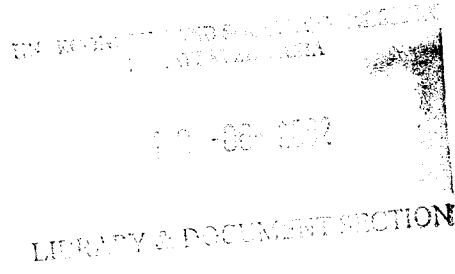


Distr.  
GENERAL

E/ESCWA/ED/1997/3  
6 August 1997  
ARABIC  
ORIGINAL: ENGLISH

اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا



دور الأسواق المالية في الخصخصة  
في منطقة الإسكوا



الأمم المتحدة  
نيويورك، ٢٠٠٢

لا تتطوي التسميات المستخدمة في هذا النص، ولا طريقة عرض المادة التي يتضمنها، على الإعراب عن أي رأي كان من جانب الأمانة العامة للأمم المتحدة بشأن المركز القانوني لأي بلد من البلدان، أو أي إقليم أو أية مدينة أو أية منطقة، أو أية سلطة من سلطات أي منها، أو بشأن تعيين حدودها أو تخومها.

وذكر أسماء شركات أو منتجات تجارية لا يعني ان الأمم المتحدة تؤيدها.

ويُقصد بالدولارات دولارات الولايات المتحدة الأمريكية.

## تمهيد

أعدت اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا هذه الدراسة تنفيذاً للنشاط رقم 05S433bD403، بعنوان "دور الأسواق المالية<sup>(١)</sup> في الخصخصة في منطقة الإسكوا". وقد نُقِّدَت كجزء من برنامج عمل وأولويات اللجنة للفترة ١٩٩٦-١٩٩٧<sup>(٢)</sup>. وأعدتها الأمانة التنفيذية للإسكوا، وهي تعتمد كذلك على نشوات متنوعة لصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، والمنظمات المختصة في بلدان الإسكوا.

---

(١) يُقصد بالأسواق المالية في هذه الدراسة بورصات الأوراق المالية، ما لم يذكر غير ذلك.

(٢) تضم منطقة الإسكوا ما يلي: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، المملكة العربية السعودية، الجمهورية العربية السورية، الأراضي المحتلة، العراق، عُمان، قطر، الكويت، لبنان، مصر، اليمن.



## المحتويات

الصفحة	
ج	تمهيد .....
	الجزء الأول
	لمحة عامة
٣	مقدمة .....
	الفصل
٧	أولاً- إصلاح القطاع الاقتصادي والمالي في منطقة الإسكوا .....
١٠	ثانياً- الخصخصة في منطقة الإسكوا .....
	الجزء الثاني
	دراسة حالة مصر
١٥	ثالثاً- سمات الاقتصاد المصري وخصائصه وحاجته إلى الإصلاح الاقتصادي .....
١٧	رابعاً- السوق المالية .....
١٧	ألف- سوق الأوراق المالية .....
١٨	باء- القطاع المصرفي .....
٢١	خامساً- الخصخصة .....
٢١	ألف- أداء القطاع العام وكفاءته قبل عملية الخصخصة .....
٢١	باء- برنامج الخصخصة .....
٢٧	جيم- أداء القطاع العام خلال الخصخصة .....
٢٩	دال- معوقات الخصخصة .....
٣١	هاء- فرص الخصخصة .....
	الجزء الثالث
	دراسة حالة الأردن
٣٥	سادساً- سمات الاقتصاد الأردني وخصائصه، وحاجته إلى الإصلاح الاقتصادي .....
٣٨	سابعاً- إصلاح القطاع المالي في الأردن .....
٤٠	ثامناً- السوق المالية .....
٤٢	تاسعاً- الخصخصة .....

المحتويات (تابع)

الصفحة

الجزء الرابع  
القضايا الإقليمية، والنتائج، والتوصيات والعناصر اللازمة لأي خطة عمل

الفصل

عاشراً-	القضايا الإقليمية: أثر التعاون والتنسيق بين الأسواق المالية لمنطقة الإسكوا على عملية الخصخصة	٤٧
حادي عشر-	النتائج، والتوصيات والعناصر اللازمة لأي خطة عمل	٥١
	ألف- النتائج	٥١
	باء- التوصيات والعناصر اللازمة لأي خطة عمل	٥٣

قائمة الجداول

٢٢	١- مصر: مؤشرات أداء المؤسسات العامة غير المالية	٢٢
٢٤	٢- مصر: تأثير الخصخصة	٢٤
٢٧	٣- مصر: إيرادات البيع من الخصخصة في نهاية آب/أغسطس ١٩٩٦	٢٧
٢٨	٤- معلومات اقتصادية عن مؤسسات القطاع العام ٩١/١٩٩٠-٩٥/١٩٩٤	٢٨
٢٩	٥- مصر: مؤشرات أداء المؤسسات العامة غير المالية خلال الخصخصة ٩٥/١٩٩٤-٩١/١٩٩٠	٢٩
٥٤	المراجع	٥٤

الجزء الأول

لمحة عامّة





### مقدمة (٣)

لا شك ان وجود سوق مالية متطورة يزيد الخيارات أمام الحكومات لتصفية استثماراتها في مؤسسات القطاع العام، ويجعل من العرض العام للأسهم أو الاكتتاب في البورصة المحلية للأوراق المالية خيارا فعليا. والعرض العام أسلوب من أساليب الخصخصة. كما يمكن للخصخصة أن تأخذ شكل بيع خاص أو عطاء في مناقصة، حيث يقتني مشتر محددا سلفا، أو مجموعة من المشترين، مؤسسات تابعة للقطاع العام عن طريق الامتلاك المباشر أو التوظيف الخاص. كذلك فإن وجود سوق مالية متطورة يعني زيادة فرص الوصول إلى الجمهور العام من المستثمرين.

لكن عرض اقتناء أصول مملوكة للدولة على القطاع الخاص عادة ما تكون مسألة حساسة سياسيا، وهي تواجه مقاومة من جهات عدة، لا سيما من الإدارة والعاملين. لذلك فمن المتوقع للخصخصة أن تكون عملية بطيئة، وان تتوخى الحكومات الحذر في تنفيذها. كما ان الحرص على الشفافية، وعلى ضمان نزاهة الصفقة، فضلا عن تلافي تركيز الثروات أو خلق احتكار خاص يحل محل الاحتكار العام القديم، كلها مسائل يمكن ان تبطئ عملية الخصخصة.

ومن هنا، فإن توافر التأييد السياسي عنصر أساسي في تحقيق الخصخصة بسرعة ونجاح. وتكمن إحدى وسائل تأمين هذا التأييد في توسيع قاعدة ملكية الحصص في مؤسسات القطاع العام الخاضعة للخصخصة. وتكون الوسيلة في ذلك هي السوق المالية. فمن المعروف ان السوق المالية تساعد على تنفيذ عملية الخصخصة وتسهم في الوقت ذاته في التغلب على المقاومة السياسية التي يبديها الناس. فلا شك في ان توسيع ملكية الأسهم يساعد على خلق "الكتلة" المطلوبة من الملاك المستعدين لدعم عملية التحول الصعبة إلى اقتصاد السوق.

وفي وجود سوق مالية متطورة تستطيع الحكومات تصفية استثماراتها في مؤسسات القطاع العام ببساطة، وذلك ببيع أسهمها للجمهور. كما ان إدراج مؤسسة من المؤسسات العامة في بورصة الأوراق المالية يساعد على اجتذاب التأييد من جمهور المستثمرين. لكن إذا كانت المؤسسة غير مسجلة في البورصة، فإن العرض العام قد يستدعي ان تدرج بعد التزامها ببعض المعايير القانونية والمالية، حسب القوانين المنطبقة في السوق المالية.

كذلك فإن إدراج شركة محددة للخصخصة في البورصة يستدعي عادة إعادة هيكلة هذه الشركة. وهذا بدوره يسفر عن عملية شفافنة تجعل من الخصخصة مسألة مقبولة سياسيا. كما ان توسيع قاعدة الأسهم يجعل من الصعب إعادة تأمين الأصول المخصصة.

كما ان وجود سوق مالية متطورة يجعل من الاستثمار في أسهم المؤسسات الخاضعة للخصخصة أكثر سهولة وقد يشجع المستثمرين في حد ذاته، على توظيف أموالهم في هذه الأسهم. وتفسير ذلك ان سهولة الأصول وسهولة التصرف فيها هما عاملان أساسيان في اجتذاب الاستثمار. وهذا ينطبق على المستثمرين المحليين، لكنه يلائم أكثر المستثمرين الأجانب وما يعرف "برؤوس الأموال الهاربة".

ولا شك ان إدراج مؤسسة عامة في البورصة أمر مفيد أيضا من وجهة النظر الاقتصادية، بمعنى ان هذه المؤسسة، شأنها شأن أي شركة خاصة أخرى، يجب ان تتضبط مع انضباط السوق المالية وان تعمل

(٣) استنادا إلى: Ahmed Abisourour, "The emerging Arab capital markets: status, role and development prospects", in:

*Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*, Said El-Naggar, ed. (صندوق النقد الدولي، واشنطن العاصمة، ١٩٩٤).

بكفاءة تزيد عما اعتادت عليه. وعلى سبيل المثال، فإن إدراج مؤسسة عامة في البورصة يُخضعها لمراقبة المصرفيين والمستثمرين. وإذا تدهور أدائها، فمن الممكن أن ينحسر عدد المساهمين وتقل أرباحهم، وقد يتم الاستيلاء عليها.

والعلاقة بين تطوير السوق المالية والخصخصة علاقة مزدوجة. ذلك ان وجود سوق مالية متطورة يسهل كثيراً على الحكومات اتخاذ قرار بيعها في ضوء المعلومات التي تتوافر لها عن العرض والطلب. فعلى مستوى الطلب، مثلاً، تعتبر المعلومات المتعلقة برسملة سوق البورصة مؤشراً أساسياً على حجم السوق، ودرجة السيولة فيها، وطاقتها الاستيعابية، وهي عوامل جوهرية في تحديد الوقت المناسب لإدراج المؤسسة المرشحة للخصخصة حتى تزدحم السوق. وأما على مستوى العرض فلا شك ان وجود البنى الأساسية لسوق مالية متطورة يعني توافر الآلية لتوزيع الحصص والأسهم، مما يتيح انتشار الملكية بسهولة نسبية.

وعلى الرغم من ان منطقة الإسكوا تشتمل على عدد من أكبر المستثمرين المؤسسين في الأسواق المالية الدولية في العالم، فإن أسواقها المالية لا تزال صغيرة نسبياً، ومجزأة وخاضعة أساساً للمصارف التجارية. وعلى سبيل المثال، تُقدّر الرسملة الإجمالية للأسواق المالية الرسمية لبلدان الإسكوا، أو لبورصة أوراقها المالية بحوالي ٦٥ مليار دولار فقط، قياساً على الأصول الأجنبية التي يمتلكها القطاع الخاص في منطقة الإسكوا، والتي تُقدّر قيمتها بما يزيد عن ٢٥٥ ملياراً.

وإذا كانت ثمة فروق كبيرة بين بلدان الإسكوا بخصوص أهمية الأسواق المالية، في ظل الازدهار الذي تعرفه أسواق رأس المال في مصر والأردن والكويت، فإن عرض رؤوس أموال الشركات ما زال محدوداً بوجه عام، سواء من حيث القيمة المطلقة أو بالنسبة إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي لاقتصادات هذه البلدان. ويعكس هذا الوضع عدداً من العوامل المقيدة للعرض والطلب في رؤوس الأموال، ومنها المشاريع المغلقة، المملوكة لعائلات في المنطقة.

وفي ظل التنافس على الموارد المالية الأجنبية، وقلة الموارد المالية المتاحة محلياً في عدد من بلدان الإسكوا، قياساً على احتياجاتهم الإنمائية، تزايد الاعتراف بأن الأسواق المالية قادرة على القيام بدور هام في توفير التمويل للقطاعات الإنتاجية وفي تسهيل عملية الخصخصة.

لكن على الرغم من التطور المحدود نسبياً للأسواق المالية في منطقة الإسكوا، فإن صانعي القرار في بلدان الإسكوا يدركون يوماً بعد آخر الدور المفيد لأسواق رأس المال في تعزيز عملية الخصخصة، وبالتالي في حشد الموارد المالية وتخصيصها للتنمية. وبالنظر إلى تجربة الأسواق الناشئة في مناطق نامية أخرى، وبالأخص في أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا، يلاحظ ان ثمة شرطين أساسيين لا بد ان يسبقا أي تطوير للأسواق المالية في منطقة الإسكوا، إذا أريد لها ان تقوم بدور إيجابي في عملية الخصخصة. والشرط الأول هو ان يتوافر في البلد مناخ اقتصادي يساعد على تطور مؤسسات القطاع الخاص ونموها؛ والثاني هو توافر بنية قوية لسوق رأس المال، ويمكن تحقيق الشرط الثاني بتطبيق سياسات سليمة ترتبط بآليات المعلومات والمحاسبة، وبالنظم والقواعد الخاصة بالسوق والإشراف عليها، وبحقوق الملكية وفعاليتها التسعير والنظم الضريبية.

ولهذا الغرض، بذل عدد من بلدان الإسكوا جهوداً لتطبيق بعض الإصلاحات في القطاعين المالي والنقدي، منها الحد من الضغوط التضخمية ومن نسبة عجز الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتدعيم

أداء القطاع الخارجي. كما استقبل عدد من هذه البلدان تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال الخاصة (مصر ولبنان) إلى جانب التداول بالعملة الوطنية (مصر، الأردن ولبنان).

لقد تمثل الأثر الأساسي للإصلاحات المالية في منطقة الإسكوا في معالجة الثغرات الهيكلية في الأطر القانونية والتنظيمية. غير ان ذلك أيضاً يختلف بين بلدان الإسكوا نتيجة لمجموعتين من العوامل:

١- التطور الحاصل في تطبيق إجراءات دعم السوق، ومنها:

- (أ) تحسين نظم التجارة والإبلاغ والمحاسبة؛
- (ب) تدعيم الإجراءات القانونية؛
- (ج) إزالة التشوهات المالية التي لا تشجع الدخول برأس المال.

٢- التطور الحاصل في برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي الأوسع نطاقاً، وخصوصاً في المجالات التالية:

(أ) تحرير القواعد التنظيمية التي تحكّم الاستثمار المباشر وغير المباشر، بما في ذلك ملكية رأس المال، وإمكانية الوصول إلى السوق، وإرجاع رؤوس الأموال، وأرباح الأسهم والمكاسب المالية إلى أوطان المستثمرين؛

(ب) خصخصة المؤسسات العامة، لاسيما في قطاعات الصناعة والاتصال والمال؛

(ج) إصلاح نظام الاستثمار المحلي، بما في ذلك تفكيك البنى الاحتكارية الحكومية أو الفردية داخل السوق.

ومن زاوية الاقتصاد الكلي، فإن العوامل الأساسية التي تحدد تطور الأسواق المالية في منطقة الإسكوا ونجاحها في تطبيق الدور المطلوب منها في عملية الخصخصة هي حالة السياسة الاقتصادية الكلية للبلد وحالة العلاقات المالية الخارجية.

وهذه العوامل ستبقى هي الحاسمة في التأثير على مفهوم المستثمرين لمخاطر الاعتمادات المالية والتحويلات. ولهذا، يجب ان تكون سياسات التعامل مع الطلب إجمالاً مصحوبة بالتركيز على الإصلاحات الهيكلية بحيث تتعزز قدرة العرض على الاستجابة في اقتصادات الإسكوا، بذلك يقلل تأثيرها بالصدمات الخارجية المفاجئة ويتحسن أدائها في القطاع الاجتماعي.

ومن الواضح أيضاً ان بلدان الإسكوا تحتاج إلى مجموعة من السياسات التي تستهدف، بالذات، تعزيز العرض والطلب في رؤوس الأموال. كما ان الأسواق المالية يمكن ان تتلقى دفعة قوية من عملية الخصخصة لأن الخصخصة في صميمها تنطوي على معالجة مكامن القصور في القطاع العام وتمهيد الساحة أمام أنشطة القطاعين العام والخاص جميعاً. ولكي تتمكن الأسواق المالية من أداء دورها المنشود بكفاءة في عملية الخصخصة، لا بد ان تكون السياسات موجهة نحو إقرار بعض الشروط، منها حقوق ملكية واضحة وأنظمة فعالة لتسوية الحسابات، وأنظمة للكفالة، وشروط تجارية وتسعيرية شفافة من بين الأدوات المالية المتعددة، وكذلك إجراءات ملائمة لإرجاع رؤوس الأموال والأرباح إلى وطن المستثمر.

وتتناول هذه الدراسة دور الأسواق المالية في الخصخصة بمنطقة الإسكوا، وفي إطار برامج التكيف الهيكلي المالي والاقتصادي المرتقب من البلدان الأعضاء. لكن مع التركيز على مصر والأردن، وقد اختير هذان البلدان لنجاحهما في تطبيق برامج التكيف الهيكلي الاقتصادي والمالي، بما في ذلك الخصخصة وإصلاح القطاع المالي.

ويعنى الفصلان الأول والثاني من الجزء الأول لهذه الدراسة بتفسير العلاقة بين إصلاح القطاعين الاقتصادي والمالي، وبين الخصخصة في منطقة الإسكوا، لمعرفة ما إذا كان الإصلاح يُسهل الخصخصة. والجزء الأول يُعرّف القارئ بعالم الأسواق المالية؛ وبإصلاح القطاعين الاقتصادي والمالي؛ وبالعلاقة بين هذه العناصر وبين الخصخصة. وبالإضافة إلى هذا، يطرح الجزء الأول بعض الأسئلة عن طبيعة الأسواق المالية ومستلزماتها من حيث علاقتها بالخصخصة.

أما الجزء الثاني فهو عبارة عن دراسة حالة لمصر، فيعرض الفصل الثالث خلفية تحليلية لملامح وسمات الاقتصاد المصري وحاجته للإصلاح الاقتصادي. ثم يقدم الفصل الرابع تحليلاً لسوق مصر المالية، بما فيها سوق الأوراق المالية والسوق المصرفية. كما يستعرض الفصل الرابع حالة السوقين معاً؛ وخصائصهما، وأنشطتهما وأهدافهما؛ ومختلف العوائق التي يواجهها في تحقيق هذه الأهداف. لقد اجتذبت الخصخصة في مصر اهتمام عدة جهات خلال الأعوام القليلة الماضية، وذلك بفضل وضوح توجهاتها، وبرامجها، وأساليب تنفيذها، الجداول الزمنية لهذا التنفيذ. هذه المسائل، وسائر المسائل المتصلة بها هي موضوع الفصل الخامس.

وأما الجزء الثالث فهو دراسة حالة للأردن. فالخصخصة في الأردن لا تزال في طورها الجنيني ولم يوضع أي برنامج متكامل للخصخصة حتى الآن. وقد أدى ذلك إلى ظهور وجهات نظر متباينة بخصوص الأساليب المفروض اعتمادها في الخصخصة والمؤسسات العامة التي يجب أن تشملها هذه الخصخصة. ويُعزى هذا الوضع جزئياً إلى أن الحكومة الأردنية بدأت العمل في هذا المجال منذ فترة قصيرة (١٩٩٤ و ١٩٩٥). ويقدم الفصل السادس خلفية تحليلية حول سمات الاقتصاد الأردني وخصائصه وحاجة الأردن إلى الإصلاح الاقتصادي. ويعقب ذلك في الفصل السابع تحليل حول إصلاح القطاع المالي. في هذا الصدد اتخذ الأردن إجراءات هامة خلال الأعوام القليلة الماضية، من أبرزها حرية تعامل الأجانب مع سوق عُمان المالية (البورصة)، وتحرير أسعار الفائدة وإلغاء القيود عن العملات الأجنبية. أما الفصل الثامن فيقدم وصفاً تحليلياً لسوق الأردن المالية، كما يجيب على عدد من الأسئلة المطروحة بخصوص تحرير أسعار السوق، وإطار السياسة النقدية والتمويلية، وحدود المنافسة بالنسبة للسوق، ومسائل أخرى تتصل بذلك. وقد أصبحت الخصخصة محطّ سجالات عام خلال الأعوام القليلة الماضية. ويتوقع برنامج التكيف الهيكلي الاقتصادي والمالي في الأردن أن تقوم الحكومة بتطبيق إجراءات فعالة في هذا المجال، هذا في وقت أقرت فيه الحكومة بأن المؤسسات العامة لن تحقق الكفاءة إلا بالخصخصة، وتشجيع الاستثمار الأجنبي، والحد من العبء المادي الواقع على ميزانية الحكومة. هذه الموضوعات وغيرها من القضايا المتصلة بها هي موضوع الفصل التاسع.

كذلك فإن التعاون والتنسيق بين الأسواق المالية لمنطقة الإسكوا يُعتبران من الأدوات الأساسية لتعزيز الخصخصة في منطقة الإسكوا. وفي الجزء الرابع، يجري التطرق إلى بعض معوقات الخصخصة والمقترحات المطروحة لمعالجتها. ويشكل هذا الموضوع محور اهتمام الفصل العاشر. أما الفصل الحادي عشر فيقدم النتائج والتوصيات وبعض الأفكار لخطة العمل في هذا الصدد.

## أولاً- إصلاح القطاع الاقتصادي والمالي في منطقة الإسكوا<sup>(٤)</sup>

لا تواجه بلدان الإسكوا كلها نفس التحديات الاقتصادية. فبقدر ما تختلف هذه البلدان من حيث البنى الاقتصادية وتوافر الموارد ومستوى التنمية تختلف أيضاً من حيث التحديات الهامة التي تواجهها، والضغوط التي تفرضها على الإصلاح الاقتصادي.

فبالنسبة إلى مجلس التعاون الخليجي، يتمثل التحدي الأساسي في الحفاظ على استراتيجيات حذرة لإدارة الاقتصاد الكلي في ضوء المخاوف السائدة في أسواق النفط العالمية<sup>(٥)</sup>. وهكذا، فإن الفوائد الرئيسية للإصلاح "الجاري" في القطاع المالي والتنمية المستمرة للأسواق المالية بالنسبة إلى هذه المجموعة من بلدان الإسكوا يمكن ان تكون مزيداً من المرونة في السياسات النقدية والمالية أمام الصدمات المفاجئة للاقتصاد الكلي.

أما بالنسبة إلى بلدان الإسكوا ذات الاقتصادات الأكثر تنوعاً، فإن التحدي الأساسي يكمن في بلوغ نمو اقتصادي مستدام لمواجهة النمو المطرد للسكان<sup>(٦)</sup>. وبالنسبة إلى هذه البلدان، فإن فوائد إصلاح القطاع المالي يُنتظر ان تأخذ شكل استخدام أفضل للموارد. لكن التركيز يبقى على تعزيز طبيعة القطاع المالي فضلاً عن إصلاحات هيكلية أخرى. وبالنسبة إلى غالبية هذه البلدان، يبدو ان المشكلة الرئيسية تتمثل في سيطرة القطاع العام على النشاط الاقتصادي، وذلك إلى حد ما بسبب سياسات الماضي التي كانت ترمي إلى إحكام السيطرة على الموارد الطبيعية الاستراتيجية أو إنشاء صناعات أساسية. وفي كثير من الحالات، فإن هذا الموقف لم يؤد فقط إلى العجز المالي الكبير وبرزو الدين العام، وإنما أيضاً إلى اتجاه كثير من المؤسسات العامة نحو فقدان الكفاءة ونحو الضعف المالي. والسبب في هذا هو سيطرة الحكومة على قرارات التسعير والاستثمار في معظم المؤسسات العامة، وغياب الدافع نحو خوض منتجاتها لمحك المنافسة في السوق. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى إعادة الهيكلة، بل وإلى الخصخصة أيضاً.

وبما ان معظم بلدان الإسكوا ترى في الخصخصة الحل الأفضل على الأمد الطويل، فلا بد من وجود سوق مالية تساعد على ذلك، وتكون وسيلة لبيع الأصول إلى القطاع الخاص، ولتسهيل تقييم هذه الأصول تقييماً سليماً. كما ان للسوق المالية دوراً آخر ضمن هذا السياق، وهو اجتذاب الموارد المالية الأجنبية، شرط رفع القيود عن السياسة الاستثمارية، وعن إجراءات مراقبة أسعار الصرف. وبالنسبة إلى بلدان الإسكوا التي يعود عليها ذلك أساساً في شكل ضوابط تتميز بالكفاءة والمرونة، للاقتصاد الكلي، فإن المهمة الرئيسية تتمثل في تحسين أدوات السياسة النقدية غير المباشرة، وفي تطوير البنى الأساسية للسوق المالية.

(٤) استناداً إلى: Manual Guitian, "The Role of Financial Sector Reform in macroeconomic and structural adjustment, in: *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*; André Hovaguimian, "The role of financial institutions in facilitating investment and capital flows", in *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*; and Ahmed Abisourour, "The emerging Arab capital markets: status, role and development prospects, in *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*, Said El-Naggar, ed. (صندوق النقد الدولي، ١٩٩٤، واشنطن العاصمة).

(٥) بلدان مجلس التعاون الخليجي هي: البحرين، والكويت، وعمان، وقطر، والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية

المتحدة.

(٦) البلدان والمناطق ذات الاقتصادات الأكثر تنوعاً الأعضاء في الإسكوا هي: مصر، والعراق، والأردن، ولبنان، والجمهورية

العربية السورية، وجمهورية اليمن، والأراضي المحتلة.

وثمة تحد هام ومستمر يتمثل في خلق أسواق نقدية توفر السيولة بين المصارف وأسواق نقدية قصيرة الأجل يمكن ان تستخدمها المصارف المركزية في عمليات السوق المفتوحة. وفي هذا الاتجاه، فإن مصر وعداداً من بلدان الإسكوا أقامت فعلاً مزادات على أدون الخزانة بأسعار فائدة تحددتها السوق، فيما أصبح، بسرعة، عاملاً حاسماً في تحديد الظروف النقدية المحلية. كما اتخذ عدد آخر من بلدان الإسكوا خطوات لتعزيز اعتمادها على الاحتياطي الإلزامي (الأردن واليمن)، ولتطوير سوق ما بين المصارف (مجلس التعاون الخليجي، والأردن، ومصر ولبنان). يبقى ان مزيداً من الفوائد يفترض ان تنتج عن الجهود المتواصلة لتوطيد الأسواق المالية عن طريق عدد من الإجراءات، منها تعزيز المنافسة بين الجهات الفاعلة في القطاع المالي وتوسيع نطاق الوصول إلى الأسواق تدريجياً.

وهناك سمة مميزة أخرى للتحديات الاقتصادية التي تواجهها بلدان الإسكوا وهي مدى ما تتعرض إليه بعضها من صعوبة في مشاكل ديونها الخارجية وصعوبة خدمة هذه الديون، بينما ينعم بعضها الآخر بفائض في رؤوس الأموال، يعدّ من أكبر البلدان المستثمرة والمانحة في العالم. ونظراً إلى الإمكانيات الهائلة أمام حركة رؤوس الأموال بين دول الإسكوا، فإن إصلاح القطاع المالي من شأنه ان يساعد على دفع حركة رؤوس الأموال بين بلدان الإسكوا بمزيد من الحرية.

ولا شك ان التطورات الأخيرة التي شهدتها الأسواق المالية الدولية قد تركت بصماتها على بلدان الإسكوا، وهو ما يتضح من تأثير العولمة وتحرير الأسعار وتوظيف السندات. وبذلك أصبحت بلدان الاقتصادات "المفتوحة" أقل حماية وتعرضت لاضطرابات وصدمات ليست ناتجة عن عوامل داخلية.

كما أصبح هروب رؤوس الأموال من بلدان الإسكوا المديونة مشكلة خطيرة، وتسببت لها حركات المضاربة برؤوس الأموال في اضطرابات شديدة ومفاجئة في العمل الطبيعي لأسواقها المالية.

إلا ان الأسواق المالية في عدد كبير من بلدان الإسكوا تطورت حتى أصبحت باطراد قنوات مهمة في تعبئة الموارد المالية وتوزيعها. وساهمت في تمويل استثمارات القطاع العام والخاص بأصول إنتاجية. وكثيراً ما اتخذ ذلك شكل التمويل بالقرض وليس برأس المال، مما نتج عنه نموذج أقل ضماناً لتمويل الشركات وتوزيعاً أقل كفاءة للموارد المالية. وفي النتيجة، تزايد الإفراط في مديونية الشركات مع تزايد العجز في القطاع العام، حتى في بلدان مجلس التعاون الخليجي، التي كانت تحقق قبل أعوام قليلة فقط فوائض كبيرة تتجاوز الطاقة الاستيعابية لاقتصاداتها. وقد تسببت هذه المديونية في كبح النشاط الاقتصادي وزيادة الحاجة إلى تدعيم الهيكل المالي لمؤسسات القطاع العام في معظم بلدان الإسكوا. كما ساهمت في زيادة الوعي بالاختلالات الهيكلية الموجودة في آليات الوساطة المالية.

وخلال الأعوام القليلة الماضية، عملت معظم بلدان الإسكوا على تنمية أسواقها المالية المحلية. وطبقت سياسات تستهدف تحسين المناخ التجاري، وتصحيح الاطار القانوني والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية وسن قوانين متكاملة بشأنها. وتستند هذه القوانين إلى مجموعة موحدة من الأهداف المشابهة لتلك المعتمدة في اقتصادات السوق:

١- تعبئة الاتّخار عن طريق رؤوس الأموال وفرص استثمار الدين الطويل الأجل في القطاعين العام والخاص.

٢- تسهيل حصول الأنشطة التجارية الجديدة على رؤوس الأموال والحد من مخاطر الاستثمارات الطويلة الأجل.

٣- توسيع قاعدة ملكية المؤسسات عبر التوزيع الواسع لأسهم الرساميل.

ولا شك ان الحكومة والبنية المؤسسية للوساطة المالية هما اللتان شكلتا على الدوام مناخ التجارة والأعمال وحجم أسواق رأس المال في بلدان الإسكوا.

كما لعب القطاع العام دورا حاسما في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي في كل بلدان الإسكوا تقريبا. والذي أملى هذا الوضع هو مقتضيات التحول بعد الاستقلال أو مستوى سيطرة الحكومة على الموارد والأنشطة الاقتصادية والموارد المالية الهائلة التي تراكمت فجأة في يد الحكومة. كما ان الحاجة إلى خطط طموحة للتنمية الاقتصادية قد أعطت مزيدا من القوة لدور القطاع العام، وقد نتج عن هذا الوضع مجموعتان من الانعكاسات المتناقضة بخصوص الادخار والاستثمار وتوزيع الموارد، وبالتالي تراكم رؤوس الأموال وهياكل التنمية الاقتصادية.

كما ساعد تدخل القطاع العام في النشاط الاقتصادي على تنمية البنى الأساسية التي لولاه ما كانت لتصل إلى مستواها الحالي. ومهد هذا التدخل الطريق أمام المزيد من النمو في القطاع الخاص. لكنه في الوقت ذاته، ينظر إلى احتكار القطاع العام للنشاط الاقتصادي على انه أثرا سلبيا على الحجم الإجمالي للمدخرات الوطنية. كذلك فإن زيادة المصروفات العامة على الخدمات الحكومية، التي هي في غالبيتها مدعومة أو دون سعرها الفعلي، زاد من جملة الطلب على هذه الخدمات، وبالتالي، من حجم استهلاكها، مما أدى بدوره إلى انخفاض معدل الادخار. ومن هنا برزت بعض التشوهات في نظام الأسعار، مما جعل توزيع الموارد أقل توازنا، وأشعل الضغوط التضخمية، وانعكس سلبا على مستوى المدخرات الكلية.

أما بالنسبة إلى البنية المؤسسية للوساطة المالية، فمن الملاحظ ان الأسواق المالية في كل بلدان الإسكوا تقريبا تخضع لسيطرة المصارف التجارية، التي دأبت على حصر قروضها في التمويل التجاري القصير الأمد. لكن إصدار الأوراق المالية بدلا من الاعتمادات المصرفية بوصفها استثمارا ماليا أساسيا أصبح مسألة ملحة في الأعوام الأخيرة. ويعزى التغيير في الموقف إلى نزعة الخصخصة التي تزداد زخما في معظم بلدان الإسكوا.

وعلى الرغم من ان مناخ التجارة والأعمال قد تحسن أمام التمويل في بلدان الإسكوا خلال الأعوام الماضية، إلا ان البنى التنظيمية والمؤسسية الضعيفة للأسواق المالية في معظم هذه البلدان لم تساعد على تحسين هذا المناخ على الوجه الأكمل. لذلك، لا تزال كثير من الأسواق المالية في منطقة الإسكوا أسواقا غير رسمية، مفتقرة للشفافية، وتعاني من النتائج السلبية للمضاربة التي لا تخضع للمراقبة.

كما ان غياب الهياكل التنظيمية والمؤسسية القوية قد أعاق في الواقع ظهور بعض الأسواق المالية في الإسكوا، وتسبب في نمو أسواق أخرى على غير المطلوب، مما استدعى اتخاذ تدابير تصحيحية مكلفة.

وإذا كانت القوانين والقواعد التنظيمية التي تحكم الأسواق المالية في منطقة الإسكوا تختلف من حيث النهج، فإنها تستهدف كلها، رغم ما بها من ثغرات، حشد المدخرات، وتوفير التمويل للقطاعين العام والخاص، وحماية مصالح المساهمين والمتداولين على السواء. أما المشاكل التي تعاني منها هذه الأسواق فتتصل أساسا بتعزيز المعايير المحاسبية، وبتحسين آلية تداول المعلومات، وحماية صغار المستثمرين من التداول الداخلي والممارسات والتجاوزات الأخرى.

## ثانياً - الخصخصة في منطقة الإسكوا

ترتبط الخصخصة، بمعناها الواسع، بفكرة الحد من تدخل الدولة في الاقتصاد بصفة عامة والحد من مستوى الدعم المالي بصفة خاصة. وتتطوي الخصخصة في منطقة الإسكوا عادة على ثلاثة جوانب:

- ١- بيع الأصول المملوكة للدولة.
- ٢- التخلي عن عدد من الخدمات الحكومية.
- ٣- إزالة الاحتكارات الرسمية لإفساح المجال أمام المنافسة.

وخلال الأعوام القليلة الماضية، اكتسبت الخصخصة في منطقة الإسكوا أهمية متزايدة بفعل العوامل التالية:

- (أ) الإقرار بأن عدداً كبيراً من المؤسسات العامة أصبح عبئاً مالياً وإدارياً على الدولة؛
- (ب) تزايد الضغوط لخصخصة المؤسسات العامة؛
- (ج) النقاش الإيجابي العام بشأن الخصخصة.

وتتميز معظم بلدان الإسكوا بتدخل كبير من جانب الدولة (أي للقطاع العام) في الاقتصاد. وقد اتخذت ضغوط الحد من هذا التدخل عبر خصخصة المؤسسات العامة شكلين اثنين: أولاً، الضغوط الخارجية، وبالأخص من جانب صندوق النقد الدولي، الذي مارس ضغطه في شكل برامج التكيف الهيكلي المصممة خصيصاً لعدد من بلدان الإسكوا، وثانياً، الضغوط الداخلية المتأتية عن مصدرين:

١- الوضع المالي، ويتبدى في العجز المالي الذي تواجهه غالبية بلدان الإسكوا بدرجات متفاوتة. وقد ساد انطباع بأن من شأن الخصخصة أن تحد من هذا العجز، لاسيما وأن قسماً كبيراً سببه الدعم المالي الذي يقدم للمؤسسات العامة، وأسعار عدد من الخدمات الحكومية.

٢- الأيديولوجية المتعلقة بدور الدولة في الاقتصاد.

لقد أصبح السجال العام مؤيداً لفكرة الخصخصة في معظم بلدان الإسكوا خلال الأعوام الماضية، مع تركيز النقاش على ضرورة تحرير الأسعار ووقف الدعم، وزيادة دور القطاع الخاص في الاقتصاد. ويمكن تلخيص الأهداف المعلنة للخصخصة في غالبية بلدان الإسكوا كالتالي:

- (أ) الحد من استيعاب استثمارات الدولة ومصروفاتها؛
- (ب) تحسين الإدارة والكفاءة في الأنشطة الاقتصادية عن طريق تبسيط الإجراءات البيروقراطية والحد من تدخل الحكومة؛

(ج) تحرير سوق العمل؛

(د) زيادة الإنتاجية.

لكن الحد من تدخل الدولة في الاقتصاد له ثلاثة أبعاد:



- ١- بُعد سياسي: فالحرية السياسية ترتبط بالملكية الخاصة.
- ٢- بُعد إداري: فانتشار البيروقراطي المقرون بتدخل الدولة يؤدي إلى هروب العمالة الماهرة، وإلى درجات عالية وغير مقبولة من المركزية ويخلق نوعاً من الشللية البيروقراطية.
- ٣- بُعد اقتصادي: حيث ان تدخل الحكومة يعوق ويشوّه مؤشرات السوق. وهو يتناقض مع الكفاءة المالية التي غالباً ما تقاس باتساع قاعدة توزيع ملكية الأسهم (ديمقراطية المساهم)<sup>(٧)</sup>.

والمفترض في هذا السياق ان اتساع قاعدة الملكية يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة وتوسيع السوق المالية المحلية. إلا ان طريقة توزيع الدخل، وبالأخص في بلدان الإسكوا ذات الاقتصادات الأكثر تنوعاً، لا تبشر بأن الخصخصة ستكون مفيدة لصغار المستثمرين، لأن معظم الأسهم ستذهب على الأرجح إلى الأغنياء. ومعنى ذلك انه بدلاً من ان تؤدي الخصخصة، إلى إعادة توزيع الثروة، سوف تؤدي ببساطة إلى زيادة الثروة أو السلطة الاقتصادية، ليحل احتكار القطاع الخاص محل احتكار القطاع العام. ومن الممكن تقادي مثل هذه النتيجة بإعطاء الأفضلية إلى العمال والموظفين عند تنفيذ الخصخصة - أي بالطريقة التعاونية. غير انها قد تثير بعض المشكلات، لاسيما عندما تكون الشركات المرشحة للخصخصة تحتاج إلى كثافة رأسمالية، مما يجعل من الصعب بالنسبة إلى العامل أو الموظف الإقدام على الشراء، إلا إذا بيعت لهم بسعر خاص بهم يقل عن سعر السوق.

كما يمكن اعتبار صغر الأسواق المالية لمعظم بلدان الإسكوا عائقاً أمام الخصخصة على نطاق واسع، خصوصاً بالنسبة إلى المؤسسات العامة المعتمدة على الكثافة الرأسمالية. لكن إذا ما أخذنا منطقة الإسكوا ككل، يمكن ان يقال ان سيولة الفوائض المتوافرة في المنطقة قد تتجاوز هذه المشكلة. لكن الذي يحتاج إلى بعض الإيضاح هنا هو ما إذا كانت حكومات بلدان الإسكوا ستسمح لرؤوس الأموال الأجنبية بالمشاركة في عملية الخصخصة، بصرف النظر عن أسلوب الخصخصة. كذلك فإن صغر الأسواق المالية المحلية يثير قضيتين أساسيتين:

- ١- سرعة تقلب الأسعار، حيث يمكن ان تشهد الأسواق المالية تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم نتيجة للتلاعب المتعمد بسبب قلة الأسهم المعروضة وتجزؤ السوق.
  - ٢- الاعتماد على التعامل القصير الأجل، حيث يمكن لمتطلبات السوق ان ترغم الشركات على اتخاذ قرارات أو عدم القيام بأنشطة (استثمارات) قد تتطوي على فائدة في الأجل الطويل.
- أما بالنسبة إلى الأهداف المالية للخصخصة في منطقة الإسكوا، فالمفترض ان الخصخصة سوف تزيد إيرادات الحكومة، وان كان ذلك يحدث مرة واحدة فقط، وتحدّ من مصروفات الحكومة.

وبالنسبة إلى الإيرادات، يصعب من الناحية الموضوعية قبول النظرية القائلة ان الخصخصة تؤدي إلى زيادة الإيرادات. فمن جهة، تنتج عن تغيير ملكية المؤسسات العامة زيادة في إيرادات الحكومة، تحدث مرة واحدة فقط، في حين ان هذه الزيادة يعادلها انخفاض في المدخرات الخاصة. ومن ناحية ثانية، فإن القيمة السوقية لأي أصل من الأصول تعادل القيمة الحالية لحجم دخله المتوقع في المستقبل. وبالتالي إذا

Paul Stevens, Privatization in the Middle East (University of Surrey [United Kingdom], Department of Economics, (٧) 1989).

بيعت أصول المؤسسات العامة بالقيمة السوقية، تكون الحكومة ببساطة قد استعاضت عن دخل متواصل في المستقبل بمبلغ متجمد تقبضه اليوم. وبالتالي، يكون تأثير الخصخصة على عائدات الحكومة تأثيراً محايداً<sup>(٨)</sup>.

أما عن المصروفات، فالمكسب فيها أيضاً محل للأخذ والرد. فصحيح ان مؤسسات القطاع العام كثيراً ما تكون بمثابة بالوعة على ميزانية الحكومة في معظم دول الإسكوا، حيث تبلغ القيمة الصافية للموارد التي تحول من ميزانية الحكومة إلى المؤسسات العامة غير المالية ما يعادل في المتوسط ٤ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول. ومن المؤكد ان التخلص من هذه التحويلات من شأنه ان يخفف من الأعباء المالية. لكن تحقيق ذلك معناه أحد أمرين، إما إغلاق المؤسسات العامة وإما خصصتها. أما إغلاقها فليست له صلة بقضية الخصخصة، وأما خصصتها فهي تثير التساؤل عما إذا كان هناك من يقدم على شراء مؤسسات خاسرة، أو عما إذا كانت هذه المؤسسات قابلة للخصخصة أصلاً. ذلك لأن بيع مؤسسات تحقق خسارة ينطوي على ما هو أكثر من مجرد التخلص منها، فهو يعني أنها ستباع بمبلغ يساوي التدفقات النقدية السالبة المتوقعة في المستقبل، أي انه سيزيد المصروفات الحكومية ولن يقللها.

(٨) Christian Schiller and Peter S. Heller, "The fiscal impact of privatization, with some examples from Arab countries", in *Privatization and Structural Adjustment in the Arab Countries*. Said El-Naggar, ed. (صندوق النقد الدولي، ١٩٨٩)، واشنطن العاصمة).

## الجزء الثاني

### دراسة حالة مصر (\*)

---

(\*) هذا الجزء من الدراسة يشكل مراجعة قامت بها الإسكوا لمساهمة منى البرادعي ومحمود محي الدين اللذين عملا كمستشارين لدى اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا.



## ثالثاً - سمات الاقتصاد المصري وخصائصه وحاجته إلى الإصلاح الاقتصادي

كانت التطورات الاقتصادية والمالية التي شهدتها مصر خلال الثمانينات أقل إيجابية من تلك التي شهدتها في السبعينات. ويعود ذلك إلى ان انخفاض أسعار النفط وما أعقبه من هبوط في التدفقات المالية المتجهة لمصر، قد أعاد المشاكل الاقتصادية والمالية التي أمكن احتواؤها بسهولة خلال السبعينات ومطلع الثمانينات. وفي مقدمة هذه المشاكل كان العبء المتزايد للدين الخارجي، هذا بالإضافة إلى العجز المتزايد في الميزانية وفي ميزان المدفوعات. وللتخفيف من هذا العبء، أجريت مراجعة نقدية للسياسات الاقتصادية والمالية في إطار ما بات يُعرف بأنه برنامج للإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي. وكان من بين القضايا الدراسية التي شملتها المراجعة، دور القطاع العام في التنمية الاقتصادية بمصر. وخلال النصف الثاني من الثمانينات، تنامي الضيق إلى درجة كبيرة إزاء تولي القطاع العام لأغلبية الأسهم والحصص والسيطرة على أنشطة اقتصادية كان المفروض ان تكون من اختصاص القطاع الخاص لولا هذه السيطرة.

وقبل تطبيق السياسة المعروفة بسياسة الانفتاح، التي بدأت في عام ١٩٧٣ وكان القصد منها أساساً هو تنشيط الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي، كانت حصة القطاع العام في النشاطات الاقتصادية في مصر تعد مرتفعة. وفي الفترة ما بين ١٩٦٠ و١٩٧٣، كانت هذه الحصة تتأهز ١٨ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي و٧٤ في المائة من التكوين الإجمالي لرأس المال الثابت. وفي العام ١٩٨٠/١٩٨١، كان القطاع العام يضم ٤٠ في المائة من القوة العاملة في مصر؛ ويغطي ٥٤ في المائة من القيمة المضافة للاقتصاد؛ و ٦٠ في المائة من مصروفات الميزانية؛ و ٧٠ في المائة من المصروفات الرأسمالية.

وكان القطاع العام قد اكتسب دوره البارز خلال الأعوام الأولى من الثورة المصرية التي قامت في ١٩٥٢، والتي عقدت آمالاً كبيرة على هذا القطاع لتنشيط النمو الاقتصادي، والنهوض بالتصنيع، وتحسين الرعاية الاجتماعية للمواطنين، والحد من التأثير الخارجي على الاقتصاد المصري. ومن الزاوية التاريخية يمكن تبرير هذه التطلعات، ذلك ان القطاع الخاص، ونظراً إلى الذهنية التجارية التي يقوم عليها، كان يعد مفقراً للوعي الاجتماعي ولأي بعد نظر يتعلق بوضع خطط طموحة للتنمية الاقتصادية. لكن الانكماش الاقتصادي الذي بدأ في عام ١٩٨٢ في مصر، ودام حتى عام ١٩٩٠ أثر سلبي على وضعها المالي. وقد كان احتياطي مصر من العملات الصعبة يكفي بالكاد لتمويل شهر من الواردات، أو أقل بشهرين من المقياس المقبول دولياً.

وكشف الانكماش أيضاً عن العبء المالي الناجم عن دعم القطاع العام من ميزانية الحكومة. وبالفعل، فإن ما تحولته الحكومة للقطاع العام من رؤوس أموال، وما تقدمه له من قروض، وما تستثمره فيه من مبالغ كان يقدر بحوالي ٢٧ في المائة من مجموع المصروفات الحكومية خلال الثمانينات. وكان مستوى استثمار مؤسسات القطاع العام يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى عجزها المالي. وهذا ما أرغم الحكومة على تمويل هذا العجز إما بضخ رؤوس الأموال وإما بشراء حصص إضافية، أو بالاقتراض المحلي والأجنبي، وقد ساهم هذا الأخير بجزء كبير من انكماش الثمانينات المشار إليه.

إلا ان هذه المرحلة اتسمت أيضاً بعدد من التطورات السلبية في الأداء الاقتصادي الدولي والإقليمي أثرت على مصر تأثيراً سيئاً: فقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى ٢٧ في المائة خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٠؛ وارتفعت نسبة عجز الميزانية/الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء استهلاك الدين، إلى حوالي ٢٣ في المائة عام ١٩٨٦، ووصلت نسبة الدين الخارجي/الناتج المحلي الإجمالي إلى ١١٩ في المائة عام

١٩٨٧، مع بلوغ خدمة الدين نسبة ٤٠ في المائة؛ وارتفعت نسبة التضخم من ١٧ في المائة في المتوسط خلال النصف الأول من الثمانينات إلى حوالي ٢٥ في المائة خلال النصف الثاني.

واستمرت كفاءة مؤسسات القطاع العام في التناقص خلال هذه الفترة لأسباب عديدة. منها تدخل الحكومة في القرارات الإدارية؛ وتحديد الأسعار؛ والإفراط في التوظيف؛ ومنها أيضاً انعدام المنافسة؛ وغياب مساءلة الإدارة العليا. وفي منتصف الثمانينات، بلغ العجز العام للمؤسسات العامة غير المالية حوالي ٨ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وكان تباطؤ النمو الاقتصادي وارتفاع مدفوعات خدمة الدين الخارجي وراء تدهور حال المؤسسات العامة، وبالتالي حال الاقتصاد المصري. وعندما طُلب إلى منظمات الإقراض المتعددة الأطراف، والحكومات والمصارف والمؤسسات الأجنبية، تقديم المساعدة لحل هذه المشكلات، شجعت كلها الجهود الرامية إلى الحد من سيطرة القطاع العام على الاقتصاد. ولتحقيق هذا الغرض كان لا بد من إنشاء سوق لا مركزية قائمة على الانفتاح الاقتصادي؛ وتشجيع نشاط القطاع الخاص من خلال توفير مناخ تنافسي ومستقر، بعيداً عن تدخل الحكومة. كما ان هذه المنظمات شجعت السعي إلى تطوير سوق مالية قادرة على أداء دور محوري في جهود الخصخصة في مصر. لذلك كان تطوير سوق مصر المالية في صلب برنامج التكيف الهيكلي الاقتصادي والمالي في مصر خلال الأعوام القليلة الماضية، مع التركيز على عملية الخصخصة بالذات. وقد تبينت القدرة العالية للسوق المالية على توزيع الموارد الاقتصادية بفعالية، مع تحسين كفاءة تخصيصها وكفاءة الإنتاج، وجمع الأموال الضرورية للاستثمار على الأمدين المتوسط والطويل. وأصبحت السوق المالية بذلك هي الأداة الرئيسية التي تتيح للمستثمرين تكوين آرائهم الخاصة بشأن قيمة أصول المؤسسات العامة المطروحة للخصخصة. كما ساعدت المستثمرين على الخروج بتقييم مناسب للوضع المالي للمؤسسات العامة وفرصتها في تحقيق الأرباح.

كذلك فإن التعديلات التي أُدخلت على قانون سوق رأس المال رقم ١٩٩٢/٩٥، وغير ذلك من الإجراءات الإدارية التكميلية كانت من الخطوات الأساسية في جهود إصلاح السوق المالية في مصر. وقد زادت زيادة كبيرة من كفاءة السوق المالية في توزيع الموارد المالية المحلية واجتذاب الاستثمارات الأجنبية إلى مصر.

## رابعاً- السوق المالية

تشتمل السوق المالية الرسمية في مصر على سوق التأمين، وسوق الأوراق المالية، والسوق المصرفية، والمؤسسات المالية غير المصرفية<sup>(٩)</sup>.

وفي هذا الفصل سيتم التركيز على تطور سوق الأوراق المالية والسوق المصرفية، وكانت كلتاها هدفين أساسيين في برنامج التكيف الهيكلي الاقتصادي في مصر، وأهم المؤثرات في سوقها المالية وبرنامج الخصخصة.

### ألف- سوق الأوراق المالية

تأسست سوق الأوراق المالية المصرية في عام ١٨٨٣<sup>(١٠)</sup>، وكانت خاضعة للتدخل الحكومي على الدوام. وكانت النتيجة ان تقيدت عملياتها وفعاليتها في التنمية المالية للبلد. وبُذلت جهود منذ مطلع السبعينات لإعادة إحياء هذه السوق، إلا ان أداءها ظل متواضعاً. وبقي دورها في تعبئة المدخرات ورؤوس الأموال الخاصة ضعيفاً، ومحكوماً أساساً بالعرض والطلب. أكثر من ذلك، فإن جملة من التطورات على مر الأعوام تسببت في إضعاف مصداقية هذه السوق، منها التدابير المتعاقبة من إجراءات التصدير في الخمسينات، والتأمين وفرص الحراسة في الستينات. وتفاقم هذا الوضع من جراء عوامل عدة، من بينها الخسائر التي لحقت بما تبقى من شركات رؤوس الأموال المشتركة خلال السبعينات والثمانينات؛ والخبطات المالية السريعة التي ازدهرت في الأعوام الأولى لسياسة الانفتاح؛ وشركات توظيف الأموال الإسلامية<sup>(١١)</sup>، التي ظهرت فجأة واختفت فجأة.

وتجدر الإشارة إلى ان هدوء سوق المال المصرية لم يكن نتيجة لقلّة المستثمرين أو لنقص في رؤوس الأموال. وبالفعل، فإن النمو الملحوظ لسوق النقد إضافة إلى الاستخدام المتزايد لأدوات مكافحة التضخم، لاسيما العقارات وبعض أشكال التمويل غير الرسمي خلال العقد الأخيرين، كلها عوامل تظهر ان الطلب على الأوراق المالية كان متوافراً، وان المشكلات كانت أساساً في جانب العرض. ومن بين هذه المشكلات يمكن ذكر سيطرة مؤسسات القطاع العام؛ والتكاليف المنخفضة نسبياً للتمويل المصرفي للمشاريع؛ القائمة الطويلة للشركات غير المدرجة في قائمة الأسعار بالبورصة؛ والعدد المحدود من الصكوك؛ والمعاملة الضريبية غير الملائمة؛ والقصور في تداول المعلومات؛ وغياب المعايير المحاسبية الموحدة؛ وأخيراً، انعدام إجراءات مكافحة الغش في البلاد. وفي النتيجة، أضحت السوق المالي المصري يمثل أقل من ٥ في المائة من التمويل الجديد للقطاعين العام والخاص خلال فترة ١٩٨٩-١٩٩١. كما ان حجم السوق، أي نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي بلغت في المتوسط ١٤ر٥ في المائة في فترة ١٩٩٤/١٩٩٥، كانت منخفضة نسبياً بمعايير الأسواق الجديدة. وفي الواقع ان السوق المالي المصري كان قادراً على تعبئة ٣ في المائة فقط من المدخرات الوطنية بقيمة ٣٩ مليار جنيه مصري خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩١.

(٩) يشمل سوق التأمين تسع شركات للتأمين، منها شركة واحدة لإعادة التأمين، وأربعة اتحادات للتأمين، وصندوق للتأمين الحكومي، فضلاً عن ٣٥٠ صندوقاً للتأمين الخاص. ومن أصل شركات التأمين التسع، تملك الدولة أربعة منها. وتسيطر على السوق ثلاث شركات مملوكة للدولة، وهي تتولى ٨٥ في المائة من عقود التأمين العام و٩٤ في المائة من عقود التأمين على الحياة. أما وضع حواجز على الدخول فيترك لهيئة التأمين تتصرف فيه بمعرفتها. ولا يُسمح للملكية الأجنبية إلا في المناطق الحرة فقط. ولكن بموجب اتفاقية الغات، فإن الوجود الأجنبي في سوق التأمين على شكل مشاريع مشتركة، بموجب قاعدة الـ ٤٩ في المائة من الأصوات، يُتوقع ان يسمح به خلال الأعوام القليلة المقبلة.

(١٠) تأسست السوق المالية المصرية في الإسكندرية أولاً عام ١٨٨٣، ثم في القاهرة عام ١٨٩٠.

وكانت هذه النسبة في تناقض واضح مع أداء السوق خلال الفترة ١٩٥٨-١٩٦١، عندما كان يوفر ما بين ٢٥ و ٥٠ في المائة من رؤوس الأموال الجديدة التي كان يجمعها القطاع الخاص وحده<sup>(١١)</sup>.

وفي أواخر الثمانينات ومطلع التسعينات، بدأت الحكومة المصرية في بذل جهود ملموسة لإحياء دور السوق المالي ونشاطه. وقد ساهم كل من قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لعام ١٩٨٩ وبرنامج التكيف الهيكلي الاقتصادي الذي بدأ في عام ١٩٩١، وقانون سوق رؤوس الأموال ٩٥ لعام ١٩٩٢، في استعادة أهمية السوق المالي المصري في تعبئة الموارد المالية وإدارتها وتوزيعها.

فقد كان قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ أساسياً في إدخال القواعد والنظم اللازمة لتمكين أي سوق مالية ناشئة من بلوغ هدفها الرئيسي ألا وهو التفاعل الحر بين قوى السوق المختلفة. واستطاع هذا القانون تنظيم عدد كبير من المسائل، منها تسجيل الشركات في سوق المال؛ وتحديد وشروط التسعير في البورصة؛ ومسائل تتعلق بالعروض العامة. وهذا ما مكن الهيئة العامة لسوق المال من التدخل في تحديد أسعار الإقفال عند اللزوم. وإذا كان البعض قد نظر إلى الإجراءات التنظيمية على أنها تعرقل تطور سوق المال المصرية كسوق حرة، إلا أنها كانت ضرورية للتطور التدريجي للسوق، التي طالما اتسمت بممارسات المضاربة.

وهناك دلائل على أن سوق المال المصرية تبدو واعدة. فقيمة التداول بالأوراق المالية ارتفعت بحوالي تسعة أضعاف خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٥، وذلك من ٤٢٤ مليون جنيه مصري عام ١٩٩١ إلى ٣٫٨ مليار جنيه مصري عام ١٩٩٥؛ كما ارتفع عدد الأوراق المالية المتداولة من ٢٣ مليوناً إلى ٧١ مليوناً؛ وعدد العمليات التجارية السنوية من حوالي ١١ ٠٠٠ إلى حوالي ٤٧٠ ٠٠٠؛ ورؤوس الأموال المصدرة للشركات المسجلة من ٣٫٥ مليار جنيه مصري إلى ٧٫٧ مليار جنيه مصري؛ كما أن حجم إصدار السوق من الأسهم والسندات ارتفع من حوالي ملياري جنيه مصري إلى حوالي ٨٫٧ مليار جنيه مصري. وخلال الأشهر السبعة الأولى من عام ١٩٩٦، واصلت سوق المال اتجاهها التصاعدي بارتفاع لافى في كافة المؤشرات الرئيسية. وفي نهاية آب/أغسطس ١٩٩٦، بلغت قيمة التداول ٤٫٢ مليار جنيه مصري، مقابل ١٫٨ مليار جنيه مصري خلال الفترة ذاتها من العام السابق؛ كما بلغ حجم التداول ٦٨٫٨ مليوناً، مقابل ١٥٫٥ مليوناً؛ ووصل عدد العمليات التجارية للشركات المسجلة في البورصة ٣٠٢ ٠٠٠، مقابل ١٥٣ ٠٠٠، أي بارتفاع يناهز ١٠٠ في المائة<sup>(١٢)</sup>. كذلك فقد ارتفعت أسعار الأسهم في هذه الفترة. وكان ذلك نتيجة تحسن أداء الشركات، وارتفاع نسبة السعر إلى الربح<sup>(١٣)</sup>. ويعد إدراج سوق المال المصري ضمن مؤشر عام ١٩٩٦ للمؤسسة المالية الدولية، وهي ذراع القطاع الخاص للبنك الدولي، خطوة إضافية نحو اعتبار سوق المال المصرية كسوق ناشئة. وسيؤدي إلى تدفق مزيد من رؤوس الأموال من الأسواق المالية الدولية إلى مصر، ويعزز أكثر فأكثر دور سوق المال المصرية.

## باء- القطاع المصرفي

لقد شجعت إجراءات تحرير الاقتصاد التي اعتمدت خلال السبعينات انشاء بنوك أجنبية، وخاصة، وبنوك المشاريع المشتركة. وأدت هذه الإجراءات إلى زيادة في عدد المصارف المسجلة لدى البنك

(١١) البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، عدة أعداد.

(١٢) الهيئة العامة لسوق المال، سوق رأس المال في مصر، آب/أغسطس ١٩٩٦.

(١٣) تُحدد نسبة السعر إلى العائد بوصفها نسبة عائد سهم الشركة إلى السعر المدفوع فيه.



المركزي المصري، من ٧ في عام ١٩٧٤ إلى ٨١ في عام ١٩٩٥. واعتباراً من نهاية عام ١٩٩٥، أصبح قطاع البنوك في مصر مؤلفاً من ٢٨ بنكاً تجارياً، أربعة منها عامة<sup>(١٤)</sup>؛ ومن ٣٢ بنكاً للاستثمار والتجارة، كان ٢١ منها فروعاً لمصارف أجنبية؛ ومن ٢١ بنكاً متخصصاً<sup>(١٥)</sup>. ونتيجة ارتفاع عدد البنوك، زاد عدد فروع البنوك إلى ٢ ٢٤١ في عام ١٩٩٥. لكن على الرغم من هذا التطور، بقيت أنشطة البنوك متركزة إجمالاً في ثلاثة مراكز حضرية هي القاهرة والإسكندرية ومحافظات قناة السويس.

وتسيطر بنوك القطاع العام الأربعة على قطاع البنوك برمتها. بل إن هذه السيطرة تزداد تأكيداً من خلال حصصها الكبيرة في بنوك المشروعات المشتركة. فمن حيث الأصول، أصبحت بنوك القطاع العام تمتلك حوالي ٦٨ في المائة من مجموع أصول البنوك في عام ١٩٩٥، مقابل ٦٢ في المائة في عام ١٩٩١.

ويتضح من هيكل القطاع المصرفي ومن التركيز الجغرافي لفروع البنوك أن السوق مجزأة بدرجة كبيرة وأنه لا توجد أية منافسة. وتسيطر بنوك القطاع العام على عملية تعبئة المدخرات بواسطة شبكة فروعها الواسعة. لكن إذا كانت معظم خدماتها تقدم بالطريقة التقليدية المتوارثة، فثمة شك فيما إذا كان جمعها للموارد المالية أو توزيعها يتم بكفاءة. ويعود ذلك بالأخص إلى أن بنوك القطاع العام تتمتع بحماية مجموعة من القوانين التنظيمية والمعاملات التفضيلية. فهي تحظى، على سبيل المثال، بمعاملة تفضيلية من قبل الحكومة لإنشاء فروع لصناديق التقاعد العامة وودائعها. وهذه المعاملة التفضيلية، إضافة إلى انعدام المنافسة، خلقت وضعاً جعل الوسائط المالية المملوكة للدولة تتسم بعدم الكفاءة في الموارد المالية، وانخفاض الأرباح، وعدم كفاءة التشغيل وخضوع إجراءات القروض للبيروقراطية، وقلّة الاستقلالية، والعمالة الزائدة، وسوء الإدارة<sup>(١٦)</sup>.

يضاف إلى ذلك أن بنوك القطاع العام معرضة لتدخل الحكومة في قرارات التخطيط والتسليف أكثر من مصارف القطاع الخاص، وهذا ما يلقي عليها بعبء حجم كبير من القروض المشبوهة وعديمة الأداء، معظمها مضمون اسمياً من الحكومة.

على أن السياسة المصرفية للحكومة المصرية تحول دون انهيار البنوك فيسمح للبنوك غير الفعالة بالبقاء في العمل بمساعدة البنك المركزي المصري والقطاع المصرفي بأسره. كذلك فإن مخاوف الرأي العام من أن يؤدي انهيار أحد البنوك إلى سلسلة من الانهيارات في القطاع المصرفي، كانت تعني أن القطاع المصرفي قد أخذ على عاتقه شكلاً من أشكال المسؤولية الجماعية لإنقاذ ذلك البنك. وهذا يعني أن المصارف تستمر في عملها بصرف النظر عن أوضاعها. وبالتالي فإن البنوك المفتقرة للكفاءة لا تعاد هيكلتها، ولا تدمج مع غيرها، ولا تصفى، بل يسمح لها بالاستمرار في انتهاك معايير الإقراض، وبالدخول في عمليات إقراض عالية المخاطرة، والمزايدة للحصول على الودائع.

وفي إطار برنامج مصر للتكيف الهيكلي الاقتصادي، تم خلال الأعوام القليلة الماضية إدراج عدد من إجراءات إصلاحية للقطاع المالي، تتعلق بالإشراف على البنوك وإخضاعها للرقابة، ومن أهم هذه الإجراءات القانون رقم ٣٧ لعام ١٩٩٢، الذي عزز سلطة البنك المركزي المصري من خلال مجموعة جديدة من

(١٤) وهي: البنك الأهلي المصري، وبنك مصر، وبنك الإسكندرية، وبنك القاهرة.

(١٥) وهي تشمل على بنك صناعي، وبنكين عقاريين، و١٨ بنكاً زراعياً في المحافظات، بما فيها البنك الرئيسي للتنمية والائتمان الزراعي.

(١٦) World Bank, Egypt, Financial Sector Report – Banking Sector. draft, February 1992

القواعد والنظم التي تحكم المسؤوليات الإشرافية من داخل البنوك ومن خارجها. إلا ان الإشراف المصرفي في مصر لا يزال يعاني من عدة معوقات منها الاستقلالية المحدودة للبنك المركزي المصري، والافتقار إلى كوادر إشرافية مؤهلة وقادرة على تغطية العدد الكبير من البنوك، والضغط السياسية التي تضعف من فاعلية الإشراف، فضلاً عن الإقراض بضمان الاسم وليس بضمانات حسابية صحيحة.

ومن جهة ثانية، يشترط على البنوك المرخصة في مصر ان تحتفظ بسندات حكومية كأحد المكونات لنسبة السيولة الإجبارية لديها. وهذه النسبة التي اعتمدت عام ١٩٥٨ و حددت بـ ٣٠ في المائة من الودائع المصرفية من العملة الأجنبية والمحلية، ظلت دون تغير حتى عام ١٩٩١، عندما جرى تخفيضها إلى ٢٠ في المائة. وجاء ذلك نتيجة الإجراءات التي اتخذت كجزء من برنامج مصر للتكيف الهيكلي الاقتصادي. لكن الهامش الفعلي تغير كثيراً خلال الفترة ما بين ١٩٥٨ و ١٩٩١، فبلغ في المتوسط ٤٨٧ في المائة. وكان ذلك تعبيراً عن الزيادة في السيولة بنسبة ١٨٧ وعن غياب الكفاءة في عملية الوساطة المصرفية. كما ان ضم سندات حكومية لدى المصارف كان يُعتبر سبباً رئيسياً وراء ظهور السيولة الفائضة في القطاع المصرفي. وزيادة استخدام أدون الخزانة من قبل الحكومة لتمويل عجز الميزانية عزز حصة هذه الأدون في حافظة الأوراق المالية المصرفية، خصوصاً وان أدون الخزانة لا تتطوي على أي مخاطر وفوائدها معفاة من الضرائب. أكثر من ذلك، فإن زيادة السيولة كانت على ما يبدو تعبيراً عن قلق السلطات النقدية بشأن قلة رؤوس الأموال وعجز بعض البنوك.

## خامساً- الخصخصة

تعدّ الخصخصة مكوناً أساسياً في برنامج مصر للتكيف الهيكلي الاقتصادي. فقد سيطر القطاع العام على النشاط الاقتصادي في مصر منذ مطلع الستينات. وقيل ان هذا هو السبب الرئيسي في سوء استخدام الموارد، وفي عجز الميزانية، وانخفاض معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي خلال الثمانينات.

### ألف- أداء القطاع العام وكفاءته قبل عملية الخصخصة

لقد أدى القطاع العام دوراً رئيسياً في قطاعي الإنتاج والخدمات في مصر. لكن منذ البدء في عملية التحرير الاقتصادي في عام ١٩٧٣، ظهر عدد من المؤشرات التي تدل على ضعف الأداء في مؤسسات القطاع العام (الجدول ١). كما ان هذا الأداء الضعيف، الذي سجّل أساساً في قطاعات الصناعة، والنقل، وتوليد الطاقة، كان عاملاً رئيسياً في تزايد عجز الميزانية. وقد عانى القطاع العام خلال السبعينات والثمانينات من عجز كبير ومنتام، ومن تزايد الدين الخارجي، وانخفاض معدلات الادخار، وتراجع نسب العائد المالي. كما ارتفعت نسبة عجز المؤسسات العامة غير المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي من حوالي ١ في المائة خلال السبعينات إلى أكثر من ٦ في المائة في مطلع الثمانينات. وتراوحت هذه النسبة بين ٥ في المائة و ٦ في المائة، وكانت مسؤولة عن ٢٠ إلى ٢٥ في المائة من عجز ميزانية الحكومة المركزية.

وساهم التراجع في نسب الإيرادات المالية على رؤوس الأموال المستثمرة إلى حد كبير في زيادة حجم العجز العام لدى المؤسسات العامة خلال السبعينات والثمانينات. ويتضح من (الجدول ١) ان صافي معدل العائدات (I) انخفض من ٧٧٨ في المائة عام ١٩٧٥ إلى ٦٨٧ في المائة في العام ١٩٨٠/١٩٨١؛ وصافي العائد (II)، من ١٥٦ في المائة إلى ١٤٣١ في المائة، وصافي العائد (III) من ٦٦ في المائة إلى ٣٤٣ في المائة. وقد تواصل هذا الاتجاه على مدى الثمانينات، مع انخفاض العائد الصافي (I) إلى ٣٦٢ في المائة، والعائد الصافي (II) إلى ٧٢٤ في المائة للعام ١٩٨٩/١٩٩٠. ولم يتجاوز العائد الصافي (III) ١٧ في المائة بحلول العام ١٩٨٣/١٩٨٤؛ ولم تكن البيانات الكاملة متوافرة وقت كتابة هذه السطور.

وعلى نقيض التطور الذي شهدته النسب المالية خلال السبعينات، سجلت نسب الإنتاجية زيادات كبيرة. وارتفع المعامل الحدي لإنتاجية رأس المال إلى ٦٧ في المائة خلال الفترة ما بين ١٩٧٣ و ١٩٧٩؛ كما ارتفعت الإنتاجية الحدية لرأس المال إلى ١٥ في المائة؛ وعامل الإنتاجية الكلية إلى ٦٥ في المائة. لكن في الفترة ما بين عام ١٩٧٩ و العام ١٩٨٣/١٩٨٤، واصلت النسبة الأولى فقط اتجاهها التصاعدي، فبلغت ١٩ في المائة. وانخفضت النسبتان الأخرتان انخفاضاً كبيراً: حيث انخفضت الثانية إلى ٥ في المائة وأصبحت الثالثة نسبة سالبة قدرها ٤٤ في المائة، مما ألقى الضوء على تدهور الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات العامة غير المالية بوجه عام، وخصوصاً كفاءة استثماراتها أو ربحيتها. ولمعالجة هذه المشكلات، بدأت مصر في مطلع التسعينات برنامجاً لخصخصة مؤسسات القطاع العام، بالتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

### باء- برنامج الخصخصة

كان قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لعام ١٩٩١، والذي صدر في سياق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، هو بداية إصلاح القطاع العام وبرنامج الخصخصة. وكان الهدف من هذا القانون هو إلغاء المعاملة المختلفة لمؤسسات القطاعين العام والخاص، وضمان المنافسة الحرة والعادلة لكل

الأطراف. واعتمدت الحكومة على خطتين لتحقيق هذه الأهداف. الخطة الأولى تفصل إدارة المؤسسات العامة عن الوزارات التابعة لها، وتعامل المؤسسات العامة والخاصة على قدم المساواة. وتحقيقاً لهذا الهدف صدر في تموز/ يوليو ١٩٩٦ قانون ينص على جمع مؤسسات القطاع العام ضمن شركات قابضة تعطي الاستقلال الذاتي في الإدارة والتسعير والتمويل. لكن قرارات التوظيف أو الوقف عن العمل بقيت خاضعة للقواعد والنظم الحكومية. أما الخطة الثانية، فتعتمد على تطبيق برنامج للخصخصة عرضت بموجبه معظم المؤسسات العامة للبيع على المدى المتوسط<sup>(١٧)</sup>.

**الجدول ١ - مصر: مؤشرات أداء المؤسسات العامة غير المالية<sup>(أ)</sup>**  
**(كنسبة مئوية)**

١٩٧٥	١٩٧٧	٨١/١٩٨٠	٨٤/١٩٨٣	٨٧/١٩٨٦	٨٨/١٩٨٧	٨٩/١٩٨٨	٩٠/١٩٨٩
العائد المالي الصافي (٣٧١ مؤسسة عامة)							
٧٧٧٨	٧٨٨٨	٦٨٨٧	٤٢٢٣	٢٨٨٧	٣٤٤٣	٤٠٠٣	٣٦٦٢
العائد الصافي (I) <sup>(ب)</sup> (مجموع صافي الأصول)							
١٥٦٠	١٦٤٣	١٤٣١	٨٢٥	٥٥٢	٦٦٧	٧٩٣	٧٢٤
العائد الصافي (II) <sup>(ج)</sup> (القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم)							
٦٦٠	٥٠٠	٤٣٠	١٧٠	غير متوافر	غير متوافر	غير متوافر	غير متوافر
العائد الصافي (III) <sup>(د)</sup> (إعادة تقييم رأس المال)							
٩٧٩٠	١٠٤٠	١٢٣٣٠	٩٤٧٠	١٠٠٠	١٠٨٨	١١٢٤	١١٤٩
إنتاجية العمل (٨٧/١٩٨٦ = ١٠٠) نتائج العامل <sup>(هـ)</sup>							
١٩٧٣-١٩٧٩				١٩٧٩-١٩٧٣			
معدلات الإنتاجية الكلية							
المعامل الحدي لإنتاجية رأس المال							
٦٧				١٩٠			
الإنتاجية الحدية لرأس المال							
١٥٠				٦٥			
مجموع عامل نمو الإنتاجية							
٤٤-				١٩٠			

المصدر: World Bank, Arab Republic of Egypt, *Public Sector Investment Review, Main Report, 1993*.

- المعدل الصافي للفترة من عام ١٩٧٥ إلى العام ١٩٨٣/١٩٨٤ يشمل الهيئات الاقتصادية؛
- صافي الربح (بعد الضرائب) مقسوماً على صافي الأصول؛
- صافي الربح (بعد الضرائب) مقسوماً على رأس المال المستخدم؛
- نسبة الفائض الحالي (صافياً من الاستهلاك) إلى إجمالي رأس المال المستخدم ناقصاً القيمة المتراكمة للاستهلاك؛
- إجمالي الناتج للموظف الواحد بالأسعار الثابتة للعام ١٩٨٦/١٩٨٧.

(١٧) كما أشير في The World Bank (1993) Appendix IV، فإن الخطوة الأولى للخصخصة في مصر بدأت في العام ١٩٩١/١٩٩٠ ببيع ٢٠٠٠ مؤسسة محلية صغيرة مملوكة للدولة، والبدء في بيع الفنادق الكبرى. وتقرر تنفيذ الخطوة الثانية في العام ١٩٩٢/١٩٩١ وكانت تشمل على ما يلي:

- مواصلة بيع المؤسسات المحلية المملوكة للدولة؛
- بيع حصة القطاع العام في الشركات الخاضعة للقانون ٢٣٠؛
- بيع حصة القطاع العام في الشركات الخاضعة للقانون ٩٧؛
- تأجير القدرات الإنتاجية غير المستخدمة بكامل طاقتها وبيع الأصول غير اللازمة؛
- بيع شركات القطاع العام الصغيرة والمرجحة.

وكان ينتظر من الخطوة الثالثة مواصلة تعزيز برنامج الخصخصة في العام ١٩٩٣/١٩٩٢.

## ١- الأهداف

تتشابه أهداف الخصخصة إلى حد كبير في مصر وفي غيرها من البلدان النامية التي تنفذ برامج للخصخصة: وهي تحسين كفاءة الإنتاج وتخصيص الموارد، وتصحيح أسباب الخلل المالي بغرض تعزيز النمو الاقتصادي والتنمية<sup>(١٨)</sup>.

وفي مصر، كان إنشاء هيئة استشارية مستقلة، هي مكتب المشاريع العامة<sup>(١٩)</sup>، بداية برنامج الخصخصة على نطاق واسع. فقد تم جمع كل مؤسسات القطاع العام وعددها ٣١٤، في شركات تابعة وتحت إدارة ١٧ شركة قابضة. وهذه الخطوة حررت المؤسسات العامة من السيطرة المباشرة للوزارات المعنية. كما جرى اعتماد قانون آخر، هو قانون ٢٠٣ لعام ١٩٩١ لتحقيق هذا الهدف، وكان ذلك بالإضافة إلى إلغاء المعاملة التفضيلية التي تعامل بها الحكومة القطاع العام على حساب القطاع الخاص. وقد وضع القانون ٢٠٣ قواعد جديدة للأنشطة الاقتصادية للمؤسسات العامة، مثل تحقيق الحد الأقصى للأرباح؛ فأقر الإلغاء التدريجي للدعم المالي الذي تتلقاه هذه المؤسسات؛ وأعطاهما استقلالاً في القرارات المرتبطة بعملياتها<sup>(٢٠)</sup>.

وفي عام ١٩٩٣، نشر مكتب المشاريع العامة خطة عمل تتعلق بالإجراءات والإرشادات العامة لبرامج الحكومة في الخصخصة، ونظام إعادة الهيكلة والمكافأة. وتعتبر هذه الخطة التي نُفِدت فيما بعد، الوثيقة الرسمية الوحيدة التي تعكس التزامات الحكومة وأهدافها بخصوص الخصخصة. وتشير الوثيقة إلى المبادئ الأساسية التالية للبرنامج:

- (أ) العرض العام للأسهم؛
- (ب) شفافية عملية الخصخصة؛
- (ج) توسيع قاعدة الملكية.

## ٢- معايير اختيار الشركات التي ستشملها الخصخصة

خلافًا لعدد كبير من البلدان النامية التي تطبق الخصخصة، والتي تختار فيها السلطات العامة نفسها الاتجاه المناسب للخصخصة، أوضحت مصر أن المؤسسات العامة التي تحقق أرباحاً هي فقط التي ستخصص. وينطبق هذا المعيار على أي شركة تحقق ربحاً متواضعاً ويمكن إعادة هيكلتها لتحسن شروط بيعها في المستقبل. وبالتالي، فإن الشركات المرشحة لإعادة الهيكلة هي القادرة على تحقيق إيرادات تنافسية تغري المستثمرين.

(١٨) ليس من الصعب على أي حكومة أن تقدم الأسباب لتطبيق برنامج للخصخصة. فبإمكانها تقديم سبب واحد أو كل الأسباب المعروضة في الأدبيات التي تتناول الموضوع. وفي (J. Vickers, and G. Yarrow, *Privatization, an Economic Analysis* [London MIT Press, 1988] يرد تلخيص للأهداف الرئيسية للخصخصة كما يلي: تحسين الكفاءة؛ والحد من دواعي الاقتراض لدى القطاع العام؛ والحد من التدخل الحكومي في اتخاذ القرار في المؤسسات؛ وتخفيف أعباء التسديد عن القطاع العام؛ وتوسيع ملكية الأسهم؛ وتشجيع ملكية العاملين للأسهم وكسبهم للتأثير السياسي. ويلخص الجدول ٢ تأثير الخصخصة على كفاءة الإنتاج وتوزيع الموارد وكذلك على فواتير العائدات من خلال أساليب أو أدوات مختلفة للخصخصة.

(١٩) مكتب المشاريع العامة، تأسس عام ١٩٩٢، وهو مكتب فني مسؤول عن وضع الخطط ومراقبة برنامج إعادة الهيكلة والخصخصة. يكفل محيطاً تنظيمياً مرناً بعيداً عن الحواجز البيروقراطية.

(٢٠) M. Mohieldin, and S. Nasr, "On Privatization in Egypt with reference to the cases of the Czech Republic and Mexico", paper presented at the conference organized by the Centre for Political Research, Alexandria. 1995.

الجدول ٢ - مصر: تأثير الخصخصة

الأهداف			الأدوات/الأساليب	
الإيرادات	مقدرة الإنتاج	مقدرة التوزيع		
نعم	نعم	لا	بيع الأصول (الاحتكارية)	١/١
نعم	نعم	نعم	بيع أصول (شركات ضمن أسواق المنتجات التنافسية)	٢/١
نعم	نعم	نعم <sup>(أ)</sup>	رفع الضوابط التنظيمية (مع بيع الأصول)	١/٢
لا	نعم	نعم <sup>(أ)</sup>	رفع الضوابط التنظيمية (دون بيع الأصول)	٢/٢
لا	نعم	نعم <sup>(ب)</sup>	حقوق الامتياز (عادية)	١/٣
نعم	نعم	لا	حقوق الامتياز (مزايا الأيجار الاحتكاري)	٢/٣

المصدر: .M. Bishop, J. Kay and C. Mayer: *Privatization and Economic Performance* (Oxford University Press, 1994).

(أ) الخاضعة للمنافسة والمساعدة؛

(ب) مع طرح العطاءات التنافسية.

وكان هناك معيار آخر للاختيار هو ما إذا كانت المؤسسة العامة تُعتبر استراتيجية للبلد أم لا. وإذا كانت كلمة "استراتيجية" لها معنى واسع فإنها ترتبط في برنامج الخصخصة المصري بأنواع الشركات التالية:

(أ) الشركات الاحتكارية، التي تصبح أسعار منتجاتها أو خدماتها خاضعة لتحكم القطاع الخاص إذا تمت خصصتها؛

(ب) الشركات التي تقدم منتجات أو خدمات عامة أساسية؛

(ج) الشركات الواقعة في المناطق التي ترتفع فيها معدلات البطالة؛

(د) الشركات المرتبطة بمسائل الأمن القومي.

لهذا السبب استبعدت مؤسسات معينة من برنامج الخصخصة. ويشمل هذا الاستبعاد قطاع النفط، وقناة السويس، وشبكة الاتصالات اللاسلكية، وهيئة السكك الحديدية، والصناعات العسكرية، وشركة مصر للطيران، وشركات التأمين، وبنوك القطاع العام<sup>(٢١)</sup>. ولما كان مجموع أصول هذه الجهات يمثل حوالي ٨٥ في المائة من مجموع أصول القطاع العام، فإن ١٥ في المائة فقط من أصول هذا القطاع هي في الواقع المطروحة للخصخصة.

٣- أساليب الخصخصة

تشمل الأساليب التي يعتمدها مكتب المشاريع العامة في عملية الخصخصة كل أساليب الخصخصة المعروفة في معظم البلدان النامية. ومن بين هذه الأساليب ما يلي:

(٢١) وقت كتابة هذه السطور، أعلنت الحكومة المصرية ان بنوك القطاع العام قد تخضع للخصخصة خلال الأعوام القليلة المقبلة.

- (أ) بيع الحصص من خلال المزادات أو العطاءات العامة، بما في ذلك البيع إلى المستثمرين (الاستراتيجيين) المعتمدين؛
- (ب) العرض العام؛
- (ج) عمليات شراء يقوم بها الموظفون أو الإداريون؛
- (د) عقد إيجار أو عقد إداري؛
- (هـ) مزيج من الأساليب الأربعة.

نظرت الحكومة في أسلوب البيع العام خلال المرحلة الأولى للخصخصة ثم تخلت عنه لصالح أسلوب البيع عن طريق تقديم العطاءات، وهو الأسلوب الذي بيعت من خلاله ثلاث شركات. لكن الحكومة بدأت مؤخراً بالتفكير في أسلوب البيع الجزئي، عن طريق العرض العام. ويعتمد هذا الأسلوب على تحرير جزء من رأسمال المؤسسة واختبار قدرته على المنافسة في السوق وطاقته الاستيعابية فضلاً عن قدرته على تحديد سعر السهم. إلا أن هذا الأسلوب يؤدي إلى إطالة عملية الخصخصة لأن المبيع ينطوي على عرض جزء فقط من رأس المال. علاوة على ذلك، ونظراً إلى العدد المحدود من الأسهم المعروضة، لم يساعد هذا الأسلوب في توسيع قاعدة ملكية الأسهم. وفي ما يلي وصف موجز لبعض هذه الأساليب:

#### (أ) البيع للمستثمر المعتمد

يقضي هذا الأسلوب ببيع رأسمال الشركة العامة كاملاً، أو معظمه، إلى مستثمر معتمد، يوافق على الالتزام بتوفير الدراية، وتحسين كفاءة المؤسسة العامة وإنتاجيتها، وتوفير استثمار جديد خلال فترة زمنية محددة. وقد جرى بيع ثلاث شركات من خلال هذا الأسلوب<sup>(٢٢)</sup>. لكن تم التخلي عنه فيما بعد بسبب الضغوط الناجمة عن المخاوف العامة من أن يؤدي البيع إلى المستثمرين المعتمدين إلى السيطرة الأجنبية على الاقتصاد، واستعويض عنه بأسلوب العرض العام.

#### (ب) العرض العام

يقضي هذا الأسلوب ببيع ١٠ إلى ٢٠ في المائة من أسهم الشركات المقرر خصصتها إلى الجمهور عن طريق الاكتتاب. وقد بيع حوالي ١٠ في المائة من حصص ١٥ شركة بهذا الأسلوب، بما قيمته ٧١١ مليون جنيه مصري، مع بيع حصص أخرى بقيمة ١٥٤٢ مليون جنيه مصري إلى موظفي الشركات عن طريق وكلاء، لا سيما جمعية الموظف المساهم. وتجزئ تشريعات السوق المالية المصرية تشكيل هذا النوع من الجمعيات لتوسيع قاعدة ملكية الأسهم، وزيادة الاهتمام الشخصي للموظفين ببرنامج الخصخصة وبالتالي توفير الحافز على زيادة الإنتاجية. لكن تجدر الإشارة إلى أنه ثبت أن ممارسة حقوق الملكية في الإدارة من خلال جمعية الموظف المساهم ممارسة محدودة، بسبب انخفاض نسبة ملكية الموظفين في رأسمال الشركات المخصصة.

(٢٢) وهي شركة النصر لتعبئة الزجاجات (كوكا كولا)، والشركة المصرية لتعبئة الزجاجات (بيبي كولا)، وشركة النصر لصناعة المراجل البخارية.

وفي عام ١٩٩٥، بدأت الحكومة في بيع الأغلبية من رأسمال الشركات إلى الجمهور، أي ما بين ٨٠ و ٩٠ في المائة المتبقية من رأسمال الشركات المخصصة من خلال العرض العام لسوق المال المصرية، وعن طريق الاكتتاب.

### (ج) بيع الأسهم في شركات المشاريع المشتركة

وهذا الأسلوب هو الأسلوب الثالث للبيع في إطار تنفيذ برنامج الخصخصة في مصر. وحتى نهاية عام ١٩٩٥، كانت قيمة الأسهم المباعة في شركات المشاريع المشتركة تبلغ ١٢٥ مليون جنيه مصري. وخلال الثمانينات كان برنامج الخصخصة يجري على استحياء، ويفتقر للأهمية والمصداقية ولإجراءات التعويض المناسبة. بل وكان مثار انتقادات كثيرة خلال مطلع التسعينات، بزعم انه بطيء وبعيد جداً عن الأهداف المنشودة. وحتى نهاية عام ١٩٩٤ لم يتجاوز البيع ٨ في المائة من مجموع أصول المؤسسات العامة التي اختيرت للخصخصة. وفي محاولة استكمال برنامج الخصخصة بحلول عام ٢٠٠٠ كما هو مقرر، تعترم الحكومة بيع شركة كل أسبوع، باستثناء الشركات المالية العامة.

وفي عام ١٩٩٦ حدث تطور جديد كان فاتحة الانطلاق نحو تنفيذ برنامج طموح للخصخصة. فطرحت ثلاثة عروض عامة أولية عن طريق سوق المال المصرية، منها عرضان للخصخصة بالأغلبية أي ما يزيد عن ٥٠ في المائة من رأس مال الشركة. كما جرت عمليتا تعويم ثانويتان، وعرضت شركة ثالثة ٢٧٥ في المائة من رأسمالها لمستثمر معتمد. وقد استقبلت الأسواق المحلية والدولية هذا التطور استقبالا جيدا، كما اتضح من الإقبال الهائل على الاكتتاب ومن عدد المستثمرين الأجانب الذين أبدوا اهتمامهم بالاكتتاب<sup>(٢٣)</sup>. وفي عام ١٩٩٦ سمح لأول مرة لصناديق الاستثمار الأجنبية بالاكتتاب في العرض العام الأولي لواحدة من الشركات المقرر خصخصتها (وهي شركة عقارية)، وشارك في العملية ٤١ صندوقاً من ستة بلدان مختلفة.

واعتباراً من آخر تموز/يوليو ١٩٩٦، كانت ٢٨ شركة قد تمت خصخصتها بأسلوب الأغلبية (منها عشر شركات قيد التصفية)، بقيمة دفترية تمثل ٥٢ في المائة من مجموع القيمة الدفترية لشركات القانون رقم ٢٠٣ (شركات القطاع العام). وجرى خصخصة ١٧ شركة أخرى بنسب تقل عن خمسين في المائة من رؤوس أموالها، بما يشكل ٩٦ في المائة من مجموع القيمة الدفترية. كما باعت الحكومة جزءاً من حصصها أو حصصها كاملة في عدد كبير من شركات المشاريع المشتركة، التي تأسست بموجب القانون رقم ٤٣<sup>(٢٤)</sup>. وبدأت في خطة تستهدف خصخصة ٢٣ مصرفاً من مصارف المشاريع المشتركة، بهدف تعزيز المنافسة في القطاع المصرفي، والحد بالتالي من الترابط المفرط بين المصارف، والتقليل إلى أقصى حد من مخاطر النظام المصرفي. وبعد نجاح خصخصة البنك التجاري الدولي وتحسن أوضاع سوق المال المصرية، بدأت تتبلور عملية خصخصة مصارف المشاريع المشتركة، فأعلنت الحكومة ان جميع مصارف المشاريع المشتركة المملوكة للقطاع العام بنسبة ٤٩ في المائة أو أقل ستخضع للخصخصة. وإلى حين كتابة هذه السطور، جرى خصخصة ١٥ مصرفاً للمشاريع المشتركة، بما فيها البنك التجاري الدولي.

(٢٣) وفي إحدى الحالات، كان الإقبال على الإصدار يتجاوز حجم الاكتتاب خمسين مرة.

(٢٤) وزارة الاقتصاد والتعاون الدولي.



#### ٤- إيرادات بيع الشركات المخصصة

بعد أن تأكدت الحكومة المصرية ان الخصخصة أداة لا بد منها لمعالجة المشكلات المالية وإعادة هيكلة الشركات المنقولة إلى القطاع الخاص، وتحقيق أكفاً استخدام للتكنولوجيا بهدف تحسين الإنتاجية، أعلنت ان إيرادات عملية الخصخصة ستستخدم أولاً في تسوية ديون الشركات وتعويض العمالة. على ان ترسل الأموال المتبقية إلى الخزنة العامة للمساهمة في تسديد الدين العام. ويظهر الجدول ٣ إيرادات البيع في نهاية آب/أغسطس ١٩٩٦. كما يظهر انه حتى مطلع عام ١٩٩٦، كان الاستخدام الفعلي لإيرادات البيع يتم كما يلي: حوالي ٣٠ في المائة من إيرادات شركات القانون رقم ٢٠٣ كانت تودع في البنوك، والـ ٢٢ في المائة التي تمثل الإيرادات الناتجة عن العروض العامة الأولية، كانت تستخدم لزيادة رأس مال الشركة القابضة للتعددين والشركة القابضة للمناجم<sup>(٢٥)</sup>. وثمة استخدام آخر شمل ١٨ في المائة على شكل قروض إلى شركات تابعة و ١٢ في المائة للشركات القابضة تتصرف فيها بمعرفتها. وتجدر الإشارة إلى ان الإيرادات المحصلة من عمليات البيع كانت نسبتها أقل من ٥٣ في المائة من المجموع، مع أكثر من ٤٧ في المائة لم يجر تحصيلها بعد.

#### الجدول ٣- مصر: إيرادات البيع من الخصخصة في نهاية آب/أغسطس ١٩٩٦

عدد الشركات	الموصفات	مليون جنيه مصري
غير متوافر	شركات القانون رقم ٢٠٣	٣ ٣٧٦
٢٨	العروض العامة الأولية	٢ ٢٣٢
٤	المستثمرون المعتمدون	٦٦٥
٢١	هيئة الموظف المساهم (أقلية)	٣٠٤
-	العمال	١٧٥
-	القانون رقم ٢٣٠ (المشاريع المشتركة)	١٢٨
١٠	هيئة الموظف المساهم (أغلبية)	٢٤٨
-	مبيع الأصول (الأراضي والأصول المستخدمة)	٣ ٠٣٢
المجموع		١٠ ١٦٠

المصدر: مكتب المشاريع العامة ووزارة الاقتصاد والتعاون الدولي (١٩٩٦).

#### جيم- أداء القطاع العام خلال الخصخصة

كان تطبيق القانون رقم ٢٠٣ لعام ١٩٩١ يرمي إلى إلغاء الازدواجية التي كانت قائمة بين مجالي عمل القطاعين العام والخاص. ورتضى هذا القانون بأن تعمل المؤسسات العامة بموجب نفس مجموعة الشروط والقواعد التي تحكم عمليات القطاع الخاص. وكان المتوقع من ذلك هو تعزيز المنافسة داخل السوق بعد رفع عدد من القيود التي كانت تقيد عمل المؤسسات العامة، ومنها الأسعار المفروضة على منتجاتها وخدماتها، فضلاً عن سياسة الإفراط في التوظيف.

إلا ان الأداء المالي للمؤسسات العامة خلال الفترة ١٩٩٠/١٩٩١-١٩٩٤/١٩٩٥ لم يكن على مستوى التوقعات<sup>(٢٦)</sup>. وهبط صافي الفائض بعد الضرائب من ١ ١٩٧ مليون جنيه مصري في العام

(٢٥) كانت الايداعات المصرفية تتم حسب ما ترثي كل شركة قابضة.

(٢٦) وقت كتابة هذه السطور لم تكن أية بيانات متوافرة عن العام ١٩٩٥/١٩٩٦.

١٩٩٠/١٩٩١ إلى ٤٢ مليون جنيه مصري فقط في العام ١٩٩٢/١٩٩٣ (الجدول ٤). ورغم تحسن أدائها في ١٩٩٤/١٩٩٥ إلى ١١٩٥ مليون جنيه مصري، فقد بقي دون مستوى العام ١٩٩٠/١٩٩١. وفي العام ١٩٩٤/١٩٩٥، تجاوز العجز المرحل (وهو ٩٧٦٤ مليون جنيه مصري) أربعة أضعاف مستواه في العام ١٩٩٠/١٩٩١ (وهو ٢٣٦٥ مليون جنيه مصري). ولا يفسر الارتفاع في عدد الشركات التي تحقق خسائر، من ٦٠ شركة في العام ١٩٩٠/١٩٩١ إلى ٨٨ شركة في العام ١٩٩٤/١٩٩٥ إلا أحد أسباب هذا الأداء. وكان من الأسباب الأخرى تناقص عدد الشركات التي تحقق أرباحا، وارتفاع متوسط أجر العاملين، والارتفاع التدريجي في العجز الجاري وانخفاض الدعم الحكومي للمؤسسات العامة.

الجدول ٤ - معلومات اقتصادية عن مؤسسات القطاع العام ١٩٩٠/٩١ - ١٩٩٤/٩٥  
(ملايين الجنيهات المصرية)

البند	٩١/١٩٩٠	٩٢/١٩٩١	٩٣/١٩٩٢	٩٤/١٩٩٣	٩٥/١٩٩٤
عائدات التشغيل	٤٤ ٠٧٧	٤٨ ٨٩٧	٥٠ ٣٨٥	٥٢ ٣٨٥	٥٥ ٤٥٥
الدعم المالي	٢٧٤	٢٥١	١٣٧	١٨٠	١٢٩
العائدات المالية	١٣٤	١٤٣	١٦٥	٢٣٢	٢٢٧
عائدات التحويل الجاري	٥ ٨٣٦	٦ ٧٥٩	٦ ٦٥١	٧ ١٠٨	٧ ٤٨٤
مجموع العائدات	٥٠ ٣٢١	٥٦ ٠٥٠	٥٧ ٣٣٨	٥٩ ٩٠٥	٦٣ ٢٩٥
الأجور	٤ ٤٦٨	٤ ٧٥٢	٥ ٤٦٥	٥ ٤٩٧	٥ ٧٩٣
عدد العاملين	١٠٦٣ ٤٤٠	١٠٦٠ ٨٠٥	١٠٤٥ ٢٩٤	١٠٠٨ ٣٦٣	٩٦٤ ٤٤٦
متوسط الأجر (العدد)	٤ ٢٠١	٤ ٤٨٠	٤ ٩٤١	٥ ٤٥١	٦ ٠٠٧
مجموع عدد الشركات (العدد)	٣١٤	٣١٤	٣١٢	٣١٣	٢٩٢
الشركات المحققة للربح (العدد)	٢٥٤	٢٢٤	٢٠٤	٢١٤	٢٠٢
الشركات المحققة للخسائر (العدد)	٦٠	٩٠	١٠٨	٩٩	٨٨
الفائض القابل للتوزيع (شاملا الضرائب)	٢ ٤٧٩	٢ ٩٤٦	٣ ٤٧٣	٤ ٢٢٤	٤ ٩٨٦
الفائض القابل للتوزيع (بعد طرح الضرائب)	١ ٧٨٣	٢ ١٢٤	٢ ٥١٣	٣ ١٢٠	٣ ٦٨٩
العجز الجاري	٥٨٦	١ ٦٢٢	٢ ٤٧١	٢ ٣٨٧	٢ ٤٩٤
صافي الفائض بعد الضرائب	١ ١٩٧	٥٠٢	٤٢	٧٣٣	١ ١٩٥
صافي التحويلات إلى الحكومة	٢ ١٥٣	٢ ٦٠٣	غير متوافرة	غير متوافرة	غير متوافرة
العجز المرحل	٢ ٣٦٥	٣ ٩٠٩	٦ ١٧٠	٧ ٨٩١	٩ ٧٦٤
إجمالي القيمة المضافة	١٠ ١٨٠	١٠ ٨٥٦	١١ ١٠٥	١٢ ٠٣٦	١٢ ٩٧٧
صافي القيمة المضافة	٨ ٦٥٦	٩ ٠٢٥	٩ ٠٩١	٩ ٩١١	١٠ ٨٥٥

المصدر: مكتب المشاريع العامة، بيانات غير منشورة، ١٩٩٦.

يظهر الجدول ٥ ارتفاعا كبيرا في نسبة الإيرادات إلى رأس المال ونسبة إنتاجية العمل في المؤسسات العامة. وقد ارتفعت النسبة الأولى من ٤٣٨ في المائة في العام ١٩٩٠/١٩٩١ إلى ٨٦ في المائة في العام ١٩٩٤/١٩٩٥، وارتفعت النسبة الثانية من ١١٣ في المائة إلى ١٥٧ في المائة. لكن هذه الزيادة لم تخف ان الأداء كان لا يزال معتمدا إلى حد بعيد على "أموال قروض". ويشهد على ذلك الارتفاع في نسبة الدين إلى الاستثمار، من ٦٥ في المائة في العام ١٩٩٠/١٩٩١، إلى ٦٨ في المائة في العام ١٩٩٤/١٩٩٥. ولو استمر الارتفاع في إنتاجية العمل (الجدول ٥: صافي القيمة المضافة من كل

عامل)، لأسفر في النهاية عن ارتفاع في ربحية المؤسسات، وأدى بالتالي إلى الحد من الاعتماد في تمويل الاستثمار على الاقتراض، ومن ثم الحد من نسبة الدين إلى الاستثمار.

**الجدول ٥ - مصر: مؤشرات أداء المؤسسات العامة غير المالية خلال الخوصصة  
٩٥/١٩٩٤-٩١/١٩٩٠  
(النسبة المئوية)**

٩٥/١٩٩٤	٩٤/١٩٩٣	٩٣/١٩٩٢	٩٢/١٩٩١	٩١/١٩٩٠	
٨٨	٨٥	٨٣	٧٧	٦٤	نسبة عائد الأصول
٩٤	٩٢	٨٩	٨٣	٧١	نسبة عائد الأصول باستثناء المشاريع
٨٦	٨٠	٧٤	٥٧	٤٣	نسبة عائد رأس المال
٦٨	٦٨	٦٨	٦٦	٦٥	نسبة الدين إلى الاستثمار
١٥٧	١٣٧	١٢١	١٢٣	١١٣	صافي القيمة المضافة من كل عامل (١٠٠=١٩٩٠/١٩٨٩)
٢٢٤	٢١٩	٢١٥	٢٣٦	٢٢٨	إجمالي القيمة المضافة/جنيه مصري للأجر

المصدر: Egypt, Cabinet, Information Centre for the Public Sector, *Achievements of the Public Enterprise Sector, 1990/91-1994/95*, Vol. I (1995).

**دال - معوقات الخوصصة**

واجهت عملية الخوصصة في مصر عدة معوقات. فقد انتشر الخوف من ان تزيد الخوصصة معدلات البطالة المرتفعة أصلاً في اقتصاد البلد، والتي بلغت حوالي ١٧ في المائة في عام ١٩٩١. ويبدو ان الأساليب التي اختيرت للخوصصة وتقييم الشركات المرشحة للخوصصة كانت محل جدل. ويعود ذلك أساساً إلى عدم وجود سوق مالية متطورة، وهي التي تكون عادة العمود الفقري لأي برنامج خوصصة ناجح. لذا، ورغم انقضاء عدة أعوام على تنفيذ برنامج الخوصصة، لا يبدو انه أسفر عن أي تغير كبير في حصة القطاع العام في الناتج المحلي الإجمالي، ولا عن ارتفاع في حصة القطاع الخاص. وفي ما يلي ملخص لأبرز معوقات هذا التطور في عملية الخوصصة بمصر.

**١ - إعادة الهيكلة المالية**

من أهداف الخوصصة جمع الأموال لتحسين الوضع المالي للشركات الخاسرة أو قليلة الربحية. ويتم ذلك عادة بالحد من عبء ديونها. وتعاني معظم هذه الشركات من هياكل مالية غير متوازنة تؤثر على إنتاجيتها وأدائها. والمفروض ان يؤدي الحد من ديون الشركات القابلة للاستمرار إلى جعلها شركات رابحة، مما يجعلها أكثر اجتذاباً للخوصصة. ومن هنا تجدر الإشارة إلى ان دين المؤسسات العامة الـ ٣١٤ التي جرى تجميعها في ١٧ شركة قابضة، كان حوالي ٣٧ مليار جنيه مصري في عام ١٩٩٥ وشكل حوالي ٥٠ في المائة من مجموع أصول الشركات القابضة في ذلك العام<sup>(٢٧)</sup>، فكانت خدمة الدين فوق طاقة مؤسسات القطاع العام.

وأصبحت إعادة هيكلة الدين (إعادة جدولته) أو تخفيف أعبائه مسألة ضرورية لنجاح الخوصصة. وأبدى القطاع الخاص عدم رغبته في الاستثمار في شركات غارقة في الديون، وغير قادرة على الوفاء

(٢٧) يعتبر حجم القروض العقيمة والمشبوهة لبنوك القطاع العام قريباً من هذا التقدير.

بالتزاماتها حيال هذه الديون. ورغم ان عددا كبيرا من المؤسسات العامة تعتبر مربحة من الناحية العملية، فإن مشاكل الديون تجعل منها شركات خاسرة، ولا شك في ان حل هذه المشاكل يزيل معوقا أساسيا من معوقات الخصخصة، وأي محاولة لحل هذه المشاكل يجب ان تبدأ بتحديد حجم الدين، يعقبه اختيار أسلوب لإدارة الدين<sup>(٢٨)</sup>.

## ٢- دور السوق المالية

على مدى الأعوام القليلة الماضية، بحثت الحكومة في أمرين، إما تطوير السوق المالية بإدراج صكوك مالية جديدة في حد ذاتها لخلق عرض في السوق، أو بالخصخصة، لخلق طلب في السوق من خلال أسهم الخصخصة. وفي الحالة الأولى، تنمو السوق المالية وتتطور بصفة مستقلة بصرف النظر عن الخصخصة، علما بأن الخصخصة تؤدي فيها دورا مهما. وفي الحالة الثانية تساهم الخصخصة في نمو السوق المالية وتطورها.

خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٤، كانت القيمة التجارية للأسهم المسجلة وغير المسجلة في ارتفاع، مع زيادة لافتة في رسملة السوق<sup>(٢٩)</sup>. لكن أسعار الأسهم شهدت تراجعا في عام ١٩٩٥، مما أدى إلى تباطؤ عملية الخصخصة.

ويعود انتعاش السوق المالية في عام ١٩٩٦ إلى تغير سياسة الحكومة في الخصخصة، من أسلوب تقديم العطاءات<sup>(٣٠)</sup> إلى أسلوب العرض العام. ففي الحالة الأولى كان يطلب إلى المستثمرين تقديم العطاءات للشركات، مع الاحتفاظ بجزء بسيط من الأسهم المتوافرة، إن وجدت، للجمهور؛ أما في الحالة الثانية فتعرض أسهم شركات الخصخصة على الجمهور للاكتتاب العام.

## ٣- هاجس البطالة

كان الخوف من البطالة، حتى الآن، سببا رئيسيا في تباطؤ وتيرة الخصخصة في مصر. ففي عام ١٩٩٦، كان عدد الموظفين في مؤسسات القطاع العام ١٣ مليون موظف، أي حوالي ٨ في المائة من مجموع القوة العاملة في مصر<sup>(٣١)</sup>. وإزاء نسبة بطالة بلغت ١٧ر٥ في المائة في عام ١٩٩٦، لا شك ان موظفي القطاع العام يتمسكون بوظائفهم، باعتبارها مضمونة إذا قورنت بوظائف القطاع الخاص. ونتيجة التراجع في عدد موظفي القطاع العام بنسبة ٢٢ في المائة تقريبا (٢٩ ٠٠٠) خلال الفترة ما بين السنتين ١٩٨٩/١٩٩٠ و ١٩٩٢/١٩٩٣ تعزز الخوف العام من ان تزيد الخصخصة من البطالة. وإذا كان هذا التراجع يمثل نسبة مئوية صغيرة من المجموع، إلا انه يزداد وضوحا إذا عرف ان القوة العاملة تزداد بمعدل ٢ في المائة سنويا، وان دور القطاع الخاص متواضع نسبيا في توليد العمالة.

(٢٨) ويمكن ان يكون الأسلوب إما تبادل رأس مال الدين أو إصدار سندات حكومية أو سندات للشركات القابضة تبعا لكل حالة على حدة، ومع مراعاة التأثير على وتيرة الخصخصة واستمرارها.

(٢٩) بلغ عدد الأسهم المسجلة المتداولة حوالي ١٣ر٨ مليونا في عام ١٩٩٣، وأكثر من ضعفي هذا الرقم في عام ١٩٩٤. وارتفع عدد عمليات التداول في هذه الأسهم من ١١ ٠٠٠ إلى ٥٢ ٠٠٠. كما ارتفع من ١ ٤٠٠ إلى ١٣٥ ٠٠٠ للأسهم غير المسجلة، التي بلغت ٤ ملايين في عام ١٩٩٣ وارتفعت إلى ٣٠ مليونا في عام ١٩٩٤.

(٣٠) البيع لصاحب أكبر العطاءات دون تدخل السوق المالية.

(٣١) باستثناء الموظفين الحكوميين.

#### ٤- قصور الإطار القانوني

لا يفرض القانون رقم ٢٠٣ لعام ١٩٩١ أية شروط إلزامية لإرغام الحكومة، أو حتى تشجيعها، على تطبيق برنامج الخصخصة أو تسريع وتيرته. وعلى سبيل المثال، فإن القانون لا يقدم المبادئ التوجيهية الواضحة بخصوص تقييم الأصول، ولا يشير إلى أية أحكام لحماية صغار المساهمين. وتستخدم هذه "الإجراءات العامة" إلى حد بعيد لوضع الإطار القانوني، لكنها غير ملزمة وغير كافية.

#### ٥- سلطة الشركات القابضة

تتمتع الجمعيات العمومية للشركات القابضة ومجالس إدارتها بسلطة البدء في بيع الشركات التابعة لها والبت في هذا البيع. وهي تعتبر مسؤولة إلى حد ما عن بطء تنفيذ الخصخصة. ومفهوم بطبيعة الحال، نظرا لأن المدراء يدينون بمواقفهم وبامتيازاتهم لوجود الشركات التابعة، انهم لن يتحمسوا لاتخاذ قرارات تؤدي إلى خصخصتها. بل يفضلون بقاء الحال على ما هو عليه، خشية ان تضيق من يدهم تلك الفرص المضمونة إذا استمرت عملية الخصخصة.

#### ٥أ- فرص الخصخصة

بناء على هذا الاستعراض، ليس من الواضح ما إذا كانت الخصخصة في مصر ناتجة عن رؤية معينة أم انها محصلة عملية براغماتية. ومن الصعب تحديد أية صلة واضحة بين برنامج الخصخصة وبين استراتيجية وطنية موجودة فعلا للتنمية الاقتصادية. كما انه من الصعب فهم المنطق وراء تخصيص إيرادات البيع لمكتب المشاريع العامة والشركات القابضة؛ مثلما يصعب الجزم بما إذا كان هذا التخصيص منسجما مع تحقيق أهداف إنجازات اقتصادية معينة. وعلى سبيل المثال، يقال انه عند تطبيق معايير اختيار الشركات المرشحة للخصخصة، كان المقصود هو تحقيق الهدف العام لبرنامج الخصخصة، أي زيادة الكفاءة في إدارة موارد مؤسسات القطاع العام. لكن ذلك لا يعدو ان يكون معيارا واحدا فقط من معايير الإدارة الناجحة. فهناك معايير أخرى كالإنتاجية وزيادة التصدير والقدرة على المنافسة وتطبيق التكنولوجيات الحديثة. ولا بد من الأخذ بكل هذه المعايير بجدية لتعزيز فوائد إصلاح القطاع العام. لكن يبدو ان هذه الاهتمامات لم يكن لها وزن فعلي في أذهان صانعي القرار الاقتصادي في مصر.

ومن هنا أصبح منطق الاستراتيجية الاقتصادية الجديدة مبنيا على رؤية بعيدة المدى لا تتأثر بمكاسب وقتية سريعة. وضمن هذه الاستراتيجية التي تعرف قيمة الميزة النسبية بين القطاع العام والقطاع الخاص، لا تكون الخصخصة سوى واحد فقط من المكونات اللازمة لتأمين التنمية المستدامة. وتشمل المكونات الأخرى عناصر مهمة كالبحث والتطوير، والاستثمار الداخلي والسياسة الاقتصادية ذات التوجه الإقليمي.

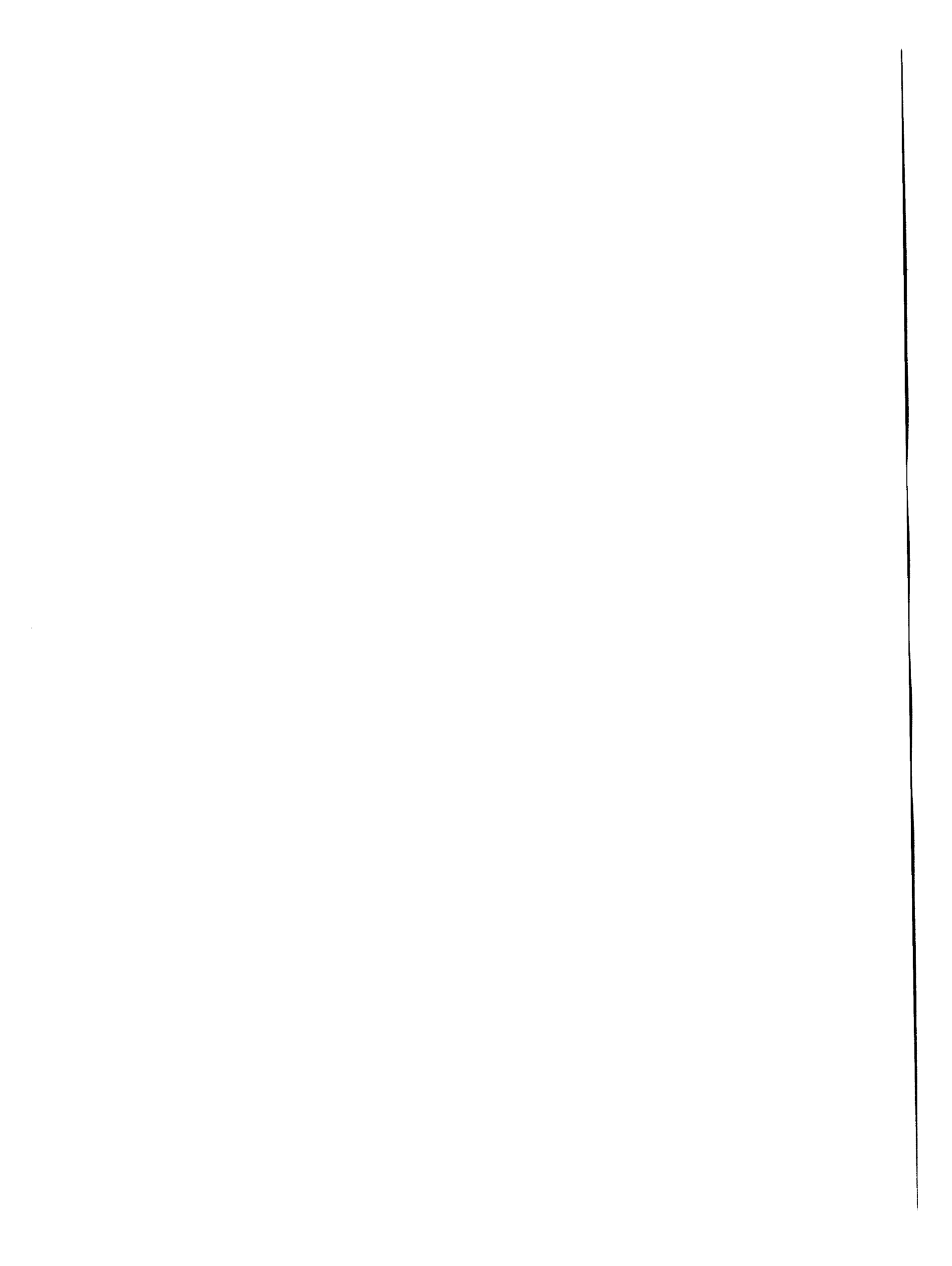
يتضح من تجربة الخصخصة على مدى العامين الماضيين انه توجد علاقة متبادلة بين تنمية القطاع المالي والخصخصة. ذلك ان تطوير السوق المالية سهل من عملية الخصخصة من خلال تعبئة الأموال المحلية والأجنبية. واجتذبت الخصخصة بدورها استثمارات الأوراق المالية التي أحييت نشاط السوق المالية. وعلاوة على ذلك، لعبت البنوك في مصر دورا حيويا في تقييم مؤسسات القطاع العام المعروضة للبيع، معتمدة نظام الكفالة من الباطن وممولة عمليات شراء الأنصبة بهدف السيطرة على الشركات العالية الاستدانة. وقد عمد عدد من البنوك العاملة بموجب المفهوم المصرفي الدولي، إلى إنشاء صناديق استثمار أصبحت عالية النشاط في التعامل مع حصص الشركات المخصخصة. وقد اخترقت هذه الصناديق مجال

رأس المال الاستثماري، والسمسرة وإدارة الأوراق المالية<sup>(٣٢)</sup>. وبحلول نهاية أيار/مايو ١٩٩٦، ارتفع عددها إلى ١٠ برأس مال يبلغ في مجموعه ١٥ مليار جنيه مصري.

أما بالنسبة إلى مستقبل برنامج الخصخصة، فقد أعلنت الحكومة أخيرا انه بحلول نهاية عام ١٩٩٦، ستجرى خصخصة تسع شركات عن طريق سوق المال المصرية، وعرض أربع شركات أخرى إلى المستثمرين المعتمدين. هذا إلى جانب تهيئة ثماني شركات للبيع. كما خططت الحكومة لتحويل ملكية ٤٠ شركة من القانون رقم ٢٠٣ لعام ١٩٩١ إلى القانون رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١، إما عن طريق العرض العام وإما عن طريق البيع إلى مستثمر معتمد، أو حتى عبر الاثنتين معا.

لكن الحكومة تتوقع ان تتساوى قيمة بيع المؤسسات العامة المقرر خصخصتها في عام ١٩٩٧ مع قيمة بيع المؤسسات العامة التي خصصت خلال العامين السابقين مجتمعة. وقد فتحت خصخصة البنى التحتية أفقا جديدا أمام الاستثمار الخاص. وتمت الموافقة فعلا على مشاركة القطاع الخاص بطريقة البناء والتشغيل ونقل الملكية، سواء في توليد الطاقة أو بناء الطرق السريعة.

الجزء الثالث  
دراسة حالة الأردن





## سادسا- سمات الاقتصاد الأردني وخصائصه، وحاجته إلى الإصلاح الاقتصادي

يرتكز الاقتصاد الأردني أساسا على قواعد اقتصاد السوق، رغم سيطرة القطاع العام على حوالي ٦٨ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وهو يستخدم أكثر من ٤٣ في المائة من مجموع القوة العاملة، باستثناء الخدمات الأمنية والعسكرية وما يتصل بها، كما يمتلك حوالي نصف حصص رؤوس الأموال داخل ٢٠ في المائة من الشركات العامة المساهمة، وحوالي ١٠ في المائة في أكثر من ٥٦ في المائة منها.

لكن معظم الأصول الإنتاجية في الأردن، باستثناء تلك الموجودة في قطاعات الخدمات الحكومية، هي في يد القطاع الخاص<sup>(٣٣)</sup>. ويمكن وصف القطاع الخاص الأردني بأنه قطاع "يتلقى أكثر مما يعطي"، نظرا إلى اعتماد أنشطته، اعتمادا كبيرا، على عمليات القطاع العام. وبالفعل، فإن القطاع الخاص لم يتمكن حتى الآن من تكوين كتلة قادرة على موازنة أنشطة القطاع العام بكفاءة. كما أن موارده المالية أقرب إلى أن تكون أحد النواتج الفرعية لمصرفات الحكومة. وتعد نسبة المصرفات الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأردن من أعلى النسب في المنطقة، إذ تبلغ حوالي ٤٠ في المائة، مقابل حوالي ٢٩ في المائة في الجمهورية العربية السورية و٣٥ في المائة في المملكة العربية السعودية.

وبسبب الحجم الصغير نسبيا للاقتصاد، فضلا عن موارده الطبيعية المحدودة اضطر الأردن إلى إنشاء علاقات مالية واقتصادية قوية مع الخارج، لتغطية احتياجات التنمية الاقتصادية. وتؤثر هذه العلاقات تأثيرا كبيرا على مستوى الأنشطة الاقتصادية في الأردن. ومن المؤشرات الهامة على هذا التأثير التجارة الخارجية مع الأسواق العربية المجاورة، والمساعدات المالية الخارجية (من معونات ومنح)، والتحويلات المالية من الأردنيين الموجودين في الخارج، وبالأخص من بلدان مجلس التعاون الخليجي. والعيب في هذا الاعتماد على العلاقات الخارجية، هو ضعف الاقتصاد أمام العوامل الخارجية التي لا يسيطر عليها البلد نفسه. وبالإضافة إلى هذا الوضع غير المألوف، يتميز الاقتصاد الأردني بما يلي:

- مشكلات هيكلية، تظهر من خلال ضعف التكامل بين مختلف القطاعات، والاعتماد الشديد على الأسواق الخارجية في الاستيراد والتصدير؛
- الخلل المزمن بين إيرادات الميزانية ومصروفاتها، ووجود عجز قديم في الميزانية. غير أن الإيرادات المحلية تمكنت أخيرا من تغطية المصروفات الجارية؛
- التفاوت الخطير بين الاستثمار والمدخرات الوطنية، والذي أدى إلى الاعتماد الكبير على المصادر الخارجية، لا سيما المعونات والمنح والديون اللازمة لتمويل الاستثمار؛
- عدم التوازن بين الكثافة السكانية وبين العمالة، مما أدى إلى تشوه هيكل سوق العمالة.

ولحل هذه المشكلات، حددت الحكومة الأردنية للبلاد مسارا للتنمية الاقتصادية منذ مطلع الخمسينات. وكان هدفها من برنامج التنمية الاقتصادية هو تشجيع أنشطة القطاع الخاص، وخلق مناخ ملائم للاستثمار،

(٣٣) طاهر كنعان "القطاع العام والخاص في الأردن"، تلخيص لورقة مقدمة إلى حلقة دراسية عن الخصخصة في الأردن، عقدت في المركز الثقافي الملكي بعمان في ١٨ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٥.

وتمتية الموارد البشرية والاستخدام الكامل للموارد الطبيعية المتوافرة. إلا ان عملية التنمية واجهت عددا من المعوقات، ومن بينها: (أ) تشريعات اقتصادية متضاربة في أهدافها؛ (ب) عدم وضوح الأهداف بالنسبة لدور القطاع الخاص في مقابل القطاع العام؛ (ج) الضغوط الواقعة على الموارد الطبيعية المتوافرة؛ (د) انعدام الواقعية في أهداف التخطيط؛ (هـ) نقص المعلومات؛ (و) غياب الالتزام بأهداف التخطيط التزاما كاملا.

أما القضية الكبيرة التي تواجه التخطيط الإنمائي في الأردن منذ أربعة عقود، فهي الزيادة غير المتوقعة في عدد السكان. وقد نتجت هذه الزيادة عن موجات الهجرة المتعاقبة من فلسطين (١٩٤٨-١٩٥٠)، ومن الضفة الغربية وغزه (١٩٦٧)، ومن دول مجلس التعاون الخليجي (١٩٩٠-١٩٩١) في أعقاب أزمة الخليج. كما أدت هذه الموجات انبشيرية إلى إبطاء عملية تنفيذ الخطط الإنمائية، وزادت من البطالة وولدت ضغوطات شديدة على البنى التحتية للبلد، وعلى الخدمات الحكومية.

ومن الملاحظ ان كل الخطط الإنمائية تقريبا وضعت لنفسها الأهداف التالية في الأردن: زيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي؛ وإنشاء البنى التحتية الأساسية؛ وتحسين الخدمات الاجتماعية الحكومية؛ وتعزيز تعبئة الموارد المحلية؛ وإنشاء الصناعات الأساسية؛ وإيجاد فرص العمل. وبالنسبة إلى اقتصاد كاتقتصاد الأردن، والذي يعتبر صغيرا إذا قيس بحجم ناتجه المحلي الإجمالي، من المستغرب ان تكون هذه الأهداف هي أهداف كل الخطط الإنمائية تقريبا بصرف النظر عن تغير الظروف وتوافر الموارد المالية.

وإزاء ندرة التمويل الإنمائي، زاد تأثير الاقتصاد بالعوامل الخارجية، خصوصا وان أنشطة الإنتاج المحلي تغطي حوالي ٦٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. ومن الأمثلة على العوامل الخارجية هبوط أسعار النفط خلال النصف الثاني من الثمانينات وأزمة الخليج في ١٩٩٠/١٩٩١.

وللتخفيف من أي تنمية غير مرغوبة في الاقتصاد الأردني، اتخذت الحكومة عددا من الإجراءات خلال النصف الثاني من الثمانينات منها ما يلي:

- (أ) توسيع هامش تقلب سعر الدينار الأردني مقابل حقوق السحب الخاصة كخطوة أولى نحو التعويم الكامل للدينار الأردني؛
- (ب) تقييد الطلب على العملات الأجنبية الصعبة عن طريق الحد من استيراد الكماليات على سبيل المثال؛
- (ج) احتواء المضاربة على الدينار الأردني بقصر تحويل العملات الأجنبية على عدد محدود من الأنشطة؛
- (د) ترشيد مصروفات الميزانية، وزيادة الإيرادات بزيادة الرسوم الجمركية على عدد من السلع المستوردة، وفرض ضرائب جديدة ورفع نسب الضرائب القائمة.

لكن هذه الإجراءات أثبتت انها غير كافية لخلق الظروف المطلوبة والحيوية الاقتصادية اللازمة. فواصل الأداء الاقتصادي تدهوره، مؤديا إلى انخفاض قيمة الدينار الأردني مقابل الدولار بحوالي ٥٠ في المائة خلال فترة وجيزة جدا من عام ١٩٨٨. ولمعالجة الوضع المتدهور، اعتمد الأردن، بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، برنامجا صارما للتكيف الهيكلي الاقتصادي والمالي في الفترة ١٩٨٩-١٩٩٢.

خلال عام ١٩٨٩ وعلى مدى الأشهر التي سبقت نشوب أزمة الخليج في آب/أغسطس ١٩٩٠، خطت الأردن خطوات كبيرة لاحتواء معظم التطورات السلبية التي خلفتها الأعوام السابقة. وبالفعل، فقد جرى احتواء التضخم المتزايد؛ والحد من العجز في الميزانية وفي ميزان المدفوعات؛ كما جرى إقرار سعر مستقر نسبيا لصرف الدينار، وتحسن وضع الاحتياطي الأجنبي، واستؤنفت خدمة الدين الخارجي. إلا أن أزمة الخليج عرقلت هذه التطورات الإيجابية، وكان أثرها على الأردن كبيرا، كما يظهر من خسارة الأردن لأسواق التصدير الرئيسية (في العراق ودول مجلس التعاون الخليجي)؛ فضلا عن الضغط الذي تعرضت له البنى التحتية والخدمات الحكومية بعد وصول أكثر من ٣٠٠ ٠٠٠ عائد من بلدان مجلس التعاون الخليجي؛ وخسارة العائدات الآتية من السياحة ومن حركة العبور العراقية. وأعد الأردن برنامجا ثانيا للتكيف الهيكلي الاقتصادي مع صندوق النقد الدولي للفترة ١٩٩٣-١٩٩٨.

ويرمي هذا البرنامج إلى إعادة الثقة في الاقتصاد؛ وخلق المناخ "الصحيح" للدخار والاستثمار؛ وإلغاء التشوهات التي يعاني منها الاقتصاد. وكان من أهداف البرنامج أيضا احتواء التضخم؛ والحد من عجز الميزانية وميزان المدفوعات؛ وكبح ارتفاع الدين العام الخارجي والداخلي. وقد شملت الإجراءات الاقتصادية والمالية للسياسة العامة التي اعتمدت لبلوغ هذه الأهداف ما يلي:

(أ) الحد من التوسع النقدي إلى معدل سنوي متوسط يبلغ ٩ في المائة تقريبا. وذلك من خلال الحد من إقراض القطاع العام لصالح القطاع الخاص، عن طريق تحديد سقف ائتماني يتناسب مع حجم الأصول؛

(ب) تحديد سعر صرف ثابت للدينار الأردني؛

(ج) تحديد سعر فائدة يتمشى مع السوق؛

(د) زيادة الإيرادات المحلية والحد من المصروفات الجارية، بحيث تساهم الإيرادات في تمويل المصروفات الرأسمالية، وتحد بالتالي من الاعتماد على المصادر الخارجية؛

(هـ) تعزيز الصادرات للحد من عجز الميزان التجاري؛

(و) تشجيع الاستثمار الأجنبي بتحرير القواعد التنظيمية للاستثمار الأجنبي وتقديم حوافز إضافية للاستثمار؛

(ز) تخفيف عبء الدين الخارجي بإعادة جدولة الدين وإعادة هيكلته، وزيادة استخدام تسهيلات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وكذلك استخدام مقايضة دين رأس المال ومقايضة صادرات الدين.

## سابعاً - إصلاح القطاع المالي في الأردن

لقد شمل برنامج الإصلاح الاقتصادي اللذان اعتمدهما الأردن ووردا فيما تقدم، بعض الإجراءات المحددة لإصلاح القطاع المالي، من بينها ما يلي:

- تحرير القطاع المالي؛ وإلغاء السيطرة المفروضة على سعر الفائدة؛ ومنح المصارف حريسة تحديد رسومها ونسب العمولة على خدماتها المالية؛ وكذلك إلغاء المعايير الإدارية الخاصة بالمصارف؛
- تحسين إطار السياسة النقدية، بما في ذلك تطوير الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية؛ والتخلي تدريجياً عن القروض التفضيلية في مجالات الأولوية؛ ورفع الرقابة المباشرة على القروض؛
- تعزيز المنافسة في القطاع المالي، بما يشمل تسهيل الحواجز المفروضة على الدخول والخروج، وتوسيع نطاق الحدود التجارية للمؤسسات المالية، وتحسين هيكل ملكية الشركات المالية، فضلاً عن إعادة هيكلة المؤسسات المالية التي تديرها الدولة أو تملكها بالأغلبية؛
- تحرير التجارة في الخدمات المالية، بما في ذلك رفع القيود عن الاستثمارات المباشرة الخارجة والداخلية، والسماح بالملكية الخاصة للعملات الأجنبية وغيرها من الأصول المالية، والتوجه نحو نظام يتحدد فيه سعر الصرف بناء على السوق، مع السماح للمؤسسات المالية الأجنبية بدخول السوق دون تمييز في المعاملة؛
- تقوية النظم الاحترازية والإطار الإشرافي، بما في ذلك إعادة رسملة المصارف؛ وتعزيز الشفافية وتحسين حماية المودعين (المستثمرين).

وكان من المنتظر من هذه الإجراءات الإصلاحية ان تحقق الكفاءة على صعيد الاقتصاد الجزئي، إضافة إلى تحقيق الاستقرار على صعيد الاقتصاد الكلي. وقد أدرك واضعو السياسات في الأردن ان سياسات إصلاح الهيكل الاقتصادي بكل جوانبها - الإصلاح الضريبي، إصلاح الأسعار، وإصلاح سعر الصرف والنظام التجاري - كانت تنطوي على تطبيق سياسات جوهرية لإعادة توزيع الموارد المالية بكفاءة، وإعادة توجيه المدخرات الجديدة والتدفقات الاستثمارية نحو مشاريع منتجة. كما ان السلطات اعترفت بأن إصلاح القطاع المالي، بما يشمل زيادة الحصول على الموارد المالية الأجنبية، من شأنه ان يضمن قيام مشروعات سليمة وناجحة اقتصادياً يمكنها الحصول على التدفقات الائتمانية اللازمة لإعادة الهيكلة.

والقضية الأساسية هنا هي ضرورة وجود سوق ائتمان تعمل جيداً، لتزويد المقرضين بالمعلومات المطلوبة لتقييم مخاطر الإقراض والملاءة المالية للمقرضين، وتوزيع القروض وتقييمها تبعاً للمخاطرة المقترنة بها، بما يسهل الفصل بين المشروعات حسب الكفاءة أو عدم الكفاءة. كما ان هناك إقراراً متزايداً بأن عملية إصلاح القطاع المالي التي تشجع انفتاح اقتصادي على الخارج، قادرة جداً على تعزيز الدور المحوري للسوق المالية في خصخصة المؤسسات العامة. وقادرة أيضاً على تسهيل التقييم المناسب لرؤوس الأموال وتوفير قناة لتوزيع المستحقات والتعامل بها على نطاق واسع.

وقد أدركت السلطات ان أي إصلاح للسوق المالية يمكن ان يؤدي دورا هاما في خصخصة المؤسسات العامة وإعادة هيكلتها، لا سيما بالنسبة إلى إلغاء المعاملة التفضيلية في الحصول على القروض وأسعار الصرف المدعومة. لكن إصلاح القطاع المالي في الأردن لم يكن دون عقبات. وعلى سبيل المثال:

١- ان إصلاح القطاع المالي أعقبه فترة كان نمو القروض المحلية فيها يتجاوز نمو الودائع المصرفية. وكان السبب يعود إلى رفع الرقابة عن القروض، والتي كانت تعيق سابقا آلية العرض والطلب على القروض. ونتج عن رفع القيود إقراض مصرفي للأنشطة التي كانت مقيدة قبل ذلك، كتمويل الاستهلاك (السلع المعمرة والكماليات مثلا)، أو الأنشطة المتعلقة بالمضاربة (في العقارات والبورصة). كما نتج عنه إيجاد فرص لعدد من المؤسسات الأردنية الكبرى لتوطيد موقفها الاحتكاري عن طريق اقتناء المؤسسات التي تتصل بها. ومما ساعد جزئيا على مواجهة الزيادة في طلب القروض هو تحسن قدرة القطاع المصرفي على تعبئة المدخرات المحلية. وقد أدى إصلاح القطاع المالي إلى زيادة المنافسة على الموارد المالية من خلال عرض أسعار فائدة تنافسية وخدمات تنافسية.

٢- على ان إصلاح القطاع المالي، وان كان يتضمن تحرير حساب رأس المال، لم يسهم كثيرا في تحقيق زيادة كبيرة في تدفق الموارد المالية الأجنبية إلى الأردن. فما زالت حرية تعامل المصارف وسائر المؤسسات (المالية) غير المصرفية مع الأسواق المالية الدولية، خاضعة إلى حد كبير، للنظم الإدارية وقوانين العملات الأجنبية التي يفرضها البنك المركزي الأردني<sup>(٣٤)</sup>.

٣- في بداية الأمر، كان إصلاح القطاع المالي يهدف سلامة القطاع المصرفي وصلابته. فقد أشعل المنافسة في السوق وخلق ضغوطا غير مسبوقه على المؤسسات المالية الضعيفة (قليلة رأس المال)، والتي كانت داخلية أصلا في أنشطة شديدة المخاطرة. وفي المرحلة الأولى أيضا لإصلاح القطاع المالي، كانت سلامة القطاع المصرفي معرضة لتحذ آخر هو النمو السريع وغير المتكافئ للقروض. فلم تكن المصارف مستعدة جيدا لتقييم وتسعير مخاطر الإقراض المختلفة كما ينبغي، خصوصا وان أسعار الفائدة وأسعار الصرف كانت تشهد تقلبات واسعة.

ولمعالجة هذه المسائل، اعتمدت السلطات النقدية نظما وسياسات عامة يمكن وصفها بالاحترافية. وقد اشتملت على ما يلي:

- (أ) اتباع سياسات في منح التراخيص تضمن توافر رأس مال كاف وإدارة سليمة؛
- (ب) الاعتماد على التصنيف والتزويد لتجنب الخسائر أو الأصول التي تتسبب في مشاكل؛
- (ج) توفير الحد الأدنى من معايير المراجعة الحسابية، التي تفي بشروط المكاتب وصدق البيانات؛
- (د) وضع حدود على الإقراض لتلافي تركيز المخاطر في مقترض واحد، أو في مجموعة من المقترضين، أو في قطاع محدد، كالقطاع الاقتصادي مثلا؛
- (هـ) إعادة هيكلة المصارف، للسماح للمشرفين بالتخطيط جيدا لإعادة بناء رأس المال وتحويل الملكية، أو للتخلص بسرعة من المصارف المتعسرة.

ومن أجل تنمية السوق المالية وتقويتها، منحت المصارف، وهي التي تسيطر على السوق، حرية أكبر للاستجابة إلى إشارات السوق باختيار زبائنها وتحديد مستويات أسعار الفائدة.

(٣٤) أثناء طباعة هذه الدراسة، رفع البنك المركزي الأردني القيود والقواعد التنظيمية الإدارية عن تبادل العملات الأجنبية

## ثامنا - السوق المالية

يتمتع الأردن بسوق مالية متطورة نسبيا، هي سوق عمان المالية. وتؤدي هذه السوق دورا متزايدا الأهمية في الحياة الاقتصادية للبلد. وتشمل الصكوك المالية التي يجري التعامل بها في السوق أسهم الشركات الخاصة وسنداتهما فضلا عن السندات الحكومية. وخلال النصف الأول من الثمانينات اقترن رواج السوق بتدفق تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج. لكن في أعقاب هبوط أسعار النفط خلال النصف الثاني من الثمانينات، تراجع حجم التحويلات وسحب قسم كبير من الأموال المستثمرة في السوق. وسجلت كذلك فورة ثانية في عام ١٩٩٢. وكان ذلك منسجما مع التحسن الملحوظ في الأداء الاقتصادي والمالي للبلد. وبلغ نشاط السوق خلال هذه الفترة مستويات تتجاوز بكثير تلك التي سجلتها من قبل. فكان متوسط الحجم اليومي للتداول حوالي ٥ ملايين دولار في أكثر من مناسبة.

تسيطر المصارف، والتجارية بالأخص، على سوق عمان المالية، وهذه سوق صغيرة نسبيا من حيث رؤوس الأموال وحجم التداول. وكانت حتى عام ١٩٩٥، تتسم برقابة صارمة على نسب الإيرادات والتوزيع الإداري للموارد المالية عن طريق القطاع المصرفي والمؤسسات المالية المتخصصة في القطاع العام.

وقبل إصلاح القطاع المالي في عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥، كانت السوق المالية تخضع فقط لنظام لجنة إصدارات السوق التابعة للحكومة. ولم تكن اللجنة تكتفي بالتدقيق جيدا في هوية المتقدمين وفي بيانات شركاتهم، وإنما كانت تحدد أيضا تاريخ الإصدار والمبالغ التي يسمح بها في السوق الأولية. وكانت الصيغة التي تستخدمها اللجنة لوزن القيمة الدفترية مقابل القيمة السوقية تعد أداة لبخس أسعار الأسهم؛ وكانت بالتالي عائقا أمام الشركات في جمع الأموال الإضافية وتحقيق مزيد من المكاسب في السوق الثانوية.

أما النسبة المنخفضة نسبيا للأسهم المتداولة إلى سائر الأسهم، والتي كانت تقدر بحوالي ١٥ في المائة في عام ١٩٩٥، فكانت تعزى إلى حافظة الأسهم الحكومية الكبيرة من جهة، والتي كان قسم كبير منها غير خاضع للتداول، ومن جهة ثانية، إلى نظام لجنة إصدارات السوق التي كانت تمنع مالكي الشركات من اقتناء أكثر من ١٠ في المائة من الأسهم الجديدة التي تعرضها شركاتهم، وكان ذلك لا يشجع كثيرا منهم على إصدار أسهم جديدة، وذلك لحرصهم على عدم إضعاف ما بحوزتهم من أسهم.

إلا ان التنمية الجارية في سوق عمان المالية كانت مشجعة على مدى الأعوام القليلة الماضية. فقد تحسن مستوى الأنشطة ومعايير التعامل، وزاد اهتمام المستثمرين الأجانب بالسوق. وتمثل الملكية الأجنبية ما بين ١٥ و ٢٠ في المائة من مجموع أسهم الشركات المسجلة. وتخطط الحكومة حاليا لمواصلة إصلاح القواعد التنظيمية لسوق عمان المالية لاجتذاب مزيد من الاستثمارات الأجنبية. ومن المتوقع ان تجري في سياق هذا الإصلاح خصخصة عدد من المؤسسات العامة.

ويجدر التنويه بأن الحكومة بدأت مؤخرا في بذل بعض الجهود لتحرير المالي. وتأتي هذه الإجراءات استباقا لأي أثر سلبي قد ينجم عن بعض هذه الظروف ويؤثر على عملية وساطة السوق المالية بوجه عام، علما بأن السوق المالية تؤدي دورا حيويا في تعبئة الموارد المالية المحلية وتوزيعها وفي المنافسة على المدخرات الأجنبية. وتشمل العملية زيادة المرونة في أسعار الأدوات المتداولة، والحد من التسهيلات الائتمانية التفضيلية، والسير في اتجاه الأدوات غير المباشرة للمراقبة النقدية.

ولا تزال سوق عمان المالية تواجه عددا من المشاكل، التنظيمية والتأسيسية بالذات. وتتراوح هذه المشاكل بين عدم الكفاءة في عرض الخدمات المالية، والاعتماد على تعريف غير واضح لحقوق الملكية، والشغرات القائمة في طرح الأوراق المالية. غير ان سوق عمان المالية لا تزال قادرة على الاضطلاع بدور هام في خصخصة المؤسسات العامة. ويمكن لهذا الدور ان يكون على شكل تقييم مخزون المؤسسات العامة المعروضة للبيع؛ وتوفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين في هذا المخزون؛ وتوفير إمكانية الشراء بالنقسيط لصغار المستثمرين؛ وتحويل جزء من دين المؤسسات العامة إلى مساهمة في رأس المال. وهذا ما سيصحح هيكلها المالية ويساعد على الترويج لأسهمها عند عرضها للبيع، وكذلك المساعدة على إنشاء صناديق استثمار لتوظيف رؤوس أموال المستثمرين في المخزون، وتوسيع ملكية الأسهم.

ولدفع عملية الخصخصة إلى الأمام، يمكن للمصارف التجارية، بحكم سيطرتها على سوق عمان المالية، ان تشتري المؤسسات العامة المتعثرة وان تبيعها من جديد بعد تصحيح هيكلها المالية والإدارية. وهذا من شأنه ان يسرع من عملية الخصخصة، لا سيما بالنسبة إلى المؤسسات العامة التي لا يمكن عرضها للبيع من خلال الاكتتاب العام. كما يمكن للمصارف جمع رؤوس الأموال للمؤسسات العامة، وذلك بتنفيذ البرامج الإصلاحية للشركات التابعة لها، كخطوة أولى نحو الخصخصة. أكثر من ذلك، يمكن للمصارف، باعتبارها أداة لدعم عملية الخصخصة، ان توسع هامش آلياتها المالية بتطوير خدمات الاستثمار الاحتكاري في ما يتعلق بشراء الأسهم وتداولها.

## تاسعاً- الخصخصة

على الرغم من ان الخصخصة في الأردن كانت فعلاً محل نظر في أول برنامج للتكيف الهيكلي الاقتصادي في البلاد (١٩٨٩-١٩٩٢)، فإن الحكومة لم تبدأ في الخطوات الرامية إلى خصخصة عدد من المؤسسات العامة قبل عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥. والسبب الرئيسي في هذا التأخر كان الافتقار إلى شبكة أمان اجتماعية (أي صندوق اجتماعي) قادرة على استيعاب الآثار الاجتماعية للخصخصة، وخصوصاً على العمالة.

وباستثناء بيع أجزاء من مساهمات الحكومة في الشركة الأردنية للفنادق والسياحة، فقد اقتصرت جهود الحكومة في عملية الخصخصة على تغيير الشكل القانوني لعدد من المؤسسات العامة لتصبح شركات مملوكة للدولة، تكون أسهمها، أو قسم منها، معروضة للبيع في موعد الاستحقاق تبعاً لعملية إعادة الهيكلة. ومن أبرز هذه المؤسسات مؤسسة المواصلات السلوكية واللاسلكية، وسلطة المياه، ومؤسسة النقل العام، وسلطة النفط. وفي أواخر عام ١٩٩٦، أنشأت الحكومة مكتباً لشؤون الخصخصة في مكتب رئيس الوزراء، كما عيّنت مصرفاً للاستثمار الأجنبي ليكون المستشار المالي المسؤول عن الجوانب المالية والتسويقية لعملية الخصخصة. وبدأت الحكومة أيضاً في البحث عن الموظفين المؤهلين للقيام بهذه المهمة.

وكانت الحكومة قد استكملت عملية التسويق لفندق عالية والمنطقة الحرة في مطار الملكة علياء الدولي. وأثناء اتخاذ الخطوات الأولية لإفساح المجال أمام خصخصة مؤسسة المواصلات السلوكية واللاسلكية الأردنية ومؤسسة النقل العام، أذنت الحكومة للقطاع الخاص بتوفير الخدمات التكميلية للمؤسسات.

كما أقرت الحكومة بأن العبء المالي الناجم عن تقديم الدعم للمؤسسات العامة وبعض الخدمات الحكومية المحددة قد يكون بمثابة إهدار للموارد المالية اللازمة لاستمرار الأداء الاقتصادي القوي الذي شهدته البلاد خلال الأعوام القليلة الماضية. وهذا صحيح تماماً، لأن جزءاً من هذه الموارد كان من المقرر ان يكون على شكل قروض خارجية، مما يؤدي إلى ارتفاع الدين الخارجي على بلد يعاني أصلاً من مديونية كبيرة. وعلاوة على ذلك، تأكدت الحكومة انه نظراً لقلّة الموارد المالية العامة اللازمة للاستثمار في البنى الأساسية، فلا بد من تعبئة الموارد المالية الخاصة. ومن هذا المنطلق، تُعدّ الخصخصة أداة مهمة لاجتذاب استثمار القطاع الخاص، لا سيما في مجال البنى التحتية. وباستخدام الخصخصة كوسيلة لتسريع تعبئة موارد الاستثمار في البنى التحتية، اعتمدت الحكومة الأسلوبين التاليين: أولاً، بيع المؤسسات المرشحة للخصخصة في قطاع الخدمات العامة إلى مستثمرين استراتيجيين أو معتمدين للحصول على عائدات فورية للاستثمار في البنى الأساسية، وثانياً، ربط عملية البيع بشروط استثمارية إجبارية، يلتزم المستثمرون الاستراتيجيون بموجبها بتوفير استثمارات جديدة خلال فترة محددة من الزمن، وذلك بغرض توسيع الخدمات وتحسينها.

وبالإضافة إلى برنامج التكيف الهيكلي الاقتصادي، توجد عوامل أخرى لا تقل أهمية، وراء اتجاه الحكومة نحو الخصخصة:

- ينتظر من الخصخصة ان تقلص العبء المالي الواقع على ميزانية الحكومة، والناجم عن الدعم المنتظم الذي تقدمه للمؤسسات العامة. وبتقليل الموارد المالية المصروفة، ستتمكن الحكومة من زيادة المبالغ المخصصة للقطاعات التي تقيد الفئات الفقيرة مباشرة، كالتعليم، والتغذية، والصحة؛



- ان الخصخصة سوف تحسّن كفاءة المؤسسات العامة، التي لم تتسم بأداء ضعيف فحسب، وإنما أبدت أيضاً مقاومة شديدة في وجه التغيير، رغم الجهود الإصلاحية شبه المتواصلة؛
- ان الخصخصة سوف تجلب الاستثمارات المطلوبة لتحديث القطاع العام.

ونظراً إلى التزام الحكومة بتقييد الإنفاق العام وبالحدّ من عجز الميزانية والدين الخارجي، فإنها تنظر للخصخصة باعتبارها أداة لتعزيز المالية العامة الأردنية. لكن بلوغ هذه النتيجة يستدعي استخدام إيرادات الخصخصة لسداد الدين الخارجي، وذلك لخفض أعباء الدين وتحسين تصنيف القروض الأردنية. وهذه هي الطريقة الوحيدة التي يمكن بها استخدام الموارد المالية الأجنبية في الاستثمار. كما يتوقف نجاح جهود الخصخصة على الإيرادات التي تستثمر في البنى التحتية للحد من الضغوط الضريبية. ولا شك ان تحويل المؤسسات العامة الخاسرة إلى مؤسسات عامة رابحة سوف يحدّ من إهدار الأموال. وإضافة إلى ذلك، فإن التحسن المرتقب في أداء المؤسسات المخصصة، والذي سوف ينعكس في ارتفاع المبيعات والمكاسب، قد تنتج عنه زيادة في إيرادات الضرائب الحكومية.

لكن الحكومة أوضحت ان الخصخصة في الأردن لن تكون محصورة، بالضرورة، في بيع أصول الشركات العامة إلى القطاع الخاص، أي في تغيير ملكية هذه المؤسسات فحسب، وإنما قد تشمل أساليب أخرى لا تزال قيد الدرس. وعلى سبيل المثال، فإن خصخصة فندق عالية والمنطقة الحرة في مطار الملكة علياء الدولي جرت عن طريق تسويق الأول وتحويل الثانية إلى شركة مساهمة.

وأخيراً، يمكن للخصخصة في الأردن، شأنها شأن الخصخصة في بلدان أخرى، ان تسفر عن منافع رمزية وتشجيعية. فجهود الخصخصة المبني على أسس جيدة قادر على إرسال إشارة قوية عن التزام الحكومة حيال مستثمري القطاع الخاص والسوق المالية. ومن شأنه ان يسمح للحكومة بتركيز مواردها المالية والإدارية المحدودة في مجالات لا يتحمس لها القطاع الخاص أو المجالات التي تكون منافع اجتماعية كبيرة.

لكن رغم كل الإيجابيات المذكورة، فإن عملية الخصخصة لم تكن سلسلة حتى الآن. فهناك، كما أوضح تقرير نُشر مؤخراً للبنك الدولي، بعض القضايا الأساسية التي لا تزال بحاجة إلى معالجة، وفي ما يلي استعراض لهذه القضايا وإجراءات السياسة العامة المتوقعة<sup>(٣٥)</sup>:

١- غياب المشاركة العامة الواسعة في الخصخصة. وتتوي الحكومة، لتحقيق مثل هذه المشاركة، المزج ما بين بيع الأسهم إلى مستثمر استراتيجي والعرض العام للأسهم.

٢- إشراك المستثمرين الأجانب. فثمة تخوّف من سقوط المؤسسات المخصصة في يد المستثمرين الأجانب، حيث يرى البعض ان ذلك سيؤدي إلى سيطرة الأجانب على المؤسسات العامة، والحدّ من السيادة الاقتصادية للبلاد، مما يعرّض أنشطتها الاقتصادية إلى مزيد من الضعف. وتقادياً لذلك، يُتوقع من الحكومة مطالبة المشتريين الأجانب بأن يكون لهم شركاء محليون. كما ان الحكومة نفسها تنوي إدراج ما يُعرف "بقاعدة الأسهم الذهبية" للحصول على صوت في عملية اتخاذ القرار في المؤسسات المخصصة.

٣- القدرة الاستيعابية المحدودة لسوق عمان المالية. لكن هذه النقطة لا تُعدُّ مشكلة فعلية. فالإكتتاب في أسهم المؤسسات المرشحة للخصخصة يجري عادة ضمن المؤسسات المالية التي تقوم بإصدار أسهم الخصخصة لمصلحة المؤسسات المرشحة للخصخصة. والخوف الوحيد في هذا الصدد هو معرفة ما إذا كانت القواعد التنظيمية لسوق عمان المالية ملائمة لتكثيف شروط إدراج المؤسسات المرشحة المعنية في البورصة.

٤- مسائل العمالة. على الرغم من ان الحكومة أشارت تكراراً إلى انها ستضمن تأمين العمالة في المؤسسات المخصصة، إلا ان ثمة تخوفاً فعلياً لا يزال قائماً بشأن قدرة الحكومة على الوفاء بوعدها، ويعود ذلك في بعضه إلى معدلات البطالة المرتفعة نسبياً في الأردن، كما يُعزى إلى عدم التأكد من موافقة المشتريين على بقاء المؤسسات المخصصة على وضعها السابق من العمالة الزائدة<sup>(٣٦)</sup>.

ولتخفيف أثر قضايا العمالة على الخصخصة، تدرس الحكومة الخيارات التالية:

(أ) تضمين عقود البيع درجة "محددة" من العمالة المضمونة لفترة من الوقت؛

(ب) دعم العاملين مادياً ليقوموا بمشروعات صغيرة وتوفر الخدمات إلى المؤسسات المخصصة على أساس تعاقدى؛

(ج) إنشاء "خطة لملكية العاملين الأسهم" لتسهيل ملكية الموظف للمؤسسة المخصصة. ومن شأن ذلك ان يوفر للعاملين الحوافز لكي يساعدوا في جهود إعادة هيكلة المؤسسات العامة.

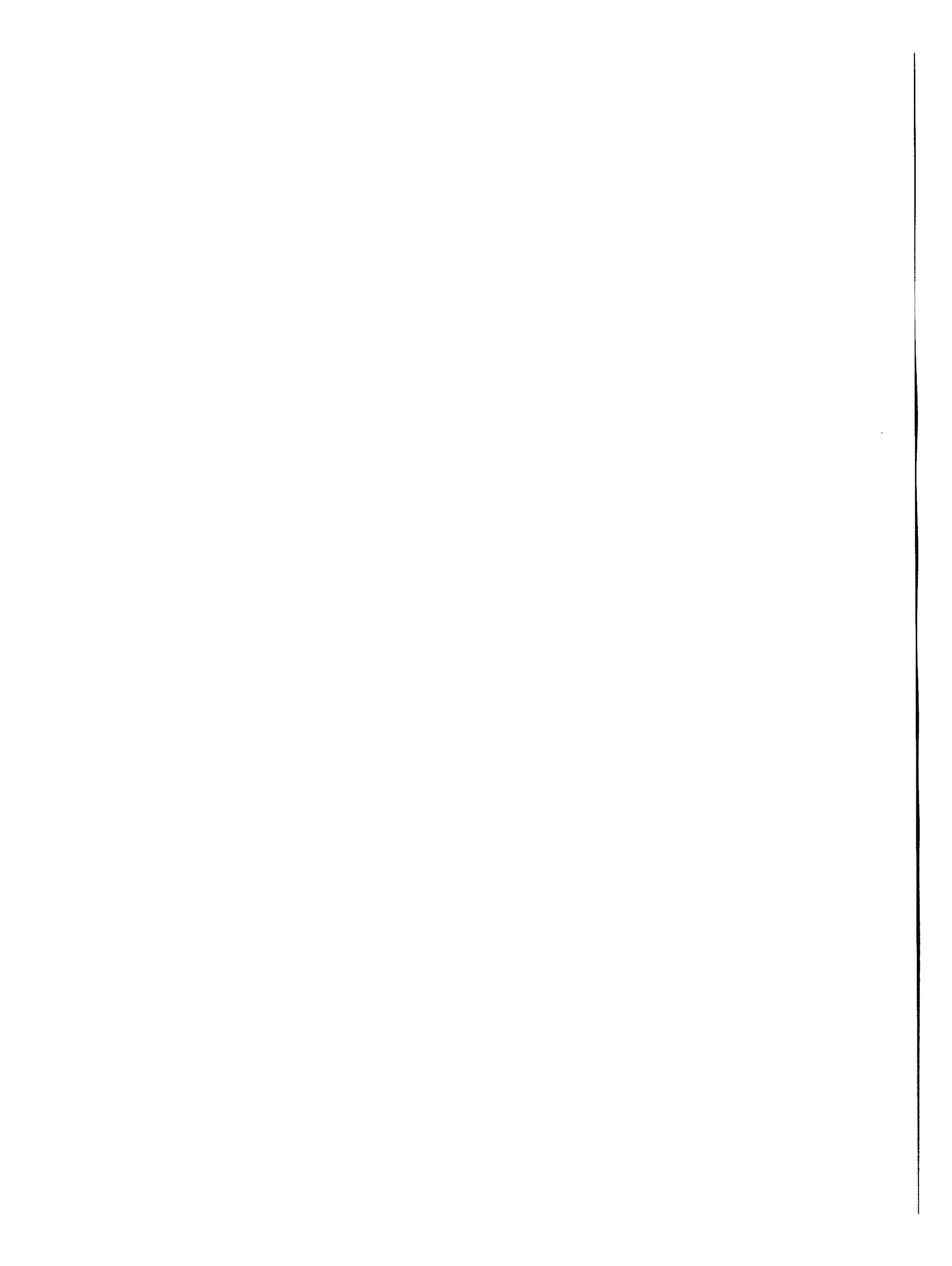
٥- الارتفاع في أسعار الاستهلاك. وهي مسألة تثير قلقاً حقيقياً. فما دامت معظم أسعار المنافع والخدمات التي تقدمها المؤسسات العامة تتلقى دعماً حكومياً، فقد ينتج عن خصخصة هذه المؤسسات ارتفاع تلك الأسعار، على الأقل خلال الأعوام الأولى التي تعقب الخصخصة. وللتخفيف من هذا الأثر، تدرس الحكومة إمكانية إنشاء وكالة تنظيمية تحمي مصالح المستهلكين.

٦- الإجراءات غير الشفافة. وهذه القضية، إلى جانب قضايا البطالة، وأسعار الاستهلاك، والملكية الأجنبية للمؤسسات المخصصة، هي القاعدة الأساسية للمقاومة العامة لعملية الخصخصة. ولإضفاء الشفافية على إجراءات الخصخصة، تدرس الحكومة إمكانية تطبيق إجراءات الشفافية التي اعتمدها بلدان أخرى ضمن برامجها للخصخصة. وتشمل هذه الإجراءات: تطبيق معايير محددة سلفاً ومعلن عنها للتأهل التمهيدي؛ وطرح العطاءات بطريقة محددة بوضوح؛ واستخدام مستشارين ماليين يتمتعون بالشهرة والخبرة لتقييم وتسويق المؤسسات المرشحة للخصخصة وتنفيذ العملية؛ وكذلك إطلاق حملة إعلامية واسعة لإطلاع الجمهور العام على الجهود التي تبذلها الحكومة في مجال الخصخصة.

(٣٦) وكانت النسبة تُقدَّر بين ٢٠ و ٢٥ في المائة في عام ١٩٩٦.

#### الجزء الرابع

القضايا الإقليمية، والنتائج، والتوصيات،  
والعناصر اللازمة لأي خطة عمل



## عاشراً- القضايا الإقليمية: أثر التعاون والتنسيق بين الأسواق المالية لمنطقة الإسكوا على عملية الخصخصة<sup>(٣٧)</sup>

يعد الغياب الحالي للتكامل بين الأسواق المالية في منطقة الإسكوا تعبيراً مباشراً عن التطور المتفاوت في النظم القانونية والإدارية لهذه الأسواق، ولانعدام وساطة السمسرة الإقليمية الملائمة، ولصعوبة حصول المستثمرين الأجانب على معلومات موثوقة وكافية ومنتظمة. فلا تزال الوساطة المالية بين بلدان الإسكوا تجري من خلال الأسواق المالية الدولية أساساً. وتجري الوساطة المالية (في سوق الصرف مثلاً) فيما بين المؤسسات المالية، حتى في البلد الواحد، كما في حالة الأردن، من خلال الأسواق المالية الدولية كالمصارف الأجنبية. ولا شك ان العامل الرئيسي الذي يحد من الوساطة المالية على المستوى الإقليمي هو عدم التوازن بين عرض وطلب رأس المال على مستويات استحقاق مختلفة.

فالطلب على رؤوس الأموال في بلدان الإسكوا ذات الاقتصادات الأكثر تنوعاً يكون في أغلب الأحيان للاستثمار على الأجل الطويل، الذي ينتج نسب عوائد منخفضة في المراحل الأولى للتنمية. بينما عرض رؤوس الأموال في بلدان مجلس التعاون الخليجي تجتذبه السيولة ونسب عوائد أكثر ارتفاعاً على الصكوك المالية القصيرة الأجل التي توفرها الأسواق المالية الدولية. ولذا فإن الأسواق المالية في منطقة الإسكوا لا تُعدُّ قادرة على تجاوز فجوة الاستحقاق.

كما ان ثمة عاملاً آخر وراء تقييد التدفقات المالية بين بلدان الإسكوا، وهو يكمن في غياب التكامل الاقتصادي وتنسيق السياسات المالية بين البلدان نفسها. وإذا كان بعض التقدم قد أحرز في هذا الصدد، لا سيما بين بلدان مجلس التعاون الخليجي، فلا بد من المزيد لتشجيع وساطة السمسرة عبر الحدود، وتنسيق السياسات المالية بوجه عام.

ويبدو ان المواقف الحمائية في معظم بلدان الإسكوا تخضع لعاملين أساسيين: (أ) الخوف من سيطرة الأجانب على اقتصاد البلد أو على جزء كبير من الأنشطة الاقتصادية؛ (ب) الخوف من ان يأتي الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية بأموال غير مستقرة يمكن ان تسحب في أي لحظة ولأي سبب كان، فيحدث اختلال في السوق المالية المحلية.

ومن بين بلدان الإسكوا التي قامت بإصلاحات اقتصادية ومالية، يبدو ان مصر والأردن قد تجاوزتا هذه المخاوف. وقد أمكن تحقيق ذلك من خلال اشتراط ان يكون مجلس إدارة الشركات المخصصة مؤلفاً بالكامل من أبناء البلد، وتحديد سقف لعدد الأصوات الانتخابية لكل مساهم منفرد، وكذلك قصر الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية على شركات الاستثمار المغلقة أو المغلقة جزئياً، مثل الصناديق الوطنية<sup>(٣٨)</sup>. وبما ان هذه الصناديق لا يمكن ان تخضع للتصفية، فسوف يضطر المستثمر الأجنبي الراغب في سحب أمواله إلى بيع ما في حوزته إلى مستثمر آخر في السوق الثانوي.

---

Based on Ahmed Abisourour, "The emerging Arab capital markets: status, role and development (٣٧) prospects, *Financial Policies and Capital Markets, in Arab Countries*, Said El-Naggar, ed, (Washington D.C. International Monetary Fund, 1994).

(٣٨) الصناديق الوطنية هي صناديق توفر الفرص للاستثمار في حافظة متنوعة من الأوراق المالية بين مختلف القطاعات، بما يتفادى المخاطرة المرتبطة بالاستثمار المباشر في شركات محددة. وهي توفر للمستثمرين المؤسسين الفرص لدخول الأسواق الناشئة الجديدة، حيث ضعف الممارسات المتعلقة بتوفير البيانات وضعف القوانين المحلية يجعلان من الصعب أو من المكلف الاستثمار في البدائل.

ويُعدُّ الاستثمار الأجنبي المباشر (باستثناء النفط) وتدفق الاستثمار المالي إلى بلدان الإسكوا من أقل الاستثمارات في العالم. فما زال هذان النوعان من التمويل الخارجي محكومين بأنظمة الاستثمار التقييدية السائدة وغياب الترتيبات المؤسسية المتطورة، بما في ذلك الوسطاء، والصكوك والأسواق، وذلك في معظم بلدان الإسكوا. ولاجتذاب الاستثمار الأجنبي، سوف يتعين على بلدان الإسكوا مضاعفة جهودها في مجال التحرير المالي، وإصلاح السياسات الاقتصادية والبناء المؤسسي. فتلك أمور ضرورية لإدخال وسائل الوساطة المالية المناسبة، والصكوك المالية الجديدة.

أما السبب الرئيسي لبقاء الاستثمار المباشر والاستثمار في الأوراق المالية على وضعهما المتواضع جداً في بلدان الإسكوا على مدى العقود الماضية، فهو ان أسواق رأس المال ليست متطورة بما يكفي، وان الاستثمارات الأجنبية تخضع لقيود عديدة. ولم يبدأ عدد من بلدان الإسكوا، لاسيما مصر والأردن، في فتح أسواقه أمام الاستثمارات الرأسمالية عن طريق الصناديق الوطنية إلا خلال الأعوام القليلة الماضية، لأن هذا النوع من الاستثمار يرتبط عادة بالعائد الاقتصادي وليس بأهداف الملكية.

وينتظر من تحقيق التعاون والتنسيق بين الأسواق المالية في منطقة الإسكوا ان تتحسن كفاءة الأسواق بفضل خفض تكاليف الوساطة من خلال وفورات الحجم التي تتحقق. كما ينتظر منهما فتح الأسواق أمام مصادر تمويل جديدة، وزيادة قدرتها على مقاومة المخاطر المالية المرتبطة بأسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلب الأسعار، بشرط استخدام عملات هذه البلدان كعملات مرجعية للأوراق المالية المتداولة.

لكن قبل التعاون والتنسيق يجب فتح الأسواق المالية أمام الأجانب وإنشاء بيئة استثمارية قائمة على تعزيز الثقة. ولا شك ان توفير هذه الشروط يستدعي، بدوره، إطاراً قانونياً وإدارياً ومؤسسياً يكون عملياً ومتحرراً ومنسقاً، تستند إليه القواعد التنظيمية للأسواق المالية. كما ان تحقيق هذه الشروط يستلزم وجود وسطاء ماليين يعملون بكفاءة وصكوك مالية جذابة. وهذه الصكوك لها أهمية خاصة في ظل وجود الصناديق الوطنية وانتقال المستثمرين من صك مالي إلى آخر، وبالأخص إلى مخزونات الشركات المخصصة.

أما الوضع الحالي للتعاون والتنسيق بين الأسواق المالية لبلدان الإسكوا فينقصه الكثير. لكن هذا الوضع ليس نتيجة انخفاض مستوى المدخرات الوطنية في هذه البلدان، ولا بسببه انخفاض مستوى الطلب على الموارد المالية في المنطقة ككل، وإنما يُعزى إلى انعدام التوازن بين الطلب والعرض تبعاً لأنواع الموارد المالية المتوفرة وموعد أدائها. ولأن الأسواق المالية في منطقة الإسكوا متواضعة بحكم نشأتها الحديثة، علاوة على تفضيل المستثمرين التقليدي في المنطقة للأصول السائلة أو قصيرة الأجل على التمويل المتوسط أو الطويل الأجل للمشاريع الاستثمارية، فإن إنشاء علاقات وثيقة بين أسواق الإسكوا المالية يستلزم تنمية المؤسسات المالية وتطوير الوسطاء لخلق توازن بين أفضليات المستثمرين على اختلافها. وبعبارة أخرى، إذا أُريد تعزيز عملية الخصخصة عن طريق التعاون والتنسيق بين أسواق الإسكوا المالية، فلا بد من توافر نوع المؤسسات المالية القادرة على اجتذاب أفضليات المستثمرين المتنوعة.

على ان الحالة غير المرضية التي وصل إليها التعاون والتنسيق بين أسواق الإسكوا المالية، وبالتالي أثرها غير المشجع على عملية الخصخصة، لا يمكن عزلها عن الحالة العامة للشؤون الاقتصادية، ولا عن القواعد والنظم السياسية والإدارية والقضائية للبلدان التي توجد بها هذه الأسواق. ومن هنا تتبع فائدة التنويه بأنه في حين ان بعض بلدان الإسكوا ذات الاقتصادات الأكثر تنوعاً، سنّت قوانيناً تشجع الاستثمار، مع ما يستتبع ذلك من حوافز للاستثمار، فإنها أدرجت في الوقت ذاته قواعد إدارية وإجراءات قانونية تقف

في الواقع حائلة أمام هذه القوانين والحوافز، وتعيق بالتالي تدفق رؤوس الأموال اللازمة لإبرام اتفاقات الخصخصة. أكثر من ذلك، فإن رفض معظم بلدان مجلس التعاون الخليجي تسجيل أي مؤسسات مرشحة للخصخصة من خارج بلدان الإسكوا في بورصاتها لا يساعد عملية الخصخصة في منطقة الإسكوا. ويأتي فرض القيود في وقت تنتهج فيه هذه البلدان سياسة التحويل الحر لرؤوس الأموال. بل ان القيود لا تسهم في تعزيز التنسيق والتعاون بين أسواق الإسكوا المالية ولا في تشجيع تدفق رؤوس الأموال بين دول المنطقة ولا في دفع عجلة الخصخصة.

ومع رفع القيود، يمكن توجيه مدخرات المواطنين في بلدان مجلس التعاون الخليجي، وفي سائر بلدان الإسكوا، نحو استثمارات منتجة، خصوصاً في البلدان السائرة في الخصخصة، بشرط ان تكون بيئتها الاستثمارية بيئة تنافسية في كل جوانبها. إلا ان تسهيل التنسيق والتعاون بين أسواق الإسكوا المالية يقتضي معالجة عدد من العقبات، وهي:

١- غياب البنية الأساسية، القانونية والتنظيمية، المتطورة. فبخلاف الأساس التنظيمي للسوق الأولية، وهو الأساس الذي تطور بشكل مُرضٍ نسبياً، لا يزال تطور الأساس القانوني متخلفاً عنه. وتشهد على ذلك التغييرات المتكررة في البنية الأساسية القانونية والتعديلات التي ألحقت بها. أما بالنسبة إلى السوق الثانوية، فهي منظمة في بعضها فقط أو تكاد تكون غير منظمة. وفي هذا الصدد فإن القواعد التنظيمية والإدارية، وليس القانونية، هي التي تحدد سير الأعمال في هذه السوق، مما يجعلها غير محمية من الناحية القانونية. وهذا وضع غير مشجع، بالنسبة إلى المستثمر الأجنبي بالذات، فقد يجد نفسه في وضع مماثل عند بيع مخزونات الشركات المخصصة في السوق الثانوية. أما إذا كانت السوق تتمتع ببنية قانونية متطورة فإنها تكون قادرة على حماية هذا المستثمر، وعلى زيادة تدفق رؤوس الأموال بين أسواق الإسكوا المالية، وعلى تعزيز عملية الخصخصة.

٢- ضيق أسواق الإسكوا المالية وافتقارها إلى العمق. فعدد الصكوك المالية المتداولة في معظم أسواق الإسكوا المالية محدود جداً. وأبرز الصكوك هي الأسهم أو الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة. وثمة مؤشر آخر على عدم رسوخ هذه الأسواق وهو أن أي تغيير في نطاق أعمال السوق، بصرف النظر عن الحجم، يتسبب عادة في تقلب أسعار السوق. ولا شك ان زيادة عدد الصكوك المالية، وإنشاء صناديق وطنية أو ائتمانية، من شأنه ان يشجع المستثمرين الأجانب في البلدان التي تطبق الخصخصة على إعادة هيكلة أوراقهم المالية الاستثمارية لصالح شراء أسهم الشركات المخصصة. وإزاء قضية الحماية القانونية في السوق الثانوية، فإن التعاون بين أسواق الإسكوا المالية قد يساعد على توسيع عملية إعادة هيكلة الأوراق المالية الاستثمارية وتعزيز عملية الخصخصة.

٣- الافتقار إلى تطور الوساطة التجارية وتقنياتها. ففي معظم أسواق الإسكوا المالية، لم ترتفع المؤسسات المالية إلى مستوى التطلعات المعقودة عليها بشأن دورها كوسيط بين المستثمرين والمقترضين. وفيما عدا الوساطة في إصدارات جديدة وإدارتها خلال منتصف السبعينات ومطلع الثمانينات، فإن معظم الإصدارات الجديدة التي جرت خلال الأعوام القليلة الماضية لم توظف توظيفاً مُرضياً. وكان ذلك أساساً بسبب اتباع أساليب تقتصر للكفاءة في طرح الاكتتاب وتسويق الإصدارات. أما في السوق الثانوية، فإن الوسطاء التجاريين إما من المستجدين الذين تنقصهم الخبرة اللازمة، أو لا وجود لهم على الإطلاق. وهناك عامل آخر هو الافتقار إلى خبراء التداول المهرة بل يبدو ان وظيفة هؤلاء تقتصر في كل الأسواق المالية لمنطقة الإسكوا تقريباً على جمع البائع والمشتري، علماً بأن مهنتهم يجب ان تشمل أيضاً عرض الخدمات الاستشارية المالية والاستثمارية لمن يريد الاستثمار.

ولا تزال هناك عقبات أخرى بالإضافة إلى كل ذلك؛ منها مثلاً اختلاف المواقف بين بلدان الإسكوا حيال التدفقات التجارية المالية والمصرفية؛ والأسلوب غير المرضي في تقديم المعلومات؛ وقصور أنظمة الاتصال اللاسلكية المعتمدة على الحاسوب؛ وأخيراً، الفصل الجامد بين دوائر النشاط بالنسبة إلى مؤسسات السوق المالية والمشاركين على السواء. ولن يتأتى التعاون والتنسيق بجدية بين أسواق الإسكوا المالية إلا بإزالة هذه العراقيل.

ويجب ألا يغيب عن الأذهان ان التعاون والتنسيق بين الأسواق المالية يعزّز عادة عملية الخصخصة تدريجياً. لكن عدم تطور الأنشطة والمؤسسات المالية في أسواق الإسكوا المالية كما هي الحال في الأسواق المالية الدولية، لا يجب ان يعيق الاتجاه نحو التعاون والتنسيق. بل يجب ان يكون ذلك سبباً إضافياً للأخذ بهما لأنه لا غنى عنهما في تحسين كفاءة أسواق الإسكوا المالية على مستوى المنطقة.



## حادي عشر - النتائج، والتوصيات والعناصر اللازمة لأي خطة عمل

### ألف - النتائج

١- لقد بدأ عدد من بلدان الإسكوا مؤخراً في تطبيق برامج للإصلاح الاقتصادي ترمي إلى تعزيز استخدام الموارد الاقتصادية بكفاءة وتصحيح الاختلالات الهيكلية. وتتميز هذه البرامج بالاعتماد المتزايد على آليات السوق، وتقوية القطاع الخاص والحد من سيطرة القطاع العام على النشاط الاقتصادي.

٢- ترتبط برامج الإصلاح الاقتصادي التي نفذتها بلدان الإسكوا ارتباطاً وثيقاً بتعزيز دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي مع الحد قدر الإمكان من سيطرة القطاع العام، في محاولة لزيادة كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية وترشيد استخدام هذه الموارد. لكنه بات من الواضح ان إحدى العقبات الرئيسية أمام تحرير اقتصادات معظم بلدان الإسكوا تكمن في غياب الأسواق المالية المتطورة. فدور هذه الأسواق هو توسيع قاعدة الملكية وتسريع نقل هذه الملكية إلى القطاع الخاص، في حين يُنتظر من الخصخصة، بدورها، ان تعطي دفعة لتطور هذه الأسواق.

٣- لا بد من الاعتراف بأن القصور الهيكلي للوسطاء الماليين في أسواق الإسكوا المالية - حيث يجب أن يكون دور الوسطاء هو ضمان الاكتتاب والترويج لأسهم الخصخصة - فضلاً عن غياب مؤسسات الوساطة التجارية، تجعل من الضروري بالنسبة إلى القطاع المصرفي ان يضطلع بالمسؤولية الأساسية عن تأمين نجاح الإصلاح الاقتصادي، واستمرار عملية الخصخصة وتنمية الأسواق المالية وتطويرها. ومن هنا، لا يجب ان يكون دور القطاع المصرفي محصوراً في بلد واحد، بل يجب ان يغطي منطقة الإسكوا بأكملها. وهذا من شأنه ان يحقق التقارب بين اقتصادات الإسكوا وان يوحد الروابط بين أسواق الإسكوا المالية الفردية، لتحقيق الهدف النهائي وهو إنشاء سوق مالية موحدة لمنطقة الإسكوا في إطار كتلة اقتصادية تنافسية قابلة للنمو والاستمرار، وذلك تماشياً مع التوجه العالمي نحو التكامل الاقتصادي.

٤- وتُعدُّ عملية الخصخصة في منطقة الإسكوا تجربة جديدة بالنسبة إلى معظم البلدان الأعضاء. وكان الدافع اليها أساساً هو الأداء الضعيف للقطاع العام. وقد لقيت قبولاً كإجراء تصحيحي ضروري عقب التدهور الخطير في البيئة الاقتصادية للمنطقة في أواسط الثمانينات. وكانت البلدان النامية، بما فيها بلدان الإسكوا، تواجه عدداً من المشاكل الاقتصادية، التي تشمل هبوط أسعار التصدير، وتناقص معدلات التبادل التجاري، وارتفاع أسعار الفائدة الدولية، الاسمية والحقيقية، وتقلص التدفقات المالية، وازدياد عبء الدين الخارجي، والحمائية، خصوصاً من جانب البلدان المتقدمة. وقد أدت هذه المشاكل مجتمعة إلى اختلالات كبيرة داخلية وخارجية، وإلى بطء النمو الاقتصادي.

٥- وفي ظل سيطرة القطاع المصرفي على الأنشطة في الأسواق المالية لبلدان الإسكوا، يمكن تلخيص دور هذا القطاع في عملية الخصخصة ودور الأسواق المالية نفسها على النحو التالي:

(أ) المشاركة في دراسات الجدوى، وفي تقييم مؤسسات القطاع العام المحددة للخصخصة والترويج لها؛

(ب) المشاركة الفعلية في تصحيح الاختلالات المالية وإعادة هيكلة المؤسسات العامة لتأهيلها للخصخصة؛

(ج) الاضطلاع بدور المستشار المالي للمستثمرين الراغبين في شراء أصول أو أسهم في الشركات العامة المعروضة للاكتتاب العام؛

(د) إتاحة الفرص للتمويل من أجل توفير القروض إلى صغار المستثمرين الراغبين في امتلاك أسهم المؤسسات المخصصة؛

(هـ) القيام بدور الحافز في اجتذاب المستثمرين الأجانب لشراء حصص في المؤسسات المخصصة، وعلى سبيل المثال، من خلال حيازة المصارف للأسهم المعروضة للاكتتاب العام.

٦- لكن أسواق الإسكوا المالية ليست متطورة بالقدر الكافي لأداء هذا الدور بكفاءة، أي التوسط بالقدر المعقول بين العرض والطلب على الموارد المالية؛ أو بعبارة أخرى، إقامة توازن مالي على مختلف مستويات الاستحقاق. على أن أسواق الإسكوا كانت لها تجاربها الخاصة في سعيها إلى تحقيق الأهداف التي قامت من أجلها. لكن يبدو أن هذه الأسواق تتسم بعدد من المميزات المشتركة في أدائها لواجباتها. من هذه السمات: تواضع حجم التجارة؛ الانتقال إلى التخصص؛ الانتقال إلى الوساطة الفعالة؛ قلة عدد الصكوك المالية؛ عدم القدرة على اجتذاب الأموال الحكومية؛ وأخيراً، إطار وبنى مؤسسية وإدارية وقانونية غير مرضية.

٧- إذا كان المنتظر من الأسواق المالية لبلدان الإسكوا أن تلعب دوراً هاماً في عملية الخصخصة التي تجري حالياً، خصوصاً على المستوى الإقليمي، فلا بد من وجود مؤسسات مالية تتمتع بالكفاءة ووسطاء قادرين على تحقيق التوازن بين أفضليات المستثمرين وبين احتياجات المقترضين. وبعبارة أخرى، إذا أُريد زيادة التدفقات المالية بين أسواق الإسكوا المالية وتعزيز المشاركة الإقليمية في عملية الخصخصة، يجب أن تصبح الأسواق المالية أسواقاً قادرة على تحويل الموارد المالية المتوافرة في المنطقة إلى موارد مالية طويلة الأجل وقائمة على الشروط التنافسية للسوق. أكثر من ذلك، لا بد من توضيح قوانين البورصات والشوكات ومراجعتها؛ وتبسيط إجراءات نقل الأسهم؛ والحد من التشوّهات الناجمة عن المعاملة الضريبية المختلفة للصكوك المالية. كما أن ثمة حاجة إلى إعادة نظر شاملة في العوامل التي تعيق وصول المستثمرين من غير أبناء البلد إلى الأسواق المالية الفردية.

٨- لقد أظهرت النتائج التي توصلت إليها دراسة حالتي مصر والأردن من خلال الدور الذي تؤديه سوقهما المالية في الخصخصة، أن هذا الدور لا يختلف تماماً عنه في غيرهما من البلدان النامية. ولأن السوق المالية في مصر والأردن ما زالت في مراحلها الأولى من التطور وتعاني من عدد من مواطن الضعف، فلا يُتوقع لها في البلدين، على الأقل في المدى القصير، أن تؤدي الدور المرجو منها على الوجه الأكمل في الخصخصة، مثل تسهيل عملية تقييم رؤوس الأموال وتوفير قناة لتوزيع المستحقات على نطاق واسع، ثم التداول بها، ويمكن لحكومتَي البلدين، في بعض الحالات، التغاضي عن هذه الثغرات رغم المقاومة العامة التي ستقابلها، رغم أن العرض العام قد يكون أكثر قابلية للنجاح.

٩- الخصخصة في كل من مصر والأردن، تمثل أساساً سياسة عامة تطبقها الحكومتان لأغراضهما هما، وليس عن طريق مبادرة من القطاع الخاص نفسه. فإذا كان هذا القطاع يستفيد من الخصخصة، فليس ذلك بسبب مزاياه الخاصة وإنما لاقتناع حكومتَي البلدين في ظل عجزهما المالي المزمن، بأنه لم يعد باستطاعتها مواصلة سياسة توفير الرعاية الاقتصادية للناس.

## باء- التوصيات والعناصر اللازمة لأي خطة عمل

فيما يلي قائمة بالإجراءات المقترحة:

١- تنفيذ إصلاحات القطاعين الاقتصادي والمالي الموجهة نحو تحقيق الظروف الملائمة لتطور الأسواق المالية ونمو مؤسسات القطاع الخاص وتطورها. فهناك اعتراف متزايد بالدور المفيد الذي تؤديه الأسواق المالية في الخصخصة. وقد يستتبع توفير هذه الظروف الملائمة تحسين بيئة التجارة والأعمال وإقرار البنى القانونية والإدارية والمؤسسية اللازمة لإرساء القواعد والنظم، على غرار القواعد والنظم المعمول بها في اقتصادات السوق.

٢- تعزيز تفاعل المشاركين في السوق، وبالأخص المستثمرين منهم، مع دور الأسواق المالية في الخصخصة. ولكي يتعزز العرض والطلب على رؤوس الأموال في السوق المالية، لا بد من اتخاذ إجراءات محددة في السياسة العامة، تهدف إلى تحديد أسعار الأسهم عند مستوى يكون في متناول صغار المستثمرين، وتوفير الشروط الملائمة لوضع حقوق واضحة للملكية، وتنفيذ آليات الشفافية في التداول والتسعير.

٣- تخفيض الحواجز أمام حركة رؤوس الأموال وتنسيق القواعد التنظيمية والمعايير المالية والتجارية. ذلك ان صغر حجم أسواق الإسكوا المالية فضلاً عن تجزئتها يجعل من الصعب على أي بلد في منطقة الإسكوا ان يطور بمفرده سوقاً مالية متنوعة وعميقة بالقدر الكافي. لذلك لا بد من تعزيز التعاون بين أسواق الإسكوا المالية، توطئة لتحقيق التكامل الذي من شأنه ان يعود عليها بالفوائد من حيث اتساع نطاقها وتطورها وخبراتها وارتباطها بالأسواق الأكبر منها.

٤- تعزيز التعاون بين أسواق الإسكوا المالية من خلال إيجاد وسطاء إقليميين ومؤسسات للوساطة المالية. بحيث يقوم الوسطاء الإقليميون بالتوسط بين المستثمرين والمقترضين لتحقيق التوازن بين العرض والطلب على رؤوس الأموال عند مستويات مختلفة للاستحقاق. وبحيث يساعدون أيضاً على إدراج الشركات المخصصة في البورصة، وطرح أسهمها للعرض العام، أما مؤسسات الوساطة المالية فيكون عليها ان تتحمل المخاطرة الإقليمية في تسويق الأسهم وسائر الأوراق المالية التي تصدر عن هذه الشركات وعن سواها. ومن شأن النظامين تسهيل دور الأسواق المالية في الخصخصة.

٥- تشجيع دور البنوك الاستثمارية في تنمية الأسواق المالية، وبالتالي تعزيز الخصخصة. فبنوك الاستثمار تعد أحد المكونات المهمة للأسواق المالية، وهي تؤدي دور الوسيط في تحديد موارد الاستثمار وجمعها. كما ان لها دوراً رئيسياً في تطوير الأسواق المالية، وجلب الأوراق المالية الجديدة إلى السوق، والترتيب لتوجيه الأموال الخاصة، وتوفير إدارة الأموال، وأداء الخدمات الاستشارية على مستوى الشركات، لا سيما تلك المرشحة للخصخصة.

٦- إزالة القيود والقواعد التنظيمية التي تعيق دخول المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المالية في المنطقة. ومن الممكن زيادة الطلب على أسهم الشركات المخصصة من خلال تشجيع الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية. أما الخوف من ان يكون الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية تعبيراً عن تقلب التدفقات المالية وتزايد السيطرة الأجنبية على الاقتصاد، فيمكن القضاء عليه بعدة وسائل كصناديق الاستثمار المغلقة، التي يمكن التداول بأسهمها دون سدادها برد القيمة.

٧- اعتماد أطر تنظيمية تسمح بالكشف الدقيق واللازم عن المعلومات المتعلقة بالشركات المخصصة، بالإضافة إلى وضع إجراءات للتسجيل في البورصة والعرض العام، والتصدي للأنشطة غير السليمة مثل التداول من الداخل. فمن شأن هذه القواعد التنظيمية ان تزيد ثقة المستثمرين في الأسهم والأوراق المالية لشركات الخصخصة في بلدان الإسكوا.

المراجع (\*)

- Abisourour, Ahmed. The emerging Arab capital markets: status, role and development prospects. In *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*. Said El-Naggar, ed. (Washington, D.C., International Monetary Fund, 1994).
- Central Bank of Egypt. *Economic Review*. Various issues.
- Guitian, Manuel. The role of financial sector reform in macroeconomic and structural adjustment. In *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*. Said El-Naggar, ed. (Washington, D.C., International Monetary Fund, 1994).
- Hovaguimian, Andre. The role of financial institutions in facilitating investment and capital flows. In *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*. Said El-Naggar, ed. (Washington, D.C., International Monetary Fund, 1994).
- Ministry of Economic and International Cooperation. *Egypt: Economic Profile*. (1996).
- Mohieldin, M. and Nasr, S. *On privatization in Egypt with reference to the cases of the Czech Republic and Mexico*. (Alexandria, Centre for Political Research, 1995).
- National Bank of Egypt, *Economic Bulletin*. Various issues.
- Schiller, C., and P. Heller, The fiscal impact of privatization, with some examples from Arab countries. In *Privatization and Structural Adjustment in the Arab Countries*. Said El-Naggar, ed. (Washington, D.C., International Monetary Fund, 1989).
- Stevens, Paul. Privatization in the Middle East. *Discussion Paper Series*. (University of Surrey [United Kingdom], Department of Economics, 1989).
- Taher, Kanaan. The State and the private sector in Jordan. Lecture in Arabic. (Amman, Royal Cultural Centre, 1995).
- World Bank. *Arab Republic of Egypt, Public Sector Investment Review, Main Report*. (1993).
- \_\_\_\_\_. *Egypt Financial Sector Report—Banking Sector*. (1992).
- \_\_\_\_\_. *Jordan Privatization Note*. Report of the privatization technical assistance mission; draft. (9-15 December 1995).