

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

أ.د. براق محمد أستاذ التعليم العالي

المدارس العليا للتجارة

الأستاذ عيواج مختار

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة تبسة

مقدمة:

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسات الإصلاح الاقتصادي، وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق. وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام ببيعه أو تحويل إدارته إلى القطاع الخاص وهو ما يعرف بالخصوصية.

وللخصوصية طرق مختلفة، ولكل منها مزايا وعيوب. ويعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر نجاح عملية الخصوصية. ومن أجل التحويل السليم للملكية المؤسسات العمومية يتطلب تنظيمات ووسائل خاصة يمكن من خلالها إجراء هذه العملية بنجاح، ومن بين المسائل الجوهرية التي ينبغي أن تتضمنها هذه التنظيمات تحديد المنافذ التي تسمح بإجراء هذا التحويل. ورغم تنوع هذه المنافذ وتعددتها، إلا أنه يبرز من بينها طريق يحتل أهمية خاصة لدى مصممي برامج بيع المؤسسات العمومية، ألا وهو البيع عن طريق بورصة الأوراق المالية.

ومن أجل الإحاطة بمختلف جوانب موضوع دور البورصة في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، سيتم تقسيم هذه الورقة إلى ثلاثة محاور كما يلي:

- مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية؛
- بورصة الأوراق المالية كأداة لتطبيق الخصوصية؛
- تجارب بعض الدول العربية في مجال البورصة في خصوصية المؤسسات العمومية.

أولاً: مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية

لعل التطور الكبير في الأنشطة الاقتصادية الذي لازمه توسع مماثل في إنشاء المشاريع الاقتصادية المختلفة، التي كانت بأمس الحاجة إلى تجنيد ورصد أموال ضخمة وتوجيهها نحو هذه الاستثمارات، مما أدى بها للبحث عن أفضل الصيغ الممكنة لإقناع الأشخاص والأعوان الاقتصادية ذوي الفائض المالي عن حاجاتهم لجمعها وتوجيهها نحو تمويل مختلف المشاريع التي تساهم في هذا التوسع الاقتصادي والاجتماعي ولا يكون هذا إلا عن طريق بورصة الأوراق المالية.

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

هناك العديد من التعاريف لبورصة الأوراق المالية تتفق في كثير من الجوانب. وعليه، يمكن ذكر تعريفين وآخر استنتاجي كما يلي:

تعرف البورصة على أنها "السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تكون فيها الأوراق مسجلة في السوق، حيث تسجل الأوراق في السوق الأولية وبعد فترة محددة وتحقق بعض الشروط تسجل بالسوق الثانوية (البورصة)".¹

كما تعرف على أنها "عبارة عن سوق منظم تديره وتشرف عليه هيئة لها نظام خاص يخضع لمجموعة من القواعد واللوائح والقوانين".²

ومن خلال هذين التعريفين، يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية هي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وقيم مهجنة والتي أصدرت ابتداءً لآجال متوسطة وطويلة، ويجتمع فيها المتعاملون في أوقات محددة للمتاجرة فيما بينهم في هذه الأوراق التي سبق إصدارها في السوق الأولية.

2- وظائف بورصة الأوراق المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية لأي بورصة، في توفير الفرصة لأصحاب المؤسسات في الحصول على رؤوس أموال جديدة وبالتالي إنشاء شركات كبيرة الحجم. ولما كان رأس مال المؤسسات يمثل مدخرات الأفراد، وجب على بورصة الأوراق المالية أن تقدم للمدخر فرصة استثمار مدخراته مع إمكانية الاحتفاظ بسيولتها. ولتحقيق هذا الدور، أسندت لبورصة الأوراق المالية مجموعة من الوظائف تتمثل فيما يلي:

- وظائف تنمية الاستثمارات وتوجيهها؛

- وظائف جذب وحماية المدخرات.

2-1 وظائف تنمية الاستثمارات وتوجيهها

وفي هذا الخصوص تقوم بورصة الأوراق المالية بوظيفتين رئيسيتين وهما:

2-1-1 الوظيفة التمويلية

توفر بورصة الأوراق المالية للمؤسسات الاقتصادية والإدارات العمومية موارد مالية متوسطة وطويلة الأجل تسهل نمو الشركات وتمنح للحكومة وسائل إضافية لتحسين سياساتها في المجالين الاقتصادي والاجتماعي.³

2-1-1-1 دور السوق في تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع الخاص

بورصة الأوراق المالية هي مصدر رئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل للشركات، من خلال إصدار الأسهم والسندات التي يكتنيها الأفراد والمؤسسات، وهي بذلك تلعب دوراً هاماً في تمويل

¹ - علي كنعان، الأسواق المالية، مطبعة الروضة، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص: 22.

² - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص: 79.

³ - A.CHOINEL & G. ROUYER, Le Marché financier: structures et acteurs, Revue banque,

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

عمليات تأسيس شركات جديدة من جهة، وفي تمويل زيادة أصول الشركات القائمة من جهة أخرى، الأمر الذي يترتب عليه زيادة معدلات النمو والأرباح ومن ثم تحقيق التمويل اللازم لعملية التنمية.¹ لكي تنمو المشاريع وتتطور فهي بحاجة إلى توسيع طاقتها الإنتاجية وتطوير نشاطاتها، و لتمويل هذا الاستثمار تلجأ أولاً للتمويل الداخلي أو ما يسمى بالتمويل الذاتي عن طريق الأرباح غير الموزعة، أو إلى المساهمين الأصليين للوفاء بالحاجيات التمويلية للمشروع. وأمام عدم كفاية مصادرها الخاصة لتمويل استثماراتها تلجأ المشاريع إلى سياسة التمويل الخارجي بطريقتين: التمويل بواسطة الاقتراض من مؤسسات الإقراض (البنوك ومؤسسات التمويل المتخصصة)، أو بالبحث عن مستثمرين جدد يمكنهم الوفاء بالحاجات التمويلية لاستثمارات هذه المشاريع، وهو ما تتكفل به بورصة الأوراق المالية.

2- 1- 1- 2 دور السوق في تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع العام

مع تزايد دور الدولة في تحمل أعباء التنمية الاقتصادية ومع تعاظم حجم الدين العمومي، لجأت الحكومات إلى إحلال سندات الخزينة، ذات البعد الزمني الطويل، محل أذون الخزينة في تمويل احتياجاتها، وهو ما يعني توجيهها إلى التمويل عن طريق بورصة الأوراق المالية، لكن دون تخليها بالكامل عن السوق النقدية والتي يتم فيها السيطرة على الكتلة النقدية. وهنا يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية هي مصدر هام لتمويل عجز الميزانية وأداة مفيدة لتطبيق سياسة نقدية فاعلة في ذات الوقت.²

2- 1- 2 الوظيفة التوزيعية

ويقصد بالوظيفة التوزيعية ما يمكن أن تحدثه بورصة الأوراق المالية من تغييرات هيكلية على مستوى القطاعين العام والخاص، وذلك بتسهيل النمو الخارجي للمشاريع أو ما يسمى بتحويل الهياكل الصناعية، وأيضا تحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص بمعنى خصوصية هذه المؤسسات.

2- 1- 2- 1 تحويل الهياكل الصناعية

تساهم بورصة الأوراق المالية من خلال هذه الوظيفة في تحقيق النمو الخارجي للمؤسسات أو ما يعرف بتحويل الهياكل الصناعية.³ ويمكن تعريف النمو الخارجي بأنه "أسلوب بواسطته يمكن أن تطور مؤسسة وضعها الصناعي والتجاري بطريقة غير مباشرة بالإشراف على مؤسسة - أو مؤسسات أخرى

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص: 137.

² - M. BERRAG, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, Magister es sciences de gestion, option Finance, Ecole Supérieure de Commerce d'Alger, 1993-1994, pp: 20-21.

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تطوير أسواق السندات في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، عدد: 131، فيفري 1999، الكويت، ص: 01.

³ - M. BERRAG, "Marchés financiers: Fonctions économiques et conditions de création." Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale. Ecole Supérieure de Commerce, Alger, n°06.2006, p: 33.

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

- بدون أن توسع بطريقة مباشرة أصولها التجارية أو الصناعية¹. ويتحقق هذا النمو من خلال حياة الرقابة أو الإشراف على عوامل إنتاج تابعة قانونا لمؤسسة أخرى، وذلك بأخذ مشاركات (المساهمة) في هذه المؤسسة، والتي يمكن أن تصل إلى حد تغيير شخصيتها المعنوية أو ذمتها المالية. مثل هذه العمليات يمكن أن تمول من خلال إصدار أوراق مالية دون ضرورة اللجوء إلى الموارد المالية للمؤسسة، ويمكن إنجاز ذلك بسهولة كبيرة عندما تكون أسهم المؤسسة المستهدفة محل تسعير في البورصة.²

2- 1- 2- وسيلة لخصوصية المؤسسات العمومية

عمدت كثير من الدول إلى انتهاج سياسات الإصلاح الاقتصادي، وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق. وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد.

2- 2- وظائف جذب وحماية المدخرات

تقوم بورصة الأوراق المالية بتجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في الاستثمارات الأكثر إنتاجية، من خلال توفير عدد من الميزات الهامة الكفيلة بتشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، مما يوفر لهذه الأخيرة الأموال اللازمة بتكاليف منخفضة.³ وتتمثل هذه الميزات في السيولة، الرقابة على الأداء، الإعلام، التسعير العادل والشفافية في التداول.

ثانيا: بورصة الأوراق المالية كأداة لتطبيق الخصوصية

تبرز أهمية بورصة الأوراق المالية، بصورة أساسية عند تبني سياسة الخصوصية وتحويل المؤسسات العمومية نحو القطاع الخاص. وتشير تجارب الخصوصية في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود بورصة أوراق مالية.

1- ماهية الخصوصية

منذ بداية ثمانيات القرن الماضي شهد العالم ثورة جديدة منحت القطاع الخاص دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي وتقليص دور الدولة في الإنتاج. كما ظهر مصطلح "الخصوصية" الذي أصبح من أهم المصطلحات على الساحة الاقتصادية العالمية بعد تصاعد الدعوة في مختلف أنحاء العالم لنقل ملكية المشروعات التي تملكها الدولة إلى القطاع الخاص، نتيجة حالة الركود الاقتصادي الشديد المصحوب بنسب تضخم مرتفعة، وهي الحالة التي عانت منها الدول الصناعية معاناة شديدة، وكانت

¹ - عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحويل مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص: 350.

² - B.JACQUILLAT &B.SOLNIK, Marchés financiers: gestion du portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 4^{ème} Edition, 2002, p: 11.

³ - M. BERRAG, Op-cit, 2006, pp: 37- 38.

بريطانيا من أوائل الدول التي طبقت هذا المبدأ. ولتوضيح ماهية الخصوصية سيتم التطرق إلى النقاط التالية:

1- 1- تعريف الخصوصية

يعد مفهوم الخصوصية من أكثر المفاهيم إثارة للجدل والاختلاف على الرغم من كثرة شيوعها في الحياة اليومية والخصوصية أو التخصيص تعتبر ترجمة لمصطلح " PRIVATISATION " أي تحويل الملكية من القطاع العام لصالح القطاع الخاص وهناك من يرى بأن هذا التحويل يتم بصفة جزئية أو كلية سواء للملكية في حد ذاتها أو في الرقابة على تسيير المؤسسات العمومية التابعة للقطاع العام.

ويمكن تعريف الخصوصية على أنها " سياسة اقتصادية تهدف في المقام الأول إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بوجه عام، وذلك من خلال إعادة هيكلة الاقتصاد وإعادة هيكلة الأدوار بين الحكومة والقطاع الخاص وتقنياتها، وتشجيع القطاع الخاص للمساهمة في إدارة الاقتصاد".¹ وبشكل عام؛ فإن مختلف التعاريف التي يقدمها الباحثين في مجال الخصوصية تدور حول كونها تتمثل في عملية التخلي عن أصول وأملاك المؤسسات العمومية أو بيعها لأشخاص معنويين أو طبيعيين خاضعين للقانون الخاص.²

1- 2- مبادئ الخصوصية

تتمثل أهم مبادئ الخصوصية فيما يلي:³

- العمل على نشر ثقافة القطاع الخاص القائمة على تحمل المخاطر والمرونة في التصرفات واعتبار معدل العائد على الاستثمار مؤشر النجاح الإداري فيها بدلا من ثقافة القطاع العام المرتكزة على حماية الدولة للشركات في مواجهة المخاطرة، وقد يكون من المفيد إضفاء الطابع التجاري على الشركة الحكومية قبل تحويلها إلى شركة خاصة، فهذا يسهل كثيرا من عملية التحويل.
- التسويق الفعال للشركة المراد خصوصتها، هذه الفاعلية التسويقية تعمل على رفع قيمة الأصول المعروضة للبيع، وهذا يزيد من الإيرادات المحصل عليها إلى أقصى مبلغ ممكن، وهذه الحصيلة يمكن استخدامها في التخفيف من الآثار السلبية لعملية الخصوصية.
- تحديد دور المشاركة الأجنبية في الخصوصية، بحيث لا يسمح لها تملك المرافق العامة أو مؤسسات القطاع العام الكبيرة وذلك لتجنب المشاكل السياسية المتعلقة بالملكية الأجنبية.
- يجب تشجيع أساليب البيع التي تحقق توسيع ملكية الشركات (من خلال طرح أسهم رأس مال الشركة للاكتتاب العام) مع مراعاة ألا يكون ذلك على حساب الإدارة الفعالة للشركات.

¹ - فالح أبو عامرية، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 15.

² - M. BOUHEZZA, "La privatisation de L'entreprise publique algérienne et le rôle de L'Etat dans ce processus", Revue des sciences économiques et de gestion, Sétif, n° 03/2004, p. 79.

³ - محمود صبح، الخصخصة: المشكلات والحلول، البيان للطباعة والنشر، مصر، 1999، ص: 23- 25.

- ضرورة مراعاة عنصر التكلفة أثناء تنفيذ برامج الخصوصية، فالشركات الصغيرة يكون الهدف هو بيعها بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة، وهنا يناسبها أسلوب البيع بالمزاد العلني. أما عمليات الخصوصية من خلال طرح أسهم الشركات للاكتتاب العام يكون مكلفا ويأخذ وقتا أطول.
- اتخاذ تدابير التعويض الاجتماعي للعمال من خلال تحسين المهارات والتشجيع على الانتقال إلى أعمال أخرى، أو تسيير فرص في المؤسسات أخرى.

1- 3- أهداف الخصوصية

هناك أهداف عديدة للخصوصية سيتم التطرق إليها فيما يلي:

1- 3- 1- أهداف الكفاءة والتنمية

وذلك من خلال مناخ تنافسي بين القطاعات الاقتصادية، وبين الوحدات داخل كل قطاع، سواء في المجالات الإنتاجية أو التسويقية أو المالية أو البشرية. ومن المعتقد أن المناخ التنافسي من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على كمية وجودة الإنتاج، كما يتوقع أن يكون له تأثيره على رضا المستهلك وعلى صناعة التصدير. هذا إلى جانب المساهمة في تهيئة الظروف لإدخال تكنولوجيا حديثة وتشجيع الابتكار، فضلا عن المساهمة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية. ومن الأهداف التنموية كذلك أعمال قوى السوق لتوجيه القرارات الاستثمارية والتمويلية والإنتاجية وشؤون التوظيف، وهي أمور من شأنها أن تخفف العبء عن موازنة الدولة.¹

1- 3- 2- الأهداف المالية

يأتي في مقدمتها إيقاف نزيف موازنة الدولة، وذلك بالتوقف عن دعم المؤسسات التي لا يمكن لها أن تستمر على أساس تجاري، ولا مانع من تصفيتها إذا كان هذا هو البديل الوحيد المتاح. يضاف إلى ذلك، الحد من تحميل موازنة الدولة بأعباء زيادة رؤوس أموال المؤسسات العامة، أو تعويض تأكلها نتيجة الخسائر التي ترحل من سنة لأخرى.

1- 3- 3- أهداف التوسيع وتنويع قاعدة الملكية

أما هدف توسيع وتنويع قاعدة الملكية، فمن شأنه أن يعطي برنامج خصوصية الملكية طابعا ديمقراطيا، يوفر له فرص النجاح السياسي والتأييد الجماهيري. وإذا ما امتد هدف توسيع دائرة الملكية إلى العاملين في المؤسسة، فقد يؤدي إلى تحسن مستوى الأداء، وحماية المؤسسة ضد التعرض لمخاطر الإفلاس.

1- 3- 4- الأهداف السياسية

وتأخذ هذه الأهداف صورا عديدة، من بينها الحد من فرص ممارسة الفساد واستغلال المال العام، من قبل المسؤولين الحكوميين والسياسيين وإدارة المؤسسات. إلى جانب الحد من الآثار السلبية التي تحدثها ضغوط السياسيين والنقابات العمالية. فمثلا الخصوصية من خلال تملك العاملين للمؤسسة

¹ - منير إبراهيم هندي، الخصوصية: خلاصة التجارب العالمية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2004، ص 110- 111.

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

أو حصة كبيرة في رأسمالها، من شأنها أن تترك أثرا إيجابيا على العلاقة بين العمال والإدارة، مما يضعف الدور السلبي الذي قد تلعبه النقابات العمالية.¹

2- أساليب الخوصصة

تتعدد طرق الخوصصة تبعا لظروف كل بلد، وخصائص ومميزات المؤسسة المراد خوصصتها، ويعتبر اختيار الطريقة المناسبة للخوصصة أحد عوامل نجاح عملية الخوصصة، حيث يتحكم في هذا الاختيار العديد من المعايير والشروط، ويمكن تصنيف طرق الخوصصة إلى نوعين رئيسيين هما:

2- 1- أساليب تنطوي على بيع كلي أو جزئي لحصة الدولة في ملكية المؤسسة

تتضمن هذه المجموعة من الأساليب الطرح العام والخاص للأسهم، وبيع أصول المؤسسة، وتمليك أعضاء الإدارة والعاملين لحصة من رأسمال المؤسسة، مع العلم أن لكل من هذه الأساليب خصوصيتها وشروط ممارستها ومميزاتها التي تجعلها مفضلة عن باقي الطرق الأخرى، وهذا ما سيتم معرفته من خلال تناول كل طريقة على حدى.

2- 1- 1- طرح المؤسسة أو المشروع للاكتتاب العام

يقصد بالطرح العام قيام الدولة ببيع كل أو جزء من الأسهم التي تمتلكها في رأسمال المؤسسة العمومية للجمهور.² وفي حالة قيام الحكومة ببيع نسبة من أسهمها في المؤسسة - أي البيع الجزئي للأسهم - سيتم الحصول على مؤسسة مختلطة " حكومة - قطاع خاص " ويكون الغرض في أغلب الحالات هو رغبة الحكومة في الإبقاء على الرقابة الجزئية أو الكلية على المؤسسة التي تمت خوصصتها.

ويمكن أن يتم الطرح العام للأسهم عن طريق إصدار أسهم جديدة - إصدار أولي للأسهم - يتزامن ذلك مع زيادة في رأس المال، ويمكن كذلك أن يأخذ شكل توزيع ثانوي للأسهم أي بيع الأسهم الحالية للحكومة دون زيادة في رأس مال المؤسسة. وغالبا ما تتم عملية البيع عبر البورصة والمؤسسة المعنية بالخوصصة يجب أن تتوفر فيها عدد من المعايير القانونية والمالية التي يتم مراقبتها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إذا لم تتوفر المعايير المطلوبة في المؤسسة، فإن اللجنة ترفض إصدار أسهمها للجمهور وحتى إدخالها للبورصة، والجدير بالذكر أن الطرح العام للأسهم يتطلب توفر الشروط الموالية:³

- المؤسسة المعنية يجب أن يكون لها حجم كبير وأداءات مالية معقولة ومبشرة في المستقبل.

¹ - شكري رجب العشاوي، الخصخصة: مفاهيم، تجارب دولية وعربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص ص:82-

² - فلاح أبو عامرية، مرجع سابق، 2007، ص:37.

³ - M. BERRAG & S. RAHMOUNI. La Privatisation des entreprises économiques par le biais de la bourse -cas de l'Algérie-. Recueil de communications du colloque international sur privatisation et nouveau rôle de l'Etat. du 03- 05 octobre 2004 Faculté, des sciences économiques et de gestion, Université Ferhat Abbas, Sétif, Algérie, 2006. p:43.

- أن يكون هناك قدر كبير ومتاح من المعلومات المالية والإدارية عن المؤسسة ويتم الإفصاح عنه للمستثمرين.
 - وجود سوق رأسمال نشطة وكفؤة، تتيح الفرصة لتسعير عادل للأوراق المالية المتداولة فيها.
 - والجدير بالذكر أن لطريقة الطرح العام للأسهم عدة مزايا منها:¹
 - توسيع قاعدة الملكية لأفراد المجتمع، وخاصة كلما كانت قيمة السهم المطروح صغيرة، حتى تتاح لصغار المدخرين والمستثمرين فرص امتلاك الأسهم المطروحة. وتعد هذه الوسيلة ذات أهمية خاصة للدول النامية لأنها تكون طبقة عريضة من المساهمين في المشروعات، كما أنها توسع من قاعدة المؤيدين للخصوصية.
 - تنشيط وتطوير سوق رأس المال، فعملية طرح أسهم المؤسسات يساعد على تنشيط السوق وتوسيع نطاقه بالدرجة التي تجذب اهتمام الحكومة لتطوير سوق رأس المال حتى تتاح لها فرصة بيع المشروعات الخاضعة لعملية الخصوصية.
 - عدم احتكار مستثمر أو مجموعة محدودة من المستثمرين للمؤسسات العامة الخاضعة للخصوصية، خاصة في حالة توزيع القيمة الرأسمالية للمؤسسة على عدد من الأسهم، إلى جانب وضع حد أقصى على عدد من الأسهم، إلى جانب وضع حد أقصى على عدد الأسهم التي يمكن أن يمتلكها الشخص الواحد.
 - يساعد هذا الأسلوب في التغلب على مشكلة تقييم المؤسسة، حيث يتم التقييم من خلال البورصة أين تتولى السوق تحديد القيمة النهائية للسهم وفقا لقوى العرض والطلب ليس هذا فحسب، بل إن الحكومة تبدأ بطرح عدد ضئيل من أسهم المؤسسة إلى أن يتحسن وضعه ويتحدد سعر سوقي للسهم يفوق القيمة المصدر بها، وعند هذا الحد يمكن طرح باقي الأسهم.
- 2- 1- 2- الطرح الخاص للأسهم**
- الطرح الخاص هو بيع أسهم المؤسسة أو جزء منها لمستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين، كما قد يتم البيع لمؤسسة أخرى قائمة بالفعل، أو لمؤسسة مالية.²
 - ويمكن لهذا البيع أن يأخذ شكلين هما:
 - الشراء المباشر من طرف مؤسسة أخرى خاصة أو مختلطة وهو ما يسمى بطريقة التفاوض المباشر.
 - بيع مجموعة من الأسهم إلى مجموعة محددة من المستثمرين قبل أو بالتزامن مع البيع العام للأسهم وهو ما يعرف بأسلوب العطاءات. ولهذه الطريقة عدة مزايا أهمها:

¹ - سامية جدو، طرق وأساليب خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، المنعقد خلال الفترة 03- 05 أكتوبر 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2006، ص: 185- 186

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2004، ص: 145.

- أنه يتسم بالمرونة في التنفيذ.
- يمكن المشتري من تطوير وتحسين أداء المؤسسة وفقا لرغبته.
- انتقاء المشتري المناسب وذلك على أساس الحاجات الملحة للمؤسسة العمومية المعنية بالخصوصية.
- إدخال تكنولوجيا حديثة¹ القدرة على اقتحام أسواق جديدة، القدرة المالية، القدرة الاستعداد لتوفير كفاءات ومهارات إدارية لتسيير المؤسسة... إلخ لهذا السبب، يعتبر هذا الشكل من الخصوصية كمرحلة أولى لأنه يجلب العناصر الأساسية التي تحتاجها المؤسسة العمومية من أجل استمرار بقائها وتطويرها.

2- 1- 3- الخصوصية من خلال بيع الأصول

تتم عملية بيع الأصول وفقا لثلاثة أساليب هي العطاء، المزاد والبيع المباشر، وبصرف النظر عن الأسلوب المتبع في بيع الأصول، فإن إجراءات البيع تختلف باختلاف الهدف من عملية البيع. فإذا كان الهدف هو التخلص من خطوط إنتاج حينئذ يتم تقسيم المؤسسات إلى وحدات مستقلة ويتم بيع كل وحدة بعد ذلك إما بالطرح العام أو الطرح الخاص. أما إذا كان من غير الممكن تقسيم المؤسسة وفي نفس الوقت غير قابل للبيع كمشروع مستمر، ففي هذه الحالة يتم تصفيته وبيعه كأصول من خلال المزايدة التنافسية أو البيع المباشر. وفي حالات أخرى، يمكن أن يكون المشروع صالحا للبيع كمشروع مستمر، غير أنه يفضل تصفيته وبيعه كأصول. وهناك سبب رئيسي لذلك هو وجود عوائق قانونية، إذ قد يقتضي الأمر السير في إجراءات قانونية طويلة ومعقدة لتحويل المؤسسة من مؤسسة عامة إلى مؤسسة خاصة خاضعة للقانون الخاص.²

2- 1- 4- الخصوصية من خلال مشاركة العاملين وأعضاء الإدارة

وهنا ينبغي التفرقة بين ثلاثة أساليب لتملك العاملين وأعضاء الإدارة لحصة من رأسمال المؤسسة والمتمثلة في:

2- 1- 4- 1- اختيار الأسهم

وفقا لهذا الأسلوب، تقوم الحكومة بإصدار أسهم جديدة، يمكن للمدراء والعمال شرائها، بسعر محدد سلفا والذي عادة يقل عن القيمة السوقية الجارية للسهم في السوق. وقد تترك إدارة العملية إلى بنك تجاري ليتولى تحصيل قيمة السهم من أولئك الذين قرروا الشراء.

¹ - A.IHADDADENE. La Problématique de La Privatisation des entreprises publiques -cas des entreprises publiques algériennes-, Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale. Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2006, n°06, p: 61.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2004، ص: 168.

2- 1- 4- 2- مخططات مشاركة العمال في رأسمال المؤسسة

تقوم فيها وحدة تنظيمية مختصة نيابة عن العاملين بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدامه في تمويل جزء من أسهم المؤسسة التي يعملون بها، أين يتم تسديد القرض وخدماته من توزيعات الأرباح المتولدة عن الأسهم المشتراة.

2- 1- 4- 3- شراء الإدارة أو العمال للمؤسسة بأموال مقترضة

يقوم المديرون في هذه الطريقة (منفردة أو مع العاملين) بتكوين اتحاد مالي (أو شركة قابضة) يساهم فيه الأعضاء بأموالهم أو جزء من مرتباتهم أو من خلال الاقتراض طويل الأجل، حينئذ يتم الشراء الكامل للمؤسسة وسداد القيمة فوراً، على أن يقوم الاتحاد المالي بسداد قيمة القرض وفوائده لاحقاً. وتمتاز هذه الطريقة بالانتقال الفوري للملكية إلى المديرين، وتناسب هذه الصيغة المؤسسات التي ليس لها فرصة بديلة للخصوصية سوى التصفية.¹

2- 2- أساليب الخصوصية التي لا تتضمن عملية بيع

تتضمن هذه الأساليب، الخصوصية من خلال تقسيم المؤسسة إلى وحدات مستقلة، الخصوصية بجذب أو ضخ استثمارات خاصة إضافية، ثم الخصوصية بأسلوب التأجير وعقود الإدارة.

2- 2- 1- الخصوصية بتقسيم المؤسسة إلى وحدات مستقلة

هذه الطريقة تتضمن تقسيم المؤسسة العمومية إلى عدة وحدات متميزة تكون متفرقة أو تجمع في إطار شركة قابضة مع عدة فروع، إن إعادة الهيكلة لا تشكل خصوصية بمعنى الكلمة لكنها مرحلة ضمن التحضير للخصوصية.²

وتجدر الإشارة أن هذا الأسلوب للخصوصية من خلال تقسيم المؤسسة إلى وحدات مستقلة يناسب الحالات الموالية:³

- عندما ترغب الحكومة خصوصية أنشطة معينة داخل المؤسسة الأصلية، والإبقاء على ملكية أنشطة أخرى، أو عندما تكون المؤسسة محتكرة للسوق، وتريد الحكومة تقسيمها إلى وحدات مستقلة متنافسة.

- كما تستخدم هذه الطريقة في حالة المؤسسات الضخمة التي يصعب خصوصيتها كوحدة واحدة من خلال الطرح الخاص أو العام الذي قد لا يتوافر فيها شروطه.

2- 2- 2- الخصوصية بجذب استثمارات خاصة إضافية

ينتهج هذا الأسلوب في الخصوصية عند رغبة الحكومة في عدم إضافة رأسمال المؤسسة التي تملكها مع رغبتها في التوسيع والتحديث لعملياتها، أين يتم فتح الباب أمام القطاع الخاص. وعادة ما تلجأ الحكومة إلى هذا الأسلوب مع المؤسسات التي تواجه مشاكل تمويلية، بهدف مواجهة انخفاض

¹ - احمد ماهر، دليل المدير في الخصوصية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:198.

² - شكري رجب العشماوي، مرجع سابق، 2007، ص:103.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2004، ص:162.

نسبة حقوق الملكية إلى رأس المال، مع عدم رغبتها في زيادة أو تدعيم رأس المال، كما أنها عادة ما تفضل مشاركة مستثمر أجنبي لإمكانية الاستفادة من خبرته الإدارية.

2- 2- 3- الخصوصية عن طريق عقود الإدارة وعقود التأجير

وتتيح عقود التأجير استثمار الموارد والأصول من قبل القطاع الخاص، لقاء رسوم أو أجور محددة من قبل الدولة. وفي هذه الحالة، قد يطالب المستأجر بتخفيض عدد العاملين، واستبدال عناصر الإدارة العامة بعماله، حيث أنه معنى بتحقيق معدلات من الفائدة، وتخفيض تكاليفه، والمحافظة على أصول المؤسسة. وفي بعض الحالات، تأخذ عملية التأجير طابع (التأجير التمويلي أو الامتياز) الذي يتيح للمستثمر إدارة واستثمار المؤسسة لمدة زمنية محددة، تعود ملكيته بعد ذلك للدولة. وفي العديد من الحالات يتم التعاقد على التأجير لفترات زمنية طويلة نسبياً بغرض جعل فكرة نقل الملكية مقبولا. أما عقود الإدارة فهي العقود التي تبرمها الحكومة أو الجهة مع المؤسسات والأفراد المحليين والأجانب لإدارة المؤسسة العامة، لقاء أجور محددة أو نسبة من العائدات، أو حصة من رأس مال المؤسسة، ولا تعد الإدارة في هذه الحالة مسؤولة عن المخاطر التجارية أو عن التدهور في قيمة أصول المؤسسة، إلا إذا تم النص في العقد على ذلك.¹

3- 3- دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية

تبرز أهمية بورصة الأوراق المالية، بصورة أساسية عند تبني سياسة الخصوصية وتحويل المؤسسات العمومية نحو القطاع الخاص.

3- 1- 3- مزايا اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية لتنفيذ الخصوصية

من أبرز مزايا اللجوء لبورصة الأوراق المالية لخصوصية المؤسسات العمومية ما يلي:

- يمثل اللجوء للبورصة لتحويل ملكية المؤسسات العمومية استجابة تقليدية لتغير الملكية، فالبورصة هي المكان الطبيعي والتقليدي لتغير ملكية المؤسسات، ولا فرق في ذلك بين المؤسسات الخاصة والعمومية.
- تحقيق مبدأ العدالة، فالعرض في البورصة عرض حر وغالبا ما يتم التمييز فيه بين مكتتب وآخر، وبالتالي لا تثار بشأنه أوجه النقد.
- المساهمة في مبدأ المشاركة الشعبية، فالبورصة تعتبر طريقا لتجسيد هذا المبدأ، فهي تساعد في توسيع قاعدة الملكية.²
- الحفاظ على قيمة الأصول، فبفضل العدد الكبير من المشترين يمكن للبورصة أن تساهم في الحفاظ على أصول هذه المؤسسات.
- تسهيل عملية تحويل الملكية، فبفضل الحشد الكبير من المشترين باختلاف أنواعهم، فإن عملية الاكتتاب في حد ذاتها تعتبر سهلا لعملية تحويل الملكية.¹

¹ - محمد رياض الابرش ومرزوق نبيل، الخصوصية آفاقها وأبعادها، دار الفكر، دمشق، 2002، ص: 168 - 178.

² - عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، 1996، ص: 310 - 311.

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال التأثير على شقي السوق (تنشيط العرض وتنشيط الطلب).

- كما تساهم سوق الأوراق المالية في تقليل التدخل السياسي في عملية اتخاذ القرار داخل المؤسسة بما يؤدي بالتالي إلى رفع مستوى الكفاءة وتطوير أداء المؤسسة.²

3- 2- شروط نجاح الخوصصة عن طريق البورصة

لتحويل ملكية المؤسسات عن طريق البورصة، لابد من توفير مجموعة من الشروط، والتي سيتم التطرق إليها فيما يلي:³

3- 2- 1- ملاءمة البورصة لتغير ملكية المؤسسة العمومية المختارة

إذا كانت البورصة هي الطريق الرئيسي لتحويل ملكية المؤسسات بصفة عامة، فإنه - مع ذلك- قد توجد استثناءات يفضل معها تحويل ملكية المؤسسة العامة عن غير هذه الطريق. وترجع هذه الاستثناءات - بصفة عامة - إلى أحد السببين هما:

3- 2- 1- 1- صعوبة أو استحالة اللجوء لطريق البورصة لتحويل ملكية المؤسسة

ينطبق ذلك على أحد الحالتين:

- المؤسسات الصغيرة غير المسجلة في البورصة.

- المؤسسات ذات الإنجازات الزهيدة جدا التي لا تغري المستثمرين في البورصة، أو التي يتطلب نجاح تغير ملكيتها بهذا الطريق برنامج إعادة بنية مكلف جدا.

3- 2- 1- 2- وجود مبررات يفضل معها اللجوء للطرق أخرى

والتي قد تتعلق بما يلي:

- إما بمصلحة المؤسسة ذاتها المراد تغير ملكيتها كتجنب تصفيتها. فرغم الوضع العسير الذي قد تمر به المؤسسة، فقد يوجد مشتري لديه أسباب معينة تجعله يفضل شرائها.

- أو باهتمامات السياسات الصناعية، وخاصة فيما يتعلق بتحسين التماسك الصناعي، في هذه الحالة يتم بيع فروع النشاط للمؤسسات الخاصة المناظرة أو التي يوجد بينها وبينه ترابط صناعي.

- أو مصلحة الخزينة العمومية، ففي بعض الحالات يمكن أن يجلب البيع المباشر للخزينة العمومية إيرادا ماليا اكبر من ذلك المنتظر عن طريق البورصة.

وعلى ذلك، يجب قبل تقرير تغير الملكية النظر في الاعتبارات القائمة لاختيار أنسب الطرق التي يمكن معها تحقيقها وهو ما يبرر عدم الاعتماد في برنامج تحويل الملكية على طريق واحد لإنجازه، بل

¹ - Y. ROLLAND: Les privatisations en grande- Bretagne, Economica, Paris. 1986. p:192.

² - حسني خليل محمد، الخصخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية في التنمية الاقتصادية: تجارب عربية وأجنبية، دور البورصات في تحقيق استراتيجيات الخصخصة، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، الكويت، جانفي 1996، ص: 37.

³ - عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، 1996، ص: 314- 320.

لابد من الاعتماد على عدة طرق، فكل مؤسسة لها وضعها الخاص، بل إن الظروف الداخلية والمحيطية بالمؤسسة قد تستلزم تطبيق أكثر من طريق على نفس المؤسسة.

3- 2- 2- شفافية ووضوح قواعد الخوصصة

في حالة البيع عن طريق البورصة، يجب أن تكون القواعد القانونية التي تنظم تلك المسألة واضحة، خاصة فيما تعلق بالعروض الضخمة بالشراء المقدمة من شخص طبيعي أو معنوي، وكذا القواعد التي تتبع في حالة حدوث فائض في الاكتتاب. ومن المتوقع أن اعتماد قواعد ذات مسلك واسع غير محدد بحيث يعطي درجات من الحرية للدولة، يولد لدى المستثمرين حالة من الإرتباك، الأمر الذي يعرض نجاح بعض التحويلات للخطر، إذ تفيد التجارب على أهمية وضوح القواعد التي ترغب الحكومات أن تتحصل بمقتضاها على درجة من حرية التحرك، وضرورة تحديدها مقدما بحيث يكون واضحا لدى المستثمرين منذ البداية وضع السلطات في مواجهة كل النقاط التي من المحتمل أن تثير شكا يمكن أن يعرض نجاح العملية للخطر كدرجة الرقابة التي ترغب السلطات في الاحتفاظ بها في مواجهة المؤسسات أو احتمال استعمال سلطة قانونية خاصة تلحق بأنظمة المؤسسات المتنازل عنها أو القواعد التي تتبعها لمواجهة خطر أخذ رقابة المؤسسة من قبل عدد صغير من المستثمرين المحليين والأجانب.

3- 2- 3- تلاؤم توقيت تغيير الملكية

تشير تجارب تحويل الملكية إلى أن عرض بيع الأسهم في مناخ غير ملائم للبورصة، يثير شكوك حول إمكانية نجاح العملية حتى ولو تهيأت كل الظروف الأخرى لإنجاحها، ذلك أن السلطات العامة لا يمكنها تجاهل أثر مناخ البورصة السائد وقت إجراء البيع، فعندما تكون هذه الظروف غير مواتية (كحالة الأزمات العالمية أو انخفاض في مؤشر البورصة بطريقة ملحوظة ومنتالية) عليها التآني في تطبيق البرنامج، أما إذا كانت الظروف السوق مهيأة، فلن يكون هناك ثمة مبرر لتأخير التطبيق.

3- 2- 4- مراعاة طاقة السوق على استيعاب أسهم المؤسسات العامة المعروضة للبيع

ويقصد بالطاقة الاستيعابية في هذا الخصوص مدى قدرة سوق الأوراق المالية على امتصاص ما يعرض فيها من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية، إذا لا يتصور وجود بورصة قدرتها على امتصاص الأوراق المالية غير محدودة، ذلك أن لكل سوق حدودا يصعب تخطيها.

إن إثارة قدرة سوق البورصة على امتصاص الأوراق المالية هي مسألة تعد محل اعتبار فيما يتعلق بأسهم المؤسسات العمومية التي ستباع من خلالها، إذ نظرا لما تتسم به المؤسسات العمومية من ضخامة، فإنها تؤدي إلى إحداث تطور هام في الحجم المعروض من الأسهم لابد أن يقابله تطور مماثل - أو يزيد - في حجم الطلب. ويعتبر السوق ذا قدرة على استيعاب أسهم المؤسسات العمومية، إذا كان الطلب الناشئ - والذي يغطي تلك الأسهم - لا يؤثر بطريقة ملحوظة على الطلب الأصلي المتعلق بالأوراق المالية الأخرى الموجودة فيه، ففي هذه الحالة يكون السوق في حالة اتساع.

ثالثا- تجارب بعض الدول العربية في مجال دور البورصة في خصوصية المؤسسات العمومية

تعتمد الدول العربية على أسلوب البيع من خلال البورصة الذي يتم بموجبه تحويل المؤسسات المراد خصوصيتها إلى شركات مساهمة وطرح أسهمها للاكتتاب العام. لذلك عملت الحكومات في عدد من الدول العربية منذ بدايات التسعينيات على تطور أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق وإدخال العمل فيها بالأساليب والمعايير المتعارف عليها دولياً من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية. وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما في ذلك أسلوب التعامل بالأوراق المالية، بالإضافة إلى الوساطة المالية. ونتيجة لذلك، أصبحت لهذه الأسواق أهمية متزايدة في تنفيذ برامج الخصوصية.

وعليه سيتم التطرق في هذا المحور إلى بعض التجارب العربية، من خلال التركيز على التجربة المصرية والمغربية بصفة مصر أول دولة عربية والمغرب أول دولة مغاربية ظهرت فيهما البورصة، وفي الأخير سيتم التطرق إلى التجربة الجزائرية.

1- دور البورصة المصرية في عملية الخصوصية

تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات في العالم وأول بورصة في العالم العربي ظهوراً، فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883، وفي عام 1890 تم إنشاء بورصة القاهرة وكان سبب هذا الظهور المبكر للبورصة في هذا القطر العربي مرجعه التوسع في إنتاج القطن.¹ والبورصة المصرية مؤسسة واحدة ولكن بموقعين مختلفين حيث يتم التداول عن بعد من بورصة الإسكندرية. تستخدم كل من بورصة القاهرة وبورصة الإسكندرية نفس نظام التداول ونفس قاعدة البيانات ولديهم نفس مكتب مجلس الإدارة.

ففي تجربة مصر طرحت لأول مرة حوالي 10 % من أصل 314 شركة في عام 1992 وذلك بغية دراستها كتجربة وإمكانية التوسع في حالة نجاحها. وهو ما حدث بالفعل عندما أثبتت هذه التجربة فاعليتها والإقبال على شراء هذه الشريحة الصغيرة مما أدى بالحكومة إلى التوسع في طرح بقية المؤسسات بعد دراسة أوضاعها طوال الفترة الماضية. وقد شجع القانون المصري صغار المستثمرين على شراء الأسهم بهدف توسيع قاعدة الملكية لتشمل أكبر عدد من المواطنين.

فقد توخت الحكومة المصرية الحرص على عملية تحويل الملكية بحيث تتم تدريجياً، وأمنت ضمانات كثيرة أهمها منع الاحتكارات. كما وضعت ضمانات للعمالمة الموجودة في هذه المؤسسات التي تمت خصوصيتها، حيث خصص 10 % من أسهم كل مؤسسة للعاملين بها وبالتالي تم تحويل العاملين إلى ملاك. فبعد النجاح الذي حققته التجربة طرحت الحكومة المصرية في سوق الأوراق المالية عام 1996 أسهم 15 مؤسسة صناعية وغذائية ونقلت ملكيتها بالكامل إلى المستثمرين المصريين والعرب

¹- P. MONNIER, *Les marchés boursiers*, Edition de Deverneil, Paris, 3^{ème} Edition, 1997, p:

دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية

والأجانب. وكانت شروط تملك هذه المؤسسات زيادة نشاطها بالسوق واستمرار نوعية وطبيعة النشاط وتخصيص حصة من الإنتاج للتصدير، وعدم المساس بحقوق العاملين. وقد تم اختيار هذه المؤسسات على أساس أنها تعمل في أنشطة مماثلة للقطاع الخاص ولا يمس إنتاجها الأمن القومي الاستراتيجي وأنها من المتوقع أن توفر حوالي 15 ألف فرصة عمل جديدة.¹

وحسب التقرير الاقتصادي الموحد لعام 2002، بلغت قيمة أسهم المؤسسات التي تمت خصوصتها من خلال سوق الأوراق المالية حوالي 143,3 مليون دولار،² وتقدر عدد المؤسسات التي تنشط في البورصة المصرية حسب النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي لعام 2011 بعدد 212 مؤسسة.³

2- دور البورصة المغربية في عملية الخصخصة

ترجع أول المبادلات للأوراق المالية في المغرب إلى إنشاء مكتب التصفية والمقاصة وبفضل البنوك التي كانت تنظم جلسات تبادل دورية، عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك، لتداول أسهم الشركات غير المسجلة خصوصا لصالح الأجانب، ثم أعطيت الصيغة القانونية للمكتب في 1942 لإنشاء مكتب تسعيرة الأوراق المالية لدار البيضاء. واستمر التعامل فيه منذ 1947 إلى غاية 1964، حيث حل مكانه مكتب التصفية نتيجة لزيادة المعاملات في السوق وزيادة عدد الأوراق المالية والتطورات في السوق الرسمية. وفي سنة 1967، ويقرار المرسوم الملكي 67-494 اعتبرت بورصة الأوراق المالية كمؤسسة عمومية لها شخصية معنوية مستقلة.⁴ ولقد أكد العديد من مسؤولي بورصة الدار البيضاء على الأثر الحسن الذي أحدثته عملية الخصخصة على مستوى السوق المالية المغربية، إذ ارتفع مستوى التعامل وزادت رسملة البورصة، وغيرها من المؤشرات. بالمقابل، كان لبورصة دار البيضاء دور هام في إنجاح خصخصة خمس مؤسسات عمومية، وتجدر الإشارة إلى أن المستثمرين في المؤسسات المخصوصة عبر البورصة قد حققوا أرباحا معتبرة في فترة قصيرة نسبيا.

ونظرا للنتائج المشجعة قامت الحكومة بتوسيع سريع لعملية الخصخصة بحيث أصدرت في جانفي 1996 "قسيمات خصوصية" قيمتها الاسمية 1000 درهم، بهدف تشغيل 105 مليار درهم خلال السنوات المقبلة، هذه الأسهم تعطي لحاملها حق الأولوية في شراء أسهم المؤسسات العمومية التي سوف تعرض للبيع في بورصة الأوراق المالية وعمليات خصخصة التي كانت متوقعة آنذاك تمس مؤسسات الاتصالات الهاتفية، الماء، الطاقة، النقل الجوي والسكك الحديدية.⁵

¹ - رياض دهال وحسن الحاج، حول طرق الخصخصة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت دون ذكر سنة النشر، ص: 12.

² - التقرير العربي الموحد لصندوق النقد العربي، 2002، ص: 170.

³ - النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الفصل الأول، 2011، ص: 63.

⁴ - أنطوان الناشر و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2000، ص:

251.

⁵ - ربيعة حملاوي، أساليب الخصخصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، المنعقد خلال الفترة 03-05 أكتوبر 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2006، ص: 409.

وحسب التقرير العربي الموحد 2002، بلغت مساهمة البيع عن طريق الاكتتاب العام قرابة 8% فقط من مجمل إيرادات الخوصصة، حيث تمكنت الدولة من الإدراج في البورصة نحو 15 مؤسسة فقط من أصل 80 مؤسسة بيعت حصص الدول فيها.

ومن بين أهداف السوق المالية هو خصوصية وتمويل المؤسسات بأموال طويلة ومتوسطة الأجل وتخفيف عبء المديونية ومنحها الإمكانيات الجديدة لتمويل مشاريعها، وهذا تحت شروط تفرضها السوق المالية. ومن أهم عوامل تنشيط سوق البورصة هو عدد المؤسسات المسجلة فيها، وحسب النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي لعام 2011 فقد بلغ عدد المؤسسات المقيدة في بورصة الدار البيضاء 74 مؤسسة مقيدة¹ والتي تعتبر غير كافية خاصة بالنسبة لبورصة أنشئت منذ فترة طويلة لكن هذا لا يعني أنها لم تحقق نموا في هذا المجال إذ أن الشروط التي تفرضها السوق المالية للتقييد في البورصة حسنت بشكل يجعل هذه الأخيرة تلعب دورا كبيرا في تمويل وخصوصية المؤسسات.

3- دور البورصة الجزائرية في عملية الخوصصة

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية التي بدأت الحكومة الجزائرية بتنفيذها أولت اهتماما كبيرا لتحسين منح الاستثمار وتشجيع القطاع الخاص وتبنت مسار الخوصصة كإحدى الوسائل لتحقيق هذه الأغراض. وقد عرفها القانون الصادر عن الحكومة في عام 1995 بأنها التحول من الملكية لعامة للدولة لصالح أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص، وهذا التحويل في الملكية يعني كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه. أما بالنسبة لطرق الخوصصة، فقد تم تحديد عدة طرق من بينها، اللجوء إلى آليات السوق المالية (بالعرض في البورصة).²

وتعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988، ومنه فلا يمكن تصور نظام مؤسسات المساهمة بدون إنشاء بورصة الأوراق المالية تتبادل فيها هذه الأسهم، إلا أن هذه الأخيرة لم تساهم في تحقيق الوظائف المنوطة بها وهذا في ظل وجود عدد قليل من المؤسسات والانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المالية التي تم تداولها، مما يعني ابتعادها عن الهدف الذي أنشئت من أجله والذي يتمثل أساسا في خصوصية أكبر عدد ممكن من المؤسسات وتفعيل دور القطاع الخاص وجذب الاستثمار الأجنبي الذي يبقى غائبا تماما في بورصة الجزائر.

¹ - النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الفصل الأول 2011، ص: 67.

² - M. BOUHEZZA, *Op-cit*, 2004, p:83.

الخاتمة

تعتبر الخوصصة بمثابة تحويل لأصول وأعمال الخدمة العامة من القطاع العام إلى القطاع الخاص. وللخوصصة العديد من الأهداف، من أهمها تحسين الكفاءة الاقتصادية من خلال الاعتماد على آليات السوق وتخفيف الأعباء المالية للدولة.

أما بالنسبة لطرق الخوصصة، فهناك العديد منها، وعليه بينت هذه الورقة بشيء من التفصيل إحدى هذه الطرق والمتمثلة في الخوصصة عن طريق البورصة التي تعتبر آلية من آليات الخوصصة وذلك من خلال فتح أو رفع رأس مال المؤسسات العمومية الاقتصادية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

وفي الأخير، تمت الإشارة إلى بعض التجارب العربية في مجال دور البورصة العربية في خصوصية المؤسسات العمومية، حيث تبين أن عملية الخوصصة في الدول العربية تواجه العديد من المشاكل الشائعة بين الدول بدرجات متفاوتة، يتعلق بعضها بالمؤسسات في حد ذاتها وبعضها الآخر بالوضع الاقتصادي والسياسي والاجتماعي. وبالرغم من هذه المشاكل لا يعني هذا استبعاد آلية الخوصصة عن طريق البورصة في هذه البلدان، خاصة وأن هذه الأسواق بدأت تعرف بعض الانتعاش في السنوات الأخيرة. فلقد ساهمت فعلا في تنفيذ برامج الخوصصة كما في مصر والمغرب... وغيرها. أما بورصة الجزائر والتي أنشئت حديثا فهي ما تزال بعيدة عن المؤشرات الدولية، سواء بالنسبة للرسملة أو بالنسبة لحجم المبادلات (والتي تنشطها حاليا مؤسستان عموميتان بالإضافة إلى مؤسسة تابعة للقطاع الخاص).

على ضوء النتائج السابقة، يمكن إعطاء بعض الإجراءات الواجب اتخاذها لتفعيل دور البورصات العربية في عملية الخوصصة والمتمثلة فيما يلي:

- جعل التجارب الناجحة للدول المتقدمة وكذا الناشئة في تطبيق برنامج الخوصصة عن طريق البورصة، نموذجا يمكن الاستفادة منها.
- الترويج لبرنامج الخوصصة قبل البدء بتطبيقه، وذلك لأن الكثير لديه مفاهيم خاطئة أو مغلوطة عنها.
- تطوير التشريعات وتحديثها بما يساعد على جلب رؤوس الأموال المحلية والخارجية ويسمح للأسواق المالية العربية من زيادة حجم التداول.
- وضع معايير واضحة لاختيار الشركات العامة المراد خوصصتها.
- استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية قبل البدء بعملية الخوصصة، منعا من استحواذ مجموعة معينة من أفراد المجتمع ذوي المقدرة المالية العالية، أو بعض المؤسسات الخاصة على المؤسسات العامة التي سيتم خوصصتها.

- التدرج في تطبيق برنامج الخصخصة، حتى تكون النتائج الناجحة بداية لمرحلة جديدة في برنامج الخصخصة.
- النظر إلى البورصة على أنها مكان ملائم لإجراء عمليات خصوصية ناجحة لمؤسسات عمومية، كما أنها تصلح لأن تكون موزعا للقيام بعمليات لتأميم بعض من المؤسسات التابعة للقطاع الخاص.

ثبت المراجع

أولاً: الكتب

1- الكتب باللغة الوطنية

- أبو عامرية (فالح)، الخصخصة وتأثيراتها الاقتصادية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- الابرش (محمد رضاء)، نبيل (مرزوق)، الخصوصية أفاقها وأبعادها، دار الفكر، سوريا، 2002.
- دهال (رياض) والحاج (حسن)، حول طرق الخصخصة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، دون ذكر سنة النشر.
- الزيبيدي (حمزة محمود)، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- صبح (محمود)، الخصخصة: المشكلات والحلول، البيان للطباعة والنشر، مصر، 1999.
- الصيرفي (محمد)، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- العشماوي (شكري رجب)، الخصخصة: مفاهيم، تجارب دولية وعربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- كنعان (علي)، الأسواق المالية، مطبعة الروضة، جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- ماهر (أحمد)، دليل المدير في الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- الناشف (أنطوان) والهندي (خليل)، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2000.
- هندي (منير إبراهيم)، الخصخصة: خلاصة التجارب العالمية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2004.
- وفاء محسن (عبد الباسط)، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف التمويل للمشروعات من قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، بيروت، 1996.

2- الكتب باللغات الأجنبية

- CHOINEL. A. & ROUYER.G, Le Marché financier: structures et acteurs, Revue banque, Paris, 8^{ème} Edition, 2002.

- JACQUILLAT.B & SOLNIK.B, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 4^{ème} Edition, 2002
- MONNIER.. P, Les Marchés boursiers, Edition de Vermeil, Paris, 3^{ème} Edition, 1997.
- ROLLAND. Y, Les privatisations en grande- Bretagne, Economica, Paris, 1986.

ثانيا: أطروحات ورسائل جامعية (باللغة الأجنبية فقط)

- BERRAG. M, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, Magister es sciences de gestion, option Finance, Ecole supérieure de commerce d'Alger, 1993-1994.

ثالثا: الملتقيات، المقالات والمجلات

1- الملتقيات، المقالات والمجلات باللغة الوطنية

- جدو (سامية)، طرق وأساليب خصوصية المؤسسات الاقتصادية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، المنعقد خلال الفترة 03- 05 أكتوبر 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2006.
- حملاوي (ربيعة)، أساليب الخصوصية وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، المنعقد خلال الفترة 03- 05 أكتوبر 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2006.
- محمد (حسني خليل)، الخصوصية ودور البورصات والمؤسسات المالية في التنمية الاقتصادية: تجارب عربية وأجنبية، دور البورصات في تحقيق استراتيجيات الخصوصية، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، جانفي 1996، الكويت.
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تطوير أسواق السندات في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، عدد: 131، فيفري 1999، الكويت.

2- الملتقيات، المقالات والمجلات باللغات الأجنبية

- BERRAG.M, " Marchés financiers: Fonctions économiques et conditions de création", Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, n°06, 2006.
- BERRAG. M. & RAHMOUNI. S, La Privatisation des entreprises économiques par le biais de la bourse -cas de l'Algérie-, Recueil de communications du colloque international sur privatisation et nouveau rôle de

l'Etat. du 03- 05 octobre 2004 Faculté, des sciences économiques et de gestion, Université Ferhat Abbas, Sétif, Algérie, 2006.

- BOUHEZZA. M., "La privatisation de L' entreprise publique algérienne et le rôle de l' État dans ce processees ", Revue des sciences économiques et de gestion n° 03/2004, Sétif.

-IHADDADENE. A. La Problématique de La Privatisation des entreprises publiques -cas des entreprises publiques algériennes-, Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale. Ecole Supérieure de Commerce. Alger. n°06.2006.

رابعاً - التقارير (باللغة الوطنية فقط)

- النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الفصل الأول، 2011.
- التقرير العربي الموحد لصندوق النقد العربي، 2002.