آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار

بحث مقدم الى الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء

مجلة مصر المعاصرة

إعداد

حسين عبد المطلب الأسرج

ماجستير الاقتصاد-جامعة الزقازيق

دبلوم معهد التخطيط القومى

باحث اقتصادى بوزارة التجارة الخارجية المصرية

E.Mail:hossien159@yahoo.com

الآراء الواردة تعبر عن رأى الباحث ولا تعكس بالضرورة آراء المكان الذى ينتمى إليه

يتقدم الباحث بخالص الشكر والعرفان الى الأستاذ الدكتور/ عبد الهادى مقبل جميعى رئيس لجنة مجلة مصر المعاصرة على ملاحظاته القيمة التى اثرت بحق البحث وساهمت فى اخراجه على الصورة التى هى عليها.

آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار

مقدمة

يعتبر تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية فى مصر لتؤدى دورها فى تنمية الادخار هدفا فى غاية الأهمية .فعملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تعد من أهم الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية ،ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار ايجابية على الاقتصاد القومى،فتوظيف المدخرات فى شراء الأوراق المالية ما هو الا نوع من الاستثمار تتحول من خلاله هذه المدخرات الى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس انشطة اقتصادية متنوعة بالمجتمع.وعلى الرغم من ذلك فان الاحصائيات تشير الى حدوث انخفاض ملموس فى اداء سوق الأوراق المالية فى الفترة الأخيرة ،حيث انخفضت قيمة الاصدارات الأولية من الأسهم والسندات من نحو 55.6 مليار جنيه فى عام 1999 بما يمثل 17% من الناتج المحلى الاجمالى ،146.7% من الادخار المحلى الاجمالى الى نحو 18.5 مليار جنيه فى عام 2003 بما يمثل 4.6% من الناتج المحلى ،31.5% من الادخار المحلى.كما انخفضت قيمة التداول من 42.1 مليار جنيه بما يمثل 12.9% من الناتج ،111% من الادخار المحلى الى نحو 33.7 مليار جنيه بما يمثل 8.3% من الناتج ،57.2% من الادخار المحلى خلال نفس الفترة .ومن جهة اخرى فانه على الرغم من ارتفاع رأس المال السوقى للشركات المقيدة فى عام 2003 ليصل الى 171.9 مليار جنيه وبما يمثل 42.4% من الناتج المحلى مقابل 112.3 مليار جنيه فى عام 1999 بما يمثل 34.4% فان الصورة تتضح اذا علمنا ان عدد الشركات المغلقة يمثل نحو 82.5% من اجمالى عدد الشركات عام 2002 ويمثل راس مالها السوقى نحو 73% من اجمالى راس المال السوقى[1]،بينما شركات الاكتتاب العام والتى تعبر بصورة واقعية عن اداء السوق فان راس مالها السوقى يمثل نحو 27% فقط من اجمالى راس المال السوقى فى عام 2002 وان كان قد ارتفع ليصل الى 37.4% من اجمالى راس المال السوقى فى عام 2003 نتيجة تطبيق الهيئة العامة لسوق المال لقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية فى البورصة لضمان رفع كفاءة السوق المصرى عن طريق جودة الشركات المقيدة بالبورصة ،الا انه مازالت الشركات المغلقة تمثل ما يزيد عن 70% من اجمالى عدد الشركات المقيدة.[2]

ومن هنا فان اهمية البحث وهدفه فى ذات الوقت تكمن فى بلورة عدد من المحاور الرئيسية التى يمكن من خلالها تنمية وتنشيط دور سوق الأوراق المالية بصفة عامة وتفعيل دورها فى تنمية الادخار بصفة خاصة.وعلى ذلك فانه يتم التعرض بصورة موجزة لنشاة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر ثم تحليل اهم مؤشرات اداء سوقى الاصدار والتداول ثم صياغة اهم محاور تنمية البورصة المصرية

المبحث الأول
نشأة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ، والعمود الفقرى لسوق رأس المال فى ظل الاقتصاد الحر ، وتأتى أهمية سوق الأوراق المالية ، لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادى والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل. فعملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تعد الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية ، ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار إيجابية على الاقتصاد القومى ، فتوظيف المدخرات فى شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة.[3]

---

[1] وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية خلال عام 2002،القاهرة، يناير 2003،ص 31

[2] راجع:وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية لعام خلال عام 2003،القاهرة، يناير 2004،ص 24

[3] لمزيد من التفاصيل حول الاطار النظرى سوق الأوراق المالية وشروط قيامها،راجع:

- حسين الأسرج،توظيف المدخرات يبدأ من البورصة، ملحق البورصة المصرية،مجلة الأهرام الاقتصادى،السنة 126،العدد 1833، 23 فبراير 2004 ،ص ص 12- 13
- French, D., Security And Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: MerrillPub, 1989), pp. 16-17.
- صبرى أحمد أبو زيد، دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر خلال الفترة 1975-1986/1985 ، مجلة مصر لمعاصرة، العددان 411-412 ، يناير – أبريل 1988 ، ص ص 75-92
- Steven R.A., Fundamental of Finance,(N. Y : Mc Grow – Hill – Inc., 1980), P59.

وقد اتجه الاهتمام فى مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق الأوراق المالية ، إذ أنشئت أول بورصة فى الإسكندرية عام 1883 ، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات ، أى فى عام 1890.وبعد أن كانت المبادلات تتم فى الشوارع أو على المقاهى، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1903 ،وصدر الأمر العالى فى 8 نوفمبر عام 1909 ، بإصدار أول لائحة للبورصة ، وتم تعديلها فى عامى 1910 ، 1912 ، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 من ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية ، والتى عدلت هى الأخرى فى عام 1940 ثم عدلت فى عام 1947. ومع منتصف السبعينيات ، ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية ، وقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهورى رقم (520) لسنة 1979 ، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها ، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية. ودأبت الحكومة على اتخاذ عدة إجراءات و إصدار عدة قوانين ، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة فى هذه السوق ، بهدف زيادة ثقة المستثمرين فى الاقتصاد المصرى، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 ولائحته التنفيذية رقم 135 لسنة 1993 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية ، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبث الثقة لدى المستثمرين ، كما تضمن أيضا تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة فى هذا المجال ، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة.[1]

المبحث الثانى
تقييم أداء سوق الأوراق المالية فى مصر خلال الفترة (1997-2003)

يمكن تقييم اداء سوق الأوراق المالية المصرية من خلال ثلاثة مؤشرات رئيسية[2]

1- مؤشر الطاقة الاستيعابية للسوق: ويعنى به مدى قدرتها على استقطاب المدخرات وتحويلها الى استثمارات مالية ،وتقاس من خلال مقارنة حجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلى الاجمالى والادخار المحلى الاجمالى

2-مؤشر تحقيق السيولة :ويعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها،ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها

3- مؤشر الحجم النسبى لسوق الأوراق المالية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة،ونسبة الاصدارات الجديدة للناتج المحلى وذلك بالنسبة لسوق الاصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة الى كل من الناتج المحلى الاجمالى واجمالى السيولة المحلية،وفيما يلى تطبيق هذه المؤشرات على السوق المصرى بشىء من الايجاز:-

أولاً: تقييم سوق الإصدار فى مصر خلال الفترة (1997-2003)

يتضح من الجدول رقم (1) انخفاض قيمة الإصدار الأولى من الأسهم والسندات من نحو 55.6 مليار جنيه عام 1999 إلى نحو 11.2 مليار جنيه عام 2001 بمعدل انخفاض بلغ نحو 80%،الان هذه القيمة اخذت فى التحسن بعد ذلك لتصل الى 14.5 مليار جنيه،18.5 مليار جنيه خلال عامى 2002 ،2003 على الترتيب.ورغم تحسن هذه القيمة فى عام 2003 الا انها تنخفض بنحو 66.73 % عما كانت عليه فى عام 1999 .وفيما يلى تقييم سوق الاصدار خلال الفترة(1997-2003) باستخدام عدد من المؤشرات

- Rose, P.S., & D.R. Fraser, , "Financial Institutions", (Taxes : Business Pub., Inc., 2nd Ed., 1985), pp 81 – 82

1 لمزيد من التفاصيل حول نشأة وتطور البورصة المصرية راجع: -حسين عبد المطلب الأسرج،"دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"،رسالة ماجستير غير منشورة،جامعة الزقازيق،كلية التجارة ببنها،قسم الاقتصاد،2002،ص ص 46-54

[2] راجع:

- أحمد محمد عبده على سليم،دور سوق الأوراق المالية فى دعم امكانيات التنمية الاقتصادية فى مصر ،رسالة ماجستير، جامعة عين شمس ،1998 ص ص 73-84

-يسرى جرجس بسطا ،دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر،رسالة دكتوراه،كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ،جامعة القاهرة،1997،ص ص 146-154، ص ص 169-177

1-الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1997-2003)

ويلاحظ من الجدول ايضا أن نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1997-2003)، كانت متواضعة للغاية حيث بلغت أعلى نسبة لها 17% فى عام 1999 ،علاوة على ذلك فان هذه النسبة تأخذ اتجاها تنازليا منذ ذلك العام إلى أن وصلت إلى 3% عام 2001 ولكنها اخذت فى التحسن لتصل إلى 4.6% عام 2003 .ومع ذلك فان يمكن القول بضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة بها ، حيث تراوحت هذه النسبة مابين 3% - 17% خلال الفترة من (1997-2003) . الأمر الذى يؤكد على تدنى النسبة الموجهة من المدخرات إلى السوق الأولية لاستثمارها فى أوراق مالية ،واستمرار انخفاض قدرة الأدوات المالية المطروحة فى سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات المتاحة فى هذه الفترة .

2- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الاستثمار الثابت الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1997 – 2003):-

يتضح من الجدول رقم (1) ايضا أن نسبة مساهمة السوق الأولية فى تمويل الاستثمارات فى مصر خلال الفترة (1997-2003) كانت متواضعة ، ففى حين بلغت ذروتها عام 1999 ، حيث بلغت نحو81 % ،يلاحظ أنها اخذت اتجاها تنازليا لتصل إلى نحو 13.6% عام 2002،الا انها اخذت فى التحسن لتصل الى 25.4% عام 2003 ،ولكنها ما زالت منخفضة بنحو 55.6 % عما كانت عليه فى عام 1999 .ويعتبر ذلك أيضا مؤشرا على استمرار ضعف السوق فى المساهمة فى تمويل الاستثمارات الجديدة.

3- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الادخار المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1997-2003).

وبالنسبة لمدى مساهمة الإصدارات الأولية فى جذب المدخرات ا المحلية ،فانه يتضح من الجدول رقم (1) أن أعلى نسبة للإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الادخار المحلى الإجمالى خلال فترة الدراسة كانت فى عام 1999 حيث وصلت إلى نحو 146.7% مقابل 69.2% عام 1997. وقد أخذت هذه النسبة فى الانخفاض لتصل إلى 20.8%عام 2001 % الا أنها تحسنت خلال عام 2003 لتصل الى 31.5%.وهى نسب تقل عما كان محققا فى عام 1999بنحو 115.2%.

وبناءً عليه فانه يمكن القول ، بأن نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الادخار المحلى الإجمالى خلال الفترة (1997-2003) ، هى نسبة ضعيفة ومتناقصة فى نفس الوقت، الأمر الذى يؤكد على أن هناك تحولا إلى أوعية ادخارية أخرى قد تكون أكثر أمانا بالنسبة للمدخرين المصريين. ويتطلب ذلك سرعة الاستجابة لتنشيط سوق الإصدار وتدعيمها بمزيد من الأدوات والمؤسسات التى تعمل على زيادة فعاليتها لتتمكن من تأدية دورها فى حشد وتنمية المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج.

4- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1997-2003)

من مقاييس كفاءة سوق الأوراق المالية، قدرتها على تجميع المدخرات وإعادة توجيهها نحو التوظيفات المفيدة للمجتمع، ويأتى فى مقدمتها الاستثمارات طويلة الأجل. ومن العوامل المواتية فى الاقتصاد المصرى أن حجم الودائع غير الجارية بالجهاز المصرفى يفوق كثيراً حجم الودائع الجارية، مما يعنى وجود طاقة ادخارية كامنة يمكن توظيفها بواسطة سوق الأوراق المالية نحو الاستثمارات طويلة الأجل.

وعلى الرغم من ذلك فالملاحظ أن أعلى نسبة لإجمالى حجم الأوراق المالية المصدرة إلى جملة الودائع الادخارية غير الجارية (طويلة الأجل) فى مصر خلال السنوات (1997-2003)، تقدر بنحو 312.7% فى عام 1999.وكما هو موضح بالجدول، فقد انخفضت هذه النسبة إلى نحو 88.6% عام 2000 ثم إلى نحو 24.9% عام 2002 ثم ارتفعت الى نحو 45.1% عام 2003،ورغم ذلك فانها مازالت تنخفض بنحو 267.6% عما كانت عليه فى عام 1999 ويشير ذلك إلى وجود قدر كبير من المدخرات طويلة الأجل تتراكم سنة بعد أخرى ، مما يعنى أن هناك من المدخرات لدى البنوك التى لا تجد الفرص الاستثمارية لها فى المشروعات الإنتاجية المناسبة، ويتطلب ذلك دراسة السبل الممكنة لكى يعاد توظيف هذه المدخرات سنويا فى شكل أوراق مالية من خلال سوق الإصدار ، حيث أن الاتجاه التنازلى لهذه النسبة يؤكد على أن سوق الإصدار لم يعد يتوافر لديها الطاقة لاستيعاب واجتذاب قدر أكبر من هذه الودائع طويلة الأجل ، وإعادة توظيفها من خلال الأوراق المالية فى مجالات الاستثمار طويلة الأجل بالصورة المرجوة منها.

ثانيا: تقييم سوق التداول فى مصر خلال الفترة (1997-2003)

يتضح من الجدول رقم (3) انخفاض قيمة التعامل فى الأسهم والسندات من نحو 42.1 مليار جنيه عام 1999 إلى نحو 31.7 مليار جنيه عام 2001 ،الا ان هذه القيمة اخذت فى التحسن بعد ذلك لتصل الى 34.2 مليار جنيه خلال عام 2002.ورغم تحسن هذه القيمة الا انها تنخفض بنحو 18.8%، 36.7 % عما كانت عليه فى عامى 1999،2000 على الترتيب .وفيما يلى تقييم سوق التداول خلال الفترة(1997-2003) باستخدام عدد من المؤشرات ولكن قبل ذلك فانه ينبغى التعرف على الحجم النسبى لسوق التداول.

1- تطور الحجم النسبى لسوق التداول خلال الفترة (97-2003):

يتضح من الجدول رقم (2) والذى يوضح تطور نسبة رسملة البورصة إلى كل من الناتج المحلى الإجمالى، إجمالى السيولة المحلية، ارتفاع رسملة البورصة من نحو 70.9 مليار جنيه عام 1997 إلى نحو 171.9 مليار جنيه فى عام 2003 ،بمتوسط معدل زيادة قدره 13.5% خلال الفترة (1997-2003).كما ارتفعت نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلى الاجمالى من 27.7% عام 1997 إلى نحو 42.2% عام 2003 . بالنسبة لرسملة البورصة الى اجمالى السيولة المحلية ارتفعت هذه النسبة أيضا من نحو 35% إلى نحو 42.6% خلال نفس الفترة.

وبالرغم من ارتفاع هذه النسبة سواء عند مقارنتها بالناتج المحلى الاجمالى او باجمالى السيولة المحلية لتصل إلى ذروتها فى عام 2003 إلا أنها مازالت ضعيفة ، خاصة عند مقارنتها بما تحقق فى أسواق بعض الدول الأخرى ، فقد تجاوزت قيمة رسملة البورصة قيمة الناتج المحلى الإجمالى فى كثير من الدول (وصلت نسبة رسملة البورصة الى الناتج المحلى فى كل من الكويت والبحرين الى 99.4% ، 91.7% على الترتيب فى عام 2002)[1].

2-تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1997-2003).

يتضح من الجدول رقم (3) أن نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر اخذت اتجاها تصاعديا حتى عام2000 حيث وصلت إلى ذروتها فى ذلك العام والذى شهد حدوث طفرة كبيرة فى قيمة التعامل عما كانت عليه فى السنوات السابقة حيث وصلت هذه القيمة إلى حوالى 54 مليار جنيه، وبالرغم من ذلك فإن نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى خلال الفترة (1997-2000) كانت متواضعة، فقد تراوحت هذه النسبة بين 9.5% عام 1997 ،16.1% عام 2000، ولكنها انخفضت خلال عام2001 حيث وصلت نحو8.6 %، ثم عاودت الارتفاع فى عام2002 لتصل إلى 8.8% ، ووصلت إلى حوالى 8.3% خلال عام 2003.

ويستخلص مما سبق أنه كان هناك تفضيل متصاعد للاستثمار فى سوق الأوراق المالية فى مصر، وتنامى قدرتها على اجتذاب المدخرات سنة بعد أخرى خلال الفترة (1997-2000)، ولكن يلاحظ انخفاض هذه المقدرة خلال الفترة(2001-2003).

3- نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1997-2003).

يتضح من الجدول رقم (3) أيضا أن نسبة قيمة التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى أخذت اتجاها تصاعديا خلال فترة (1997-2000)، حيث ارتفعت من 86.1% عام 1997 إلى نحو 131.6% عام 2000 محققة اعلى نسبة خلال فترة الدراسة. ولكن يلاحظ انها أخذت فى الانخفاض لتصل إلى 61.6% عام 2001 ثم واصلت الانخفاض لتبلغ نحو 57.2% خلال عام 2003. وتعبر هذه النسب عن مدى انخفاض قدرة السوق الثانوية على جذب المدخرات، حيث يتبين من هذه النسب أن السوق الثانوية انخفضت مقدرتها على جذب المدخرات بنحو 4.7% فى المتوسط خلال تلك الفترة.

ويلاحظ أن هذه النسبة اتصفت بالتذبذب خلال الفترة (1997-2003) ، الأمر الذى يعنى عدم تفعيل السوق الثانوية لزيادة قدرتها على جذب المدخرات على النحو المنشود،كما يعنى انخفاض هذه النسبة أن هناك اتجاها لتفضيل أصحاب المدخرات لتوظيف أموالهم فى صور اخرى ،لعل اهمها الاحتفاظ بها كودائع بالبنوك على حساب استثمارها عن طريق التعامل فى سوق التداول .ولعل بلوغ نسبة قيمة التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى حوالى 61.6% ، 57.2% خلال عامى 2001، 2003 على الترتيب ، قد يعنى وجود تحول – وإن

[1] تم حساب هذه النسبة من التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام 2003 المنشور بموقع صندوق النقد العربىwww.amf.org.ae

كان ضعيفا – نحو الاستثمار فى البورصة ، ويظهر ذلك بصورة أوضح عند مقارنة نسبة قيمة التعامل فى البورصة بإجمالى الودائع السنوية بالجهاز المصرفى خلال فترة الدراسة .

4- تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى إجمالى الودائع السنوية بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1997-2003).

بدراسة تطور نسبة قيمة التداول إلى إجمالى الودائع السنوية بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1997-2003) وكما هو موضح بالجدول رقم (3)،يتضح ارتفاع هذه النسبة من 118.2% عام 1997 لتبلغ ذروتها عام1999 حيث وصلت إلى نحو 224.5% ثم اخذت فى الانخفاض بعد ذلك لتصل إلى نحو 107.6% عام 2002 ، الأمر الذى يعنى تقلص الفارق بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار فى الأوراق المالية من خلال البورصة ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع فى الجهاز المصرفى ،مما يعكس مدى إقبال الأفراد والمنشآت على استثمار أموالهم فى الأوراق المالية خلال الفترة (1997-2002) ، وقد استمرانخفاض هذه النسبة إلى أن وصلت حوالى 66.6% فى عام 2003 ، الأمر الذى يعنى وجود تحول واضح عن الاستثمار فى البورصة .

المبحث الثالث

محاور تفعيل و تنمية سوق الأوراق المالية **فى مصر**

يمكن صياغة عدد من المحاور التى من شأنها أن تعمل على تنمية وازدهار سوق الأوراق المالية بصفة عامة ، وتفعيل دورها فى تنمية الإدخار بصفة خاصة ، وهذه المحاور هى : -[1]

أولاً : التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال ، واتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الإدخار .
ثانياً : تنمية الوعى بأهمية الادخار والاستثمار فى الأوراق المالية .
ثالثاً : تنشيط العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية.
رابعاً : استحداث وتنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق.
خامساً : العمل على تعدد جهات اصدار الأوراق المالية وضبط ايقاع التعامل بالسوق غير المنظم.
سادساً : تعزيز الاشراف والرقابة على السوق وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق.
سابعا: تطبيق مبادىء حوكمة الشركات
ثامنا: العمل على تنمية استثمارات الأجانب بسوق الأوراق المالية المصرية
تاسعا: العمل على تشجيع التعاون الاقليمى

المحور الأول : التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال ، واتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الإدخار.

تعد عملية تعبئة المدخرات الوطنية أحد أهم أهداف سوق المال ، ويعتبر حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التى تؤثر على نمو هذه السوق ، والتى ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادى.

ومن ذلك المنطلق يجب التنسيق بين السياسات والقطاعات التى تضطلع بتعبئة المدخرات وتنميتها وخاصة السياسات المؤثرة على السوق المالية ، فحجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها يعتبر من أهم العوامل التى تؤثر على نمو السوق المالية ، والتى ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادى وبالتالى لايمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادى العام والسياسة الاقتصادية.

فلا شك فى أن كلاً من سياسة الاستثمار والسياسة المالية والسياسة النقدية والائتمانية وسياسة الدين العام والسياسة السعرية تلعب دوراً محورياً فى السوق المالية ، وعليها يتوقف مقدرة السوق على تعبئة المدخرات المحلية والخارجية ، لذلك يجب أن تتسم هذه السياسات بالمرونة والتحديث.[2]

---

1 راجع: -حسين عبد المطلب الأسرج،"دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"،رسالة ماجستير غير منشورة،مرجع سابق، ص ص 126-143

2 لمزيد من التفاصيل حول ذلك راجع :- محمد سامح عبد الهادى ، دور سوق الأوراق المالية المصرية ... رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية، 1995 ،ص ص 183- 184 .

ويتطلب الأمر أيضاً التنسيق بين الأسواق المختلفة التى تضطلع بتنمية المدخرات سواء كانت سوق النقد أو سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية وذلك باستصدار قانون عام لسوق المال يحدد العلاقة بين مختلف الأجهزة فى السوق، فضلا عن توحيد أسس التعامل بينها من النواحى القانونية والتنظيمية والضريبية وسعر الفائدة ، لزيادة مرونة السوق المالية وتجار بها مع رغبات مختلف المدخرين. وطبيعى أن يكون هذا القانون هو الوجه الآخر لقانون الاستثمار الموحد ، وقانون الشركات ، حتى تكتمل فعالية استخدام المدخرات المحلية.

كذلك فإنه من الضرورى المساواة بين الأوعية الادخارية المختلفة من حيث المزايا والإعفاءات الضريبية – إن وجدت – بحيث تكون الزيادة فى المدخرات زيادة حقيقية وليست مجرد انتقال المبالغ المحدودة بين الأوعية المختلفة للتمتع بميزات أفضل.

ولما كانت مدخرات القطاع العائلى تمثل أهم مصادر الإدخار فى الاقتصاد المصرى، فإن نجاح الحكومات فى تعبئة المدخرات ، مرهون بمدى الاستقرار والثقة التى يجب أن تتمتع بها السياسة الاقتصادية.

وبالإضافة إلى ماتم اتخاذه من سياسات وإجراءات فى شأن تنمية الادخار والاستثمار فى مصر ن فإن السياسة الاقتصادية مازال أمامها كثير من المهام لتشجيع الادخار وذلك باتباع عديد من الوسائل ، يذكر منها مايلى:- [1]

1- تحسين معدلات العائد على الادخار من خلال رفع معدلات العائد على الإدخار ومنح اعفاءات ضريبية لأنواع معينة من المدخرات ، بالإضافة إلى تخصيص جوائزعلى أنواع معينة من الادخار ، وذلك حتى يمكن استقطاب مزيد من المدخرات وزيادة حجم الإدخار المالى .

2- العمل على تشجيع الادخار التعاقدى فى شركات التأمين على الحياة ونظم التأمينات الاجتماعية وغيرها من الترتيبات التعاقدية التى تتطلب من المودعين الحفاظ على مدخراتهم فى أشكال معينة ولفترة محددة.

3- ربط تنمية المدخرات المالية بالأهداف الاجتماعية ، مثل تشجيع الملكية القومية على نطاق واسع.

4- توفير خيارات متعددة من الأوعية الادخارية لتناسب مختلف المدخرين والعمل على كسب ثقة المدخرين عند حيازة الأصول المالية.

5- حماية الادخار ضد انخفاض قيمة الأصول والتى تنجم عن التضخم باستصدار أوراق مالية تراعى مستويات التضخم السارية.

6- توافر الاستقرار السياسى والاقتصادى والذى يتمثل فى استقرار النظم والقوانين السياسية والاقتصادية ، وتجنب التقلب المستمر فى السياسات والقرارات الاقتصادية ،وتوخى الوضوح فى وضع وصياغة الأهداف العامة وسبل تحقيقها من سياسات وأدوات ، بحيث لا يكون التغيير فيها إلا بسبب ظروف جديدة لم تكن متواجدة عند تحديدها أو اصدارها ، بما يوفر الاستقرار ويشجع رؤوس الأموال الخاصة الوطنية والأجنبية للدخول فى المشروعات الاستثمارية المختلفة بما يحقق الأهداف المرجوة، كما يجب أن يكون من ضمن الأهداف العامة تحقيق الاستقرار لمستوى ومعدل نمو النشاط الاقتصادى بما يمكن من تلافى فترات الركود أو التضخم لما لها من آثار سلبية على الإدخار والاستثمار وبالتالى على نشاط سوق الأوراق المالية.[2]

المحور الثانى : تنمية الوعى بأهمية الادخار والاستثمار فى الأوراق المالية من خلال اعداد وتنفيذ خطة اعلامية واسعة للتعريف والتوعية بأهمية الاستثمار فى الأوراق المالية :

---

[1] سليمان المنذرى،"البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية"، كتاب الأهرام الاقتصادى،العدد (96) يناير 1996،ص ص 9-13.
[2] محمد سامح عبد الهادى ، "دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات" ، مرجع سابق ،ص 187 .

إن تعبئة المدخرات فى مجتمعنا ستظل هدفاً يستحق تضافر الجهود الوطنية فى إطار تعبئة وتحقيق استخدام أفضل للموارد المحلية جنبا إلى جنب مع الموارد الأجنبية .ويتطلب ذلك سياسات فعالة لتسهيل عملية تراكم رأس المال ، كما أن حجم الاستثمارات التى يمكن أن يحققها المجتمع يتوقف لدرجة كبيرة على عوامل تنظيمية لها أثرها البالغ والهام فى تكوين المدخرات ، ومن ثم فى توفير الموارد التى تمول هذه الاستثمارات ، وهذه العوامل التنظيمية لا تتصل بالجوانب الاقتصادية وحدها ، ولكن تنصب على الجوانب الإجتماعية والسياسية فى المجتمع.

من أجل ذلك تعتبر قضية زيادة الوعى الادخارى وتنميته ، قضية قومية فى المقام الأول ، وأن نشر هذا الوعى ليس بالضرورة قضية اقتصادية وحسب ، بل هو ضرورة إجتماعية وسياسية أيضا تستهدف إعادة صياغة مفاهيم الأفراد واتجاهاتهم ، إلا أن مشكلة خلق الوعى التوظيفى فى الأوراق المالية ، ربما يكون أكثر تعقيداً ، وهو لذلك يتطلب خطة قومية تقوم على أسس تربوية وإعلامية تغرس مفاهيم الإدخار والاستثمار غير المباشر ، وأهميته فى التنمية لدى الأجيال الناشئة فى المدارس والجامعات.[1]

ويمكن ان تستند تلك الخطة الاعلامية إلى الأسس الرئيسية التالية:- [2]

أولا: تعميق مفهوم ملكية المشروعات لدى المدخرين والمستثمرين ، من حيث أن حيازة الأسهم تعنى ملكية جزئية للشركة ، بما يمثله ذلك من حقوق مختلفة أثناء حياة الشركة أو عند تصفيتها.

ثانيا: أن عائد الاستثمار فى الأسهم لايقتصر على مجرد فائدة سنوية ثابتة ، كما هو الحال فى الودائع المصرفية مثلاً ، وإنما يتمثل العائد فى نصيب الأسهم من الأرباح التى تحققها الشركة والذى يوزع دورياً فى شكل كوبون قد يزيد مقداره أو ينقص ، وهو ما يتواءم مع استبعاد شبهة الربا التى تحوم حول الفائدة السنوية الثابتة ، فضلاً عن ذلك فإن هناك عائداً آخر هو الربح الرأسمالى ، حيث تتزايد قيمة الأسهم فى البورصة تبعاً لأداء الشركة وتحسن مركزها ، ومن ثم يمكن عند بيع الأسهم الحصول على مبلغ يزيد علىماسبق دفعه عند الشراء به ، هذا مقابل تناقص القوة الشرائية للودائع النقدية بمقدار معدلات التضخم السنوية.

ثالثا: أن الاستثمار فى الأسهم يستوعب التضخم أو يقلل من آثاره إذ أن السهم وإن كان يمثل حقا مالياً لصاحبه فى الشركة إلا أنه يقابل هذا الحق أصول ثابتة تتزايد قيمتها الحقيقية مع زيادة معدلات التضخم.

ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة والتى تقوم على ماسلف ذكره من أسس من خلال الوسائل التالية :-

1- نشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين عند الدعوة للاكتتاب فى اصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشتمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

2- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابى الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة امكانية ارسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم واشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة ، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة فى الشركات.

3- إعادة البرامج الدراسية عن أسواق الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها إلى الجامعات والمدارس التجارية ، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التى تعكس تطورات هذه الأسواق بما يساعدهم على

---

[1] سليمان المنذرى ، مرجع سابق ، ص 25.

[2] راجع فى ذلك :-

-أمير أحمد السيد التونى ، "استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية فى مصر" ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، جامعة أسيوط ، ملحق خاص للعدد العاشر ، السنة (6) ، ديسمبر 1986، ص ص86-89.

-محمود فهمى ،"استراتيجية تنمية سوق المال فى مصر ودور الهيئة العامة لسوق المال"،المؤتمر الدولى الأول لتنمية أسواق المال ،منشور فى كتاب الهيئة العامة لسوق المال عن ذلك المؤتمر بعنوان:دراسات وابحاث لتنمية سوق المال فى مصر،القاهرة ،مايو 1983 ،ص ص 38-56

تصميم المناهج والمواد العلمية لهذه البرامج ، وأيضا ترتيب زيارات لطلاب الكليات والمدارس التجارية للبورصات ، تمكيناً لهم من المشاركة الإيجابية فى نشاط السوق بعد تخرجهم.

4- إقامة الندوات واللقاءات فى أماكن التجمعات المختلفة ، بما فى ذلك تجمعات المصريين فى الخارج للتعريف بسوق الأوراق المالية ، وأهميتها للاقتصاد القومى وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو مايعود على مجتمعهم .

5-تشجيع إنشاء نوادى الاستثمار التى تساهم فى زيادة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه.[1]

6-زيادة الوعى الادخارى والتوظيفى لدى صغار المدخرين من خلال وسائل الاعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

المحور الثالث : تنشيط العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية :وذلك من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية وتنشيط الطلب عليها .

اولاً : وسائل تنشيط عرض الأوراق المالية .

يعد إصدار قدر كبير ومتنوع من الأوراق المالية أحد أهم متطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية ، ويمكن أن يتم ذلك من خلال عدة وسائل ، يذكر منها مايلى :

(أ) استكمال برنامج الخصخصة :

تعتبر الخصخصة دعامة رئيسية لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية ،حيث تعمل على زيادة عدد الأوراق المالية المعروضة بالسوق ، ومن ثم زيادة عدد المستثمرين ، ولا شك أن زيادة عدد المستثمرين يسهم فى رفع كفاءة سوق الأوراق المالية ، نظراً لأن تصرفات أى منهم لن يؤثر تأثيراً ملموسا على أسعار الأسهم.[2]

ولاشك فى أن زيادة عدد المستثمرين فى ضوء برنامج الخصخصة يعنى زيادة عدد حملة الأسهم وزيادة حجم التعامل على الأوراق المالية ، وهذه سمات تعكس زيادة السيولة فى سوق الأوراق المالية ، نظراً لأنها تعنى وجود أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية (زيادة عمق السوق) ، وأيضا وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة مما يحقق الاستقرار فى سعرها، ويخفض من مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية(زيادة اتساع السوق).[3]

لذا يتطلب الأمر الإسراع فى استكمال تنفيذ برنامج الخصخصة عن طريق طرح مزيد من أسهم شركات قطاع الأعمال العام المرشحة لنقل ملكيتها للتداول ، بحيث تزيد من جانب العرض ، وبالتالى تتوافر البضاعة الجيدة اللازمة لعمل البورصة ، مع مراعاة الآتى:[4]

---

[1] محمد سامح عبد الهادى ، مرجع سابق ، ص 45.

[2] لمزيد من التفاصيل حول معنى الخصخصة وأهدافها ، راجع :

- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (99) ، إبريل 1996 ، ص ص 3-16 .
- رابح رتيب ، مستقبل الخصخصة ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (105) ، أغسطس 1997، ص ص 9-27.
- موريس ثورن ، برنامج الخصخصة فى الاقتصاد المصرى ، النشرة الاقتصادية ، قطاع السياسات والبحوث الاقتصادية والمعلومات ، وزارة الاقتصاد ، العدد(2) ، القاهرة ، 1998 ، ص ص 17-27. و لمزيد من التفاصيل حول الخصخصة وعلاقتها بسوق الأوراق المالية ، راجع :
- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص ، مرجع سابق ، ص ص 88 –94 ، ص ص 108 – 145 .
- عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة وسوق الأوراق المالية، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16 – 17 مارس 1996 ، ص ص 3-5.
- الاتحاد العام للغرف التجارية ، أساليب الخصخصة ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشئون الاقتصادية، العدد (26) ، القاهرة، 1997 ، ص ص 74 – 77 .

[3] السعيد محمد لبده ، مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية فى مصر، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال افريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال، القاهرة ، 2-4أغسطس ، 1997 ، ص ص 259 – 260.

[4] يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص 200 .

1-عدم المغالاة فى أسعار الأسهم الجديدة المطروحة من قبل الشركات القابضة ، بحيث تتناسب مع القيمة الحقيقية لأصول وأداء الشركات المبيعة .
2-أن يتم بيع الشركات التى يتم نقل ملكيتها عن طريق بورصة الأوراق المالية، وأن يتم التخصيص على أكبر عدد من المكتتبين حتىلا يتم خلق أى نوع من الاحتكار ، وذلك لمنع التحكم فى الأسعار.

(ب) تشجيع شركات قطاع الأعمال العام على زيادة رأسمالها من خلال الاكتتاب العام.

إن طرح الشركات العامة أسهما للاكتتاب العام من أجل زيادة راسمالها ، كأحد أساليب برنامج توسيع قاعدة الملكية واصلاح هياكلها التمويلية ، يساهم فى زيادة المعروض من الأوراق المالية فى سوق الإصدار[1]

وتبدو أهمية هذا الاقتراح فى الوقت الحالى حيث تزيد المطالبة لتصحيح الهياكل التمويلية لبعض الشركات العامة ،بالنظر إلى عجز رأسمالها عن الوفاء باحتياجات الاحلال والتجديد والنقص السيولة اللازمة لاحتياجات التشغيل.[2]

وعلى ذلك فإن السياسة الأكثر واقعية هى تحويل عملية التمويل إلى عملية استثمارية بطرح أسهم زيادة رأسمال هذه الشركات للاكتتاب العام ودعوة المواطنين داخل البلاد وخارجها للمساهمة فيها.

(ج) تشجيع البنوك المتخصصة على اصدار سندات جديدة لتمول نشاطها بدلاً من الاتجاه إلى الاقتراض .

يلاحظ أن فى مصر عدد لا بأس به من المؤسسات المالية التى تعمل فى مجال سوق المال ، وهذه المؤسسات بطبيعتها ، تلعب دوراً هاماً فىسوق الأوراق المالية كوسيط مالى من خلال ما يمكن ان تصدره او تكتتب فيه من أوراق مالية ومثال ذلك ما يلى :- [3]

-*فالبنوك العقارية*، من المفروض أن تقدم قروضاً طويلة الأجل لتمويل أنشاء المبانى والمدن الجديدة ، وهى من الممكن أن تلعب دوراً فى انعاش السوق عن طريق اصدار سندات لتمويل استثماراتها .

-*بنك التنمية الصناعية* ، يمكن أن يساهم فى تمويل المشروعات الصناعية ،وذلك بالاكتتاب فى أسهمها (كمغطى أو مروج لها) ثم يقوم باعادة طرحها فى السوق الثانوية، كذلك يمكن أن يصدر سندات لتوفير الموارد اللازمة لنشاطه بدلاً من لجوئه للاقتراض من البنك المركزى ومن المؤسسات الدولية.

-*بنوك الاستثمار والأعمال* ، حيث أن الأصل فى قيام هذه البنوك هو مباشرة تجميع المدخرات لتوجيهها لخدمة الاستثمار والاقتصاد القومى ، والمفروض أن يتم تدبير مواردها عن طريق اصدار سندات ثم يستخدم هذه الموارد فى تمويل المشروعات الاستثمارية وشراء الأسهم والسندات والتعامل فى هذه الأوراق .

- *بنك الاستثمار القومى* ، فأهم ما يميز هذا البنك أن يحصل على جزء هام من موارده اعتماداً على مايخصص له من الموازنة العامة هذا بالإضافة إلى المبالغ التى يقترضها من هيئة التأمينات الاجتماعية والهيئة العامة للتأمين والمعاشات وحصيلة شهادات الاستثمار وهيئة توفير البريد ، ويمكن أن يحاول البنك استيفاء جزء من احتياجاته المالية عن طريق اصدار سندات وأيضا محاولة توظيف موارده جزئيا فى الأوراق المالية للمشروعات الجديدة .

د- تشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات اكتتاب عام والنظر فى قيد جزء من السندات الحكومية فى البورصة :

يمكن تشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات اكتتاب عام من خلال خلق أدوات تمويلية جديدة تيسر عمل هذه الشركات ، بالإضافة إلى المحافظة على النسب اللازمة لادارتها من قبل اصحابها ، أو من قبل مساهميها الأوائل ، ويمكن أيضا للحكومة أن تعمل على تحويل جزء من السندات الحكومية غير المقيدة فى البورصة إلى سندات مقيدة مما يساعد على خلق بضاعة جيدة ومضمونة ، تساهم فى عرض مزيد من السندات المتاحة للتعامل عليها فى السوق المنظمة (البورصة).[4]

---

[1] المرجع السابق ، ص 200 .
[2] امير التونى ، استراتيجة تنمية سوق الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص 89 .
[3] عاطف النقلى ، مرجع سابق ، ص ص 40 – 41 .
[4] يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص 197.

هـ-تطوير القواعد والقوانين واللوائح التى تحكم التعامل فى السوق،وذلك من خلال عدة تدابير ، من أهمها :

1-مراجعة كافة القوانين واللوائح التى تحكم التعامل فى سوق الأوراق امالية بصفة دورية وتطويرها لتتماشى مع متطلبات تنشيط التعامل فى السوق وتفعيل ادوات الرقابة على التعاملات بها مع مراعاة التطورات الأخيرة التى شهدتها أسواق المال العالمية.

2-بحث إدخال التعديلات التشريعية اللازمة للسماح بتداول ادوات مالية جديدة تتلاءم مع رغبات مختلف المستثمرين.

3-التطوير المستمر للقواعد المنظمة للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بما يتماشى مع القواعد السارية فى أسواق الدول المتقدمة.

5-ضرورة تطوير آليات فض المنازعات فى سوق الأوراق المالية لتصبح اكثر فاعلية .

ثانياً : وسائل تنشيط الطلب على الأوراق المالية :

تتطلب تنمية سوق الأوراق المالية تكثيف الجهود فى جانب الطلب أيضاً ، وذلك باتخاذ عدد من الإجراءات اللازمة لتوجيه المدخرين نحو حيازة الأوراق المالية ، سواء فى السوق الأولية أو الثانوية.

وبالإضافة الى ما اتخذته الدولة من إجراءات ، يمكن تصور مجموعة من المقترحات للمساعدة فى تنشيط الطلب على الأوراق المالية ، منها مايلى :-[1]

أ-تقوية الرغبة لدى الأفراد بأهمية الادخار والاستثمار فى الأوراق المالية ، وبذل الجهود المستمرة للتوعية والتعريف بسوق الأوراق المالية باستخدام الخطة الإعلامية والتربوية السابق الإشارة إليها.

ب-تحريك العوائد المحققة من الأوراق المالية عن طريق :

1-الحفاظ على الاستقرار النقدى فى حدود ملائمة للحد من التضخم الذى يؤدى إلى رفع أسعار الفائدة الجارية وبالتالى انخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات .

2-تشجيع الشركات المساهمة على توزيع نسبة ملائمة من أرباحها على المساهمين، نظراً لأن سوق الأوراق المالية المصرية – فى الوقت الحالى – وطبيعة المدخرين بها الذين يرغبون فى تحقيق عائد دورى يساعدهم على مواجهة أعباء المعيشة فى حاجة إلى ايجاد نظام مرن فى توزيع الأرباح على المساهمين.

3-إعادة النظر من فترة لأخرى فى الضرائب المفروضة على عوائد الأوراق المالية من أسهم وسندات ، بحيث تلقى نفس معاملة الأوعية الادخارية الأخرى من حيث الاعفاءات والامتيازات وهو ماحاول تحقيقه القانون رقم 95 لسنة1992 ،وذلك بهدف تحقيق التوازن فى تدفق المدخرات على سوق المال بقنواته المختلفة.

ج- تقليل مخاطر الاستثمار المالى والتكاليف الضمنية فى الأوراق المالية عن طريق.[2]

1-النظر فى تطبيق نظام للتأمين على محافظ الأوراق المالية التى توجد لدى الأفراد والمنظمات .

2-توفير المعلومات الكافية عن المراكز المالية وقوائم الدخل للشركات المساهمة بصفة دورية وعلى فترات مناسبة .

3-تحقيق الاستقرار فى مستوى الدخل القومى ومعدلات نموه وأيضا جميع المتغيرات الاقتصادية التى تؤثر على ربحية واسعار الأوراق المالية مثل التضخم وأسعار الصرف واسعار الفائدة الجارية ، وايضا المتغيرات السياسية والاجتماعية الأخرى .

د-زيادة السيولة فى السوق من خلال :

1- رفع كفاءة البورصة لتوفير السيولة فى الوقت المناسب للمستثمرين .

2- تسهيل اقراض الأفراد والشركات بضمان الأوراق المالية.

3- ضرورة وضع وتطوير نظم تمويل شراء الأوراق المالية.

---

[1] راجع فى ذلك :

- يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص ص 200-205.
- محمد سامح عبد الهادى ،مرجع سابق ،ص ص 44 – 48.

[2] المرجع السابق ، ص ص 46 – 48.

4- تجزئة الأسهم ذات القيمة الأسمية المرتفعة وحث الشركات على إصدار أسهم بقيم أسمية منخفضة ، بما يسمح لصغار المدخرين بالتعامل فى الأسهم وتوزيع المدخرات على أنواع مختلفة منها لتقليل المخاطرة.
5- الاستمرار فى إنشاء صناديق الاستثمار واتحادات العاملين المساهمين لتقليل المخاطر ، وايجاد طبقة جديدة من صغار المدخرين.
6- خلق انواع جديدة من الأدوات المالية لجذب مدخرات الأفراد على اختلاف مستوياتهم للاستثمار فى الأوراق المالية.

هـ تطوير المؤسسات القائمة على خدمة المتعاملين فى سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال مايلى:

1-استكمال إجراءات تحديث نظام التداول وربط بورصتى القاهرة والاسكندرية لتسهيل اجراءات التداول وتحقيق الرقابة الفعالة على السوق.
2-تشجيع انشاء الشركات صانعة السوق فى سوق الأوراق المالية المصرية ، نظرا لما تقوم به هذه الشركات من دور مهم فى توفير السيولة المالية ، والحفاظ على استمرارية التداول داخل السوق ، لاسيما التعامل فى عكس اتجاه السوق.
3-ضرورة تطوير واصدار نشرات دورية تشتمل على ميزانيات الشركات المسجلة فى سوق الأوراق المالية بما يتيح المعلومات الدقيقة حول أوضاع هذ الشركات أمام المتعاملين فى السوق .
4-تطوير النظام المؤسسى لسوق الأوراق المالية المصرية بما يتماشى مع احتياجات التعامل فيها ، وبما يخدم مصالح المتعاملين فى الأوراق المالية فى السوق.

و-تدعم الافصاح والشفافية فى سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال :

1- استمرار تحديث وتطوير موقع البورصة المصرية على شبكة الانترنيت بالإمكانيات اللازمة لإمداد المشاركين بكافة المعلومات الفورية .
2-ضرورة العمل على ربط البورصة المصرية بالقمر الصناعى المصرى لسرعة نشر المعلومات عن السوق وتوظيفة فى العمل على توسيع دائرة المتعاملين بالبورصة.
3-ضرورة التوسع فى انشاء شركات نشر المعلومات التى تساهم فيها البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية العاملة بالسوق ، مع تقديم جميع التيسيرات لها من جانب هيئة سوق المال والوزارات فى الجهات المعينة .

ى-ضرورة أن يكون هناك مرونة عالية للقائمين على سوق الاوراق المالية والسياسات المرتبطة بها ، بحيث يكون هناك استجابة للتطورات والمتغيرات الجديدة داخل السوق وخارجة ، بهدف تحقيق التوازن عبر القنوات الإدخارية المختلفة من جهة ، وحمايته من أى هزات أو ضربات يمكن ان تنتقل إليه من الخارج وذلك بما يحقق مصلحة الاقتصاد القومى ويضمن التوظيف الأمثل للموارد المتاحة عبر القنوات الشرعية وعدم تسربها لقنوات غير مشروعة أو مشروعة فى الداخل أو الخارج.

المحور الرابع : العمل على تنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق :

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلابد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق ، ذلك أن المستثمر يشترى الورقة التى تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون فى درجة خوفهم من المخاطرة ،فإن الورقة المالية التى تجذب مستثمراً معينا ، قد لا تجذب مستثمراً آخر . وبالتالى فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية ، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين ، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدى لزيادة كفاءة السوق[1] . لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالى:-

أولاً : العمل على تنشيط سوق الأسهم فى مصر ، وذلك من خلال :- [2]

[1] المرجع السابق ، ص 243 .

[2] المرجع نفسه، ص ص 244 - 245.

أ-ضرورة التوسع فى اصدار الأسهم لحاملها فى السوق المصرية حيث تكون الأسهم العادية اما مسجلة (اسمية) أو تكون أسهم لحاملها ويلاحظ أنه يجب ألا يتجاوز نسبة الأسهم لحاملها 25% من اجمالى عدد الأسهم كما يجب أن تدفع قيمتها بالكامل،وفى حين يسمح لحامليها حضور اجتماع الجمعية العامة ،الا أنه لا يكون لهم حق التصويت.وسوف يعمل التوسع فى اصدار مثل هذه الأسهم على تنشيط السوق المصرية من خلال جذب مستثمرين جدد يرغبون فى الدخول فى مجال الاستثمار فى الأسهم دون الإعلان عن أسمائهم .

ب-ضرورة وجود أسهم ممتازة فى السوق المصرية ، حيث شكلت الأسهم العادية نحو 99.6% من اجمالى راس المال السوقى فى مارس 2003 .[1] ذلك أن حامل السهم الممتاز له الحق فى توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الأسمية للسهم ، كما أن له أولوية على حملة الأسهم العادية فى أموال التصفية ، وفى ضوء انخفاض أسعار الفائدة فى السوق المصرية فإن اصدار مثل هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق فى استدعاء الأسهم التى أصدرتها ، مقابل مبلغ يفوق القيمة الأسمية للسهم ، واحلالها بأسهم ممتازة أخرى ذات معدل ربح منخفض مما يؤدى لخفض تكلفة التمويل بالمنشأة .

ثانياً : العمل على تنشيط سوق السندات فى مصر

تشكل السندات نحو 70% من حجم التعامل فى أغلب اسواق المال فى العالم ،الا ان سوق السندات المصرية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة.[2] وفى مصر يلاحظ أن النسبة المئوية للاصدارات الجديدة من السندات تبلغ نحو 14% على أقصى تقدير خلال الفترة (1997/1996-2003/2002) فى تستحوذ اصدارات الأسهم العادية على نحو 86%.[3]

وتلجأ الشركات الى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدرا قويا للتمويل أكثر استقرارا وأقل تكلفة مما يتيح لها التوسع فى أنشطتها وتنويع محافظها المالية والمشاركة فى مشروعات جديدة ،كما ان السندات تتميز بالعائد المعروف مسبقا بالاضافة الى ضآلة المخاطر،حيث تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب فى الأسعار الذى تعانى منه الأسهم،وبالتالى فان السندات تعتبر ملاذا آمنا للاستثمار لأنها تحتفظ بقيمتها ثابته ومخاطرها قليلة ومحسوبة.

ويبين الجدول التالى حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة(1997-2003) ومنه يلاحظ انخفاض نسبة تداول السندات الى اجمالى التداول داخل المقصورة للأسهم والسندات خلال الفترة باستثناء عام 2002 والذى وصلت فيه الى نحو 55.3% ،كما يلاحظ زيادة هذه النسبة من 1.7% عام 1997 الى 36%،55.3% خلال عامى 2002،2001 على الترتيب مما يشير الى زيادة اهتمام السوق بالسندات،الا انها تراجعت الى نحو 14% عام 2003،الأمر الذى يحتاج الى زيادة الاهتمام بهذه السوق من خلال زيادة اصدارها وتنويع الجهات المصدرة لها .

ويمكن ان يكون ذلك من خلال ما يلى :-

أ-ربط تمويل العجز فى الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتصار فى التمويل مستقبلا على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام ، بغية جذب مدخرات الأفراد من ناحية ، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية وترشيد الانفاق العام.على ان يتم الجزء الكبير من الطرح عن طريق شركات التعامل والمتاجرة فى السندات Bond Dealer مع مراعاة آليات السوق وأسعار الفائدة عند تحديد العائد وأيضا جاذبيته للمستثمر.

ب-طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلاً من الاعتماد فى تمويلها على الموازنة العامة للدولة.

جـ-قيام الشركات المساهمة باشكالها المختلفة (قطاع الأعمال العام – المشترك – قطاع الأعمال الخاص) بإصدار السندات التى تتفق واحتياجاتها التمويلية ،خصوصاً بعد صدور القانون رقم (95) لسنة 1992 وتعديلاته التى اتاحت لهذه الشركات اصدار صكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ،دون التقيد بالعائد المنصوص عليه فى أى قانون آخر او لتمويل نشاط معين او عملية بعينها.

د-الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل الى أسهم ، وهى أداة مالية غير مستغلة فى مصر رغم أن القانون يسمح بها ، وهذا النوع من السندات يحمل إمكانية تغييره إلى سهم بحق ملكية إذا ما رغب حامل السند فى ذلك ، وهى من الأدوات التى تشجع المستثمر على التعامل فى سوق الأسهم بصورة غير مباشرة من خلال الدخول إلى السوق عن طريق السندات والمتابعة من خلالها لأداء الشركة المستثمر فيها ،فإذا ما أطمأن

---

[1] راجع: البنك الأهلى المصرى،اسلوب ممارسة سلطات الادارة الرشيدة فى الشركات (حوكمة الشركات)،النشرة الاقتصادية،العدد 2،المجلد 56،2003،ص 42

[2] راجع:حسين عبد المطلب الأسرج،"دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"،مرجع سابق،ص ص 87-89

[3] راجع:البنك المركزى المصرى،التقرير السنوى لعام 2003/2002 ،ص 156

المستثمر إلى أدائها وأراد أن يمارس حقوق الملكية كحضور الجمعية العمومية والتصويت على اختيار الإدارة،يمكنه تحويل هذا السند إلى سهم

هـ- تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقارى.

ى- الاهتمام باصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

تطور حركة تداول الأوراق المالية المقيدة فى البورصة المصرية خلال الفترة (1997-2003)

القيمة بالمليون جنيه

البيان		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
الأسهم	قيمة	19532	17420	30567	38380	15682	11636	9715
	%	98.3	94.2	93	92.7	64	44.7	85.8
السندات	قيمة	330	1075	2284	3043	8878	14393	3266
	%	1.7	5.8	7	7.3	3.6	55.3	14.2
الاجمالى		19862	18495	32851	41423	24660	26029	23061

المصدر:

-الهيئة العمة لسوق المال،مركز المعلومات

-وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البوصة المصرية ،أعداد مختلفة

ثالثاً : دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية فى الأوراق المالية.

فى الواقع أن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين الإدخار والاستثمار ، ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية فى توجيه المدخرات نحو المشروعات ، وهو ما يساعد على الإسراع فى التنمية ، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم ،وأيضاً يتيح تنوعاً فى الأدوات المالية المطروحة فى السوق ، حتى ينتقى المدخرون ما يلائمهم منها ،ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها.

وبغض النظر عن التجاوزات التى حدثت من سوء التصرف الاستثمارى لشركات توظيف الأموال فى مصر نتيجة لعدم وجود ضوابط تحكم عمل هذه الشركات وتنظم انشطتها بما يصون حقوق المدخرين ، إلا أنه بدراسة هذه التجربة يمكن استخلاص أمرين:-

أولهما : أن هناك مدخرات تبحث عن قنوات استثمارية ذات عائد مجز وفرتها شركات توظيف الأموال.وثانيهما : أن هذه الشركات قامت فى بيئة اجتماعية وثقافية مواتية ، إذا استطاع القائمون عليها أن يلامسوا عقيدة الأمة ، ويقدموا نموذجاً للاستثمار ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا يتعارض معها. وهو ما يوجب دراسة هذه التجربة بشكل مجرد بكل مالها وماعليها لاستخلاص الدروس المستفادة منها والتى يمكن الاسترشاد بها لتطوير سوق الأوراق المالية .

رابعاً : دراسة ادخال أنواع من المشتقات فى السوق المصرية :

لاريب فى أن دخول المشتقات[1] إلى السوق المصرية يعد نتيجة حتمية لتطور هذه السوق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية ، فعندما يزيد الوعى الاستثمارى للمستثمر المصرى وتنتشر المعلومات الدقيقة والمفيدة وتنضج آليات السوق وتتوافر الكوادر المؤهلة فإنه لابد من إدخال مشتقات الأوراق المالية والتى تعتبر أدوات للمضاربة فى الأسواق المتقدمة مثال ذلك عقود الاختيار والمستقبليات ، وذلك لتقليل المخاطر بالسوق إن هذه المشتقات يجب أن ترى النور فى السوق المصرية فى ضوء سيادة تيار العولمة وانفتاح أسواق الاستثمار ،وتعرض الأسواق المحلية للمخاطر الدولية ، ومن ثم يفرض أسلوب محافظ الاستثمار الدولية نفسه على الأسواق المختلفة . ولا خوف من دخول هذه الأوراق المالية فى السوق المصرية بعد أن يتسلح المستثمر المصرى بالممارسة والخبرة اللازمين ، خاصة وأن التاريخ يعيد للأذهان ،أن الحكومة المصرية نظمت عام 1903 سوقاً للعقود الآجلة ، وكانت البورصة المصرية من أنشط البورصات العالمية.[2]

المحور الخامس : العمل على تعدد جهات اصدار الأوراق المالية وضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة .

يشترط لاستمرار السوق فى التعامل ولزيادة وتعدد الأوعية المالية محل التعامل أن يكون هناك تعدد فى جهات إصدار الأوراق المالية سواء مشروعات خاصة أو شركات مختلطة . فتعدد وزيادة الأوعية المالية لن يتحقق إلا إذا كانت هناك عدة جهات تحتاج للتمويل عن طريق السوق ، وبالتالى سوف تعمل على المنافسة فيما بينها على اجتذاب الفوائض النقدية لدى المدخرين عن طريق تقديم أوعية مالية قادرة على اجتذاب هذه المدخرات ، ويستلزم ذلك التشجيع على ارتياد مجال التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك من خلال الاعفاءات والحوافز الضريبية والعمل على إيجاد مؤسسات مالية متخصصة فى مجال الاصدار لرفع كفاءة هذه السوق وتقديم النصح والمشورة للشركات التى ترغب فى الإصدارات الجديدة ، وأيضاً العمل على إيجاد صانع السوق لتحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة وتحقيق السيولة وضبط التعامل بها.

كذلك فإنه من الضرورى العمل على ضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة (التعاملات التى تتم خارج البورصة)* ،حيث تشير الاحصائيات التالية الى ارتفاع قيمة التداول السنوى بالسوق غير المنظم من نحو 2.2 مليار جنيه فى عام 1996 بما يمثل 2% من اجمالى قيمة التداول بالسوق الى نحو 8.4 مليار جنيه فى عام

---

1 تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية ، وقد بدأ التعامل فى هذه الأدوات منذ أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التى شهدتها الأسواق المالية ، فيما يتعلق بمعدلات العائد (أسعار الفائدة) ، وأسعار الصرف ، وأسعار الأسهم ، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات فى تلك الأسعار.وقد تصاعد حجم التعامل فى الأدوات المالية المشتقة خلال الثمانينات وبشكل واضح خلال التسعينيات ، نظر لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية،وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبى والذهب.. الخ) ، بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع فى أسعار تلك الأصول.راجع:-

- رسالة الماجستير للباحث بعنوان:دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر،كلية التجارة بنها،جامعة الزقازيق،ص ص 39-44
- Keith Redhead, Introduction to financial futures and option ,(London: wood head- fulkner limited,1990),pp62-104

-أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر: رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998 ،ص ص 794-796

-جاسم محمد المتعب الحدب الشمرى ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة ببنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998،ص ص 759-765

- بنك مصر، "المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية"، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (3)،1998

2 السعيد محمد لبده، مرجع سابق ، ص 248 .

* يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة Unorganized Market على المعاملات التى تجرى خارج البورصات، والتى يطلق عليها المعاملات على المنضدة (Over the Counter O.T.C) التى تتولاها بيوت السمسرة. ويتم التعامل فى هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة فى السوق الرسمية ، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية – أطراف الحاسب الآلى – وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال) ، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين . ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها. راجع:

French, D., Security And Portfolio Analysis : Concepts and Management , OpCit, pp 45-54.
- Francis, J.C., Investments : Analysis and Management , Opcit, p.p 46-55.

-تحقيق للباحث تحت عنوان: توظيف المدخرات يبدأ من البورصة، مرجع سابق ص 13

2002 بما يمثل 24.6% من اجمالى قيمة التداول بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ 21.1% الأمر الذى انعكس فى تزايد قيمة التداول اليومى للأسهم والسندات غير المقيدة من 8.3 مليون جنيه عام 1996 الى نحو 31.7 مليون جنيه عام 2002.[1] ورغم استحواذ السوق غير المنظمة على هذا الحجم من التعاملات فى سوق الأوراق المالية فى مصر ، فإنه لا يوجد بالسوق المصرية تنظيم لضبط العمل بهذه السوق رغم توجه الكثير من المستثمرين لهذه السوق لاتمام كثير من الصفقات بسبب عدم سيولة السوق المنظمة وتأخير إتمام الصفقات.

تطور حركة التداول بالسوق غير المنظم خلال الفترة (1996-2002)
(مليون جنيه)

البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002
قيمة التداول السنوى	3937.4	4863	6235	8223	7136	8377.2
النسبة الى اجمالى التداول %	16.7	20.9	14.8	15.2	22.4	24.6
قيمة التداول الشهرى	14.9	18.4	23.6	31.1	27	31.7

المصدر :وزارة التجارة الخارجية،النشرة الاقتصادية الشهرية،يناير 2004، ص 64

وانطلاقاً من تزايد خطورة عدم ضبط ايقاع العمل بالسوق غير المنظمة ، بسبب ضعف الوعى الاستثمارى لدى المستثمر المصرى واحتمال ظهور الممارسات غير الأخلاقية ،فإنه من الضرورى تكوين اتحاد وطنى من التجار والسماسرة بهذه السوق لضبط ايقاع العمل بها ،الأمر الذى سيؤدى إلى زيادة عدد المتعاملين بالسوق مما يؤدى لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية فى مصر.[2]

المحور السادس : تقوية الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق.

لضمان كفاءة عمل سوق الأوراق المالية لابد أن يتسم السوق بالتنظيم ، وضمان عدم الإضرار العمدى بمصالح المستثمرين ، وهذا أمر غاية فى الأهمية ، ومن شأنه أن يزيد من كفاءة السوق وليس تعويقها . ونجد أن هذا الأمر يتم فى أكثر الدول أخذاً بنظام السوق الحر واكثرها اعتماداً على أسواق الأوراق المالية فى تمويل المشروعات المختلفة ، فهذه السوق تخضع فى الولايات المتحدة الأمريكية لتنظيم دقيق ورقابة فعالة أكثر من أى قطاع اقتصادى آخر. فالقوى السياسية تشجع الحكومة على أن تلعب مثل هذا الدور الهام لتحقيق هذا الهدف .

وفى مصر ، تتولى الهيئة العامة لسوق المال مهمة الإشراف على سوق المال ، وهى محور نظام التشغيل السليم بها ، فهى تقوم على تطبيق قوانين السوق بما يضمن حسن سير العمل بكل من سوق الإصدار وسوق التداول.[3]

---

[1] محسوبة من:وزارة التجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية الشهرية، القاهرة، فبراير 2004،ص 64

[2] تجدر الاشارة الى انه تم فى عام 2002 صدور قرار مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال الخاص بالموافقة على قرار مجلس ادارة البورصة بشأن تنظيم التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة خارج البورصةOTC ،ويقوم مجلس ادارة البورصة بوضع آليتين للتعامل على الأوراق المالية غير المقيدة؛الآلية الأولى ويطلق عليها سوق الأوامر ويتم فيه تداول هذه الأوراق من خلال شاشات مخصصة فى مقصورة التداول بالبورصة وباستخدام برنامج منفصل خاص بـ OTC ويتم ادخال الأوامر خلال الفترة من الساعة 10-11.30 صباحا قبل بدء الجلسة الرسمية ،والآلية الثانية؛يتم الاعلان عن العمليات التى يتم الاتفاق بين أطرافها على نقل الملكية والبيع والشراء ولا يشترط أن تتم بوسطة شركة سمسرة .راجع:وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية لعام 2002 ،القاهرة،يناير 2003،ص ص 18-19

3 صدر القرار الجمهورى رقم (520) لسنة 1979 الخاص بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال لتتولى الإشراف على تنظيم وتنمية السوق ومراقبة حسن قيامها بوظائفها وخلق وتدعيم المناخ الملائم للادخار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية ، وذلك من خلال تشجيع وتنمية سوق الإصدار وسوق التداول ، وتشجيع إيجاد وسطاء الأوراق المالية وتأهيلهم بالتدريب المهنى المناسب ، والإشراف على توفير المعلومات الكافية عن الأوراق المالية والتأكيد من أن التعامل فى السوق يقوم على أسس سليمة .بعيداً عن الاستغلال أو المضاربات الوهمية ، والتأكد من أن جميع المتعاملين بالسوق مرخص لهم قانوناً ، والعمل على ايجاد ميثاق شرف يلتزمون به لحماية أخلاقيات المهنة ، وقد نظم القرار الجمهورى المشار إليه هيكل الهيئة واختصاصاتها ومواردها ، وكان من أهم معالم هذا الاختصاص عدم التدخل فى أسعار الأوراق المالية فى البورصات بأى شكل من الأشكال . ومن مهام الهيئة ايضاً إعدد الدراسات والمقترحات للحكومة لاستحداث التعديلات التشريعية اللازمة لتنمية وتنظيم السوق ،لمزيد من التفاصيل راجع : صلاح زين الدين ، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموي .. ، مرجع سابق ، ص ص 21-22.

ويمكن بالإضافة إلى ما تم تنفيذه اتخاذ عدد من المقترحات التى تضمن تعزيز آليات الرقابة على السوق بما يضمن زيادة كفاءتها وضبط التعامل بها وبما لا يخل باستقرار الأسعار وثقة المتعاملين فيه ، وهذ المقترحات منها مايلى :-

1-تطوير الهكيل المؤسسى للهيئة العامة لسوق المال بما يتلاءم مع الدور الرقابى المنوط بها ، وإعادة تشكيل العلاقات الوظيفية فى هيكلها التنظيمى بما يحقق الأهداف المرجوة ويناسب الفكر الحديث فى تطوير المهام الرقابية فى أسواق المال.

2-استحداث معايير للرقابة الذاتية من خلال لامركزية السلطة الرقابية ودعم مؤسسة السوق المهنية لتلعب دوراً حيوياً فى رقابة اعضائها وتفعيل مثياق شرف المهنة للمنتمين إليها.

3- تطوير الآليات والأدوات الرقابية المتاحة للهيئة العامة لسوق المال وتدعيمها بالنظم والأدوات الملائمة لمرحلة تطور السوق الحالية والمستقبلية ، ودراسة عمل تعاقدات مع بعض الشركات العالمية لاستحداث نظام متطور للرقابة على السوق.

4-إنشاء آليات لنشر قرارات الهيئة العامة لسوق المال لإضفاء المزيد من الشفافية على تعاملاتها وإحاطة المتعاملين فى البورصة بما تصدره الهيئة من قرارات أولاً بأول.

5-بحث إدخال التكنولوجيات الحديثة فى مجال اعمال بورصة الأوراق المالية ونظم المعلومات ودعم اتخاذ القرار فى الهيئة العامة لسوق المال بما يسهل من دورها فى الرقابة على السوق ، وتدريب الكوادر اللازمة لتشغيل وصيانة هذه التكنولوجيات ، مع العمل على زيادة القدرات الوطنية على استنباط نظم آلية حديثة تناسب احتياجات السوق المصرى ، وبما يستهدف ميكنة جميع أنشطة الهيئة العامة لسوق المال.

المحور السابع:تطبيق مبادىء انضباط السلوك المؤسسى "حوكمة الشركات corporate governance "

تعاظم الاهتمام بهذا المفهوم فى العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية،خاصة فى أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التى شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا فى عقد التسعينات من القرن العشرين ،وكذلك ما شهده الاقتصاد الامريكى مؤخرا من تداعيات الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال عام2002.[1] وعلى الرغم من الانتشار الذى لقيه تطبيق مفهوم مصطلح حوكمة الشركات على المستوى العالمى ،الا انه لم يتفق على تعريف موحد له فيما بين المختصين والمهتمين بتطبيقه.ولكن يمكن القول ان ماهية هذا المفهوم يعنى بايجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على ادارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة

---

[1] تجدر الإشارة الى ان منظمة OECD قد أصدرت فى عام 1999 مبادىء حوكمة الشركات والمعنية بمساعدة كل من الدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة الشركات بكل من الشركات العامة أو الخاصة سواء المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال من خلال تقديم عدد من الخطوط الارشادية لتدعيم ادارة الشركات وكفاءة اسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل،وقد اشتملت حوكمة الشركات على خمس مبادىء هى الحفاظ على حقوق حملة الأسهم وتحقيق المعاملة العادلة لحملة الأسهم واذكاء دور اصحاب المصالح والحرص على الافصاح والشفافية وتأكيد مسئولية مجلس الادارة..وفى عام 2002 اكدت المنظمة العالمية لمشرفى الأوراق المالية أهمية انتهاج هذه المبادىء للحفاظ على سلامة أسواق المال والاستقرار الاقتصادى وتزداد أهمية تطبيق هذه المبادىء بالنسبة لمصر اذا ادركنا ان عدد شركات الأموال فى مصر بلغ نحو 29 ألف شركة فى ديسمبر 2002 منها نحو 22 ألف شركة مساهمة،280 شركة توصية بالأسهم،ونحو 7 آلاف شركة ذات مسئولية محدودة ،ويسمح الاطار القانونى فى مصر بادراج الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم فقط فى جداول سوق الأوراق المالية ،وقد ارتفع عدد الشركات المدرجة بالبورصة من 656 شركة فى عام 1992 الى نحو 1151 شركة فى ديسمبر عام 2002 ،وقد تزايد قيمة رأس المال السوقى من نحو 11 مليار جنيه فى عام 92 تعادل 8% من الناتج المحلى ليبلغ نحو 123 مليار جنيه فى عام 2002 بما يمثل 32% من الناتج المحلى الاجمالى،وبلغ عدد حالات الاندماج بين الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية حتى يناير 2003 نحو 13 حالة ،كما بلغ عدد حالات الاستحواذ والتملك 108 حالة وشكلت الشركات الدولية اكثر من ثلث عدد المشترين. .راجع:

- نرمين أبو العطا،حوكمة الشركات سبيل التقدم مع القاء الضوء على التجربة المصرية،مجلة الاصلاح الاقتصادى،مركز المشروعات الدولية الخاصة،القاهرة،يناير 2003،ص 47
- البنك الأهلى المصرى،اسلوب ممارسة سلطات الادارة الرشيدة فى الشركات ..،مرجع سابق،ص 39

الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة واصحاب المصالح stakeholders وغيرهم،وذلك من خلال تحرى تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التى تربط بينهم،وذلك باستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفقا لمعايير الافصاح والشفافية الواجبة. [1]

ويعد اسلوب حوكمة الشركات وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن ادارة الشركات بطريقة تحمى أموال المستثمرين والمقترضين،كما يؤدى الى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الادارة ،علاوة على تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق فى المجتمع ودعم القدرات التنافسية وجذب الاستثمارات من خلال الوسائل التالية:-[2]

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم؛ مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزى أقلية الأسهم.

- تعظيم القيمة السهمية للشركة Maximizing Shareholder Value، وتدعيم تنافسية الشركات فى أسواق المال العالمية؛ وخاصة فى ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسى ...إلخ.

- التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعاً لأى من حالات الفساد التى قد تكون مرتبطة بذلك.

- توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفى أو أسواق المال؛ وخاصة فى ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.

- تجنب الانزلاق فى مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، ودرء حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة فى تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادى.

وبالنسبة لمصر تتزايد الأهمية المحورية الخاصة بقواعد وتطبيقات حوكمة الشركات. ففى عام 2001 تم الانتهاء من أول تقرير لتقييم حوكمة الشركات فى مصر، وقد قام به البنك الدولى بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية، وشارك فيه عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين. حيث خلص التقرير إلى أهم نقاط الضعف والقوة فى مناخ حوكمة الشركات بكل من قطاع المال والشركات. وقد أشار التقرير فى مجمله إلى إن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات فى مصر متواجدة فى نسيج عدد من القوانين الحاكمة ولوائحها التنفيذية وتعديلاتها، ومن أهمها قانون سوق رأس المال 1992/95 وقانون الشركات 1981/159 وقانون الاستثمار 1997/8 وقانون شركات قطاع الأعمال العام 1991/203؛ وقانون التسوية والإيداع والحفظ المركزى 2000/93 وغيرها من القوانين التى ترتبط بحوكمة الشركات المصرية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

كما إن المعايير التى منحها التقرير لحوكمة الشركات فى مصر تشير إلى إن عددا كبيرا من التطبيقات قد حاز على تقييم مرتفع أو متوسط مرتفع، مؤكداً على وجود العديد من الممارسات الإيجابية؛ ولكن من ناحية أخرى فهناك عدد من البنود التى تحتاج إلى تطوير لدرء أى من الممارسات السلبية.[3]

وإذا كانت البنية التشريعية والتنظيمة فى مصر قد تم إرساؤها من خلال القوانين المشار إليها إلا إنه نظراً لديناميكية الحركة السريعة والمتلاحقة فى أسواق المال والأعمال فإنه يستلزم التدقيق المستمر فى مدى تنفيذ البنود المنظمة، مع التطوير المستمر للقائمين على تنفيذها لضبط أى من حالات التلاعب. وفى هذا

[1] نرمين أبو العطا،حوكمة الشركات .. ،مرجع سابق،ص 47
[2] المرجع سابق،ص 48

[3] لمزيد من التفاصيل راجع،المرجع السابق ص 50

الصدد، تجدر الإشارة إلى أهمية كل من المتابعة الفورية التى تقوم بها بورصة الأوراق المالية (أثناء التداول)On-site Surveillance والمتابعة المستمرة التى تقوم بها هيئة سوق المال Off-site Surveillance (سواء قبل أو أثناء أو بعد التداول)، للحيلولة ودرء أى تلاعب ولعلاج الخلل حال حدوثه.

وعلى الرغم من إنجاز عدد من الإجراءات فى سبيل تفعيل التطبيقات والقواعد الجيدة لحوكمة الشركات فى مصر، إلا إنه ما زال هناك العديد من الخطوات التى يجب اتباعها لإحداث مزيد من التطور فى قطاع الشركات المصرية؛ وكذلك لتدعيم استقرار أسواق المال فى مصر.

ومن ناحية أخرى فإن التحديات المحلية والعالمية تستلزم استكمال تطوير إطار عمل حوكمة الشركات فى مصر؛ ولذا فمن الخطوات الأخرى الواجب تفعيلها هى تطوير عدد من التشريعات المرتبطة بذلك مثل قانون الشركات الموحد وقانون سوق المال الجديد وقانون تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة وقانون تنظيم المنافسة ومنع الاحتكار؛ وكذلك تطوير أداء القائمين على إدارة الشركات بإنشاء "مؤسسة المديرين" Institute of Directors من الأجل الارتقاء بأداء مجلس الإدارة وهو عصب فاعليات حوكمة الشركات؛ وذلك من خلال التأكيد على أهمية ووجود مديرين مستقلين، ووفاء حقوق المساهمين.*

وبناءً على ما سبق تجدر الإشارة إلى إن حوكمة الشركات فى مصر تكتسب أهمية متزايدة لدى أوساط الاقتصاديين والقانونيين والخبراء والمحللين وذلك لما لها من تأثير على تطور كل من سوق المال، وقطاع الشركات المصرية التى تعد -وبحق- قاطرة التقدم والنمو؛ وذلك بما يعمل على تدعيم واستقرار الاقتصاد القومى، والارتقاء بمستوى معيشة المواطن المصرى، ورفاهة المجتمع ككل.

المحور الثامن:العمل على تنمية استثمارات الأجانب بالبورصة المصرية

أدت برامج الإصلاح التى انتهجتها مصر إلى اجتذاب وزيادة استثمارات رأس المال الأجنبى فى البورصة المصرية حيث تشير البيانات التالية والخاصة بتطور تعاملات رأس المال الأجنبى فى البورصة المصرية الى زيادة اهتمام المستثمر الأجنبى بالاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة أكثر من اهتمامه بعملية البيع مما يدل على زيادة الثقة فى السوق المصرى وفى التطورات الايجابية للتشريعات الاقتصادية ،حيث بلغت نسبة مشتريات الاجانب الى اجمالى حركة التداول للأسهم المقيدة فى عام 2003 حوالى 22.2% بينما بلغت نسبة المبيعات الى اجمالى السوق 18% فقط بالرغم من التطورات السياسية التى شهدتها المنطقة وتداعيات حرب الخليج فى ذلك العام. ويمكن تنمية الاستثمارات الأجنبية من خلال ما يلى:-[1]

- تدعيم مبدأ حرية الدخول والخروج من السوق،وذلك من خلال :-

  - انهاء عمليات التسوية فى المواعيد المحددة وتدعيما لثقة المستثمر وطمأنته لذلك مما قد يشجعه على الاستثمار متوسط وطويل الأجل.
  - اعطاء الحرية الكاملة للمستثمر الأجنبى فى تحويل حصيلة البيع لمن يرغب بالعملة المحلية أو الأجنبية.(*)
  - تدعيم القواعد المنظمة لضمان وتسوية المعاملات المالية وحماية المستثمر الأجنبى من مخاطر التسوية ومخاطر عدم توافر السيولة اللازمة لسرعة التسوية وزيادة درجة الأمان والاطمئنان.

---

* تجدر الاشارة الى ان رئيس الهيئة العامة لسوق المال قد أعلن عن إنشاء معهد المديرين المصرى (EIOD) فى باريس فى شهر نوفمبر 2003 فى الاجتماع الاقليمى لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا والذى عقد لبحث التحديات الاقليمية والاتجاهات فى حوكمة الشركات واصدار توصيات بشأن تطبيق قواعد حوكمة الشركات فى المنطقة.لمزيد من التفاصيل راجع:مركز المشروعات الدولية الخاصة،حوكمة الشركات :قضايا واتجاهات،ابريل 2004.

1 الهيئة العامة لسوق المال،مكتب رئيس الهيئة،خطة تطوير اداء الهيئة لعام 2000،مذكرة غير منشورة ،ص ص 1-9

(*) يذكر أنه فى عام 2002 صدر قرار محافظ البنك المركزى والذى أقر آلية جديدة لضمان تحويل أرباح المستثمرين الجانب فى سوق الأوراق المالية فى مصر،حيث ألزم البنوك القائمة بنشاط أمانة الحفظ بفتح حسابين بأسماء كل من عملائها من المستثمرين الأجانب يخصصان للمعاملات المتعلقة بسوق الأوراق المالية المصرية فقط ،احداهما بالنقد الأجنبى والآخر بالنقد المحلى.راجع:وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية لعام 2002 ،القاهرة،يناير 2003،ص 24

- **الاستمرار فى تشجيع رأس المال الأجنبى على تأسيس صناديق الاستثمار المباشر (**)والقيام بأنشطة المؤسسات المالية غير المصرفية والتى لا تهتم البنوك بتقديمها على المستوى المحلى مع توفير التشريعات والضوابط الخاصة بهذه الأنشطة وخاصة فى مجالات رأس المال المخاطر ،التمويل العقارى ،المتاجرة فى السندات،ادارة الخطر Hedging،توفير المعلومات،التحليل المالى...**
- **تشجيع عمليات التعاون بين المنظمات ذاتية التنظيم(*) Self Regulating Organization (SRO) على المستوى المحلى والدولى بهدف توفير مناخ الأمان والاطمئنان لرؤوس الأموال الأجنبية.**
- **تشجيع انشاء صناديق الاستثمار القطرية التى تقيمها الدول الخارجية Country Fund والصناديق الإقليمية(التى تستثمر فى اقليم معين) Regional Fund للاستثمار فى الأوراق المالية المصرية وحث المؤسسات المالية المصرية للمشاركة فى تأسيس هذه الصناديق لزيادة درجة الأمان والاطمئنان لرأس المال الأجنبى مما يدفع ادارة الصناديق لزيادة استثماراتها فى السوق المصرى.**
- **الاستمرار فى تطوير وتحديث موقع الهيئة العامة لسوق المال على شبكة الانترنيت بصفة دورية لزيادة درجة الافصاح المالى ونشر المعلومات.(*)**

تطور حركة تداول المستثمرين الأجانب خلال الفترة (1997-2003)
القيمة بالمليار جنيه

السنوات	شراء		بيع	
	قيمة	%	قيمة	%
1997	5.1	27	2.6	14
1998	3.4	19	4.4	25
1999	8.8	27	5.6	17
2000	11.6	28	7.6	18
2001	4.2	17	3.9	15.8
2002	5.3	20.6	4.6	17.8
2003	5.1	22.2	4.3	18.7

المصدر:- الهيئة العامة لسوق المال،مركز المعلومات ،وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية،أعداد مختلفة

المحور التاسع:العمل على تشجيع التعاون الاقليمى

يعد تطوير وانفتاح الأسواق العربية على بعضها البعض أمرا ضروريا للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة. فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات وخاصة المالية منها؛ يفرض على أسواقنا العربية العمل على التطوير حتى يتم التوصل الى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة،بالإضافة الى ضرورة

(**) تجدر الاشارة الى انه تم تأسيس أول صندوق لتمويل الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر عام 2000 وهو صندوق معاشات مقاطعة كوبيك فى كندا (صندوق سى دى بى كونكورد مصر) باجمالى رأس مال قدره 200 مليون دولار تم تغطية جزء منه فى حدود 50 مليون دولار.وبهدف الصندوق الى المساعدة فى تحسين الهياكل الادارية وجذب الشركاء الأجانب لتطوير أعمال الشركات فى مجالات واعدة مثل الأغذية والتوزيع والأدوية والسياحة.

(*) هى منظمات او تنظيمات تشمل مجموعة من الأعضاء فى سوق الأوراق المالية لديهم السلطة فى تنظيم النشاط المهنى لأعضاء هذه الصناعة ،ويكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض لتحقيق هدف كفاءة السوق.

(*) تجدر الاشارة الى انه عند زيارتى لموقع الهيئة فى 2004/4/18 وجدت ان التقرير الشهرى المتاح للقراء هو تقرير شهر فبراير لعام 2002 والتقرير السنوى المتاح هو تقرير عام 2001 مع ملاحظة صدور قرارات و تطورات هائلة فى التشريعات والتنظيمات التى تخص سوق الأوراق المالية المصرية بعد هذين التاريخين

تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك. و لكي يتحقق الهدف النهائي من التعاون والربط بين الأسواق المالية العربية فانه يلزم :-

- **إزالة المعوقات والعقبات التي تعترض هذا التعاون :فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوه شكليه لم تترتب عليها ايجابيات أو سلبيات و لم يزد حجم التعاملات كما أظهرت هذه المرحلة من الربط ضرورة الحاجة الي وجود شركه مقاصة لسرعة تسويه المعاملات بين هذه البورصات وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود ولذلك كان لابد من دعم عمليه الربط بأدوات أخرى. فالربط بين البورصات العربية ليس مجرد عمليه فنيه وإنما المهم أن يكون لهذا الربط اثر فعلي علي التعامل بمعني انه بعد عمليه الربط يستطيع المتعامل في سوق الكويت أن يتعامل علي الأسهم المصرية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في مصر وكذلك أن يتم تحويل أو تسويه مقابل العمليات استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات بسرعة لزيادة حجم التعاملات.**

- **خلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق العربية ، وأيضا التعاون في مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة في مجال تنشيط الأدوات المالية والاستثمارية الحديثة.**
- **ضرورة العمل على معالجة أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وتحد من امكانات تطوير وربط هذه الأسواق سواء في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية العاملة في أسواق رأس المال العربية وقصور الأطر القانونية والتنظيمية. [1]**

- **تهيئة المناخ الملائم للاستثمار وتحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الاستثمارية من اجل تشجيع وجذب الاستثمارات, حيث انه ليس من المتصور نشأة وتطوير سوق للأوراق المالية في ظل أوضاع استثمارية غير مواتية وانغلاق السوق أمام المستثمر الأجنبي.**

- **وضع نظام تداول آلي تنفذ من خلاله الصفقات ووضع نظام للإفصاح المالي والالتزام به والعمل على تبادل طرح الإصدارات فى أسواق الأوراق المالية العربية وفق ضوابط معينة.**

- **إلزام شركات الوساطة بضمان الصفقات التي تتم من خلالها حتى لو اخفق عملاؤها.**

- **العمل المستمر على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية ودراسة امكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالى لمدد محددة من تاريخ مباشرة النشاط.**

- **عمل خطة إعلامية لنشر الوعى الاستثمارى والتعريف الاعلامى بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالى بين الدول العربية.**

- **زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البينية من خلال:2**

- **العمل على إشراك مستثمرين فى عدة أقطار عربية فى مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشتركة عن طريق إصدار أسهم وسندات.**
- **إدراج أسهم وسندات الشركات العربية فى أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية**
- **المساهمة بدور صانع السوق للأسهم market maker والسندات فى عدد من البورصات العربية بهدف تأمين توافر السيولة اللازمة**

---

1 -صلاح زين الدين ،سعيد عبد الخالق،"امكانيات تطوير اسواق راس المال العربية مع دراسة خاصة لبورصة الأوراق المالية فى مصر"مؤتمر آفاق الاستثمار فى الوطن العربى "،اتحاد المصارف العربية،القاهرة 1992/3/3-2/29 ،ص ص 10-11

[2] ناجى التونى ،برنامج التدفقات المالية واشكالاتها،المعهد العربى للتخطيط، برنامج تدريبى تم عقدة بالتعاون مع مركز دعم واتخاذ القرار بجمهورية مصر العربية ،10-14 يناير 2004 ،ص ص 135-136

- **الترويج للشركات المتعددة الأقطار على طريقة الشركات المتعددة الجنسية**

جدول رقم (1)

تطور نسبة الاصدار الأولى الى اجمالى كل من الناتج المحلى والادخار المحلى والاستثمار الثابت والودائع خلال الفترة (1997-2003)

القيمة بالمليون

جنيه

السنوات	الاصدار الاجمالى (1)	الناتج المحلى الاجمالى (2)	الادخار المحلى الاجمالى (3)	الاستثمار الثابت الاجمالى (4)	اجمالى الودائع (غير الجارية) (5)	(2)/(1)	(3)/(1)	(4)/(1)	(5)/(1)
1997	19485	255859	28144.49	50176	18095	7.6	69.2	38.8	107.7
1998	35303	278060	33089.14	62015	15531	12.7	106.7	56.9	227.3
1999	55573	326543	37878.988	68587	17774	17.0	146.7	81.0	312.7
2000	20453	336455	41047.51	73106	23073	6.1	49.8	28.0	88.6
2001	11185	368668	51613.52	80500	11731	3.0	21.7	13.9	95.3
2002	11651.5	386495	56041.775	85500	46729	3.0	20.8	13.6	24.9
2003	18534	405476	58794.02	73000	41100	4.6	31.5	25.4	45.1

المصدر:-

بالنسبة لبيانات اجمالى الاستثمارالثابت ،محسوبة من:- البنك الأهلى المصرى،النشرة الاقتصادية،المجلد(54)،العدد(1)،2001،ص 142،المجلد(56)،العدد(1)،2003،ص 133

وبالنسبة لبيانات الناتج المحلى الاجمالى والادخار المحلى الاجمالى فمحسوبة من وزارة التجارة الخارجية،النشرة الاقتصادية الشهرية،العدد (3)،المجلد(6)،ص1،ص 64

بالنسبة لاصدارات عام 2003 محسوبة من:- صندوق النقد العربى ،قاعدة بيانات اسواق المال العربية،النشرة الفصلية،الربع الرابع لعام 2003،ص 56

بالنسبة لاجمالى الودائع (غير الجارية) فمحسوبة من:- البنك المركزى المصرى،المجلة الاقتصادية،العدد الثانى للسنوات 1997-2003 ،النشرة الشهرية ،اعداد مختلفة

جدول رقم (2)

تطور نسبة رسملة البورصة الى اجمالى كل من الناتج المحلى والسيولة المحلية خلال الفترة (1997-2003)

القيمة بالمليون

جنيه

السنوات	رسملة البورصة (1)	الناتج المحلى الاجمالى (2)	السيولة المحلية(3)	(1)/(2)	(1)/(3)
1997	70873	255859	202336	27.7	35.0
1998	83140	278060	221608	29.9	37.5
1999	112331	326543	244097	34.4	46.0
2000	119778	336455	270942	35.6	44.2
2001	111338	368668	284873	30.2	39.1
2002	120200	386495	342503	31.1	35.1
2003	171900	405476	403668	42.4	42.6

المصدر:-

وزارة التجارة الخارجية،النشرة الاقتصادية الشهرية،العدد (3)،المجلد(6)

البنك المركزى المصرى،المجلة الاقتصادية،العدد الثانى للسنوات 1997-2003 ،النشرة الشهرية ،اعداد مختلفة

جدول رقم (3)

تطور اجمالى قيمة التعامل الى اجمالى كل من الناتج المحلى والادخار المحلى والودائع خلال الفترة (1997-2003)

القيمة بالمليون

جنيه

السنوات	اجمالى قيمة التعامل(1)	الناتج المحلى الاجمالى (2)	الادخار المحلى الاجمالى (3)	اجمالى الودائع (4)	(1)/(2)	(1)/(3)	(1)/(4)
1997	24219.8	255859	28144.49	20485	9.5	86.1	118.2
1998	23363	278060	33089.14	16004	8.4	70.6	146.0
1999	42056	326543	37878.988	18733	12.9	111.0	224.5
2000	54012	336455	41047.51	24282	16.1	131.6	222.4
2001	31796	368668	51613.52	31867	8.6	61.6	99.8
2002	34167	386495	56041.775	31742	8.8	61.0	107.6
2003	33651	405476	58794.02	50226	8.3	57.2	67.0

المصدر:-

وزارة التجارة الخارجية،النشرة الاقتصادية الشهرية،العدد (3)،المجلد(6)،ص 64

وقد قام الباحث بتقدير قيمة التداول الاجمالى لعام 2003 حيث بلغت قيمة التداول للأسهم والسندات المقيدة فى ذلك العام 22833 مليون جنيه

البنك المركزى المصرى،المجلة الاقتصادية،العدد الثانى للسنوات 1997-2003 ،النشرة الشهرية ،اعداد مختلفة

المراجع

أولا: المراجع العربية:-

1-أحمد محمد محرز، "الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص" ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (99) ، إبريل 1996.

2--أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر: رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998.

3-أحمد محمد عبده على سليم ، "دور سوق الأوراق المالية فى دعم امكانيات التنمية الاقتصادية فى مصر"، رسالة ماجستير، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 1998 .

4-الاتحاد العام للغرف التجارية ، "أساليب الخصخصة" ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشئون الاقتصادية ، العدد (26) ، القاهرة ، 1997.

5ـــــــ ، "الإصلاح الاقتصادى والخصخصة فى مصر" ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشئون الاقتصادية ، العدد (27) ، 1997.

6- البنك الاهلى المصرى ، "المشتقات" ، النشرة الاقتصادية ، العدد (3) ،المجلد (52)، 1999.

7ـــــــــــــ،اسلوب ممارسة سلطات الادارة الرشيدة فى الشركات (حوكمة الشركات)،النشرة الاقتصادية،العدد 2،المجلد 2003

8-البنك المركزى المصرى، " سوق الأوراق المالية فى مصر : التجربة والمستقبل" ، المجلة الاقتصادية ،العدد (2) ،المجلد (28) ، 1988/87 .

9ـــــــ ، التقارير السنوية من عام 85/84 حتى عام2001/2000.

10ـــــــ ، "أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية " ، المجلة الاقتصادية ، العدد (4) ، المجلد (35) ، 1995/94.

11ـــــــ ، "تطور الادخار فى مصر ومحدداته 91 / 92-1995/94"، المجلة الاقتصادية ، العدد (4) ، المجلد (36) ، 1996/95.

12ـــــــ ،المجلة الاقتصادية ، اعداد مختلفة .

13ـــــــ ، النشرة الاحصائية الشهرية ،اعداد مختلفة .

14-السعيد محمد لبده ، "مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية فى مصر" ، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال افريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية واسواق رأس المال ، القاهرة ، 2-4 أغسطس 1997.

15-الهيئة العامة لسوق المال ، إحصاءات مركز المعلومات

16ـــــــــــــــ ،مكتب رئيس الهيئة،خطة تطوير اداء الهيئة لعام 2000،مذكرة غير منشورة

17- أمير أحمد السيد التونى ، "استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية فى مصر" ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، جامعة أسيوط ، ملحق خاص للعدد العاشر ، السنة (6) ، ديسمبر 1986.

18-بنك مصر، "المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية" ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (3) ، 1998.

19-جاسم محمد المتعب الحدب الشمرى ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة ببنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998.

20-حسين عبد المطلب الأسرج،"دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"، رسالة ماجستير،كلية التجارة ببنها، جامعة الزقازيق ،2002 .

21-رابح رتيب، "مستقبل الخصخصة " ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (105)، أغسطس 1997.

22-سليمان المنذرى ، "البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية" ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (96) يناير 1996.

23-صبرى حسن نوفل ، " الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى " ، كتاب الإهرام الاقتصادى ، العدد (100) ، مايو 1996.

24-صبرى أحمد أبو زيد ، "دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر خلال الفترة 75-1986/85" ، مجلة مصر المعاصرة ، العددان (411) ، (412) ، يناير – ابريل 1988.

25-صلاح زين الدين، " سوق الأوراق المالية ودورها التنموى المنشود ، دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها" ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، 7-9 ابريل 1994.

26-صلاح زين الدين ،سعيد عبد الخالق،"امكانيات تطوير اسواق راس المال العربية مع دراسة خاصة لبورصة الأوراق المالية فى مصر"مؤتمر آفاق الاستثمار فى الوطن العربى "،اتحاد المصارف العربية،القاهرة 29/2-3/3/1992
27-صندوق النقد العربى، ، النشرة الفصلية، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، أعداد مختلفة
28-ـــــــــــــ التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام 2003 www.amf.org.ae
29-عبد الحميد صديق عبد البر ، "سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الاقتصاد القومى" ، دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الدولية ، رسالة دكتوراة ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس ، 1994.
30-عدلى سلامة اندراوس ، "سوق المال فى مصر" ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى المصرى، محاضرات عام 1995/94.
31-علاء الدين محمود زهران "الاستثمار فى سوق الأوراق المالية" ، معهد التخطيط القومى ، مذكرة داخلية رقم (918) إعادة طبع 2000 . 3
32-محمد سامح عبد الهادى ، "دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات" رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية، 1995 .
33-محمد عثمان اسماعيل حميد ، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1993).
34-محمد عبد الغفار محمد ، "مشكلة الادخار فى مصر : الأبعاد – الأسباب – سياسات العلاج" ، (القاهرة : مكتبة زهراء الشرق : ط 1 ، 1997).
35-محمود فهمى ،"استراتيجية تنمية سوق المال فى مصر ودور الهيئة العامة لسوق المال"،المؤتمر الدولى الأول لتنمية أسواق المال ،منشور فى كتاب الهيئة العامة لسوق المال عن ذلك المؤتمر بعنوان:دراسات وابحاث لتنمية سوق المال فى مصر،القاهرة ،مايو 1983
36-مصطفى رشدى شيحه ، زينب حسن عوض الله ، "النقود والبنوك والبورصات" ،(الاسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، 1992).
37-منير هندى ، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال" ، (الاسكندرية: منشأة المعارف ، 1997).
38-موريس ثورن ، صبحى مقار ، " برنامج الخصخصة فى الاقتصاد المصرى "، النشرة الاقتصادية ، قطاع السياسات والبحوث الاقتصادية والمعلومات ، وزارة الاقتصاد، العدد (2) ،يناير 1998.
39-ناجى التونى ،برنامج التدفقات المالية واشكالاتها،المعهد العربة للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية ،10-14 يناير 2004
40- نرمين أبو العطا،حوكمة الشركات سبيل التقدم مع القاء الضوء على التجربة المصرية،مجلة الاصلاح الاقتصادى،مركز المشروعات الدولية الخاصة،القاهرة،يناير 2003.
41-وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية ، النشرة الاقتصادية الشهرية ، اعداد مختلفة.
42-ـــــــ ، برنامج الوزارة لسنوات مختلفة.
43-ـــــــــ، "سوق الأوراق المالية المصرية (1992-2001) ،يناير 2002
44 ـــــــــ،"التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية خلال عام 2003 " يناير 2004
45-يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1997.

ثانياً : المراجع الأجنبية:

46-Cook, p., & K.,P.,collen " privatization in less Developed countries" , (N,Y: st Marting press , 1988).
47-Galal , A., "saving and privatization ", The Egyptian Center for Economic studies , (E.C.E.S), working paper series, working paper No.8, December , 1996.
48-Francis . J.C., " Investments : Analysis and Management ", (N.Y: Mc Grow - Hill co., 4th Ed., 1986).
49-French, D., " security and portfolio Analysis concepts and Management ", (O.H: Merrill pub., 1989).
50- Keith Redhead, Introduction to financial futures and option ,(London: wood head- fulkner limited,1990)
15-Ohlson, J.A., " The Theory of Financial Market and Information ", (N.Y: clasovier science pub., Co., Inc., 1987).
52-—— , "Financial Institutions" ,(Taxes Business pub., Inc., 2nd Ed ., 1985).
53-Samuelson, P.A., " Economics", (London : Mc Grow - Hill, Inc., 3rd Ed., 1976).
54-Steveson , R.A., " Fundamentals of Finance" ,(N.Y: Mc Grow - Hill , Inc., 1980).

آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار

اعداد

حسين عبد المطلب الأسرج

ملخص

يهدف هذا البحث الى بلورة عدد من المحاور الرئيسية التى يمكن من خلالها تنمية وتنشيط دور سوق الأوراق المالية بصفة عامة وتفعيل دورها فى تنمية الادخار بصفة خاصة.حيث تشير الاحصائيات الى حدوث انخفاض ملموس فى اداء سوق الأوراق المالية خلال الفترة (97-2003)، حيث انخفضت قيمة الاصدارات الأولية من الأسهم والسندات من نحو 55.6 مليار جنيه فى عام 1999 بما يمثل 17% من الناتج المحلى الاجمالى ،146.7% من الادخار المحلى الاجمالى الى نحو 18.5 مليار جنيه فى عام 2003 بما يمثل 4.6% من الناتج المحلى ،31.5% من الادخار المحلى.كما انخفضت قيمة التداول من 42.1 مليار جنيه بما يمثل 12.9% من الناتج ،111% من الادخار المحلى الى نحو 33.7 مليار جنيه بما يمثل 8.3% من الناتج ،57.2% من الادخار المحلى خلال نفس الفترة .ومن جهة اخرى فانه على الرغم من ارتفاع رأس المال السوقى للشركات المقيدة فى عام 2003 ليصل الى 171.9 مليار جنيه وبما يمثل 42.4% من الناتج المحلى مقابل 112.3 مليار جنيه فى عام 1999 بما يمثل 34.4% فان الصورة تتضح اذا علمنا ان عدد الشركات المغلقة يمثل نحو 82.5% من اجمالى عدد الشركات عام 2002 ويمثل راس مالها السوقى نحو 73% من اجمالى راس المال السوقى[1]،بينما شركات الاكتتاب العام والتى تعبر بصورة واقعية عن اداء السوق فان راس مالها السوقى يمثل نحو 27% فقط من اجمالى راس المال السوقى فى عام 2002 وان كان قد ارتفع ليصل الى 37.4% من اجمالى راس المال السوقى فى عام 2003

[1] وزارة التجارة الخارجية،التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية خلال عام 2002،القاهرة، يناير 2003،ص 31

An axes to activate the Egyptian securities market in saving development

By

Hussein A.Motteleb Elasrj

The indicators refer to a significant drop down in the Egyptian securities market performance during the period from 1999 to 2003.The total issues declined from LE 55.6 billion in 1999 or 17% of GDP and 146.7% of gross saving to LE 18.5 billion in 2003 and or 4.6% of GDP and 31.5% of gross saving .The total value of trading also dropped down from LE 42.1 billion or 12.9% of GDP and 111% of gross saving to LE33.7 billion or 8.3% of GDP and 57.2% of gross saving during the period under review. On the other hand ,in spite of the market capitalization for the listed companies has increased in 2003 to reach LE 171.9 billion or 42.4% of GDP compared with LE 112.3 billion in 1999 or 34.4% GDP ,the picture become clear if we know that the number of public joint stock companies, which reflects the real performance of the market, constitute 17.5% of total companies listed in 2002 and it's market capitalization constitute 27% of total market capitalization, has increased in 2003 reached 37.4% of total market capitalization. So, the purpose of this study is to recommend a number of axes to develop and activate the securities market generally and its role in saving development particularly.