

لذكر هذا المقال:

رحيم حسين، "دور الأسواق المالية في عمليات الخصخصة في البلدان العربية"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر، العدد 07، 2003، ص ص 157-185

دور الأسواق المالية في عمليات الخصخصة في البلدان العربية

د. رحيم حسين

أستاذ محاضر

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة الأغواط - الجزائر

Résumé :

La privatisation dans les pays arabes, en général, souffre encore d'énorme hésitation, tant que pour raison de manque de volonté politique et d'ambiguïté des politiques, que pour raison de manque d'efficacité des mécanismes utilisés, et parmi lesquels les marchés financiers. Quel est le réel de ces marchés dans ces pays ? Et à quel point sont utilisés dans l'exécution des programmes de privatisation ?

ملخص:

تعاني عملية الخصخصة في البلدان العربية عموما من كره ورفض. فضلا عن التردد الحاصل بسبب ضعف الإرادة السياسية، وعدم وضوح الأهداف والسياسات، هناك نقص في فعالية الآليات. ولعل من أبرز هذه الآليات الأسواق المالية. فما هو واقع هذه الأسواق في هذه البلدان؟ وما مدى الاعتماد عليها في تنفيذ برامج الخصخصة؟

1- مقدمة:

يشهد الاقتصاد العربي منذ عشرية ونيف مرحلة مخاض عسير، تتمثل في التحول من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، وكان ذلك في الحقيقة نتيجة حتمية للتسيير غير الرشيد الذي ساد هذه الاقتصاديات. فعلى الرغم من بعض الاختلافات ما بين هذه الاقتصاديات، سواء من حيث بنيتها وقدرتها التنافسية، أو من حيث مجرى التحولات الحاصلة فيها ووتيرة تسارعها، فإن ثمة تأثيرات مشتركة تشملها. فإلى جانب الضغوط الاجتماعية والاختلالات الاقتصادية الكلية والجزئية، كتفاقم معدلات البطالة والتضخم واختلال موازين المدفوعات وأزمة المديونية والعجز الذي بلغته المؤسسات العمومية، كانت آثار التحول في الاقتصاد العالمي، والمتمثل فيما يعرف بالعولمة، واضحة على هذه الاقتصاديات. ولم تكن هذه الآثار الخارجية مجرد ظلال دانية أو آثار جانبية، بل كانت بمثابة شروط مفروضة من قبل الثالوث الذي يقود الاقتصاد العالمي (البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، والمنظمة العالمية للتجارة).

فبصرف النظر عما تنطوي عليه هذه العولمة من إيجابيات وسلبيات، فإنها أصبحت واقعا جعل التاريخ أكثر تسارعا والجغرافيا أكثر تحولا. ولقد شمل نطاقها كافة المجالات، ولعل عولمة الأسواق المالية من أبرز مظاهرها. كما إن التطور الهائل في تكنولوجيات الإعلام والاتصال رفع كل الحدود الجغرافية والزمانية على هذه الأسواق. فعملياتها تجري على مدار الوقت (24/24 سا)، واضطراب أي منها قد يطال تأثيره ربوع العالم.

ومن ناحية أخرى، أصبحت الاقتصاديات المتقدمة أكثر قناعة بأن أمنها القومي إنما يقاس بمستوى المعارف والكفاءات التي تمتلكها، في حين لا يزال المؤشر في ذلك لدى جل الدول العربية هو مخزون النفط المترفر، وإذا عجزت خزائنها لجأت إلى الاستدانة من الخارج. وبذلك فقد الاستثمار مدلوله في هذه الاقتصاديات، وبالنتيجة ضمرت أسواق رؤوس الأموال وفر المستثمرون باموالهم إلى الخارج.

وهكذا استفاقت حكومات الدول العربية على مؤسسات عمومية غير تنافسية، بل وإن بعضها عجز حتى عن تسديد رواتب مستخدميها. وعلى الرغم من الجهود المبذولة والتكاليف المنفقة من أجل إعادة هيكلتها، إلا أن جلها لم يكن بالإمكان إنعاشه، فكان الخيار المتاح حينئذ هو الخصخصة. غير أن جوهر المشكلة لا يكمن في بيع القطاع العام، بل في توفير الظروف المناسبة للاستثمار وتوسيع نطاق الفرص الاستثمارية وتشجيع إنشاء المؤسسات.

وسواء بالنسبة لعمليات الخصخصة أو بالنسبة لعمليات الاستثمار، يتعين بداية وأساسا إيجاد نظام مصرفي ومالي متين البنين، ولذلك كان القيام بإصلاح هذا النظام أمرا ملازما لمشروع التحول الاقتصادي.

2- دور الأسواق المالية في الاقتصاد:

لقد شهد النظام المالي الدولي تذبذبا خلال السنتين المنصرمتين بسبب تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي، وعرفت سوق أسهم التكنولوجيا والاتصالات إعادة تقييم هامة. كما كان للأحداث التي وقعت في الولايات

المتحدة (11 سبتمبر 2001) آثارا بالغة على الاقتصاد العالمي¹، إذ تراجع معدل النمو من 4.7 % (2000) إلى 2.4 % (2001)، على الرغم من أن بؤادر التباطؤ قد ظهرت مع النصف الثاني من العام (2001) في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي وفي الاقتصاديات الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية². مع الإشارة إلى أن هذه الآثار لم تبقى منحصرة في الولايات المتحدة، خاصة بعد ردة الفعل القوية التي انتهجت تحت شعار مكافحة الإرهاب، والتي مست عدة مناطق من العالم. ولعل من أبرز هذه الآثار تدني مستوى الثقة لدى المستثمرين في بعض المناطق من العالم، وهو ما أدى إلى إعادة توزيع الاستثمارات العالمية جغرافيا، كما كان ذلك من الأسباب الرئيسية في الانخفاض المتواصل في سعر الدولار الأمريكي، خاصة بالمقارنة مع اليورو.

ومن ناحية أخرى أدت أزمات الأسواق المالية التي حدثت في السنوات الأخيرة، والتي كان أبرزها الأزمة الآسيوية، إلى إدراك مدى تأثير هذه الأسواق على الاقتصاديات المحلية والإقليمية، بل وحتى الدولية. ومن أجل مواجهة تلك المخاطر تم اعتماد نظم معلومات مالية ونظم للإنذار المبكر في عدد من البلدان، تهدف إلى التنبؤ بالأزمة (كثقلبات أسعار الصرف) واكتشاف بؤادرها قبل حدوثها.

والأسواق المالية هي جزء من النظام المالي. وتندرج في إطار سوق رؤوس الأموال الطويلة الأجل، والتي تعتبر قاعدة التكوين الرأسمالي في

أي مجتمع. وتنقسم السوق المالية إلى سوق أسهم وسوق سندات، ومن خلالهما تتمكن المؤسسات من التمويل بالأموال الدائمة. ونميز بين مستويين من الأسواق المالية: أولية وثانوية.

وعليه، فالسوق المالية تعبر عن شبكة من القنوات التي يتم من خلالها تدفق رؤوس الأموال. وبسبب الانفتاح الواسع النطاق الذي عرفته الأسواق المالية، والتطور الذي عرفته تكنولوجيات الإعلام والاتصال، أعطيا الأسواق المالية بعدا عالميا، حيث أصبحت التدفقات المالية تتم عبر مختلف نقاط العالم في زمن حقيقي.

إن الهدف من السوق المالية هو استقطاب الموارد المالية وتقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار. ومن البديهي أن المدخرات إذا لم تجد منفذا إلى قطاع الاستثمار ستتحول إلى قطاع الاستهلاك، إن لم تبق في صورة سيولة جامدة.

وفي هذا الصدد تشير إحدى الدراسات الاقتصادية حول مناخ الاستثمار في البلدان العربية (1999) إلى أن معدل الادخار في البلدان العربية بلغ نحو 18.6% من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بنحو 23.3% على مستوى العالم، وبنحو 26.5% على مستوى الدول النامية. وتستحوذ الدول الخليجية على أكبر جزء منه، إذ بلغ معدل الادخار فيها نحو 27.5%، بينما لا يتعدى 15.2% في باقي الدول العربية. أما بالمبالغ فقد بلغ حجم الادخار المحلي للأقطار العربية مجتمعة نحو 115.7 مليار دولار، في الوقت الذي كان فيه الناتج المحلي قد بلغ 622 مليار دولار.

وبالمقابل تشير الدراسة أن حجم إجمالي استثمارات الدول العربية (لنفس السنة) قد بلغت نحو 134.4 مليار دولار، وهو ما يمثل حوالي 21.6% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية التسع عشرة المتاح عنها بيانات. وبذلك تكون فجوة ادخار-استثمار سالبة بنسبة 3% من الناتج المحلي الإجمالي، وبنحو 18.7 مليار دولار أمريكي باعتبار المبالغ³.

وإلى جانب الدور الذي تلعبه السوق المالية في تجميع المدخرات، تؤدي أيضا دور المنظم (régulateur) في توزيع هذه الأموال. فمن خلال الأسواق المالية يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد من الموارد المالية (الاستثمارية). بل ومن خلال حركية الأسواق المالية (في الحالة العادية) يتم التعرف على الوضع الاقتصادي وتوجهاته المستقبلية في أي بلد. ذلك أن قرارات الاستثمار قائمة أساسا على التوقعات (anticipations).

ومن هذا المنطلق يأتي دور الدولة، وذلك من ناحيتين: فمن ناحية، يتعين عليها صنع سياسات اقتصادية قادرة على توجيه هذه التدفقات المالية فيما يخدم التنمية الاقتصادية، وذلك باعتماد أساليب شتى كمنح الامتيازات والتفضيلات والإعفاءات الضريبية..، ومن ناحية أخرى، يتوجب على الدولة توفير مناخ استثماري ملائم، والذي يعد بمثابة العمود الفقري لكل نشاط استثماري.

3- مناخ الاستثمار في البلدان العربية:

تشير مختلف الدراسات إلى أن مناخ الاستثمار هو الذي يحكم تدفق الاستثمارات عبر العالم. فالبلد الذي يتمتع بأكبر درجة من الاستقرار (السياسي والاقتصادي والاجتماعي)، ويتوفر على بنية صناعية صلبة، فضلا عما يقدمه من الإغراءات والضمانات، هو الذي سيستحوذ على أكبر قدر من تدفقات رؤوس الأموال.

ولطالما كثر الحديث عن هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج بسبب عدم ملاءمة مناخ الاستثمار، وذلك حتى قبل أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001. وعلى الرغم من عدم وجود إجماع حول مبلغ رؤوس الأموال العربية في الخارج، حيث يقدرها بعضهم بـ 800 مليار دولار، في حين قدرت إحدى الدراسات أن هذه الأموال تتراوح بين 1000 و3000 مليار دولار، غير أن المؤكد هو أن هذه الأحداث قد زادت للطين بلة، حيث أشارت التقارير الأخيرة بشأن الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تدني فضيع في مستوى الاستثمارات المتدفقة إلى الأقطار العربية.

وعلى الرغم من أن مناخ الاستثمار في الدول العربية قد تحسن نسبيا، وقد انعكس ذلك على زيادة الاستثمارات العربية البينية من 400 مليون دولار في عام 1990 إلى 2.4 مليار دولار في عام 2001، وبلغت القيمة التراكمية للاستثمارات العربية البينية حسب تقديرات المؤسسة العربية لضمان الاستثمارات إلى 17 مليار دولار في الفترة من 1985-2000، إلا أن ذلك يبقى دون المستوى المطلوب. فهناك 15 مليون

عاطل عن العمل في الدول العربية ، ويحتاج استيعابها لمعدل نمو قدره 7% سنوياً، وهذا يعني أنه لابد من معدل استثمار يصل إلى 3% من الناتج المحلي، في حين أن معدل الادخار القومي العربي لا يتجاوز 22% في المتوسط، الإجمالي ، وهذا الفارق لابد أن يأتي من خارج المنطقة العربية في صورة استثمار أجنبي مباشر⁴.

ونشير في هذا الصدد إلى أن تقرير الاستثمار العالمي الذي نشره مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) قد قدر إجمالي التدفقات العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر لعام 2001 بمبلغ 735 مليار دولار، وهو أشد انخفاض يسجل منذ 30 سنة، منه 503 مليار دولار (حوالي 68%) وجهت إلى الاقتصاديات المتقدمة و 205 مليار دولار (حوالي 28%) وجهت إلى الاقتصاديات النامية، بينما وجه الباقي، وهو 27 مليار دولار (حوالي 4%)، إلى الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقال في أوروبا الوسطى والشرقية.

وحسب تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار لسنة 2001 فقد بلغ حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى البلدان العربية عام 2000 نحو 4.9 مليار دولار بنسبة اقل من 1% من إجمالي العالم، وحوالي 2% إلى إجمالي الدول النامية. وقد تركزت التدفقات في كل من مصر (1.24 مليار دولار) والسعودية (1 مليار دولار) وتونس (781 مليون دولار)⁵.

أما بالنسبة للاستثمارات العربية البينية فقد قدرت في سنة 2001 بنحو 2.5 مليار دولار. كما قدر حجم الاستثمارات البينية المتراكمة على مدى خمسة عشر عاما (1985-2000) بنحو 17.2 مليار دولار، أي بمعدل سنوي 1.15 مليار دولار⁶.

ومن ناحية أخرى، تجدر الإشارة إلى المضايقات التي تواجهها كثير من الأموال العربية في الخارج في الوقت الراهن بسبب الشبهة أو الاتهام الصريح⁷ بتمويل ما أصبح يعرف بالإرهاب الدولي. وهو ما يجعل هذه الأموال أشبه ما تكون بتوظيفات تحت الرهن على حد تعبير أحد الباحثين. ورب ضارة نافعة. فعلى حكومات الدول العربية أن تسعى في سبيل استرجاع أكبر قدر من هذه الأموال التي هي بصدد البحث عن ملاذ أكثر أمنا، بدلا عن استعطاف المستثمر الأجنبي ومنحه الدرجة الأولى من حيث الأفضلية بالمقارنة مع المستثمر المحلي.

لكن، ومع الأسف، فعلى الرغم من تشريعات الاستثمار المتراكمة لدى الدول العربية، بما تنطوي عليه من تحفيزات و ضمانات، وعلى الرغم من الزيارات المتتالية لمسؤولي هذه الدول إلى أوروبا وأمريكا من أجل شرح هذه التشريعات وطمأنة المستثمرين في الخارج والترويج للفرص الاستثمارية المتاحة في دولهم، لم تفلح في جذب الاستثمارات بمستوى يستحق الذكر.

فإلى جانب عنصرى الأمن والرواج الاقتصادى، يتطلب مناخ الاستثمار الإيجابى إرساء قواعد منافسة كاملة، تطفو فيها العدالة والشفافية فى المعاملات بوضوح. كما إن ذهنية البيروقراطية السائدة لا يتم القضاء عليها بمجرد مادة قانونية تنص على "الشباك الوحيد" أو "النافذة الوحيدة". وإلى جانب ذلك، ما تزال القاعدة الصناعية المتوفرة مهلهلة وتحتاج إلى جهود كثيرة لتطویرها. وهذا يعنى ضرورة تطوير قنوت التدفقات الحقيقية والمالية والمعلوماتية. فتحويل الأموال قد يحتاج فى بعض البلدان العربية إلى أيام، وحتى أسابيع، واستيراد مادة أولية وإخراجها من الميناء قد يقتضى شهورا، والحصول على خط هاتفى قد يحتاج إلى انتظار سنوات. فكيف بالحديث عن شبكة الإنترنت والأعمال والتجارة الإلكترونية e-business and e-commerce .

4- واقع النظام المالى والمصرفى العربى وسبل تطويره:

يتميز النظام المالى والمصرفى العربى بالكثافة فى البنوك التجارية والندرة فى الأسواق المالية. وهو ما يعنى خمول فى سوق رؤوس الأموال الطويلة الأجل بالمقارنة مع سوق رؤوس الأموال القصيرة الأجل. كما إنه يتميز بسيطرة القطاع المصرفى العمومى على الموارد المالية (ودائع وتوظيفات).

لقد مر عهد على أكثر الاقتصاديات العربية لم يكن للقطاع الخاص فيه شأن يذكر، وكانت الشركات كلها مملوكة للدولة، وبالتالي لم نكن نعرف ما يسمى بسوق الأسهم، وبذلك كانت السوق المالية (وليس سوق المال أو

البورصة) منحصرة في سوق السندات (سندات التجهيز أو سندات الخزينة)، يتم من خلالها تغطية عجز الخزينة العمومية، والتي كانت تمثل صندوق كل الشركات. وهناك بلدان (كالجزائر) لم تعرف البورصة إلا بعد الشروع في بيع القطاع العام.

فعلى الرغم من أن بعض البورصات العربية عريقة النشأة نسبياً، فبورصة بيروت تأسست عام 1920 وبورصة الدار البيضاء في عام 1929 وبورصة القاهرة في عام 1939، ومع ذلك لم تعرف هذه البورصات أي تفعيل لها بسبب طغيان الاقتصاد العمومي وضيق نطاق الاستثمار الخاص. بل وحتى البورصات التي أنشأت فيما بعد كبورصة عمان (1976) ومثلاً وبورصة الدوحة (1995)، وكلاهما لم يشرع في نشاطه إلا بعد عامين من قرار الإنشاء، وبورصة الجزائر (1992)، والتي لم تفتح أبوابها إلا في 13 سبتمبر 1999، بعد أن تأجل فتحها مرات عدة بسبب عدم استيفاء الشروط الضرورية لدى الشركات المرشحة للاكتتاب فيها، لم تعرف انتعاشاً يذكر بالمقارنة مع بورصات ناشئة في بعض الدول، كبورصات جنوب شرق آسيا.

ومن ناحية البنين المالي والمصرفي للاقتصاديات العربية فقد ورد في تقرير اتحاد المصارف العربية 2001 أن القطاع المصرفي العربي يضم نحو 56 مصرفاً تجارياً، منها 248 مصرفاً محلياً و 108 فرعاً لمصارف أجنبية، إلى جانب 21 مؤسسة مصرفية شخصية. ومع أنه

وصف هذا القطاع بالكثافة إلا أنه أكد أنها قليلة بالمقارنة مع البلدان الصناعية، حيث إن هناك فرعاً مصرفياً واحداً لكل 10 آلاف مواطن⁸.

أما بالنسبة للأسواق المالية العربية، فهي ما تزال ضعيفة بالمقارنة مع أسواق ناشئة أخرى في آسيا وأمريكا اللاتينية، والسبب في ذلك بطء الحركة الاقتصادية، والتي ترتبط بدورها بحجم وطبيعة الاستثمارات، وكذا بطء عمليات الخصخصة وهيمنة الشركات العائلية والمؤسسات الصغيرة.

فلقد قدر أحد الباحثين إجمالي رسملة الأسواق المالية العربية بما يقارب 167 مليار دولار، وهو ما يعادل تقريباً القيمة السوقية لمجموعة سيتي غروب (city Group) الأمريكية وحدها، والتي بلغت 160 مليار دولار في عام 2001. ومما يلاحظ، حسب تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار لسنة 2000، أن هناك تركيزاً للنشاط في عدد محدود من هذه الأسواق. فلقد أشار التقرير أن السوق السعودية استحوذت على نحو 45% من القيمة السوقية الإجمالية لأسواق المال العربية، كما استحوذت مصر على نحو 64% من مجمل عدد الشركات المدرجة في عام 2000 وهو 1678 شركة.

وفي تقرير أعدته Jordan Investment Trust حول الأسواق المالية العربية وقدرتها على جذب الاستثمارات، اعتبر أن السوق المالية

العربية ما تزال صغيرة بالمقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى، إذ لا تشكل سوى 6.5% من مجموع القيمة الرأسمالية للأسواق الثمانية والثلاثين الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية وإفريقيا وشرقي أوروبا. ويضيف التقرير بأن أسواق الأسهم والسندات العربية تفتقر إلى العمق والسيولة مما يجعلها غير قادرة على استيعاب سوى نسبة صغيرة من الاستثمارات العربية في الخارج. فلو تم استعادة 10% فقط من الاستثمارات السعودية في الخارج، وهو ما يوازي 70 مليار دولار، فإن ذلك يعادل إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأسهم السعودي⁹.

وفي الواقع تواجه أسواق المال العربية عدة تحديات، منها ما هو نفسي كقصر الثقة فيها من قبل المستثمرين وضعف الوعي المالي والاستثماري لدى الأفراد، ومنها ما هو بيئي كضعف المنظومة القانونية، كمشكلة الإفصاح وضعف نظم المعلومات والعائق الضريبي، ومنها ما يتعلق بهذه الأسواق نفسها كصغر حجمها المالي ومحدودية الشركات المسجلة فيها وتركز النشاط في عدد محدود من الشركات، بالإضافة إلى قلة الأدوات المالية المعتمدة في السوق.

فعلى سبيل المثال تعد سوق مصر أكبر الأسواق المالية العربية المسموح للمستثمر الأجنبي الدخول إليها، ولكن هذه السوق هي أصغر سوق من حيث الرسملة يدخل ضمن مؤشر مرجن ستانلي للأسواق الناشئة¹⁰. أما بورصة الجزائر، وهي من أحدث البورصات العربية

انطلقت في يوليو 1999)، فتنشطها أربع شركات فقط وهي صيدال (شركة صيدلانية) ورياض سطيف (سميد وعجائن) وفندق الأوراسي وشركة سوناطراك. مع الإشارة إلى أن سند هذه الأخيرة قد انتهت مدتها في بداية جانفي 2003.

إن تطوير أسواق المال العربية يقتضي، فضلا عن الجهود المحلية، تكاتف الجهود على المستوى العربي، وكذا الاستفادة من تجارب البلدان الأخرى. وعلى اتحاد أسواق المال العربية وصندوق النقد العربي واتحاد المصارف العربية وكل الهيئات المتخصصة ذات العلاقة تفعيل الدور المنوط بها في سبيل ترقية الاستثمار والأسواق المالية في البلدان العربية، وذلك من خلال توفير قاعدة معلوماتية حول مناخ الاستثمار العربي والربط المعلوماتي بين أسواق المال، وكذا تكثيف اللقاءات العلمية ما بين الخبراء والمتخصصين والدورات التدريبية والتقنية للكفاءات العاملة في الميدان.

وفي هذا الصدد يجدر التنويه بما قام به اتحاد البورصات وأسواق المال العربية¹¹ من إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية www.alshabaca.com. وهي تغطي أوراقا مالية لحوالي 1400 شركة مسجلة في 12 سوقا ماليا في 10 دول. وكذا ما قام به صندوق النقد العربي منذ أكتوبر 2002 بنشر بيانات عبر موقعه (www.amf.org.ae) حول أداء بعض الأسواق العربية المشاركة في

قاعدة بياناته، وهي أسواق كل من تونس والمغرب ومصر والسعودية والأردن ولبنان والبحرين والكويت وسلطنة عمان، في انتظار اشتراك الأسواق العربية الأخرى.

وفي الواقع، فإن مثل هذه الجهود ستعزز دون شك التدفقات الرأسمالية ما بين الأقطار العربية، وهي المنطلق الحقيقي للتكامل الاقتصادي العربي الذي يكاد أن يصبح حلما غير قابل للتحقيق.

5- منهج الخصخصة في البلدان العربية:

من أجل إبراز العلاقة بين الخصخصة والسوق المالية يجدر بنا الإشارة إلى مختلف الأساليب الممكنة لإجراء عملية الخصخصة، وكيفية اختيار الأسلوب الأنسب. وعلى كل فلا بد للتشريعات المتعلقة بالخصخصة أن تتضمن مختلف الأساليب المسموح بها قانونا. كما إن على الهيئة المكلفة بتنفيذ البرنامج أن تلتزم بالإجراءات القانونية المسموح بها.

وفي هذا الإطار نشير، على سبيل المثال، إلى ما تضمنه التشريع الجزائري من خلال الأمر رقم 95-22 الصادر في 1995/8/26، والمتضمن خصخصة المؤسسات العمومية. إذ نصت المادة 13 منه، والمحددة لمهام مجلس الخصخصة، على أن تنفيذ برنامج الخصخصة يجب أن يتم وفقا للتشريع والتنظيم، وكذا الإجراءات المنصوص عليها في هذا الأمر. ولا بد أن تكون استراتيجية الخصخصة وبرنامجها مصادق عليها من طرف مجلس الوزراء (المادة 20 من الأمر رقم 01-04).

- وفي نفس السياق نصت المادة 26 من الأمر رقم 04-01 المؤرخ في 2001/08/20، والمتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها، على أن تنفيذ عمليات الخصصة تتم :
- إما باللجوء إلى آليات السوق المالية (بالعرض في البورصة أو عرض علني للبيع بسعر محدد)؛
 - وإما المناقصات؛
 - وإما باللجوء إلى إجراء البيع بالتراضي بعد ترخيص مجلس مساهمات الدولة بذلك بناء على تقرير مفصل للوزير المكلف بالمساهمات؛
 - وإما بواسطة أي نمط آخر للخصصة يهدف إلى ترقية مساهمات الجمهور.

وعلى العموم، فعادة ما يتم التمييز بين نوعين من أساليب الخصصة: أساليب تتضمن تحويلًا كليًا أو جزئيًا للملكية، وأساليب تتضمن تحويلًا للإدارة. وهذا التقسيم هو نفسه الذي اعتمده المشرع الجزائري في الأمر رقم 95-22 السالف الذكر (المادة الأولى).

- لقد فصل أحد الباحثين هذين النوعين من الأساليب كما يلي¹²:
- 1- الأساليب التي تنطوي على بيع جزئي أو كلي لحصة الحكومة في ملكية المنشأة، وتتضمن:
 - الطرح العام للأسهم؛
 - الطرح الخاص للأسهم؛

- الخوصصة من خلال تملك العاملين وأعضاء الإدارة لحصة من رأس مال المنشأة؛
- الخوصصة من خلال بيع الأصول؛
- 2- أساليب الخوصصة التي لا تتضمن عملية بيع. وهي تتضمن:
 - تقسيم المنشأة إلى وحدات مستقلة؛
 - أسلوب الخوصصة بجلب استثمارات خاصة إضافية؛
 - التأجير وعقود الإدارة.

وبالنسبة للخوصصة التي تنطوي على عملية بيع، يمكن التمييز بين نوعين من الأساليب: أساليب تعتمد على الأسواق المالية وأساليب لا تقتضي هذه الأسواق، أو بالأحرى أساليب مباشرة وأساليب طرح الأسهم في الأسواق المالية. ولقد تضمن الأمر 95-22، المشار إليه آنفاً، إشارة إلى هذا التقسيم (الفقرة 2 من المادة 15). غير أنه لا يكفي وجود نص لاعتماد الأسواق المالية، إذ لا بد أن تكون هذه الأسواق نفسها فاعلة وقادرة على جذب رؤوس الأموال.

وعلى كل فإن اختيار أي أسلوب من الأساليب السالفة الذكر يتوقف في الأساس على الهدف من وراء تنفيذ برنامج الخوصصة. كما إن الهدف يختلف من مؤسسة إلى أخرى، وذلك باعتبار طبيعة نشاط المؤسسة ووزنها بالنسبة للاقتصاد الوطني، وكذا وضعيتها الاقتصادية والمالية. فقد لا ترغب الحكومة في التنازل عن بعض المؤسسات التي تعتبرها "استراتيجية"، كما قد ترى أن عجز بعضها ناتج عن أسباب تسييرية،

فتكون خصوصية الإدارة هي الأسلوب المعتمد في هذه الحالة. وعلى النقيض، فقد ترى أنه لم يعد للمؤسسة أي حظ للاستمرار في شكلها العمومي، فيكون التنازل الكلي هو الأسلوب المفضل، وذلك إما ببيع أصولها أو بطرح رأس مالها للاكتتاب.

وفي كل الأحوال ينبغي أن يكون هدف خصوصية أية مؤسسة منسجم مع الهدف العام لبرنامج الخصوصية. كما ينبغي أن يراعى في الترتيب الزمني للمؤسسات درجة تأهيلها واستعدادها للعملية. ويتم إدراك كل ذلك عن طريق عملية التشخيص والتقييم التي تسبق عملية الخصوصية. وحيث إن تجارب الخصوصية في الأقطار العربية تكاد تكون متشابهة، والمقام لا يسعنا للإشارة إلى مختلف التجارب، فتكفي الإشارة إلى مسار التجربة الجزائرية بإيجاز فيما يلي.

فبعد عمليات إعادة الهيكلة (العضوية والمالية)، والتي أسفرت عن تجزئة الشركات الوطنية (العمومية) إلى "وحدات اقتصادية"، صدر قانون استقلالية المؤسسات في 1988، والذي منح لهذه الوحدات الاستقلالية في تسيير شؤونها، وذلك بغرض وضعها أمام واقع السوق، حتى تتمكن من خلق قدرة تنافسية ذاتية. غير أن أكثر هذه المؤسسات أصابه العجز بعد أن سحب دعم الدولة عنه. وقبل انتهاء خيار الخصوصية تم تحويل مؤسسات القطاع العام إلى شركات مساهمة (SPA)، كما أجريت تعديلات على القانون التجاري في سنة 1993 (تعديل قانون 1975)، فأصبحت شركات القطاع العام قابلة للإفلاس والتسوية القضائية وتعامل بنفس

المعاملة مع شركات القطاع الخاص. كما تم في نفس السنة إصدار المرسوم التشريعي 93-12 المتعلق بترقية الاستثمارات.

غير أن أفصح قانون في هذا المسار هو قانون الخوصصة الذي صدر في سنة 1995 كتتويج لمسعى التوجه نحو اقتصاد السوق. وفي نفس السنة تم أيضا إصدار القانون المتعلق بكيفية تسيير رؤوس أموال مؤسسات القطاع العام (la loi sur la gestion des capitaux marchands de l'Etat) ومن أجل تجسيد هذين القانونين تم إنشاء مجلسين: المجلس الوطني للخوصصة (CNP) والمجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE). وتحت مظلة هذا الأخير تعمل الشركات القابضة، والتي حلت محل صناديق المساهمة المنشأة في 1988. وبعد أن كان عدد هذه الشركات القابضة إحدى عشر، أدمجت في سنة 2000 في خمسة شركات كبرى، ليتم تحويلها حاليا إلى شركات تسيير مساهمات الدولة وعددها 28 شركة.

ولقد شرع فعلا في تطبيق مشروع الخوصصة ولو بوتيرة بطيئة، وتم بيع عدد من المؤسسات. وحاليا تم وضع برنامج جديد يتضمن 1270 مؤسسة عمومية، منها 400 مؤسسة تم إعدادها لفتح رأسمالها في أجل لا يتعدى ستة أشهر¹³. وحسب تقرير لوزارة المساهمة وتنسيق الإصلاحات (أبريل 2002) فإنه منذ سبتمبر 2001 تم فحص 13 ملفا من طرف مجلس مساهمات الدولة (CPE)، منها 5 انتهت دراستها.

6- الأسواق المالية والخصوصية:

إن ما يهمنا في هذا البحث هو كيف تسير عملية الخصوصية في غياب الأسواق المالية، أو على الأقل في ظل أسواق مالية ضعيفة ومحدودة الحجم؟ فلا خلاف في أن الأسواق المالية تعد آلية أساسية وضرورية للإسراع بهذه العملية.

فسواء تم انتهاج أسلوب الاكتتاب (أو الطرح) العام أو الخاص أو فتح رأس المال، وهو ما يندرج في إطار السوق الأولية، فإن انتعاش هذه العملية، التي تولت مهمتها البنوك، يقتضي أيضا وجود سوق ثانوية (البورصة) تتيح إمكانية تداول هذه الأوراق لمن يرغبون في ذلك لاحقا.

ويجدر الذكر أن التجربتين الفرنسية والبريطانية تعدان مرجعا في هذا المجال. فلقد تمت خصوصية عدة شركات من خلال الأسواق المالية في هذين البلدين. غير أن المقارنة لن تكون موضوعية مع البلدان العربية بالنظر إلى عراقية وتطور الأسواق المالية في كل من فرنسا وبريطانيا من جهة، وقوة القطاع الخاص، وبالتالي وجود رؤوس أموال قادرة على الشراء، من جهة أخرى.

ومن ناحية أخرى، تعد الخصوصية أبرز مظهر للإصلاح الاقتصادي في البلدان العربية، وهي لا تستثني البيع للأجانب، في حين أن الهدف في البلدان الصناعية كفرنسا وبريطانيا وأمريكا هو التخلص من مؤسسات عمومية أثبتت عجزها. غير أن السمة الأساسية للخصوصية في هذه البلدان

هي أنه لا يتم البيع للأجانب، وحتى ما إذا تم، لسبب أو لآخر، فإنه لا يتم بيع أسهم الشركات دون بيع أصولها¹⁴.

وفي الواقع، أدى تزايد عمليات الخصخصة في كثير من البلدان العربية إلى تنام وانتعاش في الأسواق المالية لهذه البلدان. فعلى الرغم من اختلاف الأوزان النسبية للأساليب المعتمدة في الخصخصة من بلد إلى آخر، ومحدودية اعتماد الأسواق المالية لإجراء الخصخصة في البلدان العربية بوجه عام، ناهيك عن التردد الذي ما يزال يرافق هذه العملية (أي الخصخصة)، إلا أن كثيرا من هذه الأسواق عرفت نموا في السنوات الأخيرة، سواء من حيث الرسملة أو من حيث حجم المبادلات، كنتيجة للخصخصة.

وهكذا، فلقد ساهمت عمليات الخصخصة التي باشرها المغرب (إلى غاية 1996) لنحو 112 شركة، منها 37 فندقا سياحيا، في تطوير السوق المالية. وقد بلغ عدد الشركات التي تمت خصصتها عن طريق البورصة 11 شركة مرت كلها في أحسن الظروف، بل وإن طلب المكتتبين (من مغاربة وأجانب) فاق العرض بحوالي أربع أو خمس مرات¹⁵. وللإشارة فإنه منذ صدور المرسوم المتعلق بالخصخصة في 1990 بلغت إيرادات العملية حوالي 3.9 مليار دولار ما بين 1993 و 2001، منها 2.2 مليار دولار ناتجة عن فتح رأس مال شركة المغرب للاتصالات (Maroc Telecom)¹⁶.

ومن ناحية أخرى استقبلت بورصة الدار البيضاء 350 مليون دولار، أي ما يعادل 5% من رسملتها الإجمالية. ولقد أدى نهج الخصخصة والانفتاح الاقتصادي إلى فتح شركات معروفة عالميا فروعا لها بالمغرب من أمثال Merrill Lynch و Morgan Stanley و Solomon Brothers و Nomiura و Parisbas و Barings و pictets، وهي الآن تمارس أنشطتها المالية العادية في الأسواق المالية المغربية¹⁷.

أما في تونس فقد أدى تطبيق حوافز الاستثمار، لاسيما إمكانية امتلاك الشركات التونسية كليا (100% من رأسمالها) إلى استقبال ما يعادل 292 مليون دولار من الاستثمارات الأجنبية سنة 1997. كما كان لإصدار البنك الدولي العربي التونسي (BIAT) لـ 1.6 مليون سهم بقيمة 50 مليون دولار، والتي سوقت في الأسواق المالية العالمية في نوفمبر 1998، دفعة قوية للسوق المالية التونسية. بل ولقد اعتبرت هذه الخطوة بمثابة انطلاقة حقيقية في اتجاه عولمته¹⁸.

أما فيما يتعلق بعمليات الخصخصة فقد بلغ عدد المؤسسات التي تمت خصصتها في تونس خلال الفترة (1987-2002) 163 شركة، منها 78، وهو ما يمثل 53%، تم عن طريق بيع الأسهم، و 10 شركات (أي نسبة 4%) عن طريق الطرح العام (OPV : l'offre publique de vente)¹⁹. والطرح العام هي تقنية للتنازل عن طريق الأسواق المالية

تم اعتمادها بداية في بريطانيا وفرنسا، قبل أن تنتشر في مختلف البلدان.

وحسب التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002 بلغت قيمة أسهم الشركات التي تمت خوصصتها في مصر من خلال سوق الأوراق المالية، خلال عام 2001، حوالي 146.3 مليون دولار، وفي الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار، خلال الربع الثاني من عام 2001، نحو 113 مليون سهم من أسهمها في شركة الاتصالات عبر الاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت 553.7 مليون دولار، وفي السعودية تحولت أكثر من عشر شركات عائلية إلى شركات مساهمة عامة، وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم السعودي، وفي لبنان تم تحويل مؤسسة الكهرباء إلى شركة مساهمة، وتقرر بيع ما بين 15% و 30% لمستثمر رئيسي وطرح باقي الأسهم للاكتتاب العام عبر بورصة بيروت²⁰.

ولقد حقق عدد من الأسواق المالية العربية نموا نتيجة لعلميات الخوصصة. وعلى سبيل المثال أشار تقرير صدر في سنة 2002 حول الاستثمار في مصر إلى أن سوق المال في مصر نمت بشكل سريع حتى أصبحت من أفضل أسواق الرساميل في البلدان النامية خلال الفترة 1994-1997 بفضل الخوصصة، وذلك بالاستناد إلى مؤشر المجموعة المالية المصري، وهو مؤشر رسملة للأسهم المتداولة علانية في البورصة. وقد بلغ معدل النمو السنوي 157.5% سنة 1994، ثم انخفض إلى 19% سنة 1995 عندما تباطأ سير عملية الخوصصة،

ليرتفع بعدها إلى 40% (مقارنة بسنة 1994) بعدما تم بيع عدة شركات حكومية²¹.

وحيث إن مشروع الخصخصة ما يزال في بدايته، فإنه من المتوقع أن تنتعش هذه الأسواق أكثر في السنوات المقبلة. وحتى بالنسبة للدول التي اختارت نهج إصلاح القطاع العام بدلا من بيعه، كسوريا مثلا، لم تستبعد دور القطاع الخاص وأهميته، ولم تنكر دور الأسواق المالية. غير أن الملاحظ هو ضآلة مساهمة هذا القطاع في الناتج المحلي في البلدان العربية. فضلا عن ريعية الاقتصاد العربي عموما، ما تزال مؤسسات القطاع العام (الإنتاجية والمصرفية) تؤدي دور الممثل الرئيسي على المسرح الاقتصادي.

ومن المقترحات الملحة في مجال الخصخصة استبدال الديون الخارجية بمساهمات في الشركات المخصصة. وتتمثل أهمية هذا المنهج في أنه يساهم في:

- 1- التخفيف من وطأة المديونية الخارجية؛
- 2- جلب الاستثمار الأجنبي، بما ينطوي عليه من رؤوس أموال وتكنولوجيا وخبرات فنية؛
- 3- الإسراع بعملية الخصخصة وتجاوز عقبة ضعف رأس المال المحلي.

وعلى الرغم مما لوحظ من محدودية هذا الأسلوب في بعض البلدان التي تبنته، كبلدان أمريكا اللاتينية، إلا أننا نعتقد أنه سوف يساهم، إن

أحسن استخدامه، في إنعاش الاستثمار وتخفيف عبء الخزينة العمومية. فعلى سبيل المثال تمثل الديون الخارجية في الجزائر أكثر من 50 % من الدخل الوطني الإجمالي، كما تشكل خدماتها أكثر من 60 % من إيرادات الصادرات بالعملة الصعبة²².

7- استراتيجية الاستثمار واستراتيجية الخصخصة:

إن الخصخصة تعني تنازل الدولة عن دورها كمنتج، وفسح المجال للمبادرات الخاصة. فالخصخصة في حد ذاتها ليست هدفاً، وإنما هي أسلوب لتحقيق الإنعاش الاقتصادي وبلوغ النجاعة في الأداء، من خلال تطبيق آليات اقتصاد السوق.

ومن هنا ينبغي أن يصاحب برامج الخصخصة برنامج آخر أكبر أهمية يتمثل في تشجيع إنشاء المؤسسات الخاصة. فعمليات الخصخصة تظل مرحلة سوف تنتهي مهما طال أمدها. أما إنشاء المؤسسات فلا ينتهي، بل وهو الدلالة على نمو الاقتصاد، وهو المعبر الحقيقي عن القدرة على جذب الاستثمارات.

ومن الخطأ الاعتقاد بأن المؤسسات الكبيرة التي كانت تمتلكها الدولة ينبغي أن تعوض بمؤسسات كبيرة أخرى يمتلكها القطاع الخاص. فالقناعة بكون مؤسسات الحجم الكبير هي قاطرة التنمية، والتي كانت سائدة في سنوات السبعينيات وما قبلها، أصبحت محل نظر. فلقد عمدت عدة شركات

كبرى عالمية إلى عملية تجزئة أنشطتها وأسواقها، فأعدت تشكيل نفسها في وحدات صغيرة أو متوسطة الحجم. وحتى السياسات الاقتصادية في الدول الصناعية أضحت تهتم أكثر فأكثر بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

إن تأكيدنا على ضرورة الاهتمام بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الأقطار العربية، كسياسة في جذب الاستثمارات، ينبع من اعتبارين: ضعف القدرة على الاستيعاب، سواء بالنسبة إلى حجم الفرص الاستثمارية المتاحة أو بالنسبة إلى حجم السوق من جهة، ومحدودية رؤوس الأموال المحلية المتاحة للاستثمار من جهة أخرى.

ومن الملاحظ أن مؤسسات القطاع الخاص غالباً ما تعامل من طرف الهيئات والمؤسسات الحكومية معاملة الريب، بينما تعامل مؤسسات القطاع العام وفق مبدأ الأولوية. كما أن نشاط مؤسسات القطاع الخاص غالباً ما ينحصر في قطاع الخدمات والمناولات (sous-traitance) وبعض الصناعات الخفيفة، في حين نجد ما يسمى بالقطاعات الاستراتيجية محتكراً من قبل مؤسسات عمومية.

إن جذب الاستثمارات يبدأ بإعادة الاعتبار للقطاع الخاص وتهيئة المناخ المناسب له حتى يصبح الفاعل الرئيسي في الاقتصاد. فالحرية والأمان والرواج هي المتغيرات التي تتحكم في أي قرار استثماري. ومن بين أدوات تحقيق الرواج الاقتصادي السوق المالية.

8- خاتمة:

نخلص من هذا البحث بالقول إن هناك مفارقة في الواقع العربي: فمن جهة، يلاحظ ضعف في أداء الأسواق المالية العربية ومحدودية في أحجامها، ومن جهة ثانية هناك قناعة راسخة لدى الحكومات بأهمية هذه الأسواق ودورها الحاسم في جذب الاستثمارات، وأنشئت أجهزة متعددة محليا وإقليميا لبلورة هذه القناعة عمليا. ومع ذلك فشتان بين الحقيقة والطموح.

ومن ناحية أخرى، ينبغي علينا أن نتساءل دوما: كيف ندعو المستثمر الأجنبي إلى بلداننا العربية ونحن لم نستطع إمساك رؤوس الأموال المحلية عن الفرار إلى مناطق أخرى في العالم، أو إقناع المستثمرين العرب في الخارج بالرجوع بأموالهم إلى الوطن؟

لقد علمتنا التجربة أن جذب الاستثمارات لن يتم من خلال تراكم النصوص التشريعية وعقد المؤتمرات الترويجية مع المستثمرين في الداخل والخارج، وإنما يتم بالعمل الميداني في مجال الإصلاح الاقتصادي والمالي وتوفير قاعدة صناعية متكاملة وإرساء قواعد منافسة كاملة، وتطهير السلوك الإداري من البيروقراطية السلبية، وكذا ترقية الأدوات المالية، وتشجيع ودعم إنشاء المؤسسات، وتنمية الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد. وهذا كله ما يعبر عنه بتحسين مناخ الاستثمار. وأعتقد أنه لو استطاعت الحكومات العربية توفير المناخ المناسب للاستثمار لأغناها ذلك عناء التجول عبر العالم بحثا عن مستثمر. فرأس المال هو الذي يبحث عن الفرص في المناطق الآمنة والمربحة. وتجربة بلدان جنوبي شرق آسيا أبلغ دلالة على ذلك. وبالتالي فإن التغيير يبدأ من

الداخل. والقانون الإلهي يقول: "إن الله لا يغير ما بقوم حتى يغيروا ما بأنفسهم" (الرعد/11).

الهوامش:

- 1 عن رسالة المدير العام لصندوق النقد الدولي في التقرير السنوي للصندوق لعام 2002.
- 2 عن التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار لسنة 2001، ص7
- 3 عن مقال: اسماعيل حسن، "مناخ الاستثمار في الدول العربية .. هل يمكن تحسينه؟"، الأهرام الاقتصادي، العدد 1764 في 2002/10/28
- 4 عن تدخل عبد الرحمن صبري (كممثل للأمين العام لجامعة الدول العربية) في المؤتمر الدولي حول الحضارة الصناعية والاقتصاد الذي نظمه مركز زايد للتنسيق. جريدة الوطن 2002/9/12
- 5 التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار لسنة 2001، ص9
- 6 عن تدخل عبد الرحمن صبري السالف الذكر.
- 7 تم منذ 11 سبتمبر إصدار أربع قوائم من طرف الإدارة الأمريكية تضم أكثر من 150 شخصية ومؤسسة متهمه بضلوعها في تمويل عمليات إرهابية.
- 8 عن جريدة البيان الإماراتية بتاريخ 2002/01/25
- 9 عن جريدة الوطن السعودية بتاريخ 2002/10/11
- 10 عن بحث ليفصل القدسي، في جريدة البيان بتاريخ 2002/4/6 . وللإشارة فإن مرغن ستانلي شركة متخصصة تقوم بالأبحاث والدراسات في مجال الاستثمار والأسواق المالية متقدمة وناشئة. تأسست عام 1933 في نيويورك. تغطي قاعدة معطياتها حوالي 51 دولة (2001).
لمزيد من الاطلاع راجع: www.morganstanley.com
- 11 نشأ اتحاد البورصات العربية بتوصية من مؤتمر محافظي البنوك المركزية العربية، والتي صادق عليها المجلس الاقتصادي العربي في يونيو 1978. وقد تم عقد أول اجتماع لمجلس الاتحاد بتونس في يناير 1982، حيث تم اعتماد النظام الأساسي وخطة عمل الأمانة العامة التي شكلت لتنفيذ قرارات المجلس. ولقد تبلورت جهود الاتحاد أخيراً في تأسيس مشروعين هامين وهما: شبكة معلومات الأسواق المالية العربية والمؤسسة العربية للتقاص.
- 12 لمزيد من التفصيل راجع: منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة - خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 1995، ص45 وما بعدها.

- 13 عن الصحيفة الجزائرية: Le matin du 24 10 2002 استنادا إلى تصريح لوزير المساهمة وترقية الاستثمار.
- 14 حسين عمر، الجات والخصصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 1997، ص86
- 15 "مستحدثات البورصات العربية"، ورقة مقدمة من اتحاد البورصات العربية للمؤتمر السابع لرجال الأعمال والمستثمرين العرب المنعقد في بيروت خلال الفترة 18-20 أكتوبر 1997
- 16 in : Document sur le Maroc diffusé sur le web le 10/1/2002
- 17 جبار محفوظ، "العولمة المالية وانعكاساتها على البلدان النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد7، ديسمبر 2002، صص 194-195
- 18 نفسه، صص 195-196
- 19 عن وثيقة منشورة في الويب: www.tunisieinfo.com
- 20 عن جريدة البيان الإماراتية بتاريخ 16 أغسطس 2002
- 21 عن تقرير الاستثمار في مصر 2002 . راجع: www.arabconsult.com
- 22 جبار محفوظ، "فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد1، 2002، ص113