمال) حيث يعتمدون في درايتهم على الاسترشاد و بوضع المشتريين المحتملين حيث:

* تقييم المؤسسة يتم بحسب عدة طرق من أهمها: مدخل التقييم التاريخي و يحتوي على طريقة التكلفة التاريخية و طريقة التكلفة التاريخية المعدلة أما مدخل التقييم الاستدلالي و يحتوي على طريقة التقييم على أساس التكلفة الاستدلالية و طريقة التقييم على أساس التكلفة الاستدلالية المعدلة ،بالإضافة إلى وجود طرق أخرى طريقة التقييم على أساس صافي التدفقات النقدية المتوقعة و طريقة التقييم على أساس القيمة السوقية .

¹ مختار حميدة،الخصخصة عن طريق الأسواق المالية،مرجع سابق،ص:160.

² المرجع السابق، ص ص:161_162.

- إذا كان الهدف هو صغار المكتتبين من خلال توسيع حصة المساهمة الشعبية الموجهة للموظفين و الجمهور العريض ، فان هؤلاء لا يميلون إلى المخاطرة و إنما يفضلون الأمان مما يتطلب أن تتسم الأسهم بقدر من الضمان أي تدر أرباحاً مؤكدة ، و عليه يستخدم أسلوب الإيرادات في تقدير سعر السهم و الذي يحسب بالنظر إلى الربح المتوقع في السندات التالية للبيع ، فارتفاع مستويات الربح يتبعه ارتفاع في السعر المحدد للسهم.
- أما إذا كان المكتتبون المحتملون عبارة عن مؤسسات استثمارية فإنها تهتم بتطور السعر في السوق في الآجال القصيرة و المتوسطة ، لذلك يلجأ المستشارون الماليون إلى الاعتماد على أسلوب مضاعفة سعر السهم ، وقد أثبتت بعض الشكوك فيما يخص الأسعار التي تقترحها بيوت الخبرة المالية حيث تصفها بعض الجهات بأنها تبخس المال العام ، و ذلك لحجة بروز ظاهرة الاكتتاب ، فمثلاً في بريطانيا وصلت نحو 23.6 مرة عند بيع شركة Amersham International عام 1982 و عليه فمن خلال ملاحظتنا للواقع العلمي فان ظاهرة الاكتتاب الكبير تعتبر أقوى دليل على الخطأ في تقدير سعر السهم ، بالإضافة إلى أن التفاوت الكبير بين سعر الاكتتاب و سعر صك في البورصة يلاحظ من خلال الانخفاض الكبير في سعر الإصدار ، إلا أن الكثير من المحللين يعتبرون أن هذا الإقبال سببه النجاح مما أدى إلى نشوء طلب اكبر مما كان متوقع .

ثانياً : تحديد السعر بالاعتماد على السوق.

يمثل هذا الشكل في جوهره الشكل السابق إلا انه يختلف عنه في عدم اللجوء إلى المستشارين الماليين (بيوت الخبرة المالية أو البنوك) ، و يتم بيع كتل صغيرة من الأسهم في أوقات متتالية و متفاوتة يختبر بها السوق ، ثم تعرض كتلا من السهم بأعداد كافية و السعر الذي يستقر في هذه الحالة تعتمد عليه الدولة ، فتقل بذلك حدة التشكيك في مسألة التقييم ، و ما يحسب على هذا الأسلوب هو انه قد يكون هذا السعر مقبول لحجم صغير من الأسهم و قد لا تقبل في حالة الأعداد الكبيرة من الأسهم و في حالة المؤسسات العمومية فهي ذات أحجام كبيرة ، فعرض عدد كبير من الأسهم يستلزم وقت لنجاح تصريفها مما يؤثر على أسعار الأسهم فتضطر الدولة الى تخفيضها بخلق الطلب عليها ، كما أن الوقت الذي تستغرقه عملية البيع يؤثر على إخلال نشاط المؤسسة لان الملكية لا تقبل إلى القطاع الخاص بعد ، و إتباع هذه الطريقة سوف يعمل على عدم التسريع في تنفيذ برامج الخصخصة و بالتالي لا تحصل الدولة على الموارد المالية المستهدفة مما قد يؤثر على البرامج الأخرى المسطرة .

الفرع الثالث: مبررات تغيير الملكية العامة عن طريق البورصة

إن تغيير أو تحويل الملكية عن طريق البورصة يرتكز على مجموعة من أسس و المبررات لا يمكن تجاهلها هي:¹

أولا : تحقق مبدأ العدالة في التوزيع .

فالعرض في البورصة عرض حر لا تميز فيه بين مكتتب على آخر (فيما عدا بعض القواعد المحددة سلفا ، كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم ، أو موطن الدولة على الأجانب ، أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض) و بالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بعض المؤسسات التي خصخصة بالطرق الأخرى .، و التي تتسم بتفضيل مكتتب على آخر لاعتبارات قد تكون سياسية .

ثانيا : تساعد البورصة على تنمية مبدأ المساهمة الشعبية و العمالة .

فنظرا للمناخ المحيط بالمؤسسة العمومية من حيث أنها تضم عددا كبيرا من العاملين من ناحية ، و أنها تمثل ملكية الشعب من ناحية ثانية ، و أن إجراء تغيير ملكيتها محاط عادة بحضور إعادة تأميمها مع تغيير توجهات السياسية و الحزبية من ناحية ثالثة ، فان تنمية مبدأ المساهمة الشعبية و العمالية يمثل استرضاء للشعب و العمال معا ، كما يمثل حماية السياسة تحويل الملكية ذاتها، إذ أن تفكير الحكومة القادمة ، خاصة ذات التوجهات الاشتراكية في إدارة تأميم المؤسسات التي تم بيعها يظهر أكثر صعوبة إذا تم بيع هذه المؤسسات العمومية للشعب و العاملين فيها ، و تمثل البورصة منفذا جيدا لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طريقا مفتوحا لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد ، لذلك فهي تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين .

ثالثا : إشكالية البورصة تعتبر المكان التقليدي لتحويل الملكية.

البورصة هي المكان الطبيعي لتغيير ملكية المؤسسات، لا فرق في ذلك بين المشروعات الخاصة و العامة، و من ثم فان تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق سوق البورصة يمثل إنهاء لحالة القطيعة و الخصام بينها و بين السوق.

رابعا : الحفاظ النسبي على قيمة الأصول .

إذ يفضل عدد كبير من المشتريين المهتمين بالبورصة ، و بفضل تسهيل تطبيق مبدأ المساهمة الشعبية و العمالة التي تعتبر احد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها ، فان يتوقع حدوث إقبال على أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها ، هذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض .

¹ حميدة مختار، "الخصخصة عن طريق الأسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)"، مرجع سابق، ص: 295_304.

خامسا : تسهيل تحويل الملكية .

فالبورصة تضم العدد من المتدخلين بدءا من القاعدة العريضة ، صغار المدخرين و انتهاء المؤسسات الاستثمارية على اختلاف أنواعها ، و دون التفرقة بين رأس المال الوطني أو الأجنبي ، في حدود ما تسمح به القواعد من اكتتاب الأجانب ، تحقيق الحد الأقصى من المدخرات التي يحتمل أن توجه للاكتتاب في الشركات ، و نظرا لشمولية و اتساع هذا الأسلوب ، فإنه يصلح لبيع المؤسسات العمومية ذات الحجم الكبير .

سادسا : تنشيط سوق الأوراق المالية .

ان اللجوء لقناة سوق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية بما يشتمل عليه من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار، و التداول" ، فبالنسبة لسوق الإصدار ، فإنها تؤثر عليها جهتين ، الأولى تنشيط العرض إذ تغذى السوق بحصص ضخمة من الأسهم ، ترجع لضخامة رؤوس الأموال هذه المؤسسات ، و الثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم و تنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساسا لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة ، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبيا فتحتوى من ثم على علاوة السوق ، و هكذا بفضل هذا الطريق يتسم زيادة اعداد المساهمين ، و أحيانا قد تتضاعف بالمقارنة مع عددهم الأصلي ، أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدرا اكبر من الحيوية و النشاط ، و يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق ، لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها.

كل هذه الأسباب لجأت كثيرا من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيسي لتحويل الملكية ، و خاصة دول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية ، و دول أمريكا اللاتينية ، و بعض بلدان أوروبا الشرقية .

الفرع الرابع : مزايا و صعوبات الخصخصة عن طريق السوق المالي .

أولا : مزايا الخصخصة عن طريق السوق المالي.

من أهم مزايا اللجوء إلى السوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي:¹

- توسيع سوق الأوراق المالية و تشجيع صغار المدخرين .

-إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام و عدم تمييز فئة دون أخرى عند اجرا البيع.

¹ محمد زيدان ،نورين بومدين،" دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق"،الملقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدولة النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة بسكرة ،يومي 21_22نوفمبر 2006.

-إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة.

-تقليل التدخل السياسي في عملية اتخاذ القرار داخل المنشأة بما يؤدي بالتالي إلى رفع مستوى الكفاءة و تطور أداء المنشأة .

-إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة الاجتماعي.¹

تتميز هذه الطريقة بدرجة عالية من الشفافية ، حيث يتم الترويج لعملية البيع كما يتم الكشف عن القوائم المالية للشركة تماشياً مع شروط البيع من خلال الأسواق المالية ، كما تساهم هذه الطريقة في تجنب الدولة للمعارضة الشديدة لبرنامج الخصخصة خاصة من طرف النقابات العمالية و الأحزاب السياسية لأنها تساهم في توسيع الملكية.²

ثانيا : صعوبات الخصخصة عن طريق السوق المالي.

رغم المزايا التي تتيحها الخصخصة عن طريق الطرح العام للأسهم في السوق المالية ، إلا أن هذه الطريقة تعترضها عدة مشاكل و خاصة في الدول النامية و من أهمها :³

-عدم جاهزة المؤسسات المرشحة للخصخصة و عدم قدرتها على التجاوب مع متطلبات الإعلامية لسلطات البورصة، المحليين الماليين و المساهمين و تسيير الأسهم المطروحة في البورصة.

-غياب ثقافة السوق لدى الشعب أو الجمهور، و هذا ما يجعل خطر فشل البيع.

-ضعف الخبرة المحلية في مجالات المحاسبة المالية و قانون الأعمال.

-تعقد وصعوبة المراحل التحضيرية للعرض العام للبيع و التكاليف المالية المرتفعة لذلك.

-ان نجاح عملية بيع الأسهم في الأسواق المالية يتوقف على حجم السوق ، فإذا كان حجم السوق صغيراً سيؤثر على سعر السهم ، و في هذه الحالة يمكن طرح أسهم الشركة على مراحل حتى يتمكن السوق من لاستيعابها و هذا ما تقوم به الكثير من الدول النامية التي لا تتمتع بأسواق مالية ذات كثافة رأسمالية عالية.⁴

¹ حسان خضر، مرجع سابق، ص:12.

² ياسين بوعاملي، مرجع سابق، ص:72.

³ Sadi Nacer_Eddine,opcit,P167.

⁴ ياسين بوعاملي،مرجع سابق،ص:80.

إن ضعف الأسواق المالية من ابرز العوامل المساعدة في تعثر عمليات الخصخصة في الأقطار العربية ، فسواء بالنسبة للبورصات التي أنشئت في عشرينيات القرن الماضي أو بالنسبة للبورصات التي أنشئت حديثا ، مازال مستواها بعيدا عن المؤشرات الدولية ، سواء بالنسبة للرسملة أو بالنسبة لحجم المبادلات.¹

إن ضعف الأسواق المالية العربية و أسواق الدول النامية لا يعني استيعاب آلية هذه الأسواق في الخصخصة خاصة و أنها بدأت تعرف بعض الانتعاش في السنوات الأخيرة ، فقد ساهمت هذه الأسواق فعلا في تنفيذ برامج الخصخصة في دول كمصر ، المغرب، و تونس، و ينتظر منها دور اكبر في هذا المجال في هذه الدول و الدول النامية الأخرى.²

الفرع الخامس: شروط نجاح الخصخصة بالبورصة .

تعتبر البورصة كطريق أساسي لتغيير ملكية المؤسسات العمومية، مستندة في ذلك إلى العديد من المبررات، و فيما يلي الشروط و العوامل المراد توافرها لتحقيق تحويل ملكية عن طريق البورصة و هي:³

اولا : مدى ملائمة البورصة للمؤسسات المختارة :

إذا كانت البورصة هي الطريق الرئيسي لتحويل الملكية بصفة عامة فانه مع ذلك قد توجد استثناءات يفضل معها تحويل ملكية عن غير ذلك الطريق و ترجع هذه الاستثناءات بصفة عامة إلى احد السببين هما :

-صعوبة أو استحالة اللجوء لطريق البورصة لتحويل الملكية و ينطبق ذلك على المؤسسات الصغيرة غير المسجلة في البورصة أو المؤسسات ذات الانجازات الزهيدة جدا التي تغري المستثمرين في البورصة .

-وجود مبررات يفضل معها اللجوء للطرق الأخرى، و التي قد تتعلق أما بمصلحة المؤسسة ذاتها المراد تغيير ملكيتها.

ثانيا :شفافية ووضوح قواعد تغيير الملكية.

في حالة البيع عن طريق البورصة يجب أن تكون القواعد القانونية التي تنظم تلك المسألة الواضحة، خاصة فيما يتعلق بالعروض الضخمة بالشراء المقدمة من شخص طبيعي أو معنوي، كذا القواعد التي تتبع في حالة حدوث فائض في الاكتتاب.

¹ حسين رحيم، مرجع سابق، ص:80.

² ياسين بوعالمي، مرجع سابق، ص:81.

³ حميد مختار، "الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)"، مرجع سابق، ص ص:295_304.

ثالثا: تلاؤم توقيت تغيير الملكية في حالة المؤسسة و البورصة .

يشتمل هذا الشرط على امرين هما ان يتلاءم توقيت تغيير الملكية مع حالة المؤسسة ، فقد تمر كثير من المشروعات العامة بظروف صعبة، و من المهم قبل عرضها للبيع عن طريق البورصة اعتماد برنامج لإعادة هيكلتها و النهوض بحالتها و الأمر الثاني هو تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع حالة لبورصة .

رابعا :مراعاة طاقة السوق على استيعاب أسهم المشروعات المعروضة للبيع.

حيث أن المقصود بالطاقة الاستيعابية يقصد بها في هذا الخصوص مدى قدرة سوق الأوراق المالية على امتصاص ما يعرض فيه من أسهم و سندات و غيرها من أوراق مالية ، إذ لا يتصور وجود بورصة قدرتها على امتصاص الأوراق المالية غير محدودة ، ذلك أن لكل سوق حدودا يصعب تخطيها .

و لا شك أن إثارة قدرة سوق البورصة الأوراق المالية هي مسألة تعد محل اعتبار فيما يتعلق بأسهم المشروعات العامة التي تتابع من خلالها ، إذا نظرا لما تتم به المشروعات العامة من ضخامة ، فإنها تؤدي إلى إحداث تطور هام في الحجم المعروض من الأسهم لا بد أن يقابله تطور مماثل في حجم الطلب ، و يعتبر السوق ذا قدرة على استيعاب أسهم المشروعات العامة ، إذا كان الطلب الناشئ و الذي يغطي تلك الأسهم لا يؤثر بطريقة ملحوظة على الطلب الأصلي المتعلق بالأوراق المالية الأخرى الموجودة فيه ، ففي هذه الحالة يكون السوق في حالة اتساع

المطلب الثالث: القيود التي ترد على برنامج الخصخصة.

يشير الأدب الاقتصادي للعديد من القيود و الصعوبات التي قد تواجه عملية الخصخصة تختلف درجتها من دولة إلى أخرى ، و قد كانت سببا في عدم تحقيق الخصخصة لأهدافها بل و فشلها في بعض الأحيان ، فيف الواقع يتبين لنا الكثير من القيود التي تواجه تبني مثل هذه البرامج و من أهم هذه القيود نجد:

الفرع الأول : القيود العقائدية و الفكرية و النفسية.

من أهم القيود أو التحديات التي تواجه الخصخصة هي التوجهات و الصراعات الفكرية و العقائدية و النفسية و من ابرز هذه التحديات ما يلي:¹

اولا : أنصار الفكر الشيوعي الاشتراكي ، الذين مازال يؤمنون بالفكرة الاقتصادية الشيوعية ، و يعززون سبب الفشل الاقتصادي في الكثير من الدول العالمية إلى عدم تطبيق الفكر الشيوعي .

ثانيا : الفجوة في العلاقة بين الجماعات الدينية و الجماعات الاقتصادية الحكومية لعدم وجود فكر عقائدي تطبيقي لعملية الخصخصة.

¹ عماد عناد القرالة ،"اثر أساليب التخصخصة و انعكاساتها على التطوير التنظيمي دراسة تطبيقية على الشركات الأردنية"، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية و المصرفية ،قسم إدارة الأعمال ،جامعة العلوم المالية و المصرفية ،الأردن، 2010، ص ص :24_25.

ثالثا : العداء النفسي المستحكم للقطاع الخاص بين أفراد النخبة المهيمنة ذات الأصول غير الرأسمالية.

رابعا : الجماعات غير الرسمية داخل المؤسسات الحكومية التي تضغط على إدارة المؤسسة لتعطيل برنامج الخصخصة و إيجاد الصعوبات المتنوعة.

الفرع الثاني : القيود السياسية.

عملية الخصخصة في بدايتها قد تثير خلافا سياسيا بين أركان الحكم أو بين الحكم و المعارضة كما يمكن أن تلاقي قبولا عاما، و من أهم هذه القيود نجد:¹

أولا : السرعة في التنفيذ.

ثانيا : الأسعار التي تباع فيها الأملاك العامة.

ثالثا : السيادة و الأمن القومي.

رابعا : الجهات التي ترسي عليها عمليات البيع .

فعلى سبيل المثال بدأت عملية الخصخصة في فرنسا عام 1986 و بقيت موضوع تجاذب و انقسام بين رئيس الجمهورية فرانسوا ميتران و رئيس الوزراء جاك شيراك مدة طويلة ، فالرئيس رئيس الوزراء عارض الرئيس ميتران ذلك التوجه معتبرا أن التريث في الموضوع يحقق نتائج أفضل أما في بريطانيا فقد طرحت السيدة تاتشر عملية الخصخصة بجرأة و كانت رائدة في هذا المجال لكنها واجهت حملة عنيفة من قبل المعارضين (حزب العمال) الذين اتهموها بأنها باعت عددا كبيرا من المشاريع الحكومية إلى القطاع الخاص بأثمان زهيدة جدا ، و في الأرجنتين كانت هناك معارضة واسعة جدا لتخصيص بعض القطاعات نظرا لتعلقها بالسيادة و بالأمن القومي (الصناعات الحربية ،السكك الحديدية)، أما في المكسيك فقد اهتمت المعارضة الرئيس ساليناس بأنه يبيع البلاد إلى عدد قليل من أصدقائه ، و حاول الرئيس المكسيكي إزاء هذه الاتهامات أن يجذب مزيدا من الاستثمارات الأجنبية ليبعد الصفة الاحتكارية عن عملية الخصخصة .

الفرع الثالث : القيود الاجتماعية:

من أهم القيود الاجتماعية نجد آلية السوق لا تصب في عملها إلا القادرين على الأخذ و العطاء ، أما هؤلاء الذين هم ضعفاء اقتصاديا بحكم عمرهم كالمسنين أو المتقاعدين ، أو لحكم نوعهم كالنساء أو لحكم عدم تلقيهم التدريب الكافي كالعاطلين عن العمل أو المتعطلين ، و بالتالي فإن آلية السوق تتجاوز كل هؤلاء في التوزيع ، إذ يشعر الكثير منهم بان اقتصاد السوق يظلمهم عن طريق حرمانهم من المشاركة العادلة في منجزات الاقتصاد

¹ القاضي أنطوان الناشف، الخصخصة (التخصيص) مفهوم جديد لفكر الدولة و دورها في إدارة المرافق العامة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان، 2000 ، ص ص :24_25.

الوطني¹، كما انه عند إجراء عملية الخصخصة يترتب على تملك القطاع الخاص منشآت طبيعتها خدمية ، مما يخشى احتكار هذه الخدمات ، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها دون أن يكون هناك مبرر لهذا الارتفاع و لكن لبرنامج الخصخصة تجنب ذلك و لو جزئيا ، لحل هذه المشكلة من خلال إتباع أسلوب ملائم للخصخصة ، فبدلا من بيع المنشأة بالكامل إتباع أسلوب عقود الإدارة ، أو تجزئة المنشأة إلى وحدات إنتاجية مستقلة ، و متنافسة ، بهدف خفض التكاليف و رفع الكفاءة ، ما يمكن إتباع أسلوب مشاركة المستثمرين للحكومة في ملكية تلك المنشآت بدلا من بيعها بالكامل لسهولة الرقابة الفعالة على أسعار الخدمات.

الفرع الرابع : القيود الاقتصادية:

على الجانب الاقتصادي هناك قيود عدم وجود سوق كفاء رأس المال ، أو عدم وجود سوق بالمرة و في حالة غياب آلية بديلة يصبح من غير المتوقع إتباع أسلوب الخصخصة بطرح الأسهم للتداول العام ، الأمر الذي قد يؤدي ببرنامج الخصخصة إلى تركيز ملكية المنشآت في يد عدد محدود من المستثمرين ، كذلك قد يواجه برنامج الخصخصة ندرة في المدخرات المحلية ، في الوقت الذي لا يسمح فيه للأجانب شراء حصص في رأس مال المنشآت المطروحة للبيع ، مما قد يحول دون بيع المنشأة أو أسهمها بسعر عادل ، و حتى لو سمح للمستثمر الأجنبي بالاستثمار في رؤوس أموال الشركات ، فقد تكون عملة الدولة غير قابلة للتحويل بما يعني استبعادا ضمني للمستثمر الأجنبي ، إذ من غير المتوقع أن يقبل استثمار أمواله في الدولة يصعب فيها تحويل أرباحه إلى عملة الدولة التي ينتمي إليها.²

و من القيود كذلك تقلب سعر صرف العملة لهذا ، لا بد أن يكون هناك استقرار في أسعار الصرف لا غنى عنه لنشاط التصدير و الاستيراد و لتحقيق قدر من الأمان للمستثمر سواء كان مواطنا أو أجنبيا ، إذا لم يتحقق ذلك يصعب على الحكومة إتباع أي أسلوب من أساليب الخصخصة ، بالإضافة إلى الضعف النسبي في سوق الأوراق المالية و عدم استيعاب النظام النقدي لكفاءة عمليات التدفقات النقدية مع غموض القوانين المنظمة لعمل السوق، و صعوبة تقييم المؤسسات العامة بأصولها الثابتة و المتغيرة و التي تقرر عرضها للبيع للقطاع الخاص بالإضافة إلى عدم وجود عدد كافي من المستثمرين لمؤسسات القطاع العام المعروضة للبيع³ و لمشكلة الديون التي تعاني منها معظم الشركات العامة و الكيفية التي سيتم بها تسوية هذه الديون و معالجتها و دور المصارف بهذا الخصوص.⁴

¹ محمد رياض الابرش، نبيل مرزوق، الخصخصة آفاقها و أبعادها، دار الفكر ، سوريا ، 2002، ص:50.

² منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية ، منشأة المعارف، مصر ، 2004، ص:119.

³ عيساوي ليلي، "الخصخصة في دول المغرب العربي ضرورة حتمية أم خيار استراتيجي"، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصخصة و دور الجديد للدولة كلية

العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004، ص:383.

⁴ بن عيسى بشير، "مشكلات عملية الخصخصة و أثارها الاجتماعية و الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة، كلية

العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004، ص:75.

الفرع الخامس : القيود التنظيمية .

و هي مجموعة المشاكل ، و المعوقات التي تواجه المسؤولين عن برامج الخصخصة في الدولة و من أهم هذه التحديات ما يلي:¹

أولاً : حالة بعض المشاريع شديدة التعثر و يتجلى ذلك من خلال صعوبة تصفية و هيكلة مشاريع ضخمة بها عمالة كبيرة، و تستنزف موارد مالية عالية.

ثانياً : استنزاف عوائد التخاصة لهيكلة المشاريع ، من اجل تجهيز المشاريع للبيع لا بد من إعادة هيكلتها ماليا و عمليا و تنظيميا ، و هذا يتطلب مبالغ مالية كبيرة لسداد ديونها ، و منح العمالة الفائضة فيها امتيازات مالية و رواتب تقاعدية ، و هذا نجد ذاته يشكل استنزافا لعوائد الخصخصة .

ثالثاً : الفشل في خصخصة بعض المشاريع حيث تتم هيكلة بعض المشاريع و تنفق عليها أموال كثيرة و عند عرضها للبيع أو المشاركة يتردد المستثمرون عن الشراء أو يكون هناك عقبات تحول دون الاتفاق على الشراء، لذا قد تستمر عدة سنوات قبل خصخصتها.

الفرع السادس : القيود القانونية.

لا شك أن خصخصة تعني الانفتاح الاقتصادي عن طريق اشتراك القطاع العام مع القطاع الخاص ، أو ترك المبادرة للأخير في توجيه السوق الاقتصادي و المالي ، حيث أن نجاح الخصخصة لا يتوقف فقط على الاعتبارات الاقتصادية و المالية للدولة و تدليل ما قد ينتج عنها من قيود و حواجز ، إنما أيضا على اعتبارات قانونية ، تتمثل بقوانين خالية من أية قيود أو ثغرات قد تعيق المبادرة الفردية و ما ينتج عنها من استثمارات² ، حيث تعاني اغلب الدول المتخلفة من عدم وجود القوانين اللازمة و المناسبة للتنظيم برنامج الخصخصة من جهة ، و من جهة أخرى غياب سيادة القانون و احترامه ، حيث تغيب قوانين تحديد المواصفات محاربة الاحتكار و حماية المستهلك و حماية الملكية و القضاء بشكل عام غير مستقل و تسود القوانين الاستثنائية و غياب البنية المؤسسة المناسبة و تعدد أجهزة الرقابة ، فإذا أرادت دولة ما تبني اقتصادا قويا ، لا بد أن يقوم ذلك الاقتصاد على قواعد و أسس و قوانين واضحة ، و في حال غياب هذه القواعد فان الضرر لا يقتصر على انعدام العدالة و الإنصاف ، و لكن يصيب أيضا أداء الشركات ، لذلك لا بد من إحداث هيئة رقابية مركزية تقيم وضع الشركات و كفاءتها بدلا من تعدد أجهزة الرقابة.³

¹ عماد عناد القرالة، مرجع سابق، ص:14.

² وليد حيدر جابر، طرق إدارة المرافق العامة المؤسسة العامة و الخصخصة، منشورات حلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص:18.

³ حبش محمد حبش، مرجع سابق، ص:60.

الفرع السابع : القيود المحاسبية.

إلى جانب القيود السياسية و الاجتماعية و الاقتصادية و القانونية ، هناك قيود و المحددات المحاسبية ، قلوان النظم المحاسبية المعمول بها غير ملائمة ، فقد يخشى المستثمر شراء المنشأة بما عليها من التزامات ، إذ قد تظهر التزامات أخرى غير مسجلة بالدفاتر ، في الوقت الذي قد ترغب فيه الحكومة في إنهاء علاقتها كلية بالمنشأة ، من خلال الخصخصة الكاملة.¹

المطلب الرابع: الآثار المحتملة للخصخصة:

تعتبر الخصخصة أداة الإصلاح الاقتصادي و يكون هذا الإصلاح في عدة مجالات أخرى أيضا و كان لا بد و أن ينجر عن ذلك الإصلاح آثار اقتصادية و سياسية و مالية و اجتماعية ، و هذا ما سنتناوله بشكل من الإيجاز وفق ما يلي :

الفرع الأول : الآثار الاقتصادية للخصخصة

يمكن حصر الآثار الاقتصادية للخصخصة في ما يلي :

- زيادة حجم الاستثمار الخاص المحلي و الأجنبي .
- اثر الخصخصة على الكفاءة الإنتاجية.
- أثرها على حقوق المستهلكين و المنتجين.

حيث يمكن تفصيل كما يلي:

أولا : زيادة حجم الاستثمار الخاص المحلي و الأجنبي

الخصخصة تتم من خلال طرح الأسهم للشركات العامة، أو جزء منها في سوق الأوراق المالية الوطنية أو الدولية و تتم العملية على النحو التالي:

1-الاستثمار الخاص المحلي

تطبيق برنامج الخصخصة يعني تحويل الشركات العامة إلى القطاع الخاص ، مما سيدفع الأفراد ، و رأس المال الخاص للعمل و الاستثمار في شراء الشركات العامة ، أي تحويل المدخرات الخاصة إلى الاستثمار مما يؤدي تحقيق الكفاءة الاقتصادية ، و إنتاج السلع ، و الخدمات بأسعار مناسبة ، و جودة عالية ، و ادخار أساليب جديدة إلى الإدارات و شراء خطوط إنتاج جديدة ، مما يحسن الإنتاج في إطار المنافسة الداخلية و الخارجية ، و

¹ منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية، مرجع سابق، ص:120.

يؤدي إلى تحسين المستوى المعيشي للسكان ، و زيادة الأرباح و تعدد الأنشطة¹، اذ يمكن القول أن هناك آثار ايجابية لعملية الخصخصة على زيادة الاستثمار ، إذ سيعمل الملاك الجدد للمؤسسات المباعية من اجل تعظيم الربحية ، كما أن البيئة الجديدة التي ستخلقها الضرائب قد تؤدي إلى جلب الاستثمارات الخاصة إذا كان هناك تحفيزات كالتحفيزات الضريبية و الخصخصة تعد عملية تدوير لمحفظة استثمارية كبيرة يمكن تقدير قيمتها كقيمة الشركات التابعة للقطاع العام و بالتالي تؤدي إلى خلق السيولة للأصول التي لم تكن سائلة من قبل و تعمل على زيادة الكفاءة المالية في سوق رأس المال و التي ينتج عنها خلق استثمارات إنتاجية جديدة.²

2- الاستثمار الخاص الأجنبي:

الاستثمار الأجنبي مطلوب في عملية التحول خاصة في الدول النامية التي تقل فيها المدخرات نتيجة

لانخفاض الدخل و ظهور العجز في إتمام عملية التحول، و الاستثمار الأجنبي يتم بطريقتين:³

✓ شراء الأسهم (جزء من الأسهم يحددها القانون في كل دولة) في السوق المالي المحلي.

✓ شراء الأسهم من سوق الأوراق المالية الأجنبية عندما تقرر الدولة طرح جزء من أسهم

الشروع في الأسواق المالية الدولية.

كما أن للاستثمار الأجنبي إيجابيات و سلبيات ، فعدم التحكم فيه منذ البداية و تطبيق القوانين بشكل جيد

يؤثر على الاقتصاد و المجتمع ككل ، و حسن استخدامه يزيد من عملية النمو الاقتصادي و التطور في جميع مجالاته ، و ذلك للأسباب التالية:⁴

- الاستثمار الأجنبي يزيد من إمكانية التمويل الداخلي للمؤسسات ، و بالتالي يرفع من مشروعات الخصخصة ، و يدفع بها إلى الامام .
- الاستثمار الأجنبي يزيد من رفع الكفاءة و يخلق مناصب عمل جديدة في مختلف الأنشطة.
- الاستثمار الأجنبي عادة ما يجلب معه التكنولوجيا الحديثة بجميع أنواعها.
- الاستثمار الأجنبي القادم من الخصخصة يعمل على زيادة معدلات العملة الأجنبية في الداخل.

ثانيا : اثر الخصخصة على الكفاءة الإنتاجية .

تؤدي الخصخصة نظريا إلى زيادة درجة المنافسة بين المؤسسات مما يترتب عليه التخلص من عناصر عدم الكفاءة ، القضاء على التلاعب الاجتماعي في صورة المحسوبية و عدم المحاسبة و الإهمال و التسبب ، فالقطاع الخاص اقدر على محاسبة و مساءلة العاملين التي تنمو في ظل البيئات المحمية اقتصاديا كما تؤدي إلى توليد الحافز على التجديد و تساعد أيضا على ظهور منظمين و إداريين أكثر كفاءة على إدارة النشاط الاقتصادي، كما

¹ حبش محمد حبش، مرجع سابق، ص:74.

² مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية ، مرجع سابق، ص:61.

³ عبده محمد فاضل الرئيفي، مرجع سابق، ص:184.

⁴ موسى سعداوي ، مرجع سابق، ص:133.

يترتب على تحرير الأسعار و التخلص أو تقليص التدخل الحكومي في قرارات المشروعات الخاصة و رسم سياستها، فالتدخل الحكومي الزائد يخلق جوا من البيروقراطية و يؤثر سلبا على تخصيص الموارد، كما أن الخصخصة تخلق جماعة (مستثمرين) من الأفراد يهتمهم مراقبة عمليات المشروع و التحقق من نجاحه ، كما أن الربحية ستكون الهدف الرئيسي للمشروعات الخاصة ، كما يترتب على كافة أنواع الإصلاح التي تتم بالنسبة للمشروعات أو المؤسسات الخاسرة قبل خوصصتها تحويلها إلى وحدات رابحة (في إطار التأهيل) أو التخلص منها إذا لم يكن هناك جدوى من إصلاحها ، و توجيه الموارد لاستخدامات أفضل ، و نتيجة لذلك فإنه من المتوقع نظريا أن تترتب على الخصخصة تحسين الكفاءة و زيادة الناتج الكلي.¹

ثالثا : آثار الخصخصة على حقوق المستهلكين و المنتجين

الخصخصة تؤدي إلى رفع الكفاءة الاقتصادية ، و تخفيض تكلفة الإنتاج ، و تحسين نوع الجودة مع زيادة المنافسة ، و زيادة العروض من السلع و الخدمات ، و تزايد فرص الاختيار أمام المستهلكين و زيادة رفاهيتهم ، و بذلك تتحقق مصلحة المستهلكين و المنتجين معا لان الثمن التوازني تتحقق عنده مصلحة المستهلك بحصوله على المنفعة من إنفاق دخله ، و تتحقق للمنتج بحصوله على ربح من قيامه بالعملية الإنتاجية و بالتالي تحقق مصالح المستهلكين ، و المنتجين في ظل الخصخصة إذا توفرت الشروط التالية:²

- ✓ أن تكون الحرية مطلوبة للمستهلكين عادلة مراعية لمصالح أطراف السوق و لا تتخذ إجراءات الحماية المستهلك تتعارض مع آلية السوق .
- ✓ أن تنتفي الاحتكارات بكافة صورها .

إذن تؤدي الخصخصة إلى إعادة توزيع الثروة ، و بالتالي إعادة توزيع الدخل لصالح القطاع الخاص ، و به يصبح قادرا على الاستثمار و الإنتاج و تحقيق الكفاية و النهوض بالمشاريع التي تمت خصصتها .

¹ علي عبد الله ، مسعود كسرى، "الخصخصة و آثارها الاقتصادية و الاجتماعية"، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004 ، ص:325.

² حبش محمد حبش، مرجع سابق، ص ص:76_77.

الفرع الثاني : الآثار الاجتماعية للخصخصة

تعد الآثار الاجتماعية من أهم الآثار الناتجة عن الخصخصة لان لها حساسية خاصة الأهمية لأنها تمس جميع طبقات المجتمع بصورة مباشرة، و بالتالي تأتي بنتائج غاية في الخطورة، و لعل أهم الجوانب التي يمكن تناولها هي:

أولاً : اثر الخصخصة على العمالة .

و هذا من اخطر التأثيرات المتوقعة للخصخصة و ما تثيره من مشاكل اجتماعية إذا ما أعطت تأثيراتها السلبية على العمالة حيث يؤدي تسريح عدد كبير من العاملين في المؤسسات العمومية التي يتم خصخصتها إلى زيادة مشكلة البطالة ، مما يؤثر سلبا في سوق العمل الوطنية ، و ينجم عنه نتائج اجتماعية سيئة ، و يقضي على الدور الاجتماعي للدولة.¹

بما ستثيره من قلق و عواقب سياسة داخلية خطيرة ، لذا فان معالجة قضايا العمالة في ظل الخصخصة يجب أن تأخذ قدرا كبيرا من الاهتمام من قبل المسؤولين عن برامج الخصخصة ، و لا بد من إعداد برامج خاصة لحماية العمالة الوطنية تتزامن مع برامج الخصخصة²، و لهذا فان هناك محاولات مسبقة و حلولاً مقترحة و خططا موضوعة تعدها الدول لغرض تجنب هذه المشاكل قبل وقوعها و لعل أهم هذه المعالجات المعدة ما يلي:³

- إعداد برنامج مواز لبرنامج الخصخصة لمساعدة العمالة الفائضة.
- تعويض أولئك الذين لا يمكن توجيههم إلى وظائف أو مشروعات بديلة و تشجيعهم على التقاعد المبكر.
- إتاحة الفرص للعاملين الراغبين في ترك العمل و بدء مشروعات خاصة صغيرة.

ثانيا : العدالة الاجتماعية و الخصخصة .

تحمل الخصخصة في طياتها آثار داعمة لمبدأ العدالة ، و تتمثل هذه الآثار إلى مزيد من العدالة الاجتماعية و بالتالي:⁴

-الخصخصة تؤدي إلى تمليك العاملين و المساهمة في العملية الإنتاجية مما يؤدي إلى تحسين وضع الأفراد و الاقتصاد الوطني .

¹ محمد ولد أعمار، "تجربة الخصخصة في موريتانيا"، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 3_5 أكتوبر 2004، ص:310.

² فاتح أبو عامرية ، مرجع سابق، ص:33.

³ عبده محمد فاضل الربيعي، مرجع سابق، ص:190.

⁴ حبش محمد حبش ، مرجع سابق، ص:78.

-الخصخصة تؤدي إلى التقارب ما بين الطبقة العاملة و الملاك ، مما يؤدي إلى إحساسهم بالمسؤولية ، و زيادة إنتاجهم يؤدي إلى مزيد من تحسين معيشتهم.

- شعور الأفراد بالأمان و الاطمئنان بكونهم ملاك يؤدي إلى الاستقرار الاجتماعي و الابتعاد عن الخوف أما الآثار السلبية للخصخصة نذكر منها :

- تركيز الثروة في أيدي شريحة اجتماعية محددة من المجتمع
- الخصخصة تؤدي إلى سيطرة القطاع الخاص بشكل تام على النشاط الاقتصادي .
- إلغاء الدعم السلمي.
- انتشار الاحتكار .

الفرع الثالث : الآثار المالية للخصخصة

أهم دوافع الخصخصة هو استعادة مالية، و تخليص من أعباء العجز و الدين، و تمكينها من مواجهة الالتزامات الاجتماعية، إلا أن اثر خصخصة المشاريع العامة على المالية الحكومية تتوقف على عدد من العوامل هي:¹

- حجم التفاعلات المالية بين الحكومة و قطاع المنشآت العامة.
- اثر الخصخصة على الأداء المالي للمؤسسات المعنية .
- القرارات ذات العلاقة التي تتخذها الحكومة على مستوى السياسة العامة خاصة تلك التي تؤدي إلى زيادة تعرض المنشآت لتيارات و ضغوط المنافسة .
- المنظور الزمني خلال التحول و بعد التحول .

و بالتالي ننظر إلى التأثير المالي للخصخصة عن تطبيقها من عدة جوانب :

أولا : اثر الخصخصة على الموازنة العامة :

تؤثر الخصخصة على الموازنة العامة للدولة تأثيرا ايجابيا ، و ذلك بسبب توقف تمويل المشروعات العامة التي يتم خصصتها ، و تخفيض حجم الدعم ، و تخفيض نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي و تخفيض نسبة تكلفة الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي عن مستواها قبل الخصخصة ، مما يؤدي إلى نقص العجز في الموازنة العامة للدولة و عدم اللجوء للإصدار النقدي و بالتالي انخفاض التضخم.²

¹ المرجع السابق، ص:81.

² فايز عبد الهادي، مرجع سابق، ص:40.

ثانيا : اثر الخصخصة على مديونية الدولة :

من المنتظر أن تؤدي الخصخصة إلى تحسين مالية الدولة و الحد من العجز في المدى القصير ، و ذلك من خلال انخفاض إنفاق الحكومي على المؤسسات العمومية التي تتسم خصصتها من جهة ، و زيادة الإيرادات عند بيع المؤسسات العمومية من جهة أخرى¹، حيث أن تطبيق الخصخصة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة ديون الدولة ، و ذلك نتيجة لما كانت تتحمله من أعباء المشروعات العامة عن طريق الدعم الذي كانت تقدمه ، و هو ما كان يستدعي عقد القروض الداخلية في شكل أذون خزانة و سندات ، و كذا الاقتراض من الخارج لتغطية العجز لموازنة العامة للدولة بسبب الدعم المقدم ، حيث تستخدم عوائد بيع الشركة العامة و توجيهها لتغطية و تسديد هذا العجز بصفة تدريجية .

ثالثا : اثر الخصخصة على السياسات النقدية المالية :

للخصخصة تأثير على كل من السياسيتين النقدية و المالية ، فتأثرها على السياسة النقدية يظهر في تنشيط سوق الأوراق المالية ، حيث يصعب تطبيق الخصخصة دون وجود سوق نشط للأوراق المالية ، و لا يمكن تنشيط الأوراق المالية دون وجود مشروعات خاصة تطرح أسهمها فيها ، أما في السياسة المالية فالخصخصة تؤدي إلى ترشيد النفقات العامة من جهة تنمية الموارد المالية من جهة أخرى ، حيث يتم ترشيد النفقات العامة عن طريق إلغاء الدعم المقرر للمشروعات العامة ، و في نفس الوقت تزداد الإيرادات نتيجة زيادة حصيلته الدولة من الضرائب و زيادة أسعار الخدمات التي تقدمها بعد رفع الدعم عنها ، كما إن للخصخصة آثار على الضرائب المباشرة و غير المباشرة ، مما يترتب على الأولى زيادة الحصيلته الضريبية الممولة للميزانية العامة للدولة ، أما الثانية فتزداد حصيلتها بعد الخصخصة بسبب الإنعاش الاقتصادي و زيادة الدخل التي ستؤدي إلى زيادة الاستهلاك ، و بالتالي زيادة مبيعات بين كافة فئات المجتمع ، مع ملاحظة أن الآثار الايجابية للخصخصة على الضرائب لن تتحقق بصورة فعالة إلا بزيادة الكفاءة ووجود نظام ضريبي كفاء².

الفرع الرابع : الآثار السياسية للخصخصة

إن التنازل عن موجودات عمومية لمتعاملين خواص يمكن أن يشكل نقطة الانطلاق في إثارة مسألة المزايا التي يستمر في الانتفاع بها قطاعات معينة و بعض المسيرين المرتبطين بها ، حيث أن اية إعادة هيكلة حقيقة لا يمكن أن تتم دون برنامج خصخصة واضحة تتضمن عمليات خوصصة حقيقية و مدروسة³، حيث أن تطبيق برنامج الخصخصة يتطلب ظهور جماعات مؤيدة و أخرى معارضة لهذا البرنامج ، و الآثار الايجابية تأتي من الفئات

¹ مختار حميدة، "الأسواق المالية و خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية و دور العملية في إحداث التنمية دراسة حالة بعض الشركات العربية"،

أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011، ص:43.

² علي عبد الله، مسعود كسرى، مرجع سابق، ص:354.

³ سعدان شبايكي، "مواقف الخوصصة في الجزائر"، ملحق دولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

،جامعة سطيف، الجزائر، 3_5 أكتوبر، 2004، ص:285.

التي تنظر إلى الخصخصة نظرة واقعية لسير مجريات الأمور الاقتصادية ، و المالية ، و الإدارية في مؤسسات القطاع العام ، أما الفئات المعارضة لهذا الاتجاه ، فتمثل في الفئات المستفيدة من استمرار القطاع العام، نتيجة حصولها على تسهيلات ، أو نصيبها من الفساد و العمالة الفائضة في هذا القطاع .

- تؤدي الخصخصة إلى دعم من الأحزاب التي تؤيد فكرة الخصخصة ، و خاصة عند تحقق الخصخصة نجاحات ملموسة ، أما الأحزاب المعارضة لعملية الخصخصة ، تلاقى تأييدا كبيرا ، إلا أن التأييد يتلاشى مع نجاح برنامج الخصخصة .
- الخصخصة تشمل عند تطبيقها على مشاريع إستراتيجية و حيوية و قد يتم على نقلها إلى الملكية الخاصة دون ضوابط محدودة تؤدي إلى الإضرار بالأمن القومي للبلد و خاصة في حالة الطوارئ أو الحروب .
- الخصخصة تؤدي على المدى المتوسط و الطويل إلى نوع من الاستقرار السياسي ، و الاجتماعي عندما تحقق نجاحات مرضية .
- الخصخصة هي بمثابة العلاج الناجع لإزالة الفساد و البيروقراطية من جسد الإدارة و الاقتصاد و المجتمع .
- كي تنجح الخصخصة ، لا بد أن تعمل بجو من الحرية و الديمقراطية و تعدد الأحزاب إذا الخصخصة تؤثر على الأنظمة الاقتصادية ، و السياسية و الاجتماعية بالإضافة إلى أن عملية التحول هي احد السياسات المساعدة و المؤيدة إلى نجاح العولمة التي تنادي بها الدول المتقدمة و بالتالي سيادة الرأسمالية.¹

¹ حبش حسن حبش، مرجع سابق، ص ص: 87_ 88.

خلاصة :

خلاصة لهذا الفصل يمكننا القول إن الخصخصة:

- 1- هي أسلوب من أساليب الإصلاح الاقتصادي الذي انتهجته العديد من الدول ، حيث أن التوجه لإستراتيجية الخصخصة أمر يتطلب اتخاذ مجموعة من الإجراءات و ذلك على كل مستوى من مستويات الاقتصادي ، السياسي ، الاجتماعي .
- 2- كما تقوم الخصخصة على عدة مبادئ و جب تطبيقها و احترامها من اجل الوصول إلى الأهداف المبتغاة من تطبيقها ، كما انه من الضروري إعداد برنامج شامل يضم الخطوات الأساسية لتطبيق هذه السياسة و ذلك لضمان تحقيقها و نجاحها .
- 3- يتوقف نجاح الخصخصة على عوامل منها المناخ السائد و التشريعات و القوانين ، و الفكر الاقتصادي و الاستثماري و الأهداف المرجوة منها .
- 4- الخصخصة تشمل على العديد من التقنيات و الأساليب التي تتم عند القيام بعملية خصخصة المؤسسات ، لكن تواجه هذه الإستراتيجية العديد من القيود و العراقيل منها السياسية و الاجتماعية و الاقتصادية .
- 5- عند تطبيق إستراتيجية الخصخصة الحفاظ على ادني حد ممكن من التوازنات الاجتماعية و السياسية و الاقتصادية ، و ذلك بغية تجنب الآثار الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية عند تطبيق هذه الإستراتيجية
- 6- إن نجاح عملية الخصخصة مرهونة بمدى و جود أسواق مالية عميقة و نشطة كما تسهم برامج الخصخصة في توسيع و تعميق هذه الأسواق.
- 7- علاقة الخصخصة بالسوق المالي تعتبر علاقة من العلاقات ذات الاتجاهين بمعنى أن كلاهما يؤثر على الآخر و يتأثر به ، و إذا ما نظرنا إلى الخصخصة على أنها قد تكون خصخصة للملكية أو خصخصة للإدارة ، و فما نهتم به هو النوع الأول الذي يكون فيه توسيع قاعدة الملكية من خلال طرح المزيد من الأسهم المملوكة للدولة ، و لكي تقوم البورصة بدورها الخاص سد جانب الطلب حيث تتدفق المدخرات طلبا للاستثمار و هنا يتضح دورها في تدعيم عملية الخصخصة و من هنا فالأمر يتطلب توفر بورصات ذات قوة من جانب الأطر القانونية و التشريعية، و الوسطاء الماليون ، من بنوك استثمار و بنوك تجارية ، و قواعد تعامل تهدف إلى حماية المستثمرين.

الفصل الثالث :

دراسة حالة دور بورصة الدار البيضاء
(المغرب) في عملية الخصخصة

تمهيد :

سنتطرق في هذا الفصل إلى الدور الذي لعبته السوق المالية المغربية في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، حيث تم التطرق في المبحث الأول إلى المؤسسات العمومية في المملكة المغربية وعمليات الخصخصة، من خلال إعطاء لمحة عن القطاع العام و برنامج التعديل الهيكلي الذي مر بمرحلتين أساسيتين، بعد ذلك تم إبراز طبيعة الخصخصة الذي اتبعته المغرب في خصخصة المؤسسات العمومية، والذي حاولنا من خلاله تحديد الإطار القانوني للخصخصة والإطار التنظيمي لها، وتعيين الأهداف والأسباب والدوافع من عملية الخصخصة، حيث تم تحديد طرق خصخصة المؤسسات العامة في المغرب (طرق تسجيل المنشآت المزمع خصخصتها ، طرق خصخصتها، كيفية تتبع المنشآت بعد خصخصتها).

أما المبحث الثاني فقد خصص لإظهار عمليات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء ، ففي البداية تم تعريف ببورصة الدار البيضاء و آليات و أسس عملها، و أهدافها كما تم تحديد مراحل إصلاح بورصة الدار البيضاء ، كما تم التطرق إلى أهم الفاعلين في البورصة

ثم إبراز الدور الذي تلعبه بورصة الدار البيضاء في عمليات الخصخصة ، من خلال تبين أهم المؤسسات التي تم خصخصتها عن طريق البورصة و الإيرادات التي تم الحصول عليها من خلال هذه العملية .

أما المبحث الثالث سنتناول فيه نتائج عمليات الخصخصة للمؤسسات العمومية في المغرب حيث حاولنا إبراز حصيلة الشركات و الفنادق التي مستها عملية الخصخصة و في الأخير ركزت الدراسة على نتائج عمليات الخصخصة على أداء بورصة الدار البيضاء من خلال تأثير هذه العملية على حجم المبادلات في البورصة و كذا رسمة البورصة وعدد الشركات المدرجة في سوق البورصة ، و في الأخير حاولنا تقييم التجربة المغربية.

المبحث الأول: المؤسسات العمومية و عمليات الخصخصة في المغرب.

إن التطورات السريعة في البيئة الاقتصادية العالمية لم تعد تسمح بتنظيم ينطوي على هيمنة مطلقة للقطاع العام على المجالات الاقتصادية والاجتماعية، ولا سيما بعد ا نادت هذه الوضعية إلى المزيد من التسبب و الفساد و لانعدام الكفاءة الإنتاجية، و قد اتجهت معظم الحكومات البلدان المختلفة من بينها المغرب نحو إدخال بعض الإصلاحات، تمثلت، من جهة في إعادة تنظيم القطاع العام بهدف الفصل بين الملكية و الإدارة، و من جهة أخرى عملت على تطبيق إستراتيجية الخصخصة، و لا شك في أن نقطة البداية في الإصلاح الحقيقي تتمثل في إعادة رسم الدائرة التي تعمل فيها كل من القطاع العام و القطاع الخاص، وذلك في إطار ما يسمى باقتصاد السوق.

المطلب الأول: القطاع العام و برنامج التعديل الهيكلي في المغرب.

تطور القطاع العام في المغرب منذ الاستقلال إلى غاية بداية سنوات الثمانينات و ذلك كما يلي:¹

الفرع الأول: القطاع العام قبل برنامج التعديل الهيكلي:

مر الاقتصاد المغربي منذ الاستقلال سنة 1956 بعدة مراحل و التي يمكن إجمالها في مرحلتين أساسيتين هما:

أولا :المرحلة الأولى: (1956-1970).

تميزت هذه الفترة التي تلت الاستقلال بقيام الدولة بتأميم عدة مؤسسات تابعة للشركات الأجنبية، و من أهمها المركز الشريف للفوسفات، و إنشاء عدة مؤسسات عمومية وطنية حيث، وصل عددها 80مؤسسة سنة 1960 ليقفز العدد إلى 158 مؤسسة سنة 1969 كما اهتمت الدولة في هذه المرحلة بالقطاع المالي لما له من أهمية في تحريك النشاط الاقتصادي و انشأت عدة بنوك تجارية ، و بنك مركزي أي بنك المغرب.

ثانيا : المرحلة الثانية:(1971-1988).

صدر في هذه المرحلة سنة 1973 قانون يمنح الصيغة المغربية " المغربية"، للمؤسسات المغربية و الذي يشترط بمساهمة رأس المال المغربي في كل مؤسسة نسبة 51% سواء كانت عمومية أو خاصة أو مشتركة، حيث كان الهدف منه هو:

- تشجيع القطاع الخاص.

- مضاعفة مساهمة الدولة في المؤسسات العمومية.

كما شهدت هذه المرحلة ارتفاع أسعار الفوسفات 1974 و سهولة الحصول على القروض من الأسواق المالية الدولية، مما أدى إلى التدخل القوي للدولة في النشاط الاقتصادي، ووصل عدد المؤسسات العمومية إلى 688 مؤسسة سنة 1985.

الفرع الثاني: التعديل الهيكلي و تحرير الاقتصاد المغربي(1980-1988).

اعتمد المغرب في تمويل التنمية الاقتصادية على مصدرين رئيسيين هما:

- إيرادات تصدير الفوسفات خاصة مع ارتفاع أسعاره نهاية السبعينيات.

¹ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب، مذكرة ماجستير، كلية

• القروض الخارجية، التي تميزت بانخفاض أسعار الفائدة و ارتفاع إمكانية التسديد. و لكن في بداية الثمانينات عرف الاقتصاد المغربي اختلالات هيكلية(عجوزات في ميزان المدفوعات و الميزانية العامة) أدت إلى تفاقم المديونية الخارجية، و التي انتقلت من 900 مليون دولار سنة 1972 إلى 11.2 مليار دولار سنة 1981، و استمرت في الارتفاع خلال سنوات الثمانينات لتصل إلى 20 مليار دولار سنة 1988 ووصل العجز في الميزان التجاري 159 مليون درهم في أواخر الثمانينات. و بذلك تميز الاقتصاد المغربي في بداية سنوات الثمانينات بتدهور المستمر فزيادة الاختلال الداخلية و الخارجية و ذلك بسبب:¹

- الاختلال الهيكلية للاقتصاد المغربي و أهمها تبعية الإنتاج للتغيرات المناخية.
- تراجع الصادرات بفعل تدهور أسعار المواد الأولية و خاصة أسعار الفوسفات.
- الظرف الدولي الذي تميز خلال الفترة بتراجع أسعار البترول، ارتفاع قيمة الدولار بشكل كبير و ارتفاع معدلات الفائدة.

جدول رقم (04): تطور المديونية الخارجية للمغرب خلال الثمانينات. 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: Abde LADIM (leil), la privatisation d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb arabe (Maroc, Tunisie, Algérie), Editions internationales, Paris, 1998;P 15.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المديونية الخارجية المغربية في تزايد مستمر و بوتيرة بطيئة و ذلك بين سنتين [1983-1981] فبلغت على التوالي 11.2 و 12.4 مليار دولار بينما من سنة 1984 إلى غاية 1988 فقد ارتفعت قيمة المديونية إلى 20 مليار دولار، و بذلك ترجع أسباب ارتفاع المديونية الخارجية المغربية إلى:

- التدخل المفرط للدولة في النشاط الاقتصادي
- تراجع أسعار المواد الأولية
- ارتفاع معدلات الفائدة
- السياسة الداخلية الغير فعالة وتدهور شروط التبادل الخارجي.

كل هذه العوامل ساعدت في تفاقم أزمة المديونية في المغرب. أما صندوق النقد الدولي و البنك الدولي فقد ارجعوا الأزمة المالية التي عرفها المغرب إلى مدى جسامته تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، و الذي تجاوز الحدود الحرجة التالية:²

¹ ياسين بو عاملي، مرجع سابق، ص 84.

² محمد العالج، حصيلة و آفاق عملية الخصخصة في المغرب 1989-1996، الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية و سياسات الخصخصة في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الجزائر، 1999، ص 298.

- * النفقات العمومية الخاصة بالأجور و المعدلات و التجهيزات.
 - * عجز مزمّن تتحمل تكاليف الباهظة الجماعات المحلية.
 - * دور دولة في الميدان النقدي و المالي.
 - * تدخلات الدولة في نظام الأسعار الداخلية و ضبط المبادلات.
- و بناء على ذلك، فإن مساهمة الوحدات التابعة للدولة في النشاط الاقتصادي بلغت خلال السنوات الأخيرة، بحسب تقدير الحكومة حوالي:¹
- _ 20% من إجمالي الناتج المحلي.
 - _ 21% من إجمالي الاستثمارات الداخلية في المغرب.
 - _ 27% من الأجور و الرواتب.
 - _ و 10 من السكان النشيطين في الوسط الحضري العاملين في القطاع المنظم، أي حوالي 200 ألف منصب عمل.

و في نهاية الثمانينات، جاءت عدة عوامل لتعجل بتبني عملية الخصخصة و هي:

- * استمرار النتائج السلبية التي تحققتها بعض الوحدات العمومية الكبرى.
 - * النتائج المتواضعة المترتبة عن محاولات إصلاح المؤسسات العمومية.
 - * الاهتمام بشعبية و نجاح بعض تجارب الخصخصة في بلدان أخرى.
 - * الاعتراف بالكفاءة المتزايدة للقطاع الخاص المغربي.
- بناء على ما سبق قدمت السلطات المغربية طلب إعادة جدولة ديونها الخارجية لدى (صندوق النقد الدولي و البنك الدولي) و ذلك بسبب عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماته اتجاه المؤسسات، التي اشترطت إصلاحات هيكلية متعلقة لتحرير الاقتصاد و تطبيق آلية السوق، و قد قام المغرب في بداية الثمانينات بإصلاحات ظرفية قصيرة الأجل من خلال تنفيذ عام و آخر خاص، حيث دخل البرنامج الأول حيز التطبيق من خلال قانون المالية التصحيحي (التقشفي) سنة 1983، اما برنامج القطاعات فطبقت تدريجيا و قسم إلى ثلاث أجزاء و هي:
- الجزء الأول:** اتفاقية ستاند باي (stand-by) التي حصل المغرب بموجبها على قرض قيمته 30 مليون دولار و ذلك في سنة 1983.

الجزء الثاني: اتفاقية ستاند باي التي حصل المغرب بموجبها على 200 مليون دولار سنة 1985.

الجزء الثالث: اتفاقية ستاند باي الثالثة التي حصل المغرب بموجبها على 210 مليون دولار و ذلك سنة 1987.

جدول رقم (05): اتفاقيات صندوق النقد الدولي مع السلطات المغربية

الوحدة : مليون دولار

| السنوات | الاتفاقية | المبلغ |
|---------|-------------------|--------|
| 1983 | ستاند باي الأولى | 30 |
| 1985 | ستاند باي الثانية | 200 |

¹ المرجع السابق، ص 298.

| | | |
|-----|-------------------|------|
| 210 | ستاند باي الثالثة | 1987 |
|-----|-------------------|------|

المصدر: من أعداد الطلبة بناء على:

_ ياسين بوعاملي، الخصخصة و دور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغربية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010، ص 84.

_ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011، ص 60.

لقد هدفت هذه الإصلاحات إلى إعادة التوازن لميزان المدفوعات و الذي يعاني منها الاقتصاد المغربي، حيث شهدت السنوات الأولى من تطبيقها تقليص في عجز الميزانية العامة الناجم من تخفيض الدعم المقدم للمؤسسات العمومية، و اتخاذ إجراءات جبائية ساهمت في زيادة إيرادات الدولة، كما عرف الدرهم المغربي تخفيضات متتالية وصلت إلى 40% بين 1980 و 1989، أما فيما يخص تحرير التجارة الخارجية فقد انضم المغرب فعليا إلى الاتفاقية العامة للتجارة و التعريفات الجمركية سنة 1987 و فتح المجال للاستثمار الأجنبي.¹

انطلاق من سنة 1988 شرع المغرب في تطبيق إصلاحات اقتصادية طويلة الأجل تهدف إلى إعادة تنظيم و هيكلية الاقتصاد المغربي في العموم، خاصة من خلال إعادة هيكلة القطاع الصناعي، هذه الإصلاحات تتم من جهة من خلال إجراءات تهدف إلى تحسين مردودية و تنافسية بعض المؤسسات العمومية، و تخلي الدولة عن بعض الأنشطة الاقتصادية تدريجيا من جهة أخرى، و هذا ظهر جليا أن برنامج الخصخصة، و إعادة تحديد دور الدولة في الاقتصاد المغربي شكل جزءا لا يتجزأ من الالتزامات التي تعهد بها المغرب اتجاه المؤسسات الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي).²

المطلب الثاني: طبيعة برنامج الخصخصة في المغرب.

اعتمد المغرب خيار الخصخصة كإحدى توجهات الإصلاحات الهيكلية ذات الأبعاد الاقتصادية و الاجتماعية و المالية، فقد رسمت السلطات المغربية دائرة عمل كل من القطاع العام و القطاع الخاص كما حددت المقصود من برنامج الخصخصة.

الفرع الأول: الإطار القانوني للخصخصة.

تمت في عام 1989 المصادقة على القانون رقم 39-89 الذي يؤذن بموجبه بتحويل منشآت عامة إلى القطاع الخاص، و كذا القوانين و المراسيم الأخرى المرتبطة بهذا المجال، و تعد هذه النصوص من الإجراءات التشريعية التي ساهمت في عصرنه و انفتاح الاقتصاد المغربي، الذي انطلق منذ الثمانينات و خ بتحرير التجارة الخارجية و الأثمان، و انفتاح الاقتصاد الوطني على الاستثمار الأجنبي، أو إصلاح النظام الجبائي.

أولا _ الإطار المؤسسي:

1_ القانون رقم 39-89:

¹ رشيد هولي، مرجع سابق، ص 60.

² ياسين بو عاملي، مرجع سابق، ص 85.

أن قانون الخصخصة الصادر في سنة 1989 -قانون 39-89 و المتعلق بتحويل منشآت عمومية إلى القطاع الخاص في أعقاب الخطاب الملكي في الدورة البرلمانية نيسان/ ابريل 1988 و قد نص على المقترضات القانونية و الإدارية و الإجرائية المتخذة في إطار خصخصة المؤسسات العمومية،¹ حيث حدد القانون عدد المشروعات الحكومية القابلة للتحويل إلى مشروعات خاصة و الإطار الزمني للتنفيذ، كما حدد الأجهزة التنفيذية و طرق ووسائل التنفيذ، و لقد كلف وزير الصناعة و التجارة بالإشراف على سياسة الخصخصة في المغرب، و بالموازاة مع الإطار القانوني تم وضع هيكل تنفيذية لإصلاح بورصة القيم بالدار البيضاء و إعادة انظر في النظام المحاسبي المغربي يتماشى مع مستجدات الوطنية و الدولية.

و نص قانون الخصخصة على تحويل 112 منشأة حكومية إلى القطاع الخاص، أضيفت إليها منشآتان في مجال البترول عام 1994 من أصل 80 منشأة منها 37 فندقا و 75 مؤسسة حكومية، و ينشئ من هذا البرنامج القطاعات الحكومية الإستراتيجية مثل الفوسفات و الماء و الكهرباء و النقل الجوي و البحري، و المواصلات الأساسية.

و بالنسبة للأجهزة التنفيذية فقد استحدثت خليتان هما:²

✓ لجنة تحويلات تتكون من خمسة أعضاء يقومون بمساعدة الوزير المكلف بوضع برنامج التحويلات و نقل الملكية.

✓ هيئة التقييم و تضم شخصيات مختارة على أساس الكفاءة و التجربة و الإلمام بعالم المال و الأعمال، حيث تهدف إلى تقييم العروض المطروحة و تزويد وزير الخصخصة بالاستشارة اللازمة على أساس التقييم الذي تقوم به دور الخبرة و المحاسبة.

2_ المراسيم التطبيقية:

حددت الدولة مساطر التقييم، و طرق الخصخصة ، و صلاحيات كل من الوزير المكلف بالخصخصة و لجنة التحويل، و كذا طريقة خصخصة الأسهم للإجراء و المتقاعدين للوحدات المزمع تفويتها.

3_ القوانين القطاعية:

و قد عملت الدولة على إصدار قوانين قطاعية يتم بموجبها فتح رأس مال بعض الشركات و يتعلق الأمر ب:³

- القانون الرقم 96-24 المتعلق بالبريد و المواصلات السلكية و اللاسلكية(شركة اتصالات المغرب).
- القانون الرقم 02-15 المتعلق بالموانئ(شركة استغلال الموانئ).

الفرع الثاني : الإطار التنظيمي للخصخصة:

¹ مصطفى الكشري، مقارنة تقييمه لحصيلة تجربة الخصخصة في المغرب الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية و حسابات الخصوصية في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الجزائر، 1996، ص 325.

² رفعت عبد الحليم الفاعوري، تجارب عربية في الخصخصة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، مصر ، 2004، ص 148.

³ مصطفى بوخوة، برنامج الخصخصة تجربة المغرب، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2010 ، ص 92.

يهدف إرساء الشفافية في عمليات التقيوت، اسند القانون تنفيذ عمليات التحويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص إلى وزير مكلف بهذه المهمة تساعده في ذلك هيئة للتقييم و لجنة للتحويل، نظرا إلى ما تتطلبه عمليات التحويل من تخطيط و برمجة و صرامة و دقة و شفافية في التنفيذ.

جدول رقم (06): الهيئات المكلفة بالخصخصة في المغرب:

| المهام | الهيئات |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ تنظيم عملية تقييم المؤسسات العمومية، تحديد الجدول الزمني للعمليات و تحمل مسؤولية شفافية البرنامج. ▪ تنظيم طلبات العروض، التفاوض، حول المنح المباشرة و إجراء عملية إدراج الأوراق المالية في البورصة. ▪ القيام عند الاقتضاء بالعمليات التي تسبق التحويل الإعداد التشريعي، الهيكلة المالية و ضبط إعداد العمال. | <p>الوزارة المكلفة بالخصوصية</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ تبنى الرأي حول مسار التحويل حسب كل مؤسسة إلا عند التنازل المباشر فتعطي الرأي الموافق. | <p>لجنة التحويلات</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ تحديد السعر الأدنى للعرض الخاص بكل عملية خصوصية بالاعتماد على تقارير المحاسبة و التقييم التي ترسلها الوزارة. | <p>هيئة التقييم</p> |

Source: Sadi nacre_ Eddine, **la privatisation des entreprises publiques**, p : 234. •

كما انه من مهام الوزارة المكلفة بالخصخصة تدقيق و تحليل الحسابات الخاصة بالمؤسسات و التوقيع على عقود التنازل و إعلان العقوبات، أما لجنة نقل الملكية فهي لجنة مؤلفة من خمسة أعضاء يتم تعيينهم بقرار مرسوم ملكي يرأسها وزير الخصخصة حيث تقوم بالاضافة الى المهام السابقة بمساعدة الوزير المكلف بوضع برنامج الخصخصة و نقل الملكية و إصدار عقوبات على المشتريين الذين لم يحترموا التزامات التحويل.

أما عن هيئة التقييم فهي تتكون من سبعة أعضاء يتم اختيارهم على أساس الكفاءة و التجربة، يتم تعيينهم بمرسوم ملكي، و تكون مهمتهم الأساسية في تقييم العروض المحالة من وزير الخصخصة، حيث أن مهمة التقييم تتم من طرف المكاتب المتخصصة في المحاسبة و تقييم أصول الشركات، و ليس هيئة التقييم و ذلك ان تلك المكاتب ترسل تقريرا إلى الوزارة المكلفة بالخصخصة و التي بدورها ترسلها إلى هيئة التقييم لتقوم بتحديد السعر العرض (الأدنى) وفق لقيمة أصول كل مؤسسة و ذلك من خلال الوضعية المالية المحققة في السنوات السابقة، و التوقعات الخاصة بالسنوات التالية، و قيمة أسهمها في البورصة.

و تجدر الإشارة إلى أن مهام الخصخصة أسندت، منذ المصادقة على هذا القانون، للقطاعات الوزارية

التالية:

1989: وزارة الشؤون الاقتصادية و الخصوصية.

1991: وزارة التجارة و الصناعة و الخصوصية.

1993: وزارة الخصخصة المكلفة بالمنشآت العامة.

1997: وزارة التنشيط الاقتصادي و الخصخصة .

1998: وزارة القطاع العام و الخصخصة.

2000: وزارة الاقتصاد و المالية و الخصخصة و السياحة .

2002: وزارة المالية و الخصخصة.

2007: وزارة الاقتصاد و المالية.

من خلال ما سبق نستنتج أن المغرب اختار عدم تعدد الهيئات المتدخلة في عملية الخصخصة حيث أن هذا الاختيار قد حدد ثلاث أطراف للعملية و هي الوزارة المكلفة بالخصخصة و لجنة التحويلات و في الأخير هيئة التقديم، و بذلك فان هذا الاختيار يبرر عدة ايجابيات لهذه العملية منها:

❖ تخفيف من الإجراءات.

❖ تجنب التداخل بين المهام للهيئات المكلفة.

أما عن القطاعات التي شملتها الخصخصة فهي تشمل مؤسسات فندقية بالإضافة إلى الشركات أخرى تنشيط في القطاعات المختلفة و هي الفلاحة و التغذية، البنوك المالية و التأمينات، الصناعة، الإستخراجية، التجارة، النقل و المواصلان، الساحة و الخدمات.

و يتم اختيار المؤسسات حسب المعايير التالية:

- أن تكون ذات مردودية عالية.
- التوفر على مستوى كبير من الجاذبية لدى المستثمرين المحليين و الأجانب.
- امتلاك قدرة نمو عالية.
- أن تكون تنشيط في قطاعات تنافسية لا يسيطر عليها القطاع العام.
- أن لا تكون المؤسسات ذات فائض في اليد العاملة.

الفرع الثالث: أسباب و دوافع الخصخصة في المغرب:

أن انتهاج المملكة لسياسة التصحيح عن طريق الخصخصة المؤسسات العمومية راجع لعدة أسباب منها:

- تكبد غالبية المؤسسات العمومية خسائر نظرا لتدني إنتاجيتها و ربحيتها.
- أصبحت المؤسسات العمومية تشكل عبئا ثقيلا على موازنة الحكومة.
- انخفاض نسبة العائد على استثماراتها و من ارتفاع مديونيتها.
- انعدام التنافسية بين المؤسسات العمومية في ظل انغلاق الاقتصاد عن الخارج.
- إتباع الدولة لسياسة حمائية و ذلك في شكل قيود جمركية و غير جمركية.
- احتكار القطاع العام للإنتاج و التسويق و التصدير.
- التدخل المفرط للدولة في نشاط الاقتصادي.
- ضعف الانضباط المالي.

▪ صعوبة المراقبة، لقد توسعت الشركات المغاربية بنشر فروعها على كافة التراب المغربي مما صعب كثيرا من مراقبتها سواء من طرف المفتشية العامة للمالية، مجلس المحاسبة، بالإضافة إلى عدم توافق إستراتيجية التوسعية مع المخططات العامة للدولة.¹

الفرع الرابع: أهداف الخصخصة في المغرب:

إن هذه الأهداف المرجوة من عملية الخصخصة، كما توضحت في القانون رقم 89-39 هي المشاركة لشعبية، و مشاركة العمال، و نقابة الاقتصادية الجهوية و أخيرا مساهمة الرأسمال الأجنبي في عملية البيع و ذلك كما يلي:²

- تكمن المشاركة الجماهير كهدف أول للخصخصة، من تدعيم القاعدة الاقتصادية عن طريق إعطاء فرصة المساهمة لمجموعة جديدة من المواطنين، و للوصول إلى هذا الهدف يتم اللجوء إلى بورصة القيم(بورصة الدار البيضاء)

- إن احد أهداف عملية الخصخصة يتمثل في إعادة تنشيط بورصة القيم في الدار البيضاء من خلال توسيع قاعدة عدد المساهمين الأفراد،³ حيث يتم اللجوء إلى بورصة القيم في الدار البيضاء و ذلك لان:

✓ بيع الأسهم من طرف البورصة يمكن من توسيع المساهمة في المؤسسات العمومية المعنية.
✓ توفر البورصة حق الديمقراطية فيما يخص عملية بيع الأسهم، و ذلك من خلال ضمان الشروط نفسها لجميع المدخرين الصغار.

- مشاركة المأجورين: حيث أن القانون رقم(89-39) حدد شروط امتلاك الحصص أو الأسهم من طرف المأجورين و قد حددت حصة المالك في حدود 20% في حالة البيع المساهمة، و في حدود 10% في حالة بيع المؤسسة بأكملها.

- تقوية الاقتصاديات الجهوية: أن الخصخصة مرتبطة بالجهوية، أي أن كل مؤسسة في طريق الخصخصة تكون مفتوحة أمام المواطنين القاطنين في الجهة حيث توجد تلك المؤسسة و لكن هذا الهدف الخاص بتقوية الجهوية يواجه عدة صعوبات منها:

✓ عدم التوازن ما بين الجهات الغنية و الفقيرة و بالتوزيع الجغرافي السيئ للاستثمارات و أخيرا تركز الأنشطة الاقتصادية في جهات معينة و صعوبات مشاركة الرأسمال الأجنبي في عملية الخصخصة.

- و كما يهدف واضعو الخصخصة إلى أن تساعد هذه العملية على ظهور طبقة جديدة من المستثمرين الصغار و من تمكين الفئات الشعبية من اقتناء أسهم المقاولات المطروحة في البورصة و ذلك لتحسين وسائل العمل و إتاحة الظروف المواتية للأخذ نصيبهم الوافر من مكاسب التنمية الاقتصادية، و تتيح الفرصة لتنمية المناطق المختلفة .

¹ حملاوي ربيعة، مرجع سابق، ص408.

² ليث عبد الله القهوي، بلال محمود الوادي، التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، دار حامد، الأردن، 2012، ص 150.

³ محمد العليج، مرجع سابق، ص308.

و من جملة أهداف الخصخصة كذلك:

- تطوير الاقتصاد المغربي.
- تقليل الإعانات الموجهة إلى المؤسسات مما يؤدي إلى تقليل عجز الموازنة العامة.
- الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
- رفع كفاءة المؤسسات.

أما البنك الدولي فقد بين أربعة أهداف أساسية لعملية الخصخصة سنة 1995 و هي:¹

- تطوير الاقتصاديات الجهوية.
 - تقليل دور الدولة في النشاط الاقتصادي.
 - توسيع قاعدة المساهمين (مع التركيز على الصغار منهم).
 - المساهمة في إيجاد فرص عمل جديدة (أي المحافظة على التشغيل).
- المطلب الثالث: طرق خصخصة المؤسسة العامة في المغرب.**

في سنة 1989 ظهر القانون رقم 39_ 89 الذي صوت عليه البرلمان في تلك السنة و الذي يسمح بتحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، و ذلك بعدة طرق مختلفة، مكملا بذلك إجراءات التحرير التي شرع المغرب في تطبيقها منذ الثمانينات، حيث نلاحظ:

الفرع الأول: طرق تسجيل المنشآت المزمع خصخصتها في اللائحة:

لا يعتبر مشروع القانون المتعلق بإدراج لائحة المنشآت المزمع خصخصتها نهائيا إلا بعد المصادقة عليه من طرف مجلسي الحكومة و الوزراء، و كذا البرلمان بغرفتيه، و في هذا الصدد، تعد مناقشة مشروع القانون المضمن للائحة في البرلمان فرصة سانحة بالنسبة إلى الحكومة لشرح سياستها في ميدان الخصخصة، و فسح المجال كذلك لمختلف التيارات السياسية للتعبير عن مواقفها و إبداء آراءها و تقديم توصياتها، مما يمكن من تأمين أقصى فرص نجاح برنامج الخصخصة.

كما أن تسجيل وحدات جديدة، في لائحة المنشآت المزمع خصخصتها، لا يعني بالضرورة تفويتها في الحين، و بكيفية استعجاليه و بصفة كلية، بل يستلزم ذلك إعدادا دقيقا، و إجراءات تطبيقية و مساطر صارمة في إطار القانون.

الفرع الثاني: كيفية تحضير عمليات تفويت المنشآت العامة إلى القطاع الخاص:

تتم عناية تحضير هذه المرحلة من خلال إجراء عمليات التدقيق و التقييم للشركة المزمع خصخصتها، و تحديد مخطط التحويل و الثمن الأدنى للتفويت، و تسند مهمة التدقيق إلى مدققين مستقلين (مكاتب خاصة) عن طريق طلب عروض، و ذلك بهدف:²

- تقديم رأي مستقل عن صحة البيانات المحاسبية بالنسبة إلى الوضعية المالية و النتائج و الممتلكات.

- التحقيق من استمرارية نشاط المنشأة.
- تهيئة مجموعة من المعطيات الحسابية و المالية المعتمدة للقيام بمهام التقييم كما أم عمليات التقييم يتم إسنادها إلى مكاتب خبرة أو بنوك استشارة مستقلة، حسب أهمية المنشأة المزمع تفويتها، و هكذا يمكن انجاز مهمة التقييم من طرف مكتب مكلف بالتدقيق بالنسبة إلى عمليات الخصخصة البسيطة، أو من طرف بنك استشارة عالمي بالمشاركة مع بنك مغربي، للقيام بدراسة التقييم و التوظيف عندما يتعلق الأمر بالعمليات الكبرى، و تهدف مهمة التقييم إلى تحديد القيمة الموضوعية للمنشأة على اساس اعمال التدقيق المحاسبي و المالي و نتائج مختلف طرق التقييم التي تستند إليها هيئة التقييم في تحديد الثمن الأدنى، كما يتم اقتراح توصيات فيما يخص التحويل، و تستند مهمة التوظيف عادة إلى بنك استشارة بهدف مساعدة الوزير في انجاز مختلف مراحل برنامج التفويت(الخصخصة).

الفرع الثالث: طرق التفويت(الخصخصة):

لقد حدد القانون رقم(402-90-2) ثلاث طرق يمكن استعمالها في خصخصة مؤسسات منها:

أولا : طلب العروض:

في هذه الحالة حدد القانون السابق الذكر في مواده 15-17 كيفية التخلي عن المؤسسات العمومية أو فروعها عن طريق تقديم طلب شراء سري مع تحديد السعر في رسالة توجه لوزير الخصخصة و تباع المؤسسة أو جزء منها لمن يدفع أكثر،¹ حيث يتم إعداد دفتر أعباء يحدد شروط التنازل، قبل الإعلان عن كل طلب عروض، حيث تعتبر هذه وسيلة تجمع بين تقنية العرض العمومي للأسهم سعر ثابت و آلية إعلان العروض حيث ترمي هذه الطريقة إلى تكوين نواة صلبة من المساهمين ذوي المكانة المالية و الخبرة المتميزة المكتسبة.

ثانيا : البيع المباشر.

جاءت في المادتين 18-19 من القانون، السابق على أن المؤسسات الخاضعة لهذه الطريقة في الخصخصة تعين من قبل وزير الخوصصة بعد استشارة لجنة تحويل المؤسسات العمومية للقطاع الخاص،² حيث يعتبر البيع المباشر آلية تعتمد على المفاوضات المباشرة، حيث يجب أن يتحقق شرط أن المشتري يجب أن يحقق احد أهداف الاجتماعية المنصوص عليها، و يجدد العقد بين المشتري و الوزير المكلف بالخصخصة، الحقوق و الواجبات المتعلقة بالمشتري و كذلك العقوبة التي سيتحملها في حالة عدم الالتزام بالعهد، كما أن البيع المباشر يعتبر طريقة استثنائية لذلك و يجب أن تطرح المؤسسات ذات المر دودية العالية، إذن يستعمل هذا الأسلوب في الحالات التالية:³

- بعد طلب عروض غير ناجح.
- لممارسة حق الشفعة بالنسبة للمستثمرين الذين يملكون اكبر قدر ممكن من الأسهم.

¹ ربيعة حملاوي، مرجع سابق، ص 408.

² المرجع السابق، ص 408.

▪ لاعتبارات التنمية الجهوية أو الحفاظ على مناصب الشغل.

ثالثا : السوق المالية.

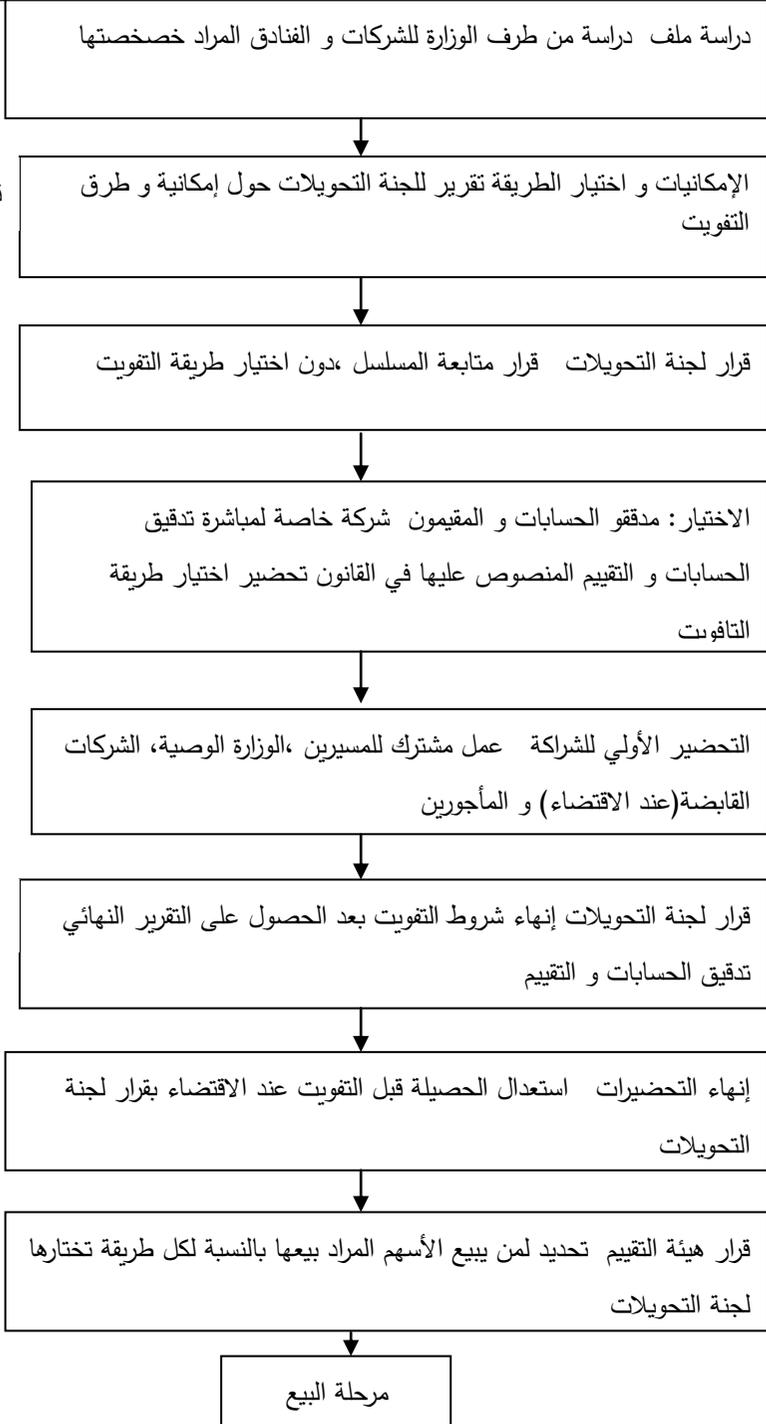
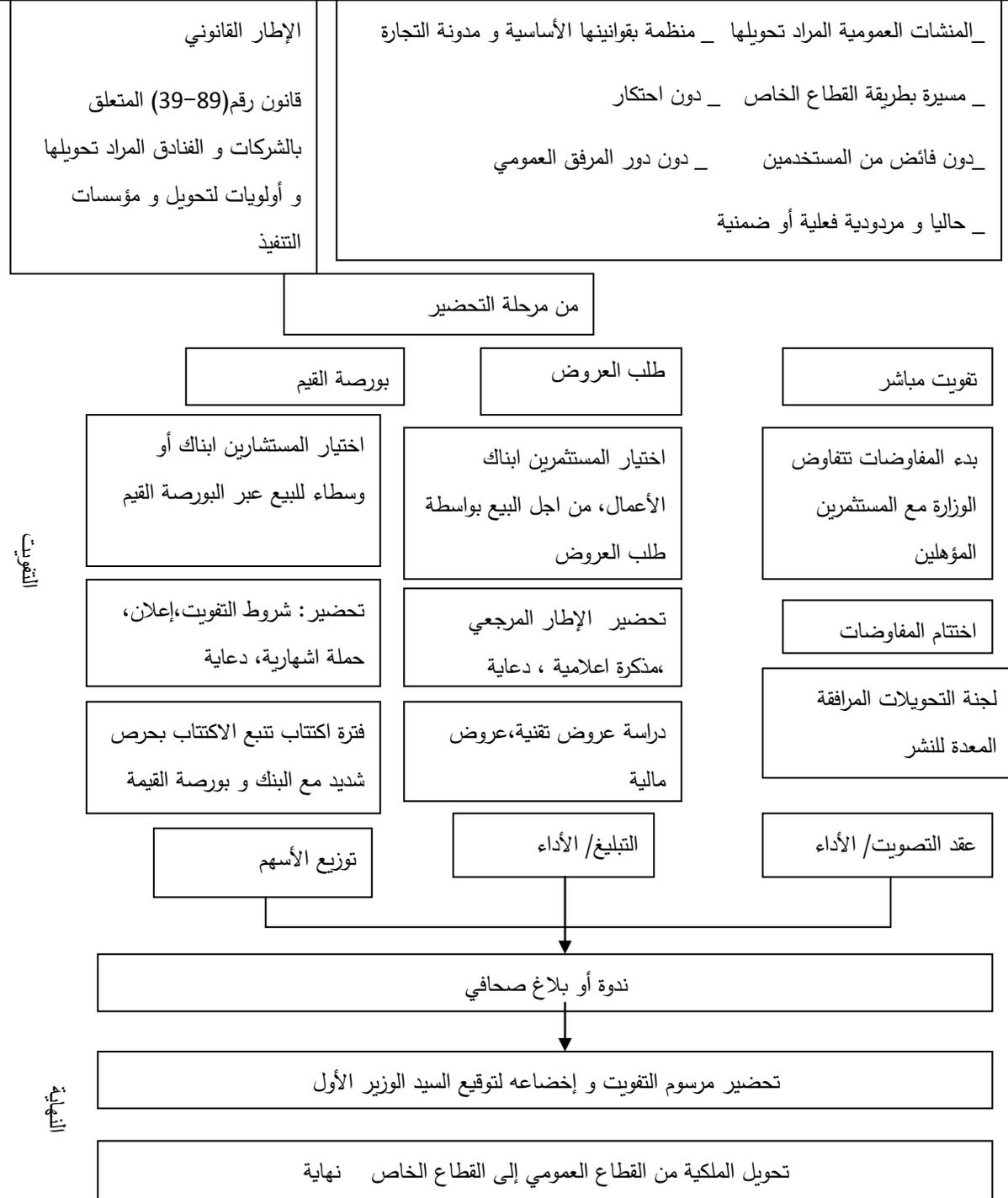
أي البيع وفق الإجراءات المعمول بها في السوق المالية، و ذلك بعرض الأسهم في بورصة الدار البيضاء سعر محدد، حيث تعتبر هذه الأخيرة مؤسسة عمومية تخضع لوصاية وزارة المالية و تأخذ على عاتقها تعبئة الادخار المحلي الأجنبي و المساهمة في عملية الخصخصة.¹

كما بينت المادة 13 عملية إدخال المؤسسات البورصة و كيفية تداول أسهمها أن سعر البيع الأول هو السعر الذي حددته لجنة تقييم الشركات المرشحة لعملية الخصخصة، و يعتبر أسلوب طلب العروض هو الأكثر استعمالا لأنه يضمن الشفافية أكثر من الأساليب الأخرى، و يوضح الجدول رقم (07) تسلسل مراحل الخصخصة في المغرب من بداية العملية إلى النهاية، و تبعا للطرق الثلاثة.

¹ ليث عبد الله القهوي، بلال محمود الوادي، مرجع سابق، ص 149.

جدول رقم (07) :مراحل الخصخصة في المغرب.

المصدر: محمد لعليج، مرجع



قرار

تدقيق

تدقيق

بالإضافة إلى طرق الخصخصة السابقة، هناك طرق أخرى اتبعت منها:

- * عقود التأجير و الإدارة للقطاع الخاص خاصة في مجال الفنادق.
- * تخفيض نسبة مساهمة الدولة في رؤوس أموال بعض المؤسسات لمصلحة القطاع الخاص مثل البنك الوطني للتممية الاقتصادية.

و لقد تم استحداث طريقة جديدة ، و هي إصدار سندات الخصخصة ، حيث كان ذلك باقتراح من وزير الخصخصة المكلف بمنشات الدولة، حيث قرر وزير المالية و الاستثمارات الخارجية أن يعمل على إصدار سندات الخصخصة بمقتضى قرار وزاري رقم 95-3025 مؤرخ في 2 كانون الثاني /يناير 1996.

و سندات الخصخصة هي عبارة عن قيم منقولة ممثلة لسندات دين مصدرة من طرف الخزينة، تحول حائزها إمكانية استبدالها و تبقى ممثلة لديون الخزينة، أما أهداف إصدار سندات الخصخصة، فإنها ترمي إلى:¹

❖ وجود أداة مالية جديدة في المغرب تجمع بين صيغة ادخار كلاسيكية بسعر ثابت و توظيف ذي مردود متغير .

❖ خلق حركية جديدة قصد تسريع سيولة الخصخصة و تدفقات مدا خيل الخزينة.

❖ تحسين نسبة إرضاء المكتتبين عند شراء أسهم الشركات القابلة للخصخصة.

نظرا للوضعية التي تعرفها بورصة الدار البيضاء ،فان إصدار سندات الخصخصة يستهدف أساسا إدخال نوع من الديناميكية، و كذلك الزيادة في سيولة البورصة كما تسعى إلى إشباع طلب هيئات التوظيف الجماعي بالقيم المنقولة.

رابعا: تتبع المنشآت بعد خصخصتها:

يتم تتبع المنشآت بعد خصخصتها تطبيقا للبند المنصوص عليها في دفتر التحملات و عقد الخصخصة، حيث أن مدة التتبع تمتد (5) سنوات على الأقل، و ذلك بهدف تتبع تنفيذ جميع الالتزامات التعاقدية للمقتن، و كذا تتبع تطور الوحدات المخصصة مقارنة بالأهداف المسطرة في العقد، و ذلك من خلال الوسائل التالية:

- برمجة زيارات لهذه الوحدات.
 - إرساء استمارة سنوية.
 - جمع وثائق و معلومات عن وضعية الوحدات المخصصة.
 - تحسين بنك المعطيات لتتبع المنشآت بعد خصخصتها.
- و في حالة عدم احترام المقتن للالتزامات التعاقدية، يمكن للدولة أن تعلن سقوط حقه في الإعفاء من واجبات التسجيل و كذلك تطبيق غرامة تساوي 100 بالمائة من مبلغ هذه الحقوق.
- المبحث الثاني: عمليات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء.**

¹ محمد العليج، مرجع سابق، ص 303

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 بمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية، يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة، و كان يطلق على هذه المؤسسة اسم مكتب المقاصة في القيم المنقولة.

المطلب الأول: ماهية بورصة الدار البيضاء.

تعتبر بورصة الدار البيضاء من أقدم البورصات العربية، حيث يعود تاريخ تأسيسها إلى سنة 1929، و في هذا المطلب سنتعرض إلى تعريف بورصة الدار البيضاء و أهدافها و مراحل إصلاحها .

الفرع الأول: تعريف بورصة الدار البيضاء:

يمكن تعريف بورصة الدار البيضاء¹ بأنها:

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة و إدارة عامة، و هي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد و المالية و تزاول نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة حيث تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير و تطوير و تشجيع سوق البورصة المغربي و ذلك من خلال:

• مراقبة و رصد حصة التداول.

• إصدار و نشر معلومات السوق.

• مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة و عند تنفيذ عملياتهم المالية.

• التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.

• ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز احد الوسطاء.

أما عن الرأسمال المسجل لبورصة الدار البيضاء يناهز 19.020.800 درهم يمتلكه حصص متساوية شركات البورصة الناشطة في سوق البورصة المغربية.

الفرع الثاني: أهداف بورصة الدار البيضاء:

وقد وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها و تطبيقا للمهام التي اسندت لها، رؤية واضحة و طموحة لأهدافها و المتمثلة في:

• مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد، و ذلك من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين و الجهات المصدرة.

• تلبية حاجيات الفاعلين في السوق من خلال منح المستثمرين و الفاعلين سوقا عصرية و شفافة، بإضافة إلى اقتراح خدمات ذات جودة عالية لمختلف العملاء؛ فاعلون، ماليون و جهات مصدرة و مستثمرين.

• تطوير سوق البورصة من خلال تعزيز ثم تسريع تطور سوق البورصة.

¹ http://www.casablanca_bourse.com (17/03/2014)

- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا، و ذلك بصفقتها تحتل المرتبة الثالثة على الصعيد الإفريقي، تسعى بورصة الدار البيضاء على تقليص الفجوة من اجل احتلال الصدارة في إفريقيا، كما تعمل على اعتماد أفضل الممارسات الدولية على مستوى التنظيم و السوق.

الفرع الثالث: مراحل إصلاح بورصة الدار البيضاء:

لقد أدت الظروف التي خلفتها الحرب العالمية الثانية إلى جعل المغرب ملاذا لرؤوس الأموال الأوروبية، مما تبلور عنه ارتفاع عدد القيم المنقولة من عشرة آلاف عام 1939 إلى أكثر من مليونين سند عام 1948، ثم بدأت السلطات العمومية مع استحداث نظام مراقبة الصرف، تهتم بهذه السوق و تنظيم سيرها، ووضعت القوانين و النظم الأساسية لمكتب المقاصة، و صدر مرسوم بتاريخ 13 يوليو 1948 بتغيير اسمه إلى مكتب تسعير القيم المنقولة.

و مع حصول المغرب على الاستقلال، شهدت البورصة انهيارا نتيجة تهريب رؤوس الأموال و هجرة الأجانب من المغرب، الذين كانوا يمثلون أغلبية المستثمرين بالبورصة، ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 بشأن بورصة القيم المنقولة، يتضمن تعديلات تنظيمية و إدارية لتقوية سلطة البورصة.

اولا : الإصلاحات التي عرفتها البورصة:

1_ إصلاح البورصة 21 سبتمبر 1993:

شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال و تعزيز لمكتسبات السابقة فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة و هي:¹

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم حيث تم بموجبه استحداث شركة مساهمة تقوم بإدارة بورصة الدار البيضاء، فقد أدى هذا القانون إلى تحويل البورصة من مؤسسة عمومية إلى شركة مساهمة حرة يمتلكها الوسطاء، و أصبحت البورصة سوقا منظم يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض و الطلب، و مفتوحا لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب.
- و تولت شركة بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء رسميا مهمة تسيير البورصة منذ 2 أغسطس 1995.
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة و بالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم، ان مجلس القيم المنقولة، هو بمثابة هيئة مراقبة السوق المالي، و هو من أهم الهيئات التي تسهم في إدارة و تطوير البورصة، و تعتبر هذه الهيئة مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي و تعمل على حماية المستثمرين و مراقبة المعلومات المطلوبة من الشركات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها، و تقوم على الإشراف على سير العمل بأسواق الأسهم و السندات، و إثبات المخالفات و المعاقبة عليها.

¹ [http. // www.casablanca_bourse.com](http://www.casablanca_bourse.com) (18/03/2014)

* ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة (الاستثمار المشترك) للقيم المنقولة (الأسهم و السندات)، و هي صناديق توظيف المشتركة و شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير.

و قد جاءت هذه القوانين منسجمة مع انفتاح الاقتصاد المغربي على الخارج، و مع سياسة إعادة تنظيم القطاع المالي، و انفتاحه على الأسواق المالية الدولية، و تشجيع الاستثمار الأجنبي.

يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثاً ملموساً من خلال:¹

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهم على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة.
- الترخيص لشركات البورصة كوسطاء متخصصين، و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقات القيم المدرجة.
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، و هم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "S B V C" و هي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم و يمتلك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.
- أما عن أهداف النصوص القانونية السابقة (الإصلاح) فهي:
- تطوير و إضافة منتجات مالية جديدة و جعل سوق البورصة أكثر شفافية و سيولة.
- توسيع و تنشيط السوق المالية.
- تطوير نظام ضريبي يشجع على التوظيف في القيم المنقولة.
- حماية المتعاملين في السوق من خلال توفير المعلومات و البيانات اللازمة.

من اجل رفع فعالية السوق بات إجبارياً على الشركة المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية و المحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، و قد تم شطب 10 شركات من جدول التسعير اثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

2 _ إصلاح البورصة سنة 1997:

في سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34-96 الذي قام بتعديل و استكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم، و بعد أن قضى القانون رقم 35-96 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروكليز، في أكتوبر من سنة 1998، و منذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشاً ملحوظاً، و في سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعي و مجلس رقابة.²

3 _ التشجيع الضريبي:

¹ http://www.casablanca_bourse.com (18/03/2014)

² http://www.casablanca_bourse.com (17/03/2014)

- يهدف تشجيع دخول شركات جديدة إلى البورصة، نص قانون المالية لسنة 2001 على تخفيض ب 25% من الضريبة على أرباح الشركات (S I) لمدة خمس سنوات بعد دخولها إلى البورصة، و في حالة الدخل المصحوب يرفع في رأس المال ب 20% على الأقل يكون التخفيض ب 50% (لكن هذا القانون لا يخص الشركات المطروحة للخصخصة و المؤسسات المالية)، هذا القانون جاء في الأصل لمدة ثلاث سنوات، لكن أعيد إدراجه في قانون المالية لسنة 2004 لينتهي سريانه في 31 ديسمبر 2006.¹
- و في سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها، و أما من حيث ينظم السوق، فقد اتخذت عدة تدابير، أهمها:²
- انطلاق نظام التسعير و التداول الالكتروني في مارس/ آذار 1997.
 - تعويض السوق الرسمي و سوق التقويت المباشر بالسوق المركزي و سوق الكتل نوفمبر/ تشرين الثاني 1998.
 - اعتماد لا مركزية التداول الالكتروني و تحويل عمليات البيع و الشراء إلى مقرات شركات البورصة في يناير/ كانون الثاني 2001.
 - تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام مايو/ أيار 2001.
 - إطلاق المؤشرات الجديدة مازي و مادكس، و المؤشرات القطاعية، و مؤشرات المرد ودية و مؤشرات العملات في يناير/ كانون الثاني 2002، ثم الأخذ ابتداء امن ديجنبر/ كانون الأول 2004، بالقيمة السوقية للرأسمال الدائم (الرسمة) في طريق حساب هذه المؤشرات.
 - اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات و إلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة في شهر مارس/ آذار 2001.
 - بدا تنفيذ القانون رقم 01-52 المعدل للظهير رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 شتنبر/ أيلول 1993 و المتعلق ببورصة القيم، ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة و إحداث 5 أسواق تداول: ثلاث أسواق للأسهم، و سوق للسندات، و سوق آخر للرساميل، و ذلك في ابريل/ نيسان من سنة 2004.
 - تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعير في يناير/ كانون الثاني 2005.
 - في مايو/ أيار 2007، تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المتغيرة بمثابة قانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم، و قانون رقم 1-93-122 المتعلق بمجلس القيم المنقولة بالمعلومات اللازمة تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم، و كذا القانون رقم 03-26 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
 - اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الالكتروني، في شهر مارس آذار 2008.

¹ ياسين بوعاملي، مرجع سابق، ص 92.

² [http:// www.casablanca_bourse.com](http://www.casablanca_bourse.com) (17/03/2014)

- في ديجنبر/كانون الأول 2008 أنشئت بورصة الدار البيضاء لجنة متابعة، منا جل تعديل النظام الإداري للشركة و اعتماد مجلس إدارة و إدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية و مجلس رقابة .
 - و في ابريل/نيسان 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة و إدارة عامة.
- المطلب الثاني: الفاعلون في سوق البورصة و أسس تنظيمها.**

الفرع الأول: الفاعلون في سوق البورصة:

إن أهم الأطراف الرئيسية المتداخلة في سوق البورصة في المغرب هي:

اولا : شركات البورصة.

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 شتنبر 1993 و تم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد و المالية، و تحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة و يتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات المنقولة، إيداع و حفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة و تنشيط القيم المنقولة المدرجة للتداول، و فضلا عن ذلك، عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة، تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم و على جميع طلبات الاكتتاب.

ثانيا : مجلس القيم المنقولة (CDVM)

مجلس القيم المنقولة مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية، و هي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق و تتلخص مهامها في:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر يتم بواسطة طرح أوراق مالية للاكتتاب لدى العموم.
- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية و ضمان و صنع و نشر جميع المعلومات القانونية و التنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الفذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم.
- ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافية و نزاهة و سلامته.
- ضمان مراعاة و احترام مختلف المقننات القانونية و التنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

ثالثا : المؤمن المركزي (Maroclear) .

تم إنشاء ماروكليز بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 يوليو 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الالكتروني و تعد ماروكليز هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب و تتلخص مهمتها في:

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها و السهر على حركة و إدارة هذه الحسابات.

- مركز حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي الابناك و شركات البورصة و الجهات المصدرة.
- إدارة نظام التسوية تسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

رابعا : الجمعية المهنية لشركات البورصة.

- هي جمعية مهنية تضم مجموعة شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي و تتجلى مهمتها في:
- المساهمة في تطوير و النهوض بمهن الشركات البورصة و بالخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي.
 - تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق و لدى السلطات العمومية.

خامسا : وزارة الاقتصاد و المالية:

وزارة الاقتصاد و المالية هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، و هي تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة و يقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.

الفرع الثاني : تنظيم سوق البورصة.

يتم تنظيم بورصة الدار البيضاء كما يلي:

أولا : شروط القبول.

يتم قبول شركات للإدراج في احد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي و سوق التطوير و سوق النمو) إذا كانت تستو عن الشروط الأساسية التالية:

جدول رقم (08) : شروط الإدراج في بورصة الدار البيضاء

| سوق النمو | سوق التطوير | السوق الرئيسي | |
|--------------------------|------------------------|--------------------------------|--|
| الشركات ذات النمو السريع | الشركات المتوسطة 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: <http://WWW.CASABLANCA8BOURCE.COM> (17/03/2014)

أما عن الشروط الإضافية فهي:

| سوق النمو | سوق التطوير | السوق الرئيسي | |
|----------------|---------------|---------------|------------------------------------|
| 30.000 سهم | 100.000 سهم | 250.000 سهم | عدد الأسهم الأدنى اللازمة لإصدارها |
| 10 ملايين درهم | 25 مليون درهم | 75 مليون درهم | المبلغ الأدنى للإصدار* |
| 3 سنوات | 1 سنة واحدة | غير إلزامية | اتفاقية التنشيط |

ثانيا : طرق الإدراج.

عند الإدراج، يتم المرور بالمراحل التالية:

المرحلة الأولى: تكوين ملف العملية.

حيث يتم اللجوء إلى خدمات الوسيط المالي حيث يقدم المساعدة و الإرشادات اللازمة قبل و خلال العملية

و ذلك من خلال:

- تقييم وضع الشركة.
 - إجراء التعديلات القانونية و المحاسبية و الضريبية ذات صلة.
 - وضع الجدول الزمني للعملية.
 - تحديد سعر السهم المعروض ضمن العملية.
 - اختيار تاريخ أول عملية تسعير.
 - إعداد المذكرة الإخبارية الخاصة بالعملية.
 - أما مدققوا الحسابات فيقوم بالمهام التالية:
 - المصادقة على حسابات الشركة الخاصة بالسنوات المالية السابقة لعملية الإدراج في البورصة.
 - النصح و الإرشاد أثناء إجراء عمليات إعادة الهيكلة السابقة لعملية إدراج و تعديل القانون الأساسي للشركة.
- المرحلة الثانية: المصادقة على ملف العملية.**

لاجتياز هذه المرحلة، يتعين اللجوء إلى هيئتين هما:

- **مجلس القيم المنقولة:** هي السلطة المراقبة لسوق البورصة و هو أول من يستلم ملف إدراج الشركة في البورصة، يحتوي هذا الملف على مجموعة من الوثائق، من ضمنها على الخصوص المذكرة الإخبارية المتعلقة بالعملية حيث يقوم مجلس القيم بالتحقق من المعلومات الخاصة بالعملية من خلال التأكد من مطابقتها للقواعد الجاري بها العمل في نهاية هذه المرحلة يعطي مجلس القيم تأشيرته بعد موافقة بورصة الدار البيضاء.
- **بورصة الدار البيضاء:** هي الشركة المسيرة للسوق، و تتدخل أول الأمر قبل حصول عملية الإدراج على تأشيرة مجلس القيم المنقولة من خلال:

* المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة هو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد.

- المساعدة في اختيار إجراء أول عملية تسعير.
- إصدار إعلان الموافقة على العملية.
- تحديد الجدول الزمني النهائي للعملية.

المرحلة الثالثة: تنظيم عمليات الاكتتاب.

بعد قبول ملف العملية، تعيين مستشار مالي نقابة التوظيف التي تتولى توظيف الأوراق المالية الخاصة بشركة و تتكون نقاط التوظيف من: * قائد المجموعة.

* شركات البورصة و /أو الابناك لتجميع طلبات الاكتتاب.

و من خلال فترة الاكتتاب يقوم أعضاء نقابة التوظيف بجع استثمارات الاكتتاب، و تمركز بورصة الدار البيضاء طلبات الاكتتاب التي تستلمها من أعضاء نقابة الاستثمار و تعد النتائج التقنية التي سيتم نشرها و تبين هذه النتائج بطريقة إجمالية و مفصلة حصيلة العملية و خاصة عدد المكتتبين لكل نوع من الأوامر، لكل فئة من المكتتبين لكل جنسية و لكل منطقة.

المرحلة الرابعة: تسعير الأوراق المالية:

هي مرحلة الإدراج الفعلي لشركة في البورصة و تسمى كذلك أول يوم تسعير و ابتداء من هذه اللحظة، سيتم رسميا تسعير شركة في البورصة، و سوف تتوفر على مختصر و هو صيغة تصغير لاسم الشركة و على رمز أوحده تعرف به كقيمة منقولة.

المطلب الثالث: دور البورصة الدار البيضاء في عمليات الخصخصة.

وفي سنة 1967 و بقرار مرسوم ملكي 67-494 نتيجة نمو النشاط الاقتصادي بعد الاستقلال و تدفق الأموال الأجنبية إلى المغرب اعتبرت بورصة القيم المنقولة كمؤسسة عمومية لها شخصية معنوية مستقلة، و لقد أكد العديد من مسؤولي البورصة الدار البيضاء على الأثر الحسن الذي أحدثته عملية الخصخصة على مستوى السوق المالية المغربية، إذ ارتفع مستوى التعامل و زادت رسملة البورصة، و غيرها من المؤشرات بالمقابل كان لبورصة دار البيضاء دور هام في إنجاز عملية الخصخصة.

الفرع الأول: المؤسسات التي تم خصصتها عن طريق بورصة الدار البيضاء:

تجري عمليات الخصخصة الشركات العمومية في المملكة المغربية عن طريق البورصة وفق طريقتين حيث يتم التنازل عن الأوراق المالية وفق العرض العام للبيع بالسعر الثابت أو العرض العام للبيع بالسعر الأدنى، حيث يعتبر الأسلوب الأول أصعب الأساليب خاصة في بداية البرنامج، و ذلك لعدة أسباب من أهمها:

- صعوبة تقييم الدقيق للشركات المزمّن خصصتها و عرض أسهمها بسعر محدد مسبقا.
- الضعف في مجالات المحاسبة المتعلقة بالشركات.
- قلة الخبراء و التقنيين.

و لهذا فقد لجأ المغرب عند بداية شروعه في تنفيذ إستراتيجية الخصخصة لسنة 1993 إلى أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الأدنى، و بذلك يترك لسوق تحديد السعر النهائي؛ و من أهم الشركات التي تم طرح أسهمها

بهذه الطريقة في بورصة الدار البيضاء و هي الشركة الوطنية للنقل، شركة اسمنت المغرب الشرقي و ذلك سنة 1993، و شركة تمويل الشراء بالسلف سنة 1994 و شركة الوطنية للاستثمار، أما البنك المغربي للتجارة الخارجية و شركة قرض التجهيز المنزلي كان سنة 1995، و كان تحديد سعر أدنى للبيع من طرف لجنة التقييم. بعد النجاح الكبير الذي عرفته هذه العمليات، لجا المغرب إلى أسلوب العرض القائم للبيع بالسعر الثابت لأول مرة سنة 1996، و ذلك عند طرح 30% من أسهم الشركة المغربية للبترول و التكرير و التي حققت نجاحا كبيرا بهذه المصاغة قامت وزارة الخصخصة بوضع نظام للتنازل عن السندات (سندات الدولة مقابل أسهم) من خلال منح حاملي السندات إمكانية مبادلتها باسم الشركات المطروحة للخصخصة و قد كان الهدف الرئيسي لهذا النظام هو تحسين العرض أمام الطلب المرتفع على أسهم الشركات المطروحة للخصخصة:¹

الجدول رقم (09): عمليات الخصخصة التي تمت عن طريق بورصة الدار البيضاء بين 1993-2011

| التاريخ | اسم الشركة | حصة البيع أو عدد الأسهم المخصصة | ثمن البيع (مليون درهم) |
|---------|---|---------------------------------|------------------------|
| 06/93 | الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية GTM-LN | 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-TN | 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 المغربية 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 | 0.10% | 98.55 |
| 02/06 | ماتيل ب س ماركيت | خصخصة 239.459 سهم | 88.59 |
| 06/07 | بروموفارم | 27% | 237.63 |

¹ ياسين بو عاملي، مرجع سابق، ص 98.

* تم بيع جزء من الأسهم في بورصة EUROEXT PARIS

| | | | |
|--------------|-----------------|--|-------|
| 141.86 | %20 | م2م | 07/07 |
| 1368 | خصخصة 1.437.600 | الشركة العامة العقارية CGI | 07/07 |
| 1.20 | %17 | اطلنطا | 10/07 |
| 10.50 | %35 | الشركة الوطنية للالكتروليزو البتروكيميائية | 11/07 |
| 154.92 | 231.224 سهم | سلفين | 12/07 |
| 120.960 درهم | %30 | ميكروداطا | 12/07 |
| - | خصخصة 640.000 | دلتهولدينغ | 05/08 |
| 300.39 | خصخصة 490.040 | الشركة المنجمة دوتويست | 06/08 |
| - | خصخصة 1815 | الياس للتطوير العقاري | 07/08 |
| 120 | خصخصة 416.667 | جيت الو المغرب | 12/11 |
| 78 | %30 | S2M | 12/11 |

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على: _ وزارة الاقتصاد و المالية المغربية .

_ التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لسنوات 2007،2008،2009،

2010، 2011.

الفرع الثاني: إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء:

يمثل الجدول التالي إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة إلى إجمالي مدا خيل الخصخصة في المغرب

و ذلك من سنة 1993 إلى غاية 2011.

الجدول رقم (10): مدا خيل الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء إلى إجمالي مدا خيل الخصخصة في

المغرب ما بين 1993-2011. الوحدة : مليون درهم مغربي

| السنة | مدا خيل الخصخصة عن طريق البورصة | إجمالي مدا خيل الخصخصة | نسبة مدا خيل الخصخصة عن طريق البورصة إلى إجمالي محاصيل 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 |
| 1998 | 0 | 531 | 0 |
| 1999 | 0 | 270 | 0 |
| 2000 | 0 | 1 | 0 |
| 2001 | 0 | 23388 | 0 |

| | | | |
|------|-------|--------|------|
| 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 | 4 | 0 | 2010 |
| - | - | 198 | 2011 |

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على: _ تقرير بورصة الدار البيضاء لسنوات 2007-2011.

_ وزارة المالية و الاقتصاد المغربية .

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن إيرادات الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء مقارنة من إجمالي مداخل الخصخصة تختلف من سنة إلى أخرى حيث يمكن تقسيمها إلى:

_ المرحلة الأولى(1993-1997).

لقد بلغت مدا خيل الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء بلغت 3575.7 مليون درهم و هو ما يعادل نسبة 19.67 من مجموع مدا خيل الخصخصة خلال هذه الفترة و ترجع هذه النسبة إلى العمليات الأولى للخصخصة عن طريق البورصة و التي عرفت نجاحا كبيرا حيث تم خصخصة 11 شركات عمومية عن طريق البورصة.

_ المرحلة الثانية (1998-2003).

نلاحظ انعدام نسبة الخصخصة عن طريق البورصة و يرجع هذا إلى التراجع برنامج الخصخصة عن طريق بورصة حيث لم يتم تسجيل أي عملية من خلالها.

_ المرحلة الثالثة (2004-2007) .

بلغت مدا خيل الخصخصة عن طريق البورصة خلال هذه الفترة ما بقيمة 9727.81 مليون درهم، أي ما يعادل 29.09% من مجمل مدا خيل الخصخصة خلال هذه المرحلة هذا الارتفاع يعود إلى أن عمليات الخصخصة عن طريق البورصة العديد من الشركات و خاصة اتصالات المغرب.

_ المرحلة الثالثة (2008-2010).

نلاحظ انعدام نسبة الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء و يرجع هذا إلى تأجيل عمليات إدراج المؤسسات و خصخصتها سبب الأزمة المالية و تداعياتها الاقتصادية و المالية .

_ المرحلة الرابعة سنة(2011) .

خلال هذه الفترة بلغت مدا خيل الخصخصة 198 مليون درهم حيث تم خصخصة شركتين خلال هذه الفترة و هما شركة جيت الو المغرب، و شركة S2M (30%).

المبحث الثالث: نتائج عمليات الخصخصة المؤسسات العمومية في المغرب.

إن عملية الخصخصة تشكل جزء هام من برامج الإصلاح الاقتصادي التي تهدف إلى زيادة القدرة التنافسية و تحرير الأسعار، و في هذا السياق فان السلطات المغربية اتخذت مجموعة من الإجراءات التي تعبر مكملة لقانون الخصخصة سنة 1989، و ذلك قبل الدخول في تطبيق هذه الإستراتيجية و من أهم هذه الإجراءات نجد: تحرير الأسعار، إصلاح النظام الجنائي، إعادة هيكلة المؤسسات العمومية، و أهم عنصر هو تطوير سوق الأوراق المالية و فتح الاقتصاد أمام المستثمرين الأجانب.

المطلب الأول : حصيلة الشركات و الفنادق التي تم خصصتها في المغرب.

رغم صدور قانون الخصخصة 89-39، إلا أن بداية برنامج الخصخصة في المغرب لم يبدأ إلا سنة 1993، أما عن أهم الشركات و الفنادق التي تم خصصتها فيمكن تلخيصها في الجدولين التاليين:

جدول رقم (11) : أهم الشركات التي تم خصصتها في المغرب.

الوحدة : مليون درهم مغربي

| التاريخ | اسم الشركة | نشاطها | حصة البيع % | طريقة التفويت | المقتني | ثمن التفويت |
|---------|---|-------------------------------|-------------|------------------------------|-------------------------------------|-------------|
| 02/93 | شركة مشتقات السكر Soders | صناعة الخميرة | 33.43 | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | مغاربة و فرنسي (لوسافر) | 27 |
| | | | 2.39 | المأجورين | - | 1.6 |
| 04/93 | شركة شالة للخياطة الصناعية CHELCO | صناعة الملابس | 32 | بيع مباشر | كورتولز انجليزي | 10.2 |
| 06/93 | الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية -CTM- LN | نقل المسافرين و الإرساليات | 40 | بورصة | - | 94.3 |
| 07/93 | | | 35 | طلب عروض | مجموعة المؤسسات المالية المغربية | 111.6 |
| 07/93 | شركة بيتروم PETROM | توزيع المواد النفطية | 51 | طلب عروض | مجموعة بو عيدا مغربي | 145 |
| 08/93 | شركة اسمنت المغرب العربي CIOR | صناعة الاسمنت | 51 | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | هولدر سيم-سويسرا | 614 |

| | | | | | | |
|-------|---|----------------------------|-------|---------------------------|--|---------|
| 10/93 | الشركة الوطنية للتحليل الكهربائي و البيتروكيماويات SNEP | صناعة المواد الكيماوية | 90 | طلب عروض | مجموعة مغربية ديماتيت هولدينغ | 364.3 |
| 12/93 | شركة اسمنت المغرب الشرقي CIOR | صناعة الاسمنت | 34 | بورصة | - | 329.2 |
| | الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية CTM-LN | نقل المسافرين و الإرساليات | 2.6 | المأجورين | - | 5.2 |
| | شال SHELL | توزيع المواد النفطية | 50 | بيع مباشر | شال بيتروليوم الدولية (انجلترا هولندا) | 450 |
| 02/94 | دراكون غاز DRAGON GAZ | توزيع المواد النفطية | 50 | بيع مباشر | دراكوفينا، ايطالي | 0.85 |
| 03/94 | الشركة المغربية للمحروقات CMH | توزيع المواد النفطية | 50 | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | هوجيسار، المغرب | 100.1 |
| 04/94 | شركة تمويل الشراء بالسلف-SOFAC CREDIT | قرض الاستهلاك | 35 | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | مجموعة المؤسسات المالية المغربية | 89.3 |
| | | | 18.37 | بورصة | - | 40 |
| 05/94 | موبيل المغرب MOBIL MAROC | توزيع المواد النفطية | 50 | بيع مباشر | موبيل بيتر وليوم (أمريكا) | 110 |
| | طوطال المغرب TOTAL MEROC | توزيع المواد النفطية | 50 | بيع مباشر | طوال ما وراء البحار (فرنسا) | 300 |
| 08/94 | الشركة الصناعية للأجهزة الالكتروميكانيكية MODULEC | الأجهزة الالكتروميكانيكية | 76.34 | بيع مباشر | - | 1 درهم |
| | | | 8.48 | المأجورين | - | بالمجان |
| 09/94 | الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية-CTM LN | نقل المسافرين و الإرساليات | 18.46 | بورصة | - | 48.7 |

| | | | | | | |
|----------|--|-----------|-------|-----------------|---|-------|
| 46 | - | بيع مباشر | 20 | صناعة العجلات | عجلات جينرال GENERAL TIR | 10/94 |
| 4.3 | - | المأجورين | 2.21 | | | |
| 361.1 | - | بورصة | 15.63 | إنعاش الاستثمار | الشركة الوطنية للاستثمار SNI | |
| 669.00.1 | مجموعة المؤسسات المالية المغربية و الدولية | طلب عروض | 51 | إنعاش الاستثمار | الشركة الوطنية للاستثمار SNI | 11/94 |
| 455.3 | - | بورصة | 14.01 | بنك تجاري | البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCE | 12/94 |
| 82.9 | - | المأجورين | 3 | | | |
| 10 | - | المأجورين | 1.22 | صناعة الاسمنت | شركة اسمنت المغرب العربي CIOR | 01/95 |
| 1.243.4 | مجموعة المؤسسات المالية | طلب عروض | 26 | بنك تجاري | البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCE | 04/95 |

| | | | | | | |
|---------|--|-----------|-----------|---------------------------|---|-----------|
| 72 | - | بورصة | 18 | قرض مالي للمستهلكين | شركة القرض المنزلي EQDOM Crèdit | /95 06 |
| 10 | مجموعة مغربية _ اجنبية | بيع مباشر | 97.4 4 | نسيج القطن | شركة صناعة القطن بوادي زم ICOZ | |
| 1.62 | مستثمر مغربي | بيع مباشر | 30 | صناعة الملابس | الشركة الصناعية للملابس -SICO- CENTRE | |
| 1 درهم | مجموعة دولية _ مغربي ،بلجيكي و تونسي | بيع مباشر | 89.9 8 | صناعة المحركات الكهربائية | شركة الصناعات الميكانيكية و الكهروبايئية | /95 07 |
| بالمجان | - | المأجورين | 10 | | يفاس SIMEF | |
| 24 | - | بيع مباشر | 40 | توزيع الصحف | الشركة الشريفة للتوزيع و الصحف SOCHPRESSE | |
| 1.5 | - | المأجورين | 0.81 | قرض للاستهلاك | شركة تمويل الشراء بالسلف -SOFAC- CREDIT | /95 08 |
| 8.65 | مغربي ،مجموعة فؤاد فهيم | طلب عروض | 60 | تحويل غسل الشمندر | شركة تحويل غسل الشمندر SOTRAMEG | /95 09 |
| 5 | - | المأجورين | 1.54 | قرض للاستهلاك | شركة قرض التجهيز المنزلي EQDOM CREDIT | /95 11 |
| 504.1 | - | بورصة | 30 | تكرير النفط | الشركة المغربية لتكريرالنفط SAMIR | /96 03 |
| 78.4 | مغاربة ،مجموعة من 8 موزعي المواد النفطية | بيع مباشر | 56.0 4 | توزيع المواد النفطية | الشركة المغربية للتخزين SOMAS | /96 05 |
| 1 درهم | مجموعة مغربية -ليبية سالمية هولدينغ | بيع مباشر | 28.5 7 | صناعة الجلد و الاحذية | الشركة العربية للمنتوجات الجلدية | /96 06 |

| | | | | | MAPROC | |
|-------------|------------------------------|--|-----------|---------------|--|-----------|
| 47.3 | - | المأجورين | 1.11 | تكرير النفط | الشركة المغربية لتكرير النفط SAMIR | |
| 420.4 | - | بورصة | 35 | صناعة الصلب | الشركة الوطنية لصناعة الصلب SONASID | |
| 234.5 | مجموعة اونا (المغرب) | طلب عروض متبوع ببيع مباشر مباشر (حق الشفعة) | 36.0 7 | استخراج الفضة | شركة استخراج الفضة SMI | /96 09 |
| 120.1 | - | بورصة | 30 | صناعة الاسمدة | الشركة المغربية للاسمدة FERTIMA | /96 10 |
| 88 | مغربي، شركة المعدنية لا يمطر | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | 40 | منجم الكوبالت | الشركة المعدنية لتقراوت و تيغانيمين CTT | /97 01 |
| 38.5 | مغربي، شركة معدنية لا يمطر | طلب عروض متبوع ببيع مباشر (حق الشفعة) | 35 | منجم الفلورين | شركة المقاولات المعدنية SAMINE | |
| 68.4 | مغربي، شركة معدنية لا يمطر | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | 34.2 | منجم النحاس | الشركة المعدنية ليوغفر SOMIFER | |
| 39 | مغربي، الشركة المغربية توسيت | بيع مباشر | 26 | صناعة الرصاص | مسبك الرصاص لزليجة FPZ | /97 04 |
| 310.2 | مجموعة مغربية - بحرينية | بيع مباشر | 78.5 7 | التامين | شركة الشمال الافريقي و فيما بين القارات للتامين CNIA | /97 05 |
| 157.50 3 | سعودي، كورال بتروليوم | طلب عروض | 60.9 9 | تكرير النفط | الشركة المغربية لتكرير النفط SAMIR | |
| 425.7 | سعودي، كورال بيتروليوم | طلب عروض | 66.3 | تكرير النفط | الشركة الشريفة للبتروال SCP | |
| 744.3 | انجليزي، نوميرا الدولية | بيع مباشر | 10.8 5 | بنك تجاري | البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCE | /97 06 |
| 84.5 | مجموعة اونا (المغرب) | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | 13 | استخراج الفضة | شركة استخراج الفضة SMI | |

| | | | | | | |
|--------|--|------------------------------|------|----------------------------------|--|-----------|
| 130 | - | بورصة | 20 | | | |
| 0.037 | - | المأجورين | 0.00 | صناعة الاسمنت | شركة اسمنت المغرب | /97 |
| | | | 45 | | الشرقي CIOR | 10 |
| 837.1 | مجموعة مغربية +مارسيال (اسبانيا) | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | 62 | صناعة الصلب | الشركة الوطنية لصناعة الصلب SONASID | |
| 30.6 | - | المأجورين | 3 | صناعة الصلب | الشركة الوطنية لصناعة الصلب SONASID | /98 03 |
| 296.1 | سعودي، كورال بتروليوم | بيع مباشر | 5.77 | تكرير النفط | الشركة المغربية لتكرير النفط Samir | /98 06 |
| 27.8 | سعودي، كورال بتروليوم | بيع مباشر | 4.39 | تكرير النفط | الشركة الشريفة للبنترول SCP | |
| 16.3 | - | المأجورين | 3 | | | |
| 42.6 | - | المأجورين | 1 | تكرير النفط | الشركة المغربية لتكرير النفط Samir | /98 11 |
| 230 | مجموعة المستثمرين المغاربة و البرتغالية Adubos | طلب عروض | 51 | صناعة الأسمدة | الشركة المغربية للأسمدة FERTIMA | /99 10 |
| 33 | مغاربة، انتيرفيينا | طلب عروض | 50 | تربية الابقار | شركة رانش ادورش Ranch Adarouch | |
| 0.65 | - | المأجورين | 6.22 | تحويل غسل الشمندر | شركة تحويل غسل الشمندر SOTRAMEG | /00 12 |
| 18.28 | - | المأجورين | 5.3 | صناعة المواد الكماوية | الشركة الوطنية للتحليل الكهربيائي البيتروكيميايات بالمجعية SNEP | /01 01 |
| 345.00 | فيغاندي العالمية (فرنسا) | طلب عروض | 35 | المواصلات السلكية و اللاسلكية | اتصالات المغرب IAM | /01 02 |
| 2.17 | HOLFIPAR (المغرب) | بيع مباشر | 11.4 | صناعة الملابس الجاهزة | الشركة الصناعية للملابس | /02 05 |

| | | | | | بمكناس SICOM | |
|--------------|--|-----------|-----------|-------------------------------------|--|-----------|
| 75.44 | مجموعة المستثمرين المغاربة Adubos البرتغالية | بيع مباشر | 16 | صناعة الأسمدة | الشركة المغربية للأسمدة FERTIMA | /02 10 |
| 14.145 | مجموعة المستثمرين المغاربة Adubos البرتغالية | بيع مباشر | 3 | صناعة الأسمدة | الشركة المغربية للأسمدة FERTIMA | /03 06 |
| 080.00 14 | مجموعة فرنسية-اسبانية ALTADIS | طلب عروض | 80 | التبغ | شركة التبغ Règie des tabacs | |
| 22 | مغاربة، ماروك سوار | طلب عروض | 72.9 7 | صناعة الورق و طباعة و توزيع الجرائد | الشركة الجديدة للمطابع المتحدة SONIR | /03 07 |
| 65 | فرنسي- رونو | بيع مباشر | 26 | تركيب السيارات | الشركة المغربية لتركيب السيارات SOMACA | /03 09 |
| 896.00 28 | - بورصة الدار البيضاء و بورصة باريس | | 14.9 | الاتصالات | اتصالات المغرب | /04 12 |
| 400.00 12 | فيفاندي العالمية (فرنسا) | بيع مباشر | 16 | الاتصالات | اتصالات المغرب IAM | /05 01 |
| 518.55 | كوزيمار (المغرب) | بيع مباشر | 93.9 4 | | معامل تكرير السكر بتادلة SUTA | /05 09 |
| 88.33 | | | 46.8 7 | | معامل السكر بالمغرب الشرقي SUCRAFOR | |
| 237.27 | | | 94.5 3 | | المعامل لتكرير السكر الشرقي SUNABEL | |
| 523.45 | | | 95 | | معامل تكرير قصب السكر SURAC | |
| 30 | فرنسي، رونو | بيع مباشر | 12 | تركيب السيارات | الشركة المغربية لتركيب السيارات SOMACA | /05 10 |
| 98.55 | الصندوق المغربي للتقاعد CMR | بورصة | 0.10 % | الاتصالات | اتصالات المغرب IAM | /06 07 |

| | | | | | | | |
|-------|-----------------------------------|-----------|------|-----------------|----------------------------------|------------|-----------|
| 4.020 | مجموعة فرنسية- اسبانية ALTADIS | بيع مباشر | 20% | التبغ | Régie des tabacs | شركة التبغ | /06 08 |
| 539 | هولماركوم Holmarcom | طلب عروض | 100% | التغذية الفلاحة | الشركة المغربية للشاي SMATHES | | /06 09 |

المصدر : إحصائيات وزارة الاقتصاد و المالية المغربية ، 2007 .

بدا برنامج الخصخصة في المملكة المغربية مرحلته الأولى و ذلك سنة 1993 حيث كانت شركة مشتقات السكر SODERS لصناعة الخمائر أولى الشركات المخصصة لسنة 1993 بالإضافة إلى شركة شالة للخياطة الصناعية CHELCO المتخصصة في صناعة الملابس ، و استمر برنامج الخصخصة ليمتد الى شركات المتخصصة في كل من توزيع كل من توزيع الموارد النفطية و صناعة الاسمنت، صناعة المواد النفطية، نقل المسافرين، قرض الاستهلاك، الأجهزة الالكترو ميكانيكية، إنعاش الاستثمار، بنك تجاري ، توزيع الصحف ، تكرير البترول ، التامين ، صناعة الصلب ، و بذلك فان عملية الخصخصة قد مست اغلب تخصصات في مجال الاقتصادي.

إلا أن الحكومة المغربية لم تنجح إلا في بيع 52 مؤسسة من أصل 114 مؤسسة و ذلك لسنة 1998، أما عن حصيلة الخصخصة في فترة ما بين 1993-2006 فقد بلغت 80.815.63 مليون درهم (هذا الرقم خاص بالشركات فقط دون الفنادق).

أما من سنة 1993-2007 فقد مست عملية الخصخصة 46 مؤسسة و بلغت مدا خيلها 86.896.7 مليون درهم.

جدول رقم (12) : الفنادق التي تم خصصتها في المغرب.

منذ بداية سنة 1993 تم خصخصة 26 فندقا حيث كانت أول عملية خصخصة لفندق أشجار اللوز و ذلك بتاريخ 02/93 و فندق طارق بتاريخ 03/93 و فندق بسمة بتاريخ 09/93 أما عن حصيلة خصخصة الفنادق في المغرب بلغت 747.2 مليون درهم، و ذلك ما بين 1993-2006.

جدول رقم (12) : الفنادق التي تم خصصتها في المغرب (الوحدة : مليون درهم)

| التاريخ | الفندق | طريقة التوقيت | المقنتي | ثمن التوقيت |
|---------|----------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------------|
| 02/93 | أشجار اللوز | بيع مباشر (للمكثري) | مغربي، شركة فلوريدا | 5 |
| 03/93 | طارق | طلب عروض | مغربي، شركة الاتحاد المغربي للفنادق | 15.2 |
| 09/93 | بسمة | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | مجموعة مغربية ليبية بسمات | 50 |
| 04/94 | طوبقال | طلب عروض | مغربي، شركة اميندال | 38.5 |
| | و ليلي | طلب عروض | مغربي شركة افرام | 35 |
| 05/94 | طرانس اطلانتيك مكناس | طلب عروض | مغربي شركة تيكيدا- اسماعلية S.A. | 41 |

| | | | | |
|-------|---------------------------------------|---------------------------|-----------------------------|-------|
| 20 | مغربي، شركة التدبير الفندقي | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | الجزر | 06/94 |
| 55 | سعودي، شركة مالباطا الدولية | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | مالباطا | 09/94 |
| 8.1 | مغربي الشركة الفندقية للتشغيل السياحي | طلب عروض | الريساني | |
| 180 | مغربي انترديك - المغرب | بيع مباشر (للمكثري) | الدار البيضاء (حياة رجيسي) | 12/94 |
| 17.25 | مغربي، شركة دار سي عيسى | طلب عروض | زلاغ | |
| 14.55 | مغربي، الشركة السياحية لوزازات | طلب عروض | ازغور | 01/95 |
| 22.17 | سعودي، عبد المجيد ابو الجدايل | طلب عروض | دكالة | 04/95 |
| 3.01 | مغربي، شركة فندقية لوكا | طلب عروض | اوكايمدن | |
| 50 | مغربي، قصبه صومعة حسان | بيع مباشر (للمكثري) | صومعة حسان | 5/95 |
| 30 | مغربي، قصبه صومعة حسان | بيع مباشر (للمكثري) | المرينيين | |
| 13 | مغربي، عبد اللطيف ابو حفص | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | فريواتو | 09/95 |
| 0.3 | مغربية، راضية بنت عامر و احمد لمعاني | بيع مباشر (للمكثري) | سبلنديد | 09/96 |
| 5.5 | مغربي، محمد تينوسولين | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | تينسولين | 10/98 |
| 14 | مغربي، السلسلة الفندقية حدائق | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | طرانس اطلنتيك الدار البيضاء | |
| 24.5 | مغربي، نادي جنان مراكش | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | المرابطين | 12/98 |
| 74 | فرنسي FRAM | بيع مباشر | التلال الذهبي | |
| 6.6 | مغربي، م. بن ديدي العربي و شركاؤه | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | صاغر | 09/99 |
| 7.2 | مغربي، شركة وردة مكونة | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | وردة دادس | 06/01 |
| 10 | مغربي، محمد سعود | طلب عروض متبوع ببيع مباشر | رياض | 01/06 |
| 7.32 | شركة مغربية-نرويجية رياض باعلي | طلب عروض | مضايق | 01/06 |

المصدر : إحصائيات وزارة الاقتصاد و المالية .2007.

المطلب الثاني : مدا خيل الخصخصة في المغرب.

قررت الحكومة المغربية في سنة 2010 على عرض مؤسسات عمومية، أو شبه عمومية للبيع في المزاد العلني، أمله حصد 4 ملايين درهم على الأقل و هي نفس المؤسسات التي تعذرت خصخصتها في سنة 2009، جراء تداعيات و انعكاسات الأزمة المالية و الاقتصادية و حسب وزارة المالية تعتبر الحكمة أن الظروف ستصير مواتية جدا من خلال سنة 2010 للقيام بعملية الخصخصة، و ذلك بحسب تحسين الأداء الاقتصادي خصوصا و أن السوق المالية (البورصة) ظلت في مؤمن من الانعكاسات الكبرى للالزمة المالية.

جدول رقم (13) : مدا خيل الخصخصة في المغرب خلال الفترة 1993-2001. الوحدة : مليون

درهم مغربي

| السنوات | عدد المؤسسات الجديدة | عدد العمليات | المداخيل |
|---------|----------------------|--------------|----------|
| 1993 | 10 | 14 | 2.223 |
| 1994 | 17 | 23 | 3.702 |
| 1995 | 12 | 17 | 1.509 |
| 1996 | 7 | 9 | 2.406 |
| 1997 | 6 | 12 | 5.924 |
| 1998 | 4 | 09 | 531 |
| 1999 | 2 | 03 | 270 |
| 2000 | 0 | 1 | 1 |
| 2001 | 2 | 03 | 23388 |
| 2002 | 1 | 02 | 78 |
| 2003 | 03 | 04 | 181 14 |
| 2004 | 0 | 01 | 8896 |
| 2005 | 04 | 06 | 13.798 |
| 2006 | 03 | 06 | 4.658 |
| 2007 | 02 | 03 | 6081 |
| 2008 | 0 | 0 | 0 |
| 2009 | 0 | 0 | 0 |
| 2010 | 9 | 0 | 4ملايير |
| 2011 | 2 | 2 | 198 |

<http://www.Financer.gv.ma>

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على: إحصائيات وزارة الاقتصاد و المالية المغربية :

تاريخ الاطلاع (16/03/2014) على الساعة 15:30

من خلال ما سبق نلاحظ أن المغرب مازال لم يحقق النتائج المرجوة منها، عند بداية برنامج الخصخصة، و يمكن تقسيم تطور مدا خيل الخصخصة إلى المراحل التالية:

المرحلة الأولى(1993-1997) :

تتميز هذه المرحلة بارتفاع عدد العمليات المنجزة و لكن بالمقابل يقابلها قلة مدا خيل الخصخصة، حيث تم خصخصة 52 شركة شركة خلال هذه المرحلة يقابلها 74 عملية تمت، أما عن مجموع المداخيل فقد بلغت 15764 مليون درهم.

المرحلة الثانية:(1998-2000):

هذه الفترة عرفت انخفاض و قلة عدد العمليات المنجزة وضعف المداخيل المحصلة عليها من برنامج الخصخصة، حيث بلغت مدا خيل الخصخصة خلال هذه الفترة ما مقداره 802 مليون درهم أما عن عدد المؤسسات المعنية بالخصخصة فهو لا يتجاوز 06 مؤسسات قد تمت عبر 16 عملية .

المرحلة الثالثة(2001-2007) :

تتميز هذه المرحلة بقلّة عدد العمليات المنجزة لقد بلغت 25 عملية إلا أن مدا خيل الخصخصة عرفت ارتفاعا حيث بلغت 71030 مليون درهم و ذلك بسبب أن برنامج الخصخصة شمل شركات كبيرة الحجم.

المرحلة الرابعة(2008-2009):

انعدام عمليات الخصخصة و ذلك بسبب الأزمة المالية و تداعياتها الاقتصادية و المالية.

المرحلة الخامسة (2010-2011):

تميزت هذه الفترة بقلّة العمليات المنجزة أما عن مدا خيل الخصخصة فهي مرتفعة و ذلك بسبب القيام بخصخصة شركات كبيرة الحجم و ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد المغربي.

الجدول رقم (14) : مدا خيل الخصخصة حسب الطريقة المعتمدة .

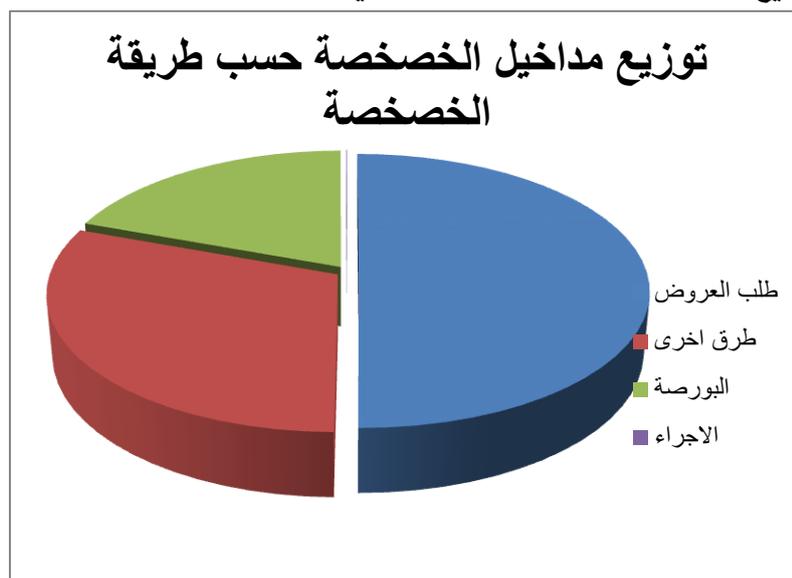
| الطريقة | طلب العروض | طرق أخرى | البورصة | الإجراء |
|---------|------------|----------|---------|---------|
| النسبة% | 49.70 | 30.20 | 19.20 | 0.60 |

<http://www.Financer.gv.ma>

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على إحصائيات وزارة الاقتصاد و المالية المغربية

تاريخ الاطلاع : (16/03/2014) على الساعة 15:30

شكل رقم (06) : توزيع مداخيل الخصخصة حسب الطريقة المخصصة



المصدر : إحصائيات وزارة المالية و الاقتصاد ، 2007 .

يلاحظ من خلال ما سبق أن نسبة مداخيل أسلوب طلب العروض تقدر نسبته ب: 49.70% حيث تعتبر الشركات ذات الحجم الكبير هي التي تم خصصتها بهذا الأسلوب و مثل هذه الشركات نجد الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية CTM-LN حيث بلغ مداخيلها 111.6 مليون درهم، شركة اسمنت المغرب الشرقي ما مقداره 614 مليون درهم و شركة الوطنية للتحليل الكهربائي و البيتروكيماويات ب 364.3 مليون درهم، البنك المغربي للتجارة الخارجية ب 12434 مليون درهم.

أما فيما يتعلق بالطرق الأخرى (الديون، التراخيص... الخ) فقد بلغت نسبة 30.20% و منها تحويل ديون اسبانية سنة 1997 إلى استثمارات في شركة مغربية بقيمة 38 مليون دولار.

أما عن مساهمة الأجورين في برنامج الخصخصة نجد أن نسبة من مداخيلها تقدر ب 0.60% و هي نسبة ضعيفة جداً إذ لم تتجاوز 10% في جميع المؤسسات التي تم خصصتها حيث أن الشركة الصناعة للأجهزة الالكتروميكانيكية تم بيع 8.48% منها بالمجان، أما شركة مشتقات السكر فتم بيع 2.39% بمقدار 1.6 مليون درهم، الشركة المغربية للنقل خطوط وطنية 2.6% و ذلك بمقدار 5.2 مليون درهم، البنك المغربي للتجارة الخارجية 3% بمقدار 82.9 مليون درهم، الشركة المغربية لتكرير النفط ب 1.11% بمقدار 47.33 مليون درهم.

و بالنسبة لمساهمة البورصة فقد بلغت 19.20% من إيرادات الخصخصة و ذلك من خلال الشركات التالية: شركة المغربية للنقل خطوط وطنية 40% بمقدار 94.3 مليون درهم، شركة اسمنت المغرب الشرقي 34% بمقدار 329.2 مليون درهم، شركة تمويل الشراء و السلف 18.37% بمقدار 40 مليون درهم، البنك المغربي للتجارة الخارجية 14.01% بمقدار 455.35 مليون درهم... الخ، و لقد بلغت مداخيل الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء ما مقداره 13528.71 مليون درهم.

المطلب الثالث : نتائج عملية الخصخصة على أداء بورصة الدار البيضاء .

الفرع الأول: عدد الشركات المدرجة في البورصة:

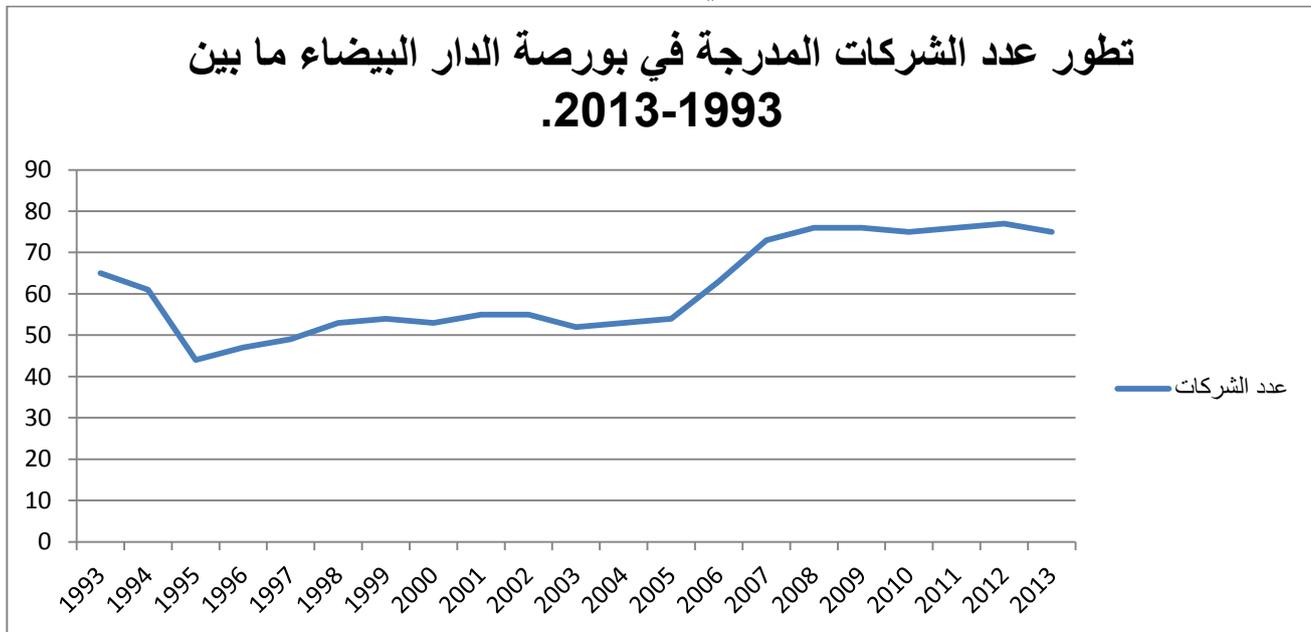
يعتبر عامل عدد الشركات المدرجة في البورصة من أهم العوامل التي تساعد في تنشيط البورصة، و ذلك بسبب سرعة حركية السوق المالية بالإضافة إلى تنوع الأوراق المالية المتداولة، حيث يبين الجدول التالي عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء منذ بداية تنفيذ برنامج الخصخصة.

جدول رقم (15) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين (1993-2013).

| السنة | عدد |
|-------|-----|
| 201 | *75 |
| 201 | 77 |
| 201 | 76 |
| 201 | 75 |
| 200 | 76 |
| 200 | 76 |
| 200 | 73 |
| 200 | 63 |
| 200 | 54 |
| 200 | 53 |
| 200 | 52 |
| 200 | 55 |
| 200 | 55 |
| 200 | 53 |
| 199 | 54 |
| 199 | 53 |
| 199 | 49 |
| 199 | 47 |
| 199 | 44 |
| 199 | 61 |
| 199 | 65 |

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على: _ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الأعداد 74، 71، 52.

شكل رقم (07) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 2013-1993.



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على: إحصائيات:

_صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الأعداد 74، 71، 52،

_ تقرير بورصة الدار البيضاء 2007- 2013

من خلال ما سبق نميز المراحل التالية: في تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء من سنة 1993 إلى غاية 2013.

* بين 1993-1995 نلاحظ انخفاض كبير بعدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء و ذلك بسبب شطب 21 شركة و ذلك لعدم تمكن هذه الأخيرة من التكيف أو التأقلم مع الإصلاحات التي عرفتها بورصة في سنة 1993، كما أن هذه الفترة أو المرحلة عرفت دخول 6 شركات جديدة و كانت كلها عن طريق الخصخصة.

* بلغ عدد الشركات المسجلة في البورصة 75 و ذلك في سنة 2013 (الربع الثالث من السنة)

***1996-1999** نلاحظ زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، حيث يرفع هذا الارتباط إلى دخول شركات جديدة منها 4 شركات عن طريق الخصخصة مقابل شطب 11 شركة.

نلاحظ أن عدد الشركات التي دخلت إلى البورصة متواضع نسبيا، لكن ساهمت الخصخصة فيه نسبة 30%.
***2000 - 2005** نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 53 و 54 مؤسسة مدرجة، و لقد ساهمت الخصخصة عن طريق البورصة نسبة ضئيلة فقط حيث تم خصخصة شركة واحدة فقط
***2006-2013** عرفت عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا قياسيا مقابل شطب شركة واحدة، و يعود ذلك إلى التحفيز الضريبية و لقد تم تسجيل 13 شركة عن طريق الخصخصة.

الفرع الثاني: رسملة البورصة الدار البيضاء.

والجدول التالي يوضح تطور رسملة بورصة الدار البيضاء منذ انطلاق إستراتيجية الخصخصة.

الجدول رقم (16):تطور رسملة بورصة الدار البيضاء منذ 1993-2011. الوحدة : مليار درهم

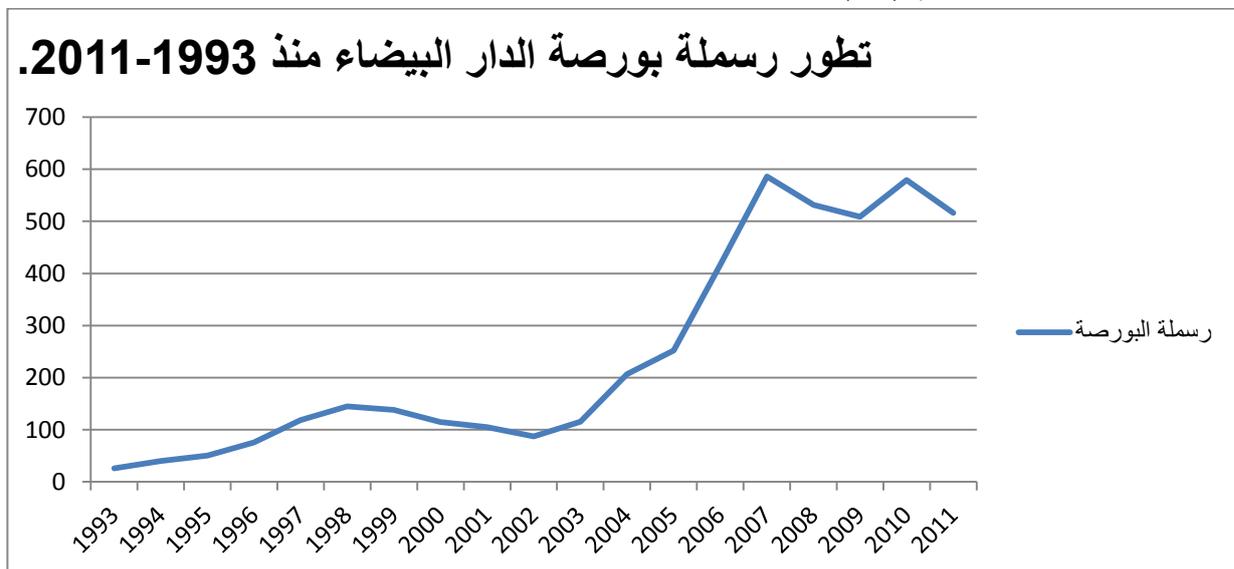
| السنة | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| رسملة | 25.99 | 39.83 | 50.40 | 75.58 | 118.62 | 145.14 | 138.05 | 114.88 | 104.74 | 87.17 | 15.50 |

| 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 206.5 | 252.3 | 417. | 586.3 | 531.7 | 508.8 | 579.0 | 516.2 |
| 1 | 2 | 1 | 2 | 5 | 9 | 1 | 2 |

المصدر:

- من إعداد الطالبة بناء على: Bourse de Casablanca, résume annuels 2011

شكل رقم (08) : تطور رسملة بورصة الدار البيضاء منذ 1993-2011.



المصدر: من إعداد الطالبة. بالاعتماد على Bourse de Casablanca, résume annuels 2011

من خلال الشكل السابق يمكن تمييز بين المراحل التالية لتطور رسملة البورصة حيث:

* من 1993 إلى غاية 1998: نلاحظ الارتفاع المستمر لرسملة البورصة و ذلك راجع لخصخصة 11 شركة من خلال بورصة الدار البيضاء حيث انتقلت قيمة الرسملة من 25.99 مليار درهم سنة 1993 إلى 145.14 مليار درهم سنة 1998.

* من 1998 إلى غاية 2002: اتسم حجم الرسملة البورصة تراجعاً بفعل عدم إجراء أية عملية خصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء.

* من 2003 إلى غاية 2007: عرف حجم رسملة البورصة نمواً كبيراً، و ذلك راجع إلى أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بلغ أقصى حد، كما أم ارتفاع رسملة بورصة يرجع بشكل أساسي لعمليات خصخصة و خاصة شركة اتصالات المغرب*، حيث أن رسملة السوق طيلة سنة 2007 كانت 586.3 مليار درهم مقابل 417.1 مليار درهم في 2006 و هي تقدم سنوي نسبة 40.5% و ذلك راجع للقيام بعدة عمليات مخصصة عن طريق بورصة الدار البيضاء.

* من سنة 2008 إلى غاية 2011: بلغت رسملة السوق 531.75 مليار درهم سنة 2008 مقابل انخفاض 586.32 مليار درهم سنة 2007، أي ما يعادل انخفاضا نسبة 9.31% ويعزى هذا الانخفاض إلى تصحيح أسعار القيم الذي لطفت من حدته إلا درجات الجديدة المسجلة سنة 2008.

أما سنة 2009 فقد تجددت رسملة السوق طيلة 2009 في مبلغ 508.9 مليار درهم مقابل 531.8 مليار درهم سنة 2008 أي انخفاض نسبة 4.30% مقابل التراجع الذي ناهز 9.31% سنة 2008، و تعكس هذه الحصيلة السلبية انخفاض الأسعار رغم التعويض الطفيف عبر عمليات الزيادة في رأسمال الشركات.

أما في سنة 2011 استقرت رسملة السوق في 516.22 مليار درهم مقابل 599.02 مليار درهم سنة 2010، أي بتراجع قيمتها ب 10.85% حيث انه في سنة 2011 تم خصخصة شركة عن طريق بورصة الدار البيضاء و هي إدراج جيت الو و S_2M .

الفرع الثالث: حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء .

و الجدول التالي يوضح تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء منذ بداية برنامج الخصخصة إلى غاية سنة 2011.

الجدول رقم (17): تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء ما بين 1993-2011.

| السنة | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | 4.9 | 8.6 | 23.2 | 20.4 | 32.3 | 58.2 | 94.3 | 37.8 | 26.7 | 22.5 | 53.7 |

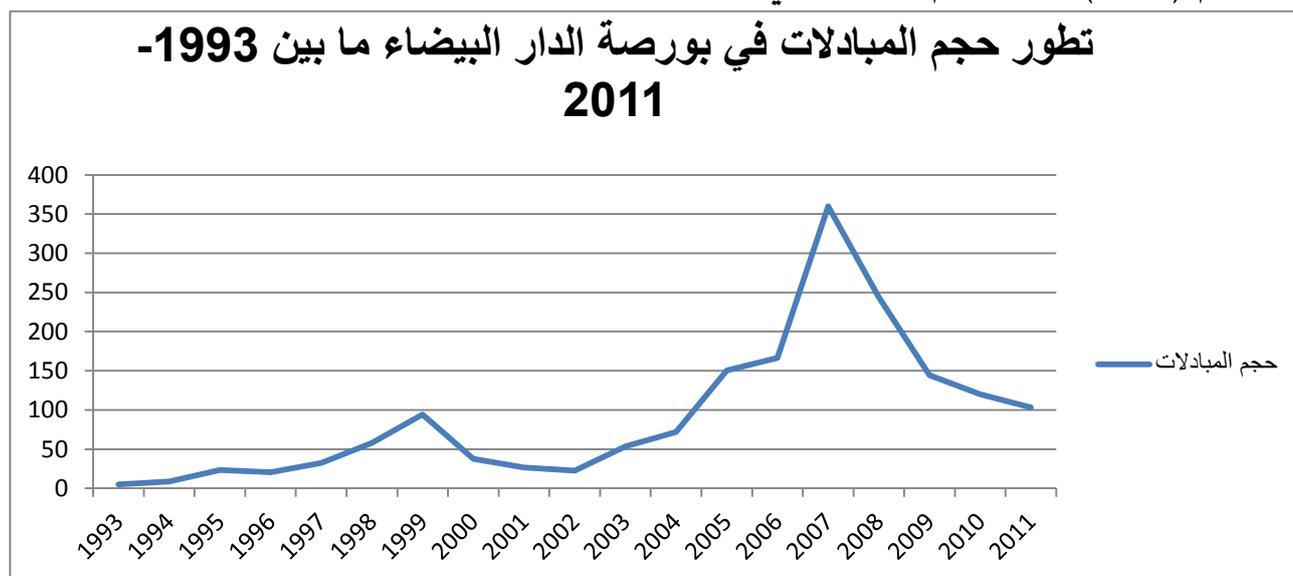
| | | | | | | | |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|

* شركة كبيرة الحجم، و ذلك من خلال ثلاث عمليات خصخصة.

| | | | | | | | |
|------|------|-------|-------|------|------|------|------|
| 103. | 119. | 144.4 | 244.1 | 359. | 166. | 150. | 71.8 |
| 3 | 9 | 2 | 6 | 7 | 4 | 7 | |

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على: _ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد52. _Bourse de Casablanca, résume annuels:2008, 2009,2010, 2011.

شكل رقم (09): تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء ما بين 2011-1993



المصدر: من إعداد الطالبة. باعتماد على :

_ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد52.

_Bourse de Casablanca, résume annuels:2008, 2009,2010, 2011.

من خلال ما سبق يمكن تقسيم تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء الى ما يلي:

***من سنة 1993-1999** عرف حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء ارتفاعا كبيرا و ذلك بفعل زيادة عدد و أنواع الأوراق المالية و التي كانت نتاج لعملية الخصخصة من خلال بورصة الدار البيضاء التي تمت بين 1993-1997 حيث تم خصخصة 11 شركة مهمة في الاقتصاد المغربي و من بين هذه الشركات نجد الشركة المغربية للنقل خطوط الوطنية و شركة اسمنت المغرب، الشركة الوطنية للاستثمار، الشركة المغربية لتكرير النفط، شركة استخراج الفضة، الشركة المغربية للأسمدة،... الخ، كما أن دخول عدد من شركات القطاع الخاص حيث تم تسجيل دخول 8 شركات.

*** من سنة 2000-2003** عرفت هذه الفترة تراجع حجم التبادل، و ذلك راجع إلى عدم تسجيل أية عملية خصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء، هذا ما أدى إلى قلة عدد و أنواع الأوراق المالية، كما انه لم يسجل دخول سوى 3 شركات من القطاع الخاص.

*** من سنة 2004-2007** خلال هذه الفترة عرفت حجم المبادلات ارتفاع شديد حيث بلغ 359.7 مليار درهم و ذلك سنة 2007مقابل 166.4 مليار درهم في سنة 2006 و هو تقدم بنسبة 116.1% و ذلك جراء القيام بعدة

عمليات الخصخصة الشركات و من أهم هذه الشركات نجد شركة اتصالات المغرب، شركة ماتيل ب س ماركيت، الشركة الوطنية للالكتروليز و البيتروكيميائية، شركة اطلنطا، الشركة العامة العقارية... الخ و ذلك من خلال بورصة الدار البيضاء، كما انه تم تسجيل رقم قياسي لدخول شركات القطاع الخاص من سنة 2008-2011 عرفت هذه الفترة انخفاض في حجم التبادل و ذلك كما يلي 2008 انخفضت نسبة التبادل ب 31.14 % و يفسر هذا بما يلي:

- انخفاض حركية السوق المركزية و سوق الكتل.
- انخفاض عدد عمليات الإدراج بالبورصة بعد أن أجلت عدة شركات إدراجها بالبورصة .
- انخفاض عدد عمليات الذهاب _ الإياب عند نهاية السنة بالمقارنة مع سنة 2007 و ترجع هذه العمليات إلى الإعلان عن مراجعة الرسوم على قيمة الخصخصة القيم المنقولة TPCVM نحو الارتفاع الذي سيدخل حيز التنفيذ انطلاقا من 01/01/2008.

أما سنة 2009 فقد تم انخفاض حجم المعادلات ب 41% حيث بلغ 144.42 مليار درهم مقابل 244.164 مليار درهم نهاية سنة 2008 و يغري هذا التراجع الكبير إلى الانخفاض الكبير الذي شهده حجم الصفقات المسجلة في السوق المركزي (51%)، كما لم يتم تسجيل العروض العمومية للدخار عبر سوق البورصة، أي إدراج جديد سنة 2009، مقابل 5 درجات سنة 2008.

و في سنة 2011 سجلت حجم المبادلات انخفاضا ب 13.8% ب 103.3 مليار درهم مقابل 119.9 مليار درهم سنة 2010، و ذلك ناتج عن قلة عمليات الخصخصة عن طريق البورصة حيث سجلت عمليتين لخصخصة عن طريق البورصة فقط.

و على العموم يبقى حجم المبادلات على الأوراق المالية المتداولة في بورصة الدار البيضاء و متجها نحو النمو و هذا بعد ما شهدته البورصة من إصلاحات في آلياتها و تقنياتها و ما عرفه الاقتصاد من تغيير باتجاهه من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق.

المطلب الرابع: تقييم التجربة المغربية.

من خلال دراسة التجربة المغربية نلاحظ الأثر الحسن الذي أحدثته عملية الخصخصة على مستوى السوق المالية (البورصة)، إذ ارتفع مستوى التعامل و حجم المبادلات ما بين (1993-2011) من 4.9 إلى غاية 103.3 مليون درهم و ذلك بسبب القيام بعملية الخصخصة و هذا ما أدى لزيادة عدد و أنواع الأوراق المالية و زادت رسملة البورصة ما بين (1993-2011) لتكون في بداية 1993 تقدر بـ 25.99 مليون درهم لتصل إلى 516.22 مليون درهم ، و غيرها من المؤشرات، بالمقابل كان لبورصة الدار البيضاء دور هام في إنجاز عملية الخصخصة، حيث ساهمت البورصة في خصخصة عدد كبير من الشركات العمومية حيث قدرة عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 1993-2013 ليصل إلى 75 شركة منها شركة الاسمنت المغرب الشرقي، شركة نقل المسافرين، شركة الوطنية للاستثمارات، اتصالات المغرب... الخ، و حسب تقييم الشامل للعملية، و بحسب المعطيات و الاستنتاجات تنبغي الإشارة إلى جملة من المعطيات الواضحة و هي التالية:

_ لم تسجل أية حالة تصفية أو إغلاق لشركات و الفنادق بعد خصخصتها.
 _ لم يتم تسجيل أي تراجع في نشاط و رقم معاملات الشركات بعد خصخصتها.
 _ لم يتم تسجيل أي تراجع نهائي في قيمة أسهم الشركات المباعة عبر البورصة.
 _ لم يسجل أي نزاع بين المساهمين بعد الخصخصة.
 _ لم يتم تسجيل أي تسريح للإجراء في جل الحالات.
 و بصورة إجمالية، يمكن القول أن عملية الخصخصة عن طريق بورصة الدار البيضاء ساهمت في تطوير بورصة الدار البيضاء كما امن بورصة الدار البيضاء كان لها اثر ايجابي في إنجاح هذه العملية عن طريقها حيث تدل الدراسة على جدوى عملية الخصخصة على الاقتصاد بصورة عامة و على بورصة الدار البيضاء بصورة خاصة و ذلك من خلال:

- زيادة نشاط السوق المالية و تضاعف حجم العمليات بها .
 - تزايد الاهتمام الأجنبي بالمغرب كسوق ناشئة.
 - تغيير مركز البورصة و تحديث آلياتها و آليات التعامل.
 - تطور بنية السوق المالية في ظرف قياسي .
 - تعبئة الادخار بالنسبة للرعايا المغاربة ، و الادخار العمومي بقيمة عالية.
- و قد ساهمت هذه العملية في خلق فرص الشغل، و لا سيما ما يرتبط بقطاع الخبرة و المحاسبة و المالية و الاتصال و غيرها.
- إلا أن تجربة الخصخصة عن طريق السوق المالية في المغرب مازالت لم ترق إلى مستوى ما كان منتظرا و متوقعا لها خاصة في أبعادها الاقتصادية و المالية و الاجتماعية.
- حيث انه من الأهداف المرجوة عن عملية الخصخصة هو المساهمة المأجورين إلا أننا نلاحظ أنها اضعف نسبة و تقدر ب 0.6% فهي لم ترقى إلى ما كان متوقعا من هذا البرنامج أما نسبة مساهمة البورصة في هذه العملية فهي تقدر ب 19.3% و هي نسبة ضئيلة جدا مقارنة مع ما كان متوقعا من بورصة الدار البيضاء .

خلاصة :

من خلال دراسة حالة دور بورصة الدار البيضاء (المغرب) في عمليات الخصخصة يمكن استخلاص بعض النتائج والتي من أهمها :

- 1- بدأ المغرب في تطبيق إستراتيجية الخصخصة فعليا سنة 1993، وهذا في إطار الإصلاحات التي عرفها الاقتصاد المغربي، حيث تطرقنا في هذه الدراسة إلى الدور الأساسي والهام الذي لعبته السوق المالية المغربية في إطار خصخصة المؤسسات العمومية من خلال الشركات التي تمت خصصتها عن طريق البورصة .
- 2- لقد حدد القانون رقم 39-89 المتعلق بخصخصة والذي يضم مجالات الخصخصة، طرق تنفيذ عمليات الخصخصة، بالإضافة إلى الهيئات المتدخلة في إستراتيجية.
- 3- أن الخصخصة عن طريق السوق المالية تعتبر إحدى أهم الطرق المعتمد في الخصخصة المؤسسات.
- 4- يعد أسلوب طلب العروض أهم الطرق المعتمدة في الخصخصة.
- 5- ساهمت الخصخصة في تطوير بورصة الدار البيضاء.
- 6- كما أن بورصة الدار البيضاء كان لها اثر ايجابي في إنجاز عمليات الخصخصة حيث أثبتت الدراسة زيادة نشاط البورصة، والاهتمام الأجنبي ببورصة الدار البيضاء.
- 7- ساهمت عمليات الخصخصة عن طريق البورصة في تحصيل ما قيمته 19.20 % من مدا خيل الخصخصة.
- 8- أن برنامج الخصخصة عن طريق السوق المالية مازال لم يحقق ما كان و متوقعا منه، بالرغم من ذلك فان معظم عمليات الخصخصة التي تمت عن طريق البورصة عرفت نجاح كبير وساهمت في تطوير والتأثير على أهم المتغيرات التي تمس البورصة.

الخاتمة العامة

كخلاصة لهذا البحث ، يمكن القول أن إستراتيجية خصخصة المؤسسات العمومية في الدول ، طرحت كإحدى استراتيجيات في مجال الإصلاحات التي عرفتتها المؤسسات العمومية حيث اعتمدت المغرب كباقي الدول النامية في تنفيذ إصلاحات اقتصادية على برامج الخصخصة للانتقال من اقتصاد المخطط (المغلق إلى اقتصاد السوق المفتوح) الذي يقوم على أساس المنافسة ، حيث قامت السلطات المغربية بإجراء عدة تنظيمات و تشريعات لتحسين فعالية و مردودية المؤسسة الاقتصادية التي تميزت بسوء التسيير القطاع العمومي و عدم تحقيقه للأهداف المسطرة ، و انخفاض معدلات النمو و زيادة الاختلالات الداخلية و الخارجية .

و بذلك تعتبر الخصخصة كحتمية أملتها ظروف العولمة و ضغوطات المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي و البنك العالمي باتجاه النظام العالمي الجديد .

و في إطار تطبيق الإصلاحات ، بدأ التخلي عن ممتلكات القطاع العام لصالح القطاع الخاص في جميع القطاعات باستثناء القطاعات الحيوية ، و بذلك وضعت السلطات المغربية استراتيجيات تقوم على تحديد القطاعات و المؤسسات و الأجال الزمنية لتنفيذها ، و سن التشريعات و القوانين الضرورية لذلك .

لقد اتخذت السلطات المغربية استراتيجيه الخصخصة كأداة رئيسية لتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي حيث حددت الأساليب اللازمة لتحويل الملكية و من أهمها طلب العروض ، البيع المباشر ، و قنوات السوق المالية ، و بالرغم من أهمية الكبيرة و المتنامية التي تحتلها الأسواق المالية ، و ذلك أنها تعتبر أسواق تتسم بالتنظيم و التطور و كذلك لاجتذابها لرؤوس الأموال اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادي و ذلك في المدى الطويل كل هذه الأسباب جعلتها الأداة المثلى لتنفيذ إستراتيجية الخصخصة ، و الجو الملائم لتقييم الأمثل للمؤسسات المطروحة للخصخصة ، و اختيار هذه الأسواق للقيام بعملية الخصخصة ساهم في عملية تنميتها و تنشيطها و تفعيلها و توسيع القاعدة الملكية و تنشيط سوق الأوراق المالية بنفسها ، و عن المؤسسات التي يلائمها هذا الأسلوب فهي المؤسسات التي تتميز بكبر حجمها و التي تتوفر فيها الشروط الملائمة لدخولها هذه السوق .

من خلال الاطلاع على محتويات الفصول البحث بالدراسة و التحليل ، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج و التي تحمل في طياتها إثبات و صحة فرضيات الدراسة ، و في الأخير تم الخروج بمجموعة من التوصيات التي تساعد في الحد من عراقيل التي تحول دون مشاركة السوق المالي في برنامج الخصخصة و يمكن إجمالها في ما يلي :

أولا : النتائج العامة للبحث .

من أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراسة هذا الموضوع نجد :

❖ للسوق المالية دور كبير في تنفيذ و نجاح استراتيجيه الخصخصة ، و ذلك من خلال إمكانية استعمال

السوق المالي كتقنية تتمتع بمجموعة من مزايا منها توسيع قاعدة الملكية و زيادة عدد المستثمرين ، و

تقليل الاحتكارات ، حيث أن تمتع السوق المالي بالكفاءة و النشاط يؤدي الى نشوء اثر ايجابي في تسريع و تنفيذ و تنشيط برامج الخصخصة ، كما أن تخصيص المؤسسات العمومية عن طريق الاكتتاب في البورصة و تداول أوراقها المالية يكون لها دورا بارز في نمو و تنشيط السوق المالي .

❖ ان مساهمة السوق المالي في تنشيط و تفعيل إستراتيجية الخصخصة في المغرب يبقى مقبولا نظرا لمساهمته في خصخصة عدد محدود من المؤسسات العمومية التي مستها برامج الخصخصة حتى نهاية 2013 عن طريق نسبة تقدر ب 19.20% من العمليات المنجزة و بإيراد يقدر ب: 13528.71 مليون درهم.

❖ تعتبر مشكلة تحديد الأسعار اكبر عائق أمام تطبيق برنامج الخصخصة و ذلك لصعوبة التقييم الدقيق للمؤسسات المعروضة للخصخصة .

❖ هناك عدة أساليب للقيام بعملية الخصخصة حيث نجد ثلاث خيارات و هي طلب العروض و البيع المباشر و قنوات السوق المالي حيث تعتبر البورصة المكان الطبيعي للقيام بعملية الخصخصة بالسوق المالي .

❖ هناك علاقة طردية متبادلة بين الخصخصة و السوق المالي حيث نجد أن عملية الخصخصة مرهونة بمدى و جود أسواق مالية عميقة و نشطة و ذلك أن برامج الخصخصة تساهم في توسيع و تنشيط هذه السوق من خلال زيادة عدد عمليات الإدراج في السوق و تنوع الأوراق المالية المتداولة و رسملة السوق و أحجام التداول الشيء الذي يساهم بالإضافة إلى تحفيزات أخرى في دخول شركات القطاع الخاص و انتعاش البورصة و جعلها أكثر استعداد لتعزير و زيادة عمليات خصخصة جديدة .

❖ تتعدد شروط نجاح عملية الخصخصة بالبورصة حيث نجد أن هناك أسلوبين هما أسلوب العرض بالبيع بالسعر المحدد و أسلوب العرض الخاص بالسعر الأدنى في تحويل ملكية المؤسسات العمومية ، كما أن التشريعات و اللوائح التنظيمية و توفير مناخ استثماري ملائم ووجود سوق نشطة و متطورة تعتبر الحجر الأساس في نجاح عملية الخصخصة بالبورصة .

ثانيا : نتائج اختبار فرضيات البحث :

لقد خلصت نتائج اختبار الفرضيات إلى :

➤ الفرضية الأولى : إن المقصود بالأسواق المالية هي المكان الذي تلتقي فيه الأموال المدخرة و يتم تعبئتها في عملية التنمية الاقتصادية حيث أن الاقتصاد يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة و متطورة ، أما الخصخصة فهي عملية منهجية منظمة مستمرة مدعومة بإرادة سياسة قوية فتطبيق برامج الخصخصة

يكون مسبقاً بمجموعة من الدوافع ، كما أن هذه الدوافع تكون مبنية على أساس الشروط التي تسبق

تطبيق إستراتيجية الخصخصة و التي منها تهيئة الرأي العام و تطوير التشريعات العامة ، كما أن

الخصخصة، تهدف إلى تهيئة البيئة الداعمة لتحقيق نمو اقتصادي مستدام و تتمثل في إعادة توزيع الأدوار

بين القطاعين العام و الخاص . و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى .

➤ الفرضية الثانية : تعتبر مشكلة تحديد الأسعار وفق طريقة البيع بسعر محدد اكبر عائق أمام تطبيق

برنامج الخصخصة في المغرب ، حيث أن تحديد السعر يجب أن يتطلب التوفيق بين أمرين هما انه عند

اقتراح سعر مرتفع فهذا سيؤدي حتماً إلى جعل عملية الاكتتاب مباشرة بدخول هذا السهم أو عرضه للبيع

و بالتالي عدم نجاح برامج الخصخصة ، أما الأمر الثاني فهو عند اقتراح سعر منخفض جداً هذا سيؤدي

إلى بخس أصول القطاع العام و هذا ما يؤدي إلى اتهام القائمين على عملية التنازل عن الأصول العمومية

و البورصة هي المكان الطبيعي للقيام بعملية الخصخصة ، و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية .

➤ الفرضية الثالثة : إن نجاح عملية الخصخصة مرهونة بمدى و جود أسواق مالية متطورة و نشطة و

منظمة فتنفيذ برامج الخصخصة و بيع مؤسسات القطاع العام يحتاج بداية إلى سوق رأس المال ، و توفر

سوق ذات كفاءة عالية أو على الأقل متوسطة يعتبر من متطلبات إستراتيجية الخصخصة حيث أن العلاقة

بينهما و وطيدة فسوق المال قادرة على تسهيل عملية التخصيص و ذلك لان الخصخصة تساعد على

توسيع السوق من خلال السماح بدخول مستثمرين جدد ، وهذا ما يؤدي إلى تعميق السوق من خلال

إتاحة الفرص لتحويل شركات ناجحة ذات مراكز مالية قوية ، و يؤدي ذلك إلى أن يصبح سوق إصدار

الأوراق المالية انعكاساً حقيقياً لقوى العرض و الطلب على الأموال و الاستثمارات و المعلومات المتاحة ،

و هذا ما يؤكد صحتها .

➤ هناك بعض المؤسسات يلائمها أسلوب طرح الأسهم في سوق الأوراق المالية و هي تلك التي تتوفر فيها

شروط التسجيل في السوق ، و تختلف هذه الشروط من بورصة إلى أخرى إلا أنها تستهدف أمرين هما

التأكد من توفر مقومات الاستمرار و أن المؤسسة تلعب دوراً ملموساً في الاقتصاد أي إنها تتعلق بتحقيق

قدر معين من الأرباح و أن لا تقل قيمة أصولها الملموسة عن حد معين ، بالإضافة إلى مرور حد ادني من إنشائها هذه الشروط تعتبر مهمة لان وظيفة سوق المال تتمثل أساسا في التخصيص الكفاء للموارد و تحقيق التنمية الاقتصادية ، أما عن المؤسسات التي لا يلائمها أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي فهي لا يلائمها أسلوب الخصخصة عن طريق السوق المالي هي تلك المؤسسات صغيرة الحجم ، التي لا تحظى أسهمها باهتمام كاف من قبل السماسرة ، و هذا ما يجعل أسهمها صعبة التسويق و هذا ما يجعل نصيب السهم من تكلفة الإصدار مرتفعا في حالة الإصدارات الصغيرة ، بالإضافة إلى ذلك لا يساعد هذا الاسلوب من أساليب الخصخصة المؤسسات التي تعمل في نشاط شديد التخصيص او التي تنتمي الى صناعة تتسم بدرجة عالية من الموسمية ، و هذا ما ينفي صحة هذه الفرضية .

ثالثا : توصيات و الاقتراحات .

هناك مجموعة من الاقتراحات و التوصيات التي يمكن تقديمها من أهمها :

- ❖ الاستمرار في الإصلاحات الاقتصادية التي من شأنها إيجاد قاعدة صلبة للاقتصاد و اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلى تطوير الأطر التشريعية و التنظيمية المتعلقة بالسوق المالي بما يتماشى مع مستجدات الدولية .
- ❖ تطوير أنظمة التداول و مكنتها من اجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين إتمام عمليات الخصخصة وفق الخطط و البرامج المسطرة ، مع مراعاة الطاقة الاستيعابية لسوق المالي و اختيار المؤسسات كبيرة الحجم و المعروفة لدى الجمهور لعملية الخصخصة و ذلك لمدى تأثيرها على نمو السوق المالية .
- ❖ تعزيز الأطر الرقابية المناسبة لتحسين أداء الأسواق المالية ، و أساليب عملها و تعزيز التعاون بين الأسواق المالية العربية من اجل الاستفادة من تجارب بعضها البعض .
- ❖ المتابعة الدورية للمؤسسات التي تم خصخصتها عن طريق السوق المالي لتقييم مدى نجاح عملية الخصخصة .
- ❖ محاولة تنفيذ المزيد من عمليات الخصخصة عن طريق السوق المالي بغرض زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة بهدف تطوير و تنشيط السوق المالي المغربي .

❖ محاولة زيادة عدد المؤسسات الخاصة ، فالاقتصاد المغربي يتوفر على الكثير من المؤسسات التي تتوفر فيها شروط الدخول للبورصة و ذلك من خلال زيادة التحفيزات الجبائية المصاحبة لإدراج المؤسسات .

رابعاً : أفاق البحث .

رغم محاولتنا الإحاطة بجميع جوانب الموضوع إلا أن هناك أفاق هي :

- دور الخصخصة على البورصة في الجزائر و تونس و المغرب - دراسة مقارنة -
- آليات تنفيذ برامج الخصخصة في ظل سوق مالي الكتروني .
- القطاع الخاص و دوره في تنشيط السوق المالي .
- السوق المالي الإسلامي و دوره في إنجاح برامج الخصخصة .

قائمة المراجع

1/ الكتب باللغة العربية :

- 1- التميمي ارشد فؤاد ، اسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالاوراق المالية تحليل و ادارة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الاردن ، 2004 .
- 2- الابرش محمد رياض ، نبيل مرزوق، الخصخصة آفاقها و أبعادها، دار الفكر ، سوريا ،2002.
- 3- أبو عامرية فالح ، الخصخصة و تأثيراتها الاقتصادية ، دار أسامة للنشر و التوزيع ،الأردن، 2008.
- 4- أبو موسى رسمية احمد ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعتز للنشر و التوزيع، الأردن ، 2005.
- 5- احمد لطفي امين السيد ،"المحاسبة في الشركات السمسرة في الأوراق المالية"، الدار الجامعية ،مصر،2008.
- 6- احمد لطفي احمد محمد ،معاملات البورصة بين النظم و الوضعية و الأحكام الشرعية ، دار الفكر الجامعي ،مصر،2006.
- 7- احمد ماهر ، اقتصاديات الإدارة دراسات الجدوى الخصخصة الإنتاجية ،الدار الجامعية ،مصر، دون سنة.
- 8- الأطرش الطاهر ، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، ط2، 2003 .
- 9- آل سليمان مبارك بن سليمان محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع ،المملكة العربية السعودية ،2005.
- 10- آل شبيب دريد كامل ،"مبادئ الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر و التوزيع ،الأردن ،2009.
- 11- آل شيب دريد كامل ، الاستثمار و التحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر و التوزيع ،الأردن ،2009،
- 12- اندراوس عاطف وليم ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة ،مصر،2005.
- 13- اندراوس عاطف وليم ، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ،مصر،2007.
- 14- البرواري شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي ، دار الفكر المعاصر ،سوريا ،2002.
- 15- البرواري محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر ، سوريا،2002.
- 16- البكرى انس ، وليد صافي ، الاسواق المالية الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الاردن ، ط4 ، 2012 .
- 17- التميمي ارشد فؤاد ، الاسواق المالية اطار في التنظيم و تقييم الادوات ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2010 .

- 18- التهامي عبد المنعم احمد ، دراسات في الأسواق المالية و البورصات ، مكتبة عين شمس ، مصر ، 2004.
- 19- الجواد محمد عوض ، ابراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة اسهم -سندات-اوراق مالية ، دار حامد للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2006 .
- 20- الحلاق سعيد سامي ، محمد محمود العجلوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية ، دار البازوزي، الأردن، 2010.
- 21- الحناوي محمد صالح ، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية)، الدار الجامعية مصر، 1998.
- 22- الحناوي محمد صالح ، تحليل الأسهم و السندات ، الدار الجامعية ،مصر 2011.
- 23- الحناوي محمد صالح ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ،مصر ،2002.
- 24- الحناوي محمد صالح ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ،الدار الجامعية ،مصر ،2005.
- 25- الحناوي محمد و آخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر ، دار الفكر الجامعي ،مصر ، 2007.
- 26- الحولماني فهد عبد الله ، المال و الاستثمار في الأسواق المالية ، السعودية ، ط2، 2006 .
- 27- الخطيب شذى جمال ،"العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال" ،مؤسسة طابا للنشر ،الأردن ، 2002.
- 28- المومني غازي فلاح ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ،الأردن ،2009.
- 29- الناشف القاضي أنطوان ، الخصخصة (التخصص) مفهوم جديد لفكر الدولة و دورها في إدارة المرافق العامة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان، 2000 .
- 30- الناشف أنطوان ، خليل الهندي ،العمليات المصرفية و السوق المالية ، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب ،لبنان، 2000.
- 31- الداغر محمود محمد ،"الأسواق المالية مؤسسات اوراق بورصات" ، دار الشروق للنشر و التوزيع ،الأردن ،2005 .
- 32- الدسوقي إيهاب ، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية ،مصر،2000.
- 33- الربيع حاكم محسن و اخرون ، المشتقات المالية ،اليازوري، الأردن، 2011.

- 34- الربيعي عبده محمد فاضل، الخصخصة و أثرها على التنمية بالدول النامية ، مكتبة ، مدبولي ، مصر ، 2004.
- 35- الرفاعي غالب عوض ، عبد الحفيظ بلعربي ، اقتصاديات النقود و البنوك ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2002.
- 36- الزبيدي حمزة محمود ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الأردن، 2001.
- 37- السيد علي عبد المنعم ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، دار الجاسر للنشر و التوزيع ، الأردن، 2004.
- 38- السيد علي عبد المنعم ، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، دار حامد للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2004.
- 39- السيسي صلاح الدين حسن ، قضايا اقتصادية معاصرة ، دار الغريب للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر ، 2006.
- 40- الشريفات علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة، دار حامد، الأردن، 2006.
- 41- الشناوي إسماعيل احمد ، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 2002.
- 42- الشواورة فيصل محمد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ، دار المستقبل للنشر ، الأردن، 2008.
- 43- الصيرفي محمد ، البورصات ، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 44- الظاهر محمد عبد الله ، الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل ، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 45- العبادي هاشم فوزة دباس ، الهندسة المالية و أدواتها ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الأردن، 2008.
- 46- العريبي عصام فهد ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (بين النظرية و التطبيق) ، دار الرضا للنشر ، سوريا، 2004.
- 47- العلي محمد ، حصيلة و آفاق عملية الخصخصة في المغرب 1989-1996، الندوة الفكرية حول الإصلاحات الاقتصادية و سياسات الخصخصة في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الجزائر، 1999 .
- 48- العلي اسعد حميد ، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن، 2010.
- 49- العيد جلال إبراهيم ، تحليل و تقسيم الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 2003.

- 50- الفاعوري رفعت عبد الحليم ، تجارب عربية في الخصخصة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، مصر 2004.
- 51- الفولي أسامة محمد ، زينب عوض الله، "اقتصاديات النقود و التمويل"، دار الجامعة الجديدة ، مصر، 2005.
- 52- القريشي محمد صالح ، المالية الدولية ، الوراق للنشر و التوزيع ،الأردن ، 2008.
- 53- القزويني شاكرا ، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ، ط4 ، 2008.
- 54- القهيوي ليث عبد الله ، بلال محمود الوادي، التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، دار حامد، الأردن، 2012.
- 55- الكيلاني محمود ، الموسوعة التجارية و المصرفية التشريعات التجارية و الالكترونية دراسة مقارنة،المجلد الثاني،دار الثقافة للنشر و التوزيع ،الأردن ، 2009.
- 56- المشاقبة ابراهيم عواد ، اثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ،الأردن 2013.
- 57- المشهداني خالد حمادي حمدون ، الخصخصة أثرها في معدلات التضخم و انعكاساتها على معدلات النمو الاقتصادي، دار وائل للنشر و التوزيع ،الأردن ، 2013.
- 58- الموسوي ضياء مجيد ، العولمة و اقتصاد السوق الحر، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، 2005.
- 59- الموسوي ضياء مجيد ، الخصوصية و التصحيحات الهيكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ، 2005.
- 60- الناقة احمد أبو الفتوح علي ، نظرية النقود و الأسواق المالية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ،مصر ، 2001.
- 61- النجار فريد راغب ، أسواق المال و المؤسسات المالية، الدار الجامعية ،مصر ، 2009.
- 62- النشار محمد فتح الله ، التعامل بالأسهم، الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر ، 2006 .
- 63- النصر سعيد سيف ، دور البنوك في استثمار أموال العملاء ، مؤسسة الشباب الجامعة ،مصر ، 2004.
- 64- هالوود سي بول رونالد ماكدونالد، تعريب محمود حسن حسني، نيس فرج عبد العال، النقود و التمويل، دار المريخ، السعودية ، 2007.
- 65- محفوظ جبار ،"البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة ،الجزائر ، 2002.
- 66- بري زين الدين عبد الله ، خصخصة المشروعات العامة (منظور اقتصادي) ، إدارة النشر العلمي و المطابع، السعودية، 2005.

- 67- بن حبتور عبد العزيز سالم ، إدارة عمليات الخصخصة و أثرها في اقتصاديات الوطن العربي، دار الصفاء للنشر و التوزيع ،الأردن ،1997.
- 68- بن ساسي الياس ، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) ، دار وائل للنشر و التوزيع ،الأردن،2006
- 69- بوخو مصطفى ، برنامج الخصخصة تجربة المغرب، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2010
- 70- جودة زياد رمضان ،محفوظ ، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك ، دار وائل للنشر و التوزيع ،الأردن ، ط4 ، 2013.
- 71- جودة صلاح السيد ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة الإشعاع ،مصر ،2000.
- 72- جويدان الجمل جمال ، الأسواق المالية و النقدية ، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع،الأردن،2002.
- 73- حبش محمد حبش، الخصخصة و أثرها على حقوق العاملين بالقطاع العام ، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011.
- 74- حجازي المرسي السيد ، اقتصاديات المشروعات العامة النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ،مصر،2004.
- 75- حسين عصام ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر و التوزيع ،الأردن ،2007.
- 76- حسين عمر ، الجات الخصخصة ، دار الكتاب الحديث ،مصر ،1997.
- 77- حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية (المفاهيم إدارة مخاطر محاسبة) ،الدار الجامعية ،مصر ،2003.
- 78- حميدة مختار ، الخصخصة عن طريق الاسواق المالية ، مكتبة حسين العصرية للطباعة و النشر و التوزيع ، لبنان ، 2013.
- 79- حنفي عبد الغفار ، البورصات أسهم و سندات صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث ،مصر ،بدون سنة.
- 80- حنفي عبد الغفار ،عبد السلام أبو تحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية ،الدار الجامعية ،مصر ،2004.
- 81- حنفي عبد الغفار ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، الدار الجامعية ،مصر،2007.
- 82- حنفي عبد الغفار ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر ،2003.
- 83- حنفي عبد الغفار ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية ،مصر ،2004.

- 84- حنفي عبد الغفار ، بورصة الأوراق المالية (الأسهم سندات ،وثائق الاستثمار ،الخيارات) ،الدار الجامعية الجديدة ،مصر ،2003.
- 85- حنفي عبد الغفار ، رسمية قرياقس، "أسواق المال و تمويل المشروعات" ،الدار الجامعية ،مصر،2005.
- 86- حنفي عبد الغفار ، رسمية قرياقص، أسواق المال بنوك أسواق الأوراق المالية ،شركات التامين شركات الاستثمار، الدار الجامعية ،مصر،2000.
- 87- حيدر جابر وليد ، طرق إدارة المرافق العامة المؤسسة العامة و الخصخصة ، منشورات حلبي الحقوقية ، لبنان ، 2009 .
- 88- خلف فليح حسن ، الأسواق المالية و النقدية ،عالم الكتب الحديث ،الأردن، 2006.
- 89- خليل احمد محمد ،الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي ، دار الجوزي ،السعودية ، ط 2، 2006.
- 90- رزق عادل ، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار ،اتحاد المصارف العربية ،لبنان، 2006.
- 91- رزق عادل محمد ، الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية ، دار طيبة للنشر و التوزيع، مصر،2004.
- 92- رضوان سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ،مصر، 2005 .
- 93- رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار ، دار وائل للنشر و التوزيع ،الأردن ، ط3، 2005.
- 94- رمضان زياد ، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ،مصر،2008.
- 95- روبيرت ج، هاغستروم، ترجمة مروان أبو حبيب، الاستثمار في الأسهم عن طريقة وورنفت ،"مكتب العبيكان ،السعودية ،2007.
- 96- زويل محمود أمين ، بورصة الأوراق المالية موقفها من الأسواق أحوالها و مستقبلها،الدار الوفاء لدنيا للطباعة و النشر ،مصر،2000.
- 97- سالم بن حبتور عبد العزيز ، إدارة عمليات الخصخصة و أثرها في اقتصاديات الوطن العربي ، دار صفاء للنشر و التوزيع،الأردن،1997.
- 98- سحنون محمود ، الاقتصاد النقدي و المصرفي، بهاء الدين للنشر و التوزيع ،الجزائر ،2003.
- 99- سفر احمد ، المصارف و الأسواق المالية التقليدية الإسلامية في البلدان العربية ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان ،2006.
- 100- شحاته حسين ،عطية فياض، لضوابط الشرعية للتعامل في أسواق الأوراق المالية ، مكتبة النقوى ،مصر،2001.

- 101- شكري ماهر كينج ، مروان عوض ، المالية الدولية ، دار حامد، للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2004 .
- 102- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر ، دار هومة ،الجزائر ،2005.
- 103- شهاب مجدي محمود ،"اقتصاديات النقود و المال" ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر 2000.
- 104- صادق مدحت ، أدوات و تقنيات مصرفية ، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر ، 2011 .
- 105- صافي وليد ،أسن البكري، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ،الأردن،2009.
- 106- صخري عمر ، "التحليل الاقتصادي الكلي" ، ديوان المطبوعات الجامعي، الجزائر ،2000.
- 107- صلاح عباس ، الخصخصة المصطلح التطبيق، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ،2005
- 108- صيام احمد زكريا ، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر و التوزيع ،الأردن،2003.
- 109- طارق حماد عبد العال ، بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية ،مصر ،2002.
- 110- عباس صلاح ، الخصخصة المصطلح التطبيق ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 111- عبد الجواد محمد عوض ،علي إبراهيم الشديفات ،الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر و التوزيع ،الأردن،2006.
- 112- عبد الحميد نبيه نسرين ، اثر انتقال عدوى الخصخصة على ثورات الدول العربية ، المكتب الجامعي الحديث ،مصر ،2012.
- 113- عبد الرحيم محمد إبراهيم ، المتغيرات العالمية للمنظمات الخصخصة العولمة الاقتصاد المعرفي ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ،2007.
- 114- عبد الرحيم محمد إبراهيم ،"اقتصاديات الاستثمار والتمويل و التحليل المالي" ، مؤسسة شباب الجامعة ،مصر ، 2008 .
- 115- عبد الرحيم زاهر محمد ، إدارة الخصخصة بين النظرية و التطبيق ، دار الراية للنشر ،الأردن ،2010.
- 116- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية ،الدار الجامعية ،مصر،2004.
- 117- عبد القادر السيد متولي ،الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ،الأردن ،2010.
- 118- عبد النبي محمد احمد ،"الأسواق المالية الأصول العلمية و التحليل الأساسي" ، زمزم ناشرون و موزعون ،الأردن ،2009.

- 119- عبد الهادي احمد فايز ، الخصخصة دراسة على المملكة العربية السعودية ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، مصر ، 2011.
- 120- عجام هيثم صاحب ، علي محمد سعود، التمويل الدولي ، دار الكندي للنشر و التوزيع ،الأردن ،2002.
- 121- عدون ناصر دادي ، شعيب شنوف، الحركة الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي و العولمة الغربية ، دار المحمية العامة ،الجزائر ،2003.
- 122- عرفة سيد سالم ، إدارة مخاطر استثمار ، دار الازياء للنشر و التوزيع ،الأردن ،2009.
- 123- عطوان مروان ، الأسواق النقدية و المالية :البورصات و مشكلاتها في عالم نقد المال، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ،ط3 ، 2003.
- 124- عطوان مروان ،الأسواق النقدية و الكمالية (بورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)، ج1، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ،2003.
- 125- عطية احمد صلاح ، مشاكل المراجعة في أسواق المال،الدار الجامعية ، مصر ، 2003.
- 126- علوان قاسم نايف ، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ،الأردن ،2009.
- 127- علي إبراهيم الشريفات ، الاستثمار في البورصة ، دار الحامد ،الأردن ،2006.
- 128- عليوة السيد ،تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الامين للنشر و التوزيع،مصر، 2006 .
- 129- عليوة السيد ، دور البنوك كأمناء استثمار ، دار الأمين للنشر و التوزيع ،مصر ،2005.
- 130- عوض الله زينب حسن ، اقتصاديات النقود و المال ،الدار الجامعية الجديدة ،مصر ،2007.
- 131- فارس فضل ، التقنيات البنكية محاضرات و تطبيقات، مطبعة الموساك رشيد ،الجزائر ،2013.
- 132- فاروق بدر ، نظرة عامة عن الاسواق المالية ، دار فاروق للنشر و التوزيع ، مصر.
- 133- فريد نهال ، السيدة عبد الفتاح ،الأسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي ،مصر، 2007.
- 134- فريد نهال ، السيدة عبد الفتاح إسماعيل،الأسواق و المؤسسات المالية ، دار الفكر الجامعي ،مصر ،2007.
- 135- كسيدز كريستين ، تعريب :منير ابراهيم الهندي ، خصخصة مشروعات البنية الاساسية المتطلبات و البدائل و الخبرات ، المنظمة العربية للتنمية الادارية ، مصر ، 1977.
- 136- كنج شكري ماهر ، مروان عوض، المالية الدولية العمليات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، الأردن ،2004.
- 137- ماهر احمد ، دليل المدير في الخصخصة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003.

- 138- مجيد ضياء ، البورصات : أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2008.
- 139- محفوظ جبار ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية ، دار هومة الجزائر ، 2002.
- 140- مطاوع سعد عبد الحميد ، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى ، مصر، 2001.
- 141- مطر محمد ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن، 2005.
- 142- مطر محمد ، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية" ، دار وائل للنشر و التوزيع ، ط4، الأردن ، 2006.
- 143- معروف هوشيار ، دراسات في التنمية الاقتصادية (استراتيجيات التصنيع و التحول الهيكلي) ، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، الأردن، 2005.
- 144- معروف هوشيار ، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن، 2003،
- 145- موسى شفييري نوري و آخرون ، المؤسسات المالية المحلية و الدولية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن ، 2009.
- 146- المومني غازي الفلاح ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2008.
- 147- هندي منير إبراهيم ، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية ، منشأة المعارف، مصر، 2004
- 148- هندي منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية (الأسهم و السندات) ، منشأة المعارف ، مصر، 2008.
- 149- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، منشأة المعارف ، مصر، ج 2 ، 2003.
- 150- هندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية و أسواق المال، المكتب العربي الحديث ، مصر، 2009.
- 151- هني احمد ، العملة و النقود ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ط2 ، 2006.
- 152- ويسون فرد ، يوحين براجام ، تعريب :عدنان داعشائي ، احمد نبيل عبد الهادي ، التمويل الإداري، الجزء الأول ، دار المريخ ،السعودية ، 2007.
- 153- يونس محمد ، كمال امين الوصال، نقود و بنوك و الأسواق مالية، قسم الاقتصاد، مصر 2005.
- 154- يونس محمود ، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي ، مصر ، 2013.

2/ الكتب باللغة الاجنبية .

178- Abde LADIM (leil), la privatisation d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb arabe (Maroc, Tunisie, Algérie), Editions internationales, Paris, 1998.

155 - Alain Martinet, Lexiques de Gestion ,5^e Edition , Dalloz ,Paris, 2000.

- 156-Asani savcar ,**Indian derivatives markets**, kauslik fasun,new delhi, 2006.
- 157-Bertrand Jacquillat, Buno Solnik , **les marches financier gestion du portefeuilles et des risques**, Dunod ,Paris ,3e édition ,1997.
- 158- Bertrand,Jacquillat , et Bruno .Solnik , **Marchés Financiers gestion de portefeuilles et des risque**, Edition donon,Paris ,1990.
- 159-F.Roseh Fled ,R. Hannoset , **Analyse Financières et gestion des valeurs mobilières**, du nod ,Paris ,1992,.
- 160- Frediric Teulom, **les marchés de capiteaux**, Seuil,Paris,1997,
- 161- Gerard Marie Henry, **Les Marchès Financiers** ,ED Armond coliomv,Paris ,1999 .
- 162- Henry Marie Gerard , **les marchés Financiers**, Edition Nalhan, Paris,1999
- 163- Josette Peyard ,**Gestion Financière Internationale** , vuibert ,5e édition ,Paris ,1999.
- 164- Lamy Pierre, **les bources de valeurs**, Economica , Paris, 1995.
- 165 -Lawrence Gitman&Michalel Joehnk,**Investissement et marché Finonciers**,Pearson ,Paris ,2005
- 166-Mansour Mansouri ,**La bource des valeurs mobilières d'Alger**, Edition distribution Houme , Alger, 2002.
- 167-Mondher Behalah ,**Gestion des risqués de toux d'intérêt et de change** ,1e édition ,de boeck , Paris 2005.
- 168- Phillip Spieser, **Information économique et marches Financiers**, Economica ,Paris ,2000
- 169- Pierre Ramage, **Finance de Marché**, Edition denger, Paris, 2002.
- 170- Sadi Nacer_Eddine, **la privatisation des entreprises publiques en**
- 171- Stiglitz Joseph ,**la grande desillusion**,Fayard,Paris, 2002
- 172- Xavier Penis et Jean petit, **lesprivatisions**,Montchrestie ,France,1998

- 173- أبو راضي سمرين خليل ،"تحليل حجم تداول الأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية"،مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،الأردن ، 2009 .
- 174- الحربي طلال عبد الله ،"خصخصة الأندية الرياضية و أبعادها الإدارية و الأمنية في المملكة العربية السعودية " ، مذكرة ماجستير في العلوم الإدارية ،كلية الدراسات العليا ، قسم العلوم الإدارية ،جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية ،السعودية ،2011.
- 175- العائش ربيع بوصبيح ،"دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007_ 2011 "،مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة،2012.
- 176- بن الضب عبد الله ، "كفاءة الأسواق المالية و تكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية للفترة 2001_2009" مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة ورقلة ،2011.
- 177- بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري ، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة قسنطينة،2007.
- 178- دادان عبد الغفور ،"محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت في الفترة 2005_2009"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2011.
- 179- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011.
- 180- سركسيان تاتول اواديس ،"العوامل المادية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية " ، مذكرة ماجستير ،كلية الأعمال ،قسم إدارة الأعمال ،جامعة الشرق الأوسط ،الأردن ،2010.
- 181- سمير حمود محمد ،محمود المصر ،"تحليل سلوك أسعار الأسهم و أثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية دراسة تحليلية " ، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل كلية التجارة ،قسم المحاسبة و التمويل ،الجامعة الإسلامية غزة فلسطين، 2011.
- 182- عطيرة عبير سليمان ،" متطلبات إعادة هيكلة الاقتصاد السوري و أبعاده من اجل الدخول في منظمة التجارة العالمية " ، مذكرة ماجستير في الاقتصاد ،كلية الاقتصاد ،قسم الاقتصاد و التخطيطي،جامعة تشرين ، سوريا 2006.

- 183- أبووظفة حسام سعيد ، " دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة و فاعلية الاستثمارات المالية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة ،قسم محاسبة و تمويل ،جامعة الإسلامية غزة ،فلسطين، 2009.
- 184-الحسن زيد ثابت جميل ،" شركات الاستثمار الأموال و تحليل الأسباب و الآثار المترتبة على انهيارها في الأردن"، رسالة ماجستير ،كلية الأعمال ،قسم المحاسبة ،جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،2009.
- 185-الشرقطلي هدى محمد ،" اثر الخصخصة على الأداء المالي للشركات الأردنية و ارتباط ذلك بنوع و حجم تطور الشركة في السوق"، مذكرة ماجستير ،كلية الأعمال ، قسم المحاسبة ،جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،الأردن،2010.
- 186-العيد صوفان ، "دور الجهاز المصرفي في تدعيم و تنشيط برنامج الخصخصة دراسة التجربة الجزائرية"، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة قسنطينة،2011.
- 187-بلجبلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في البورصة عمان للفترة الممتدة 1996_2006"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة منتوري قسنطينة،2010.
- 188-بن الضيف محمد عدنان ،"الاستثمار في الأوراق المالية دراسة المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ،قسم علوم اقتصادية ،جامعة بسكرة ،2008 .
- 189-بن عزوز،" عبد الرحمان دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير ،جامعة قسنطينة ،الجزائر،2012.
- 190-بن عيسى عبد القادر ،"اثر استخدام المشتقات المالية و مساهمتها في إحداث الأزمة المالية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2012.
- 191-بوعاملي ياسين ،"الخصوصية و دور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغربية"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة قسنطينة ،2010.
- 192-جابو سليم ،"تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001_2010"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2012.
- 193-حجاج محمد الهاشمي ،" أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال فترة 2007_2009"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة، 2012.

- 194-سمور نبيل خليل طه، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة ،قسم إدارة الأعمال،الجامعة الإسلامية غزة فلسطين 2007.
- 195-صافي عبد القادر، "إشكالية خصوصية القطاع العام في الجزائر"، مذكرة ماجستير ،معهد العلوم الاقتصادية ،قسم علوم التسيير ،جامعة الجزائر ،1995.
- 196-طلبة عادل، "دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة سوق الأسهم السعودي"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة سعد دحلب البلدة، 2010.
- 197-عبد الرحمان خالد ،جمعة يونس،"أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" ، مذكرة ماجستير كلية التجارة ،قسم المحاسبة و التمويل ، الجامعة الإسلامية غزة ،فلسطين ،2011.
- 198-مزهديه رفيق ،"كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية-"، مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة باتنة،2007.
- 199-مشري فريد ،"علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي" ،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم الاقتصادية ،جامعة بسكرة ،2008 .
- 200-منصوري حاج موسى ،"أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي)" ،مذكرة ماجستير ،كلية العلم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة ،2008.
- 201-نصار خالد محمد ،"آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة"، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة ،قسم المحاسبة و التمويل ،الجامعة الإسلامية ،غزة ،فلسطين ،2006.
- 202-وشاح دارين وشاح ، "دور الاستثمارات الأجنبية و في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير ،كلية التجارة،قسم المحاسبة و التمويل ،الجامعة الإسلامية غزة فلسطين ،2009.
- 203-القرالة عماد عناد ،"أثر أساليب التخاصية و انعكاساتها على التطوير التنظيمي دراسة تطبيقية على الشركات الأردنية" ،اطروحة دكتوراه ،كلية العلوم المالية و المصرفية ،قسم إدارة الأعمال ،جامعة العلوم المالية و المصرفية ،الأردن ،2010.

- 204- مرعي عبد الرحمان ، " دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية" ، أطروحة دكتوراه في المحاسبة ،كلية الاقتصاد ،قسم المحاسبة ،جامعة دمشق، سوريا،1997.
- 205- بوكساني رشيد ،"معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر،2006.
- 206- حميدة مختار "الأسواق المالية و خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية و دور العملية في إحداث التنمية دراسة حالة بعض الشركات العربية" ، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011
- 207- الخزرجي داود سلوم عبد الحسن ،" الخصخصة في البلدان النامية بين متطلبات التنمية و دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر مع إشارة خاصة إلى العراق" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية الإدارة و الاقتصاد ،قسم الاقتصاد ،جامعة الكوفة ،العراق،2008.
- 208- زيتاوي سامية ،" ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة :في حالة أسواق الأوراق المالية العربية" ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر،2004.
- 209- سعداوي موسى ، "دور الخصخصة في التنمية الاقتصادية حالة الجزائر" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ،2007.
- 210- صافي وليد احمد ، "الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر،2003.
- 211- عديلة مريم ،"استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار و المحافظ المالية" ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارة و علوم التسيير ،جامعة باجي مختار عنابة ، الجزائر ،2010.
- 212- لطرش سميرة ،"كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية" ،أطروحة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،قسم علوم اقتصادية ،جامعة قسنطينة ،2010.
- 4/ المجلات و الملتقيات
- 213- محفوظ جبار ، "اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004" ،المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ،المجلد العاشر ،العدد الأول ،الأردن ،2007 .
- 214- محفوظ جبار ، " كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2002" ،مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، العدد 3، جامعة سطيف ،2004.
- 2004

- 215- اونور إبراهيم ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، سلسلة جسر التنمية للمعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد 89 ، 2010 .
- 216- بالغرسة عبد اللطيف ، " خصوصية القطاع العمومي تحديد أم تجديد لدور الدولة الاقتصادي دراسة حالة الخصخصة البنكية "، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، 3 الجزائر ، 3_5 أكتوبر .
- 217- بلقاسم زايري ، "تحليل متطلبات و طرق الخصخصة على ضوء تجارب الدول النامية " ، ملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة" ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004 .
- 218- بن ثابت علال ، محمد بن جاب الله، "المستثمرون المؤسسون البورصة الأوراق المالية و دورهم في التأثير على حركة المؤسسات " ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على اقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، 21_22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة .
- 219- بن حاسين بن عمر ، لحسن جديدين ، محمد بن بوزيان ، "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية ، عمان ، تونس، المغرب" ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 2 ، الجزائر ، 2012 .
- 220- بن رجم محمد بن خميس ، "تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية" ، مجلة العلوم الإنسانية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، العدد 19 ، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2010 .
- 221- بن عيسى بشير ، "مشكلات عملية الخصخصة و أثرها الاجتماعية و الاقتصادية " ، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004 ،
- 222- بو رغدة حسن ، الطيب قصاص ، "الخصخصة مفتاح الدخول إلى اقتصاد السوق في الجزائر " ، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004 .
- 223- بو رقبة شوقي ، " دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية " ، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، العدد 10 ، جامعة سطيف ، 2010 .
- 224- بوراس احمد ، السعيد بريكة ، "كفاءة الأسواق العربية و تمويل دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية " ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة ، الجزائر و الدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة بسكرة ، 21-22 نوفمبر 2006 .
- 225- بوراس احمد ، السعيد بريكة ، "كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية، ملتقى دولي حول السياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية " ، جامعة بسكرة ، 21_22 نوفمبر 2006 .،

- 226- بولعيد بلوج، "هل نخوصص المياه"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 03_05 أكتوبر.
- 227- توفيق النعيمي زهراء احمد محمد، "الخصخصة كخيار في القطاع المصرفي العراقي في ظل التوجهات المصرفية المعاصرة"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد 92، مجلد 30، 2008.
- 228- تيجاني بالرزقي، "المؤسسات العمومية بين إمكانات البقاء و احتمالات الخوصصة حالة الجزائر"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 03_05 أكتوبر 2005.
- 229- جاموس مصطفى، "الجوانب التنظيمية و المحاسبية لعملية التحاوية تجربة الاردن"، مجلة جامعة دمشق، المجلد 17، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الادارية، جامعة دمشق، سوريا.
- 230- جبار محفوظ، مريم عديلة، "الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة بالسوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، 2010.
- 231- جبار محفوظ، عديلة مريم، "قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية دراسة حالة البورصة تونس خلال الفترة 1991_2002"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 6، جامعة فرحات عباس سطيف، 2006.
- 232- جدو سامية، "طرق و أساليب خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 3_5 أكتوبر 2004.
- 233- حسن رحيم، "أساليب و آليات بيع القطاع العام: الشروط و الضوابط مع إشارة إلى التشريعي الجزائري"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 3_5 أكتوبر 2004.
- 234- حسين مناضل عباس، خضير مهدي صالح عوز، "الأسواق المالية على المستوى العربي و العالمي مع تعليق قياسي"، الغزى للعلوم الاقتصادية و الإدارية، كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد 3، الإصدار 15، جامعة الكوفة، العراق، 2010.
- 235- حملاوي ربيعة، "أساليب الخوصصة و تجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية و الأسواق العالمية"، الملتقى الأولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، من 03_05 أكتوبر 2004.
- 236- حميدة مختار، "الخصخصة عن طريق الأسواق المالية (المبررات و شروط النجاح)"، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية و علوم تجارية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010.
- 237- خضر حسان، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004.

- 238- خضير كريم علي، "الخصخصة و ضرورات التحول للاقتصاد العراقي"، مجلة القادسية للعلوم الادارية و الاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة القادسية، المجلد 12، العدد 2، العراق، 2010.
- 239- الخطيب حازم بدر، " دور و أهمية العائدات و الأوراق المالية في أسواق المال الإسلامي"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد، 11 جامعة بسكرة، 2007.
- 240- خميس بن رجم محمد، "المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية مخاطر أم صناعتها"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20_21 أكتوبر 2009 .
- 241- خوني رابح، رقية حساني، "الخصوصية كآلية تحول إلى اقتصاد السوق"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 3_5 أكتوبر 2004 .
- 242- داودي الشيخ، "تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء"، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010.
- 243- ربابية عبد الرؤوف، سامي حطاب، "التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية و السلع، أبو ظبي _ دبي _ الشارقة _ مارس 2006.
- 244- الزويني خديجة جمعة، حسن عبد الكريم سلوم، "الأزمة المالية العالمية و خصخصة الشركات"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال التحديات _ الفرص _ الآفاق، كلية الاقتصاد العلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الاردن، للفترة 10_11 نوفمبر 2009.
- 245- زيدان محمد، سعاد ميلودي، "حوكمة الشركات مدخل لرفع و تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر"، الملتقى الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 19_20 نوفمبر 2013.
- 246- زيدان محمد، عبد الصمد بودي، رسمه عمري، "أسواق رأس المال: مصدر تمويل التنمية الاقتصادية ام قناة لعدوى الأزمات المالية حالة أسواق العربية"، مجلة حوليات، جامعة بشار، العدد 8، جامعة بشار، 2010.
- 247- سعد الله رضا محمد، "أساليب الخصوصية و تقنياتها مع إشارة خاصة إلى التجربة التونسية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 3_5 أكتوبر 2006.
- 248- سعد الله رضا محمد، "الإطار القانوني و المؤسسي و دوره في كفاءة عملية الخصوصية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 9_5 أكتوبر 2004.

- 249- السعيد صالح ، "الكفاءة الاقتصادية لاستخدام الإمكانيات المتاحة للمؤسسة الإنتاجية بناء نموذج قياسي لسياسة الوطن المعقم"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد12، جامعة سطيف ، 2012.
- 250- سي العيسى ، مصطفى جعفر ، " تأثير قانون الاستثمار الجديد في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية " ، مجلة دراسات محاسبة و مالية ،المجلد 6، العدد 15،جامعة بغداد ،2011.
- 251- شبايكي سعدان ،"معوقات الخصوصية في الجزائر" ، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ،الجزائر ،3_5 أكتوبر ،2004.
- 252 - شوايدية منية ،"خصوصية المؤسسات العامة و مدى إسهام العمال في الجزائر _دراسة مقارنة"، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد 26،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2012.
- 253- شوكمال عبد الكريم ، سمير براهيمي ، "انهيارات الاسواق المالية و حلول اقتصاد المشاركة ، ملتقى دولي الاول حول الاقتصاد الاسلامي ، الواقع و رهانات المستقبل " ، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، المركز الجامعي غرداية ، الجزائر ، 23-24 فيفري 2011،
- 254- صالح مفتاح ، فريدة معارفي ، "تطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها" ، مجلة الباحث ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ،العدد7،جامعة ورقلة ،الجزائر ، 2010.
- 255- الصغير قراوي احمد ، "فعالية الخصوصية و انعكاساتها على الاقتصاد الوطني "،الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية ، و علوم التسيير ،جامعة فرحات عباس سطيف _ الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004.
- 256- صهيب حسن ، "المعاملات المالية للمسلمين في أوروبا" ،بحث مقم للدورة الثامنة للمجلس الأوروبي للإفتاء ،و البحوث ،ايرلندا ،2008 .
- 257- طاهري، فاطمة الزهراء "العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية" ، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،العدد 05، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2009 .
- 258- طه عبد الكريم خالد ،" رؤية اقتصادية في موضوع الخصخصة " ، مجلة ديالي ، كلية الإدارة الاقتصادية ،العدد 43، جامعة العراق 2010.
- 259- طيفور أمينة محمد ، ياقوتة بودوشن ،"حوكمة الشركات و دورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة) تحفيز الاستثمار" ،المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر ، 19_20 نوفمبر 2013.

- 260- عبد الله علي ، مسعود كسرى، "الخصوصية و أثارها الاقتصادية والاجتماعية"، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 أكتوبر 2004.
- 261- عرابية الحاج عرابية ، تبر زغودة ، "حوكمة الشركات كآلة للرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية" ، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير ،جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 19، 20 نوفمبر 2013.
- 262 - العساف احمد عارف، "سياسة الخصخصة و أثرها على البطالة و الأمن الوظيفي للعاملين شركة الاسمنت الأردنية كنموذج"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد 07، جامعة الشلف، 2007.
- 263- العقريب كمال ، بلحمدي سيد علي ، "أهم الأزمات الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية و خيار الإسلامية كبديل"،الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية النظام الإسلامي نموذجا ،معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، المركز الجامعي خميس مليانة ، يومي 5_6 ماي 2009.
- 264- علي الجبالي محمود، "تقييم الأصول الثابتة لإغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن"، مجلة الباحث ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،العدد 10،جامعة ورقلة _الجزائر_2012.
- 265-عواد كريم الكبسي صلاح ، سناء عبد الكريم الخناق، "إدارة برنامج التغيير واقع و مستقبل التجربة العراقية (نموذج مقترح)"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير العدد 05،جامعة سطيف ،2005.
- 266-عواد كريم الكبسي صلاح الدين ، سناء عبد الكريم، "إدارة برنامج التغيير واقع و مستقبل التجربة العراقية (نموذج مقترح)"،الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة فرحات عباس _سطيف_، 3_5 أكتوبر 2004.
- 267- عودة بشرى هادي ، زهرة حسن عباس ،مصطفى مهدي حسين ، "الأسواق المالية الإطار العام و مقومات النجاح"، مجلة دراسات إدارية ،المجلد الثاني ،العدد 4، كلية إدارة الاقتصاد،جامعة البصرة ،2008 العراق .
- 268- عيساوي ليلي، "الخصوصية في دول المغرب العربي ضرورة حتمية أم خيار استراتيجي"، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصوصية و دور الجديد للدولة كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ، الجزائر ، 3_5 اكتوبر 2004 .
- 269- قنوع نزار ، "الخصخصة الاقتصادية بشكل عام :إيجابياتها و سلبياتها"، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 27، العدد 2، سوريا ، 2005.

- 270- كتوش عاشور ، قورين حج قويدر ، "دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية بالمؤسسة SNVI"، ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على اقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة ،الجزائر، و الدول النامية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ،21_22 نوفمبر 2006.
- 271- كداوي طلال محمود ، "دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في الدول العربية" ، مجلة البحوث المستقبلية كلية الإدارة و الاقتصاد،العدد 17،جامعة الموصل ،العراق ،2007.
- 272- مبارك سامي ،"الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية" ،الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة بسكرة ،يومي 21_22 نوفمبر 2006.
- 273- مجلس التعاون لدول الخليج العربية ،"دليل الرقابة على أعمال الخصخصة للأجهزة العليا للرقابة و المحاسبية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، سلسلة الأدلة المشتركة 7 ، 2013.
- 274- مخفي أمين ، أمينة فهاوزي،"دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية و انعكاساتها على فعالية الأسواق المالية" ، المؤتمر الدولي الثامن :دور الحكومة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة الشلف ،الجزائر ،19_20 نوفمبر 2013.
- 275- مرزاق عيسى ، محمد الشريف شخشاخ،"البنوك الإسلامية و علاقتها بالسوق المالي الإسلامي دراسة حالة مصرف أبو ظبي" ، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع و الرهانات المستقبل ،المركز الجامعي بغرداية ،الجزائر ،يومي 23_24 فيفري 2011 .
- 276- مرغاد لخضر ، "الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة" ،مجلة العلوم الإنسانية ،كلية العلوم الاقتصادية ،العدد 17،جامعة بسكرة ،2009.
- 278- مرغاد لخضر ، "الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول" ، مجلة العلوم الإنسانية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،العدد 29، جامعة بسكرة ،الجزائر ،2013.
- 279- مركز البحوث و الدراسات ، "استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية و دورها في دعم الاقتصاد الوطني" ، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان السوق المالية السعودية الواقع و المأمول ،السعودية ،1426.
- 280- المشهداني بشرى نجم عبد الله ، الست جوان خضير العبيدي، "دور التقارير المالية المرحلية في تقرير كفاءة السوق المالية" ،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،العدد 26،العراق ،2011.
- 281- موسى شبقري نوري ،وليد احمد صافي ، "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطر" ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،الإصدار 19،جامعة بغداد العراق ،2009،
- 282- النجار إخلاص باغر ، "قراءة في مفردات الهندسة المالية الإسلامية" ، مجلة العلوم الاقتصادية ،المجلد الخامس،العدد 21،جامعة البصرة ،العراق،2007.

- 283- نزال عبد الله إبراهيم ، " كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي "، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل،معهد العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير ،المركز الجامعي غرداية ،الجزائر ،يومي 24،23فيفري 2011.
- 284- سهو نزهان محمد ،"أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، العدد. 02 ،المجلد26 ، للعلوم الاقتصادية و القانونية ، جامعة دمشق ، سوريا ، 2010.
- 285- هشام طلعت عبد الحكيم،عماد عبد الحسي دلول،"واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية و مقارنة مع بعض الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية " ،مجلة الإدارة و الاقتصاد ،العدد 88،جامعة المستنصرية ،العراق ،2011.
- 286- ولد أعر محمد ،"تجربة الخصوصية في موريتانيا "، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف، الجزائر ،3_5 أكتوبر 2004.
- 287- ولد أعر محمد ،"تجربة الخصوصية و الإصلاح الاقتصادي في موريتانيا"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد 04، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة سطيف ،الجزائر،2005.
- 288- يحي عيسى ،"أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية" ،مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،العدد 5، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،سطيف ،الجزائر، 2005.
- 289- Rapport de la banque mondial, entreprise publique et privatisation, Washington, 1995.
- 290- Ministère des Finances et de la privatisation au Maroc, privatisation bilan et perspectives, décembre 2006

/5 الانترنت :

291 - بورصة المغرب

www.casablanca_bourse.com

292-وزارة الاقتصاد و المالية

293- عمر عبد الله كامل ،"نحو اقتصاد فقهي حول النقود و الأسواق المالية" ، من الموقع :

www.ieFpedio.com

294- دراسات الخصخصة و أثرها على تنمية الموارد غير نفطية للدورة عن إدارة الحسابات العامة، من الموقع:

usa/spic.pdt 11.54 www.upu.ed

295-رحومة عبد السلام مسعود، "تجارب الخصخصة و أثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية"، من الموقع :
www.arabbsi.org.pdf

296- عبد النعيم نادية ، "الخصخصة و أثارها على التنمية" ، من الموقع :
[www. alolabor.org.pdf](http://www.alolabor.org.pdf)