

المبحث الثالث

كيف ترفع حوكمة الشركات من كفاءة البورصة المصرية ؟

تتفاعل سوق الأوراق المالية مع جميع العناصر المكونة لسوق المال. وهذا التأثير المتبادل يجعل من سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق المال وأيضا بارومتر للنشاط الاقتصادي. وللدولة دور كبير في سن التشريعات وتوفير بناء تنظيمي قوى لسوق المال، دون التدخل في آليات نشاطه بما يمنع المنافسة السليمة. ومن هنا يمكن القول بأن جودة الاطار القانوني والمؤسسي للبورصة والالتزام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات تضمن الى حد كبير رفع مستوى كفاءة البورصة المصرية. لذلك سوف نتناول في هذا المبحث دراسة الاطار التشريعي والمؤسسي المنظم لعمل سوق الأوراق المالية، وتحليل مدى تطور أداء للبورصة المصرية والالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات.

المطلب الأول: الاطار التشريعي المنظم لعمل سوق الأوراق المالية:

يشمل الاطار التشريعي والمؤسسي كافة للقوانين التي تحكم سوق الأوراق المالية في مصر والهيئات الرقابية التي تنظم عمل السوق، وذلك لضمان للتطبيق للسليم لمبادئ حوكمة للشركات صدر لقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات للتوصية بالأسهم والشركات ذات للمساهمة المحدودة، ونظم شركات الأموال باعتبارها الشكل الأكثر على تجميع الأموال واستثمارها في المجالات المختلفة. ومن أهم أحكام هذا القانون للنص على إلزام شركات المساهمة وشركات للتوصية بالأسهم بقيد أوراقها المالية من أسهم وسندات في سوق الأوراق المالية، وبعد ذلك خطوة هامة لانعاشها.

ويعتبر قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ أهم للقوانين المنظمة لعمل سوق المال كما يوفر الاطار الخاص ببورصتي للقاهرة والإسكندرية، ويضع للقواعد الخاصة بالشركات المسجلة.^١ وفيما يلي نعرض أهم مكونات الاطار التشريعي المنظم لعمل البورصة المصرية.

^١ يخضع قانون سوق المال حاليا لعملية مراجعة وتعديلات شاملة. ويدعم مشروع قانون سوق المال المقترح بشكل أكثر فاعلية حقوق الأقلية من المساهمين، ويقدم مفهوما جديدا للتقاضي، ويحدد الإجراءات التي يجب اتباعها في عروض للشراء، ويحظر كلية المتاجرة بالمعلومات الدلخية للشركة.

أولاً: قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١:

قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ ينظم الشركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة. وفقا لهذا القانون يتم تقسيم رأسمال الشركة المساهمة إلى أسهم ذات قيمة متساوية وتقتصر مسؤولية المساهمين على قيمة الأسهم المصدرة. أما في "شركات التوصية بالأسهم"، يشمل رأس المال الجزء الذي يخص الشريك المتضامن، وأسهم متساوية القيمة يقوم مساهم أو أكثر بالاشتراك فيها. وقد وضع هذا القانون تنظيمًا متكاملًا للشركات، وأحدث تغييرات في إجراءات التأسيس إذ اكتفى بثلاثة شركاء مؤسسين، وكذلك في إجراءات زيادة رأس المال إذ أصبح تبعا لتطور النشاط ودون الحاجة إلى تعديل النظام الأساسي للشركة. وبينما أعفى القانون الشركات من تجنيد ٥% من أرباحها لشراء سندات حكومية لبقى على شرط توزيع ما لا يقل عن ١٠% من الأرباح على العاملين وبحيث لا يزيد على مجموع الأجور السنوية لهم. كما نص على إشراك العاملين في الإدارة بأحدى الصيغ المختلفة مثل تخصيص أسهم تخول لهم عضوية مجلس الإدارة أو لشركتهم في مجالس للرقابة على أعمال الشركة أو إنشاء لجان إدارية معاونة يشترك فيها العاملون. ومن مزايا هذا القانون استحداث فكرة السماح لحملة السندات بإنشاء جماعة لهم للمحافظة على حقوقهم تجاه الشركة وذلك على غرار الجمعيات العمومية للمساهمين، مما يدعم الثقة في سوق الأوراق المالية. وحرص القانون على تبسيط إجراءات تداول ونقل ملكية الأسهم، كما جعل القيمة الاسمية للسهم تتراوح ما بين خمسة جنيهات والـ ألف جنيه لتشجيع صغار المخضرين على الاكتتاب.

ثانياً: قوانين تشجيع الاستثمار والمناطق الحرة:

جاء صدور قانون حوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٨٧ متوجاً لعدة قوانين لتشجيع الاستثمار العقدين السابقين، بداية بالقانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٧١ بشأن استثمار المال العربي والمناطق الحرة، وكان بحق أول تشريع متكامل لتشجيع الاستثمار الأجنبي في مصر. وتضمن هذا القانون تغييرات ومزايا للمستثمرين بغرض زيادة فرص الربح أمام هذه الاستثمارات والحد من المخاطر السياسية التي يخشى المستثمرين مصادفتها في مصر. وبعد الانتصار في حرب أكتوبر ١٩٧٣ كان المناخ العام مهيئاً لإعادة صياغة السياسة الاقتصادية ولتباع منهج جديد للتنمية في ظل ليبرالية اقتصادية تشجع الاستثمار الوطني والأجنبي، لذلك صدر القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ بشأن نظام استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة ومن أهم ملامح هذا القانون إعفاء أرباح المشروعات من الضريبة من الضريبة العامة على الأرباح التجارية والصناعية وملحقاتها، كما تعفى الأسهم من

الدمغة النسبية ومن الضريبة العامة على الأرباح التجارية والصناعية بحسب الأحوال لمدة خمس سنوات. ثم صدر القانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ للاستثمار الأجنبي والمناطق الحرة ولم يرتفع في ظل عدد المشروعات الاستثمارية الجديدة جوهريا عن تلك المنشأة في ظل القانون السابق.

وقد نتج عن تطبيق القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ بعض المشكلات رأى المشرع معالجتها باصدار قانون جديد للاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ والذي تضمن كافة الضوابط والاعفاءات والامتيازات ويكفل للمستثمرين تخفيف القيود الادارية. وقد ارتفع عدد الشركات المساهمة المنشأة في ظل قانونى الاستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ ورقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩، ووصل عدد هذه الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة والاسكندرية ٣٦٩ شركة سنة ١٩٩٣، بنسبة ٥٥% من اجمالى الشركات المقيدة وعددها ٦٧٤ شركة، ورؤوس أموالها ٢٩٦١.١ مليون جنيه أى بنسبة ٧٢% من الاجمالى الذى بلغ ٤١٣٩.٣ مليون جنيه فى نهاية سنة ١٩٩٣. وهذا دليل على فعالية قوانين الاستثمار فى زيادة سوق الاصدار وتنشيط سوق للتداول.

ثالثا: قانون قطاع الأعمال العام ٢٠٣ لسنة ١٩٩١:

تضمن برنامج الاصلاح الاقتصادى فى مصر عدة اجراءات تهدف الى اعادة هيكلة الاقتصاد القومى فى ظل آليات السوق، والعمل على تحقيق توازن داخلى وخارجى من خلال خفض العجز فى الموازنة العامة للدولة وخفض العجز فى ميزان المدفوعات. وتشجيع الصادرات. وتعتبر زيادة مشاركة القطاع الخاص فى التنمية الاقتصادية من أهم اجراءات الاصلاح الهيكلى، والتي تهدف الى الحد من احتكار القطاع العام لمعظم جوانب النشاط الاقتصادى. ويشمل برنامج الحكومة لاصلاح قطاع الأعمال العام فصل الادارة عن الملكية أو خصخصة الادارة، وتشجيع القطاع الخاص على الدخول مساهما أو مشتريا للشركات العامة أى خصخصة الملكية. وصدر القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن قطاع الأعمال العام، لحل مشاكل القطاع الأعمال العام واعادة تأهيل شركاته. وبلغ عدد الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام ٣٩٩ شركة فى ١٩٩١/٦/٣٠، رأسمالها ٣.٩ مليار جنيه واحتياطياتها ٥.٧ مليار جنيه، وبلغ اجمالى أصولها ١.٤٨.٦ مليار جنيه. ^١ وقد تأسست هذه الشركات كشرركات مساهمة ثم أصبحت شركات تابعة تحت ١٧ شركة قابضة اعتبارا من عام

^١ انظر فى ذلك: الخطة الخمسية الثالثة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية ١٩٩٣/٩٢ - ١٩٩٧/٩٦.

١٩٩١. وبمجرد ملكية القطاع الخاص لحصة ٥١ % من أسهم الشركة، تصبح الشركة خاضعة للقانون رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١. ^١ وفى يناير ١٩٩٣ أعلن برنامج للحكومة للخصخصة، وتضمن جزأين: أولاً طرح بعض الأصول العامة للبيع، وثانياً إعادة هيكلة بعض الشركات العامة لجذب مشترين لها.

رابعاً: قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

صدر قانون سوق رأس المال برقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى ٢٢ يونيه ١٩٩٢، كما صدرت لائحته التنفيذية فى أبريل ١٩٩٣. ويمكن تسميته بقانون سوق الأوراق المالية، لأن سوق رأس المال له شقان الأول هو الأوراق المالية من أسهم وسندات، والثانى هو سوق رأس المال من نقد وتعاملات طويلة الأجل من غير طريق الادوات المالية، وهذا الشق من سوق رأس المال المفروض ان تقوم به مؤسسات مالية متخصصة وهى للبنوك المتخصصة وبذوك الأعمال، ولكنها محدودة ومقيدة فى اداء دورها بسبب ان سوق الأوراق المالية التى يجب ان يعتمد عليها ضعيفة للغاية.

وقد نظم للقانون عدة مفاهيم جديدة على السوق للمصرى وهى إمكانية اصدار اسهم لحاملها وهذا لم يتواجد من قبل، وكذلك إمكانية اصدار عدة اصدارات مختلفة فى القيمة الاسمية للاسهم بما يتناسب مع القيمة السوقية لهذه الاسهم. ويتناول الباب الثالث " للشركات لتعاملة فى مجال الأوراق المالية".

^١ تبذل حالياً جهود لإعداد ومناقشة قانون موحد للشركات، وتقوم فلسفة هذا القانون على أن يحل محل عدد من القوانين والأحكام المتفرقة للسارية حالياً بما يؤدي إلى خضوع كافة الشركات، أشخاص وأموال، لنظام قانوني موحد وعصري يسهل تعامل المستثمرين مع الجهات الإدارية، ويزيد من قدر الشفافية المتاحة لهم. أنظر فى ذلك: د. / شيرة عبد الشهيد: قواعد إدارة الشركات تصبح سعياً دولياً: ماذا يمكن عمله فى مصر؟ مركز المشروعات الدولية الخاصة، وبورصتا القاهرة والإسكندرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، سلسلة أوراق عمل، القاهرة، سبتمبر ٢٠٠١.

كما عمل القانون على حماية المكتتبيين فى الأوراق المالية من خلال مطالبة للشركات المصدرة لهذه الأوراق بتقديم معلومات كافية فى نشرة الاكتتاب عن الشركة ومؤسسيها ورأس مالها ومديريها وعن عوائد ومخاطر الاستثمار المتوقعة، وبذلك يكون المستثمر على بينة ودرية عن موضع استثمار أمواله. كما اضاف القانون ضرورة تقديم شركات الاكتتاب العام تقارير ربع سنوية عن نشاطها معدة وفقا للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة التى تحددها اللائحة، وبالتالي ضمان توفير المعلومات بصفة دورية بما يمكن للمستثمر من متابعة لداء للشركات التى يقوم باستثمار أمواله فيها. وبذلك يحاول القانون إيجاد توازن بين الرغبة فى إقامة سوق قوى وحر لرأس المال وفى نفس الوقت وضع الضوابط الكفيلة لحماية المتعاملين فى هذا السوق، ووضع الضوابط الكفيلة لخلق جهاز قادر وفعال للاشراف والرقابة على سوق المال واعادة تنظيم البورصات المالية بما يتناسب مع الاصلاح الاقتصادى.

وفيما يلى نعرض لإيجابيات قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

(أ) اعطى للقانون اعفاءات ضريبية للأوراق المالية وعمليات بيعها وشرائها لتتساوى مع للمزايا المقررة للاوعية الاخرى كإسهمادات الاستثمار والودائع بالبنوك.

(ب) توجب المادة ٨ على كل من يرغب فى عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من الاسهم الاسمية لرأس المال احدى الشركات التى طرحت اسهمها للاكتتاب العام ان تخطر للشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل وعلى الشركة خلال اسبوع من تاريخ اخطارها بذلك ان تبلغ به المساهمين الذين يملكون واحدا فى المائة على الأقل من رأس مالها. وغرض المشرع من ذلك هو منع الاحتكار فى ملكية الاسهم للشركة الواحدة.

(ج) حاول القانون ان يحقق التوازن بين حقوق الاقلية وحقوق الأغلبية لاذ اجازت المادة ١٠ للهيئة العامة لسوق المال ان توقف قرارات الجمعية العامة للشركة بناء على طلب ٥% على الأقل من المساهمين وان يعرض الامر على هيئة التحكيم المنصوص عليها فى القانون لاتخاذ الاجراء المناسب فى لسرع وقت، فقد استحدث القانون نظام للتحكيم ليضيف ميزة جديدة للمتعاملين وهى سرعة الفصل فى المنازعات المالية التى تنشأ عن تطبيق هذا القانون.

(د) فى مجال تنظيم بورصات الاوراق المالية واجراءات العمل بها اصبح قيد الاوراق المالية اختياريا وان تقيد بناء على توافر شروط وقواعد خاصة وبذلك تضمن ان يتم قيد الاوراق الجيدة فقط بالبورصة وان يكون هذا القيد اختياريا وليس اجباريا. كما يدعو القانون الى ان تتخذ الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية ليس شكل شركات فردية ولكن شكل قانونى أقوى وهو شركات المساهمة وتوصية بالاسهم وذلك لتوفير متانة المركز المالى لهذه الشركات ولفتح المجال لدخول أفراد جدد، وايضا امكانية انشاء بورصات خاصة فى مصر من خلال وسائل اتصال حديثة.

(هـ) دعى القانون الى تنظيم للشركات العاملة فى الاوراق المالية وذلك من خلال تنظيم الانشطة التى تقوم بها هذه الشركات او من خلال استحداث شركات جديدة مثل شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار وشركات تكوين وادارة محافظ الاوراق المالية.

ومن الاصلاحات التشريعية المهمة ايضا ما صدر بشأن نقل تبعية الادارة العامة للشركات الى وزارة الاقتصاد بدلا من وزارة التموين حسب القرار الجمهورى رقم ٥٢٧ لسنة ١٩٨١، وذلك حتى تكون جميع الهيئات الثلاثة وهى الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة والهيئة العامة لسوق المال ومصحة الشركات، والتى تشرف على انشاء شركات الاموال وتنشيط سوق الاوراق المالية تتبع وزيرا واحدا.

خامسا: قانون الإيداع والقيد المركزي رقم ٩٢ لعام ٢٠٠٠:

وينظم هذا القانون القيد المركزي لسجلات المساهمين، والمقاصة والتسوية والإيداع. وقد اصبح هذا القانون نافذا وساري للمفعول بعد إصدار اللوائح التنفيذية الخاصة به بموجب قرار وزير التجارة الخارجية رقم ٩٠٦ فى نوفمبر عام ٢٠٠١. وبناء على ذلك فقد تم تحديث وتطوير متطلبات القيد ببورصتي القاهرة والإسكندرية، وقواعد الإفصاح بما يضمن للتطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، ووفقا لقواعد القيد الجديدة التى تم تطبيقها فى شهر أغسطس ٢٠٠٢، أصبح يتم قيد الشركات فى واحدة من أربع جداول بدلا من ثلاث كما كان الحال قبل التحديث.

وتمت إضافة ثلاثة معايير لقواعد القيد الجديدة تتفق والأمس الدولية، وهى الربحية، وعدد المساهمين، وحد أدنى لرأسمال الشركات. وقامت هذه القواعد بتعريف والفرقة بين مفهومي الطرح العام والخاص لأول مرة فى السوق المصري. بحيث تعتبر أوراق الشركة مطروحة طرحا خاصا إذا ترتب على تداول أوراق الشركة أن يبلغ عدد للمساهمين ٥٠ مساهما فأكثر، وتعتبر أوراق

الشركة مطروحة طرحا عاما إذا بلغ عدد المساهمين ١٠٠ مساهما فأكثر. وبناء على ما سبق لم يعد للشركات الاختيار للقيود في جدول معين، كما كان الحال سلفا، ولكن يتم القيد طبقا للمعايير المتولفة في كل شركة. وقد أُلزمت قواعد القيد الجديدة الشركات بنشر طلبات القيد على شبكة الإنترنت والنشرة اليومية للبورصة لإعطاء ذوي الشأن الحق في الاعتراض للجنة القيد والشطب خلال عشرة أيام من النشر.

وبمقتضى قواعد التداول في البورصة، تقوم هيئة سوق المال بالإشراف على حركة أسعار الأسهم، والتي يجب أن تبقى في حدود خمسة في المائة لأعلى أو أسفل، وقد تمت إزالة تلك الحدود السعرية عن الأسهم الأكثر نشاطا في البورصة، ومن المتوقع أن تتم إزالة للقيود السعرية عن باقي الأسهم، كما تم رفع الحدود السعرية على المندات بحيث يترك تحديد سعر الإقفال لآليات السوق، إلا فيما يخص المندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والتي تخضع للحدود السعرية المعمول بها حاليا.

المطلب الثالث: أهم المؤسسات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية المصرية:

تعتبر الهيئة العامة لسوق المال وبورصتى القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية من أهم المؤسسات التى تراقب تطبيق قواعد حوكمة الشركات في مصر. لذلك تقوم البورصة المصرية بتطوير قواعد القيد الخاصة بالشركات، وذلك لكي تفرق بين الشركات المقيدة التي تلتزم بممارسات وقواعد حوكمة الشركات وغيرها من الشركات التي لا تلتزم بذلك، وهذا ما تقوم به بورصات عديدة مثل البورصة الألمانية، وبورصة كوالامبور، والبورصة المكسيكية^١.

ملوضح فيما يلى أهم المؤسسات العاملة في مجال تنشيط البورصة المصرية.

١ أنظر في ذلك: د. / شبيبة عبد الشهيد: قواعد إدارة الشركات تصبح معيًّا دوليًا. للقاهرة، سبتمبر

أولاً: الهيئة العامة لسوق المال:

من أهم الخطوات التي اتخذت لتنشيط سوق الأوراق المالية كانت انشاء الهيئة العامة لسوق المال والتي تؤثر في سوقى الاصدار والتداول وتعمل على تطوير بورصة الأوراق المالية، وايضا التنسيق بين قانون الشركات المساهمة وقانون الاستثمار وتوحيد الاشراف على المشروعات الاستثمارية، وتحقيق بعض الاصلاحات لبورصة الأوراق المالية.

وقد ورد بشأنها الباب الرابع من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال، ومن أهم المهام الموكلة إليها ما جاء بالمادة ٤٣ منه وحصرها فيما يلي:

١- تنظيم وتمتية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال فى مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.
٢- تنظيم والإشراف على دورات تدريبية للعاملين فى سوق رأس المال أو الراغبين فى العمل به.

٣- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال وللتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.

٤- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الإحتيال أو الإستغلال أو المضاربات الوهمية.

٥- إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له.

وقد نصت المادة ٤٩ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن يكون لموظفي الهيئة العامة لسوق المال، الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالإتفاق مع وزير الاقتصاد، صفة للضبطية القضائية فى إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولهم فى سبيل ذلك الإطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات فى مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التي توجد بها، وبذلك أعطى القانون لهيئة سوق المال القوة اللازمة لتنفيذ أحكامه كما حدد وسائل تسوية المنازعات، وحق للتظلم من قرارات الهيئة وحدده بثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار أو العلم به.

وتعتبر الهيئة الجهة المسؤولة عن تنفيذ قانون سوق المال، وعن الإشراف على تطوير السوق وتنظيم ومراقبة كافة أنشطة السوق. كما تتمتع هيئة سوق المال بصلاحيات للعقوبات الإدارية، شاملة الإنذارات، والشطب من الجداول، ووقف العمل بالتراخيص أو إلغائها، وإلغاء العمليات أو

الصفقات حتى بعد التسوية إذا ما كان قد حدث أي تصرف أو عمل غير قانوني، وإجراء عمليات تفتيش ومعاينة، ووقف قرارات الجمعية العامة لمدة خمسة عشرة يوما في حالة إثبات الإضرار بحقوق الأقلية.

وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بالتأثير في سوقى الإصدار والتداول كما يلي:

(أ) التأثير في سوق الإصدار:

بمقتضى قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ للهيئة الحق في الرقابة على إنشاء الشركات بمقتضى الاختصاصات التى حددها القانون فى الآتى:

- رئاسة وعضوية الهيئة للجنة المشكلة لتأسيس الشركات المصرية، وتعرض على هذه اللجنة كل المستندات عقود التأسيس والنظم الاساسية لكل شركة، وذلك حتى تحصل على الموافقة التأسيس.

- وجوب حصول الشركات المساهمة والتي تطرح اسهما للاكتتاب العام على موافقة الهيئة على النشرة التى توجه للجمهور، وذلك للتأكد من البيانات التى ستشتر ومدى كفايتها وتضمنها كل الحقائق المتعلقة بالشركة.

- حصول الشركات المساهمة الجديدة أو القائمة على موافقة الهيئة على مبلغ مصاريف وعلوة الإصدار التى تضيفها الى القيمة الاسمية للسهم.

- قيام الهيئة بتولى التحقق من ان الحصص العينية التى تقدم فى رؤوس لموال الشركات قد قومت تقويما صحيحا وذلك عن طريق تشكيل لجنة لتقويم كل حصة عينية.

- وجوب ارسال الشركات صوراً من كل المستندات التى ترسل الى المساهمين او الشركاء لتقوم الهيئة بمراجعتها وتحليلها للوقوف على مدى مطابقتها لاحكام القانون.

- حق الهيئة فى حضور الجمعيات العامة التى تعقدها الشركات، ووضع التقارير عنها، مع حق الاعتراض على اى قرار او تصرف لايفتق مع مقتضى القانون واللائحة.

- قيام الهيئة بتقييم اصول وخصوم للشركات الراغبة فى الاندماج.

- التزام الهيئة بالتحقيق فى الشكاوى التى تقم من المساهمين او اصحاب المصلحة واتخاذ قرار بشأنها فى حدود ماينص عليه القانون.

- تأكيد حق كل ذى مصلحة من المساهمين او الشركاء او غيرهم فى الاطلاع لدى الهيئة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة وجواز الحصول على صور من هذه الوثائق.

(ب) التأثير فى سوق التداول:

فقد حدد القرار الجمهورى الخاص بانشاء الهيئة العامة لسوق المال دورها فى الرقابة وتنمية سوق للتداول كما يلى:

- تشجيع وتنمية سوق للتعامل على الاوراق المالية المصدرة او الموجودة، وكذلك الجائز اصدارها او التى يسمح بها لزيادة رأس المال والعمل على هذه الاوراق لتوفير كبير قدر من السيولة للاوراق المالية.

- تشجيع وتأهيل وسطاء الاوراق المالية وغيرهم من العاملين فى اسواق المال ومدعم بالتسهيلات للتربيبية لرفع مستواهم للمهنى.

- اعداد للدراسات والمقترحات لمختلف الاجهزة الحكومية لاستحداث التعديلات الواجب ادخالها فى القوانين واللوائح المعمول بها لاستصدار التشريعات اللازمة لتنمية وتنظيم سوق المال.

- الاشراف على توفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الاوراق المالية والجهات المصدرة لها، وعن وسطاء السوق وغيرهم، وللتأكد من سلامة هذه المعلومات والبيانات وجعلها متاحة بصفة منتظمة ودورية لتحقيق الغرض من توفيرها. ومراقبة سوق الاوراق المالية للتأكد من ان التعامل فى الاوراق المالية غير مشوب بالغش او للنصب او الاحتيال او الاستغلال او المضاربات الوهمية، ومن ان كل المعاملات على هذه الاوراق قد تمت من خلال بورصة الاوراق المالية.

ثانياً: الشركات المساهمة وشركات السمسرة:

(أ) الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هي المصدر الرئيسي الذي يغذي سوق الإصدار بالأوراق المالية فهي تعتبر المنتج الذي يغذي السوق بالسلع. وقد نصت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في فصلها الأول في مادته الأولى على أن يكون للشركة رأس مال مصدر، ويجوز أن يحدد النظام الأساسي للشركة رأس مال مرخصاً به، ويقسم رأس مال شركة المساهمة حصة الشركاء غير المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم إلى أسهم إسمية متساوية القيمة في كل إصدار، ويحدد نظام الشركة القيمة الإسمية للمساهمة بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، ويشترط أن يكون رأس المال المصدر مكتتباً فيه بالكامل.

وتشترط اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م لصحة الإكتتاب

سواء كان عاماً أو غير عام الشروط الآتية:^١

١- أن يكون كاملاً بأن يغطي جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في شركات المساهمة أو الحصص والأسهم في شركات التوصية بالأسهم.

٢- أن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الإكتتاب على شرط، بطل الشرط وصح الإكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً إلى أجل بطل الأجل وكان الإكتتاب فورياً.

٣- أن يكون جدياً لا صورياً.

٤- ألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الإسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة.

٥- أن تكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة.

كما إشتراطت على كل شركة طرحت أوراقاً مالية لها في إكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسب المساهمات في رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لإنتهاء تلك المدة، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتي المركز المالي ونتيجة للنشاط مصدقاً على ما ورد بهما من مراقب الحسابات، وذلك طبقاً للنماذج المرفقة بهذه اللائحة وطبقاً للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية.^٢

^١ قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٣٤.

^٢ وقد تم إضافة تعديل على هذه المادة بوجوب تقديم قوائم مالية كل ثلاثة أشهر لإحكام الرقابة على الشركات.

(ب) شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية:

إشترطت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م في مادتها رقم ١٢٤ أن تتخذ للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة للمساهمة أو شركة للتوصية بالأسم، وأوجب عليها إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها، وكانت في مادتها ١٢٠ قد حددت للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنها للشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الآتية:

أ- ترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية.

ب- الإشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

ج- رأس المال المخاطر.

د- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

هـ- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار.

و- السمسرة في الأوراق المالية.

ز- الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الإقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة.

كما وضعت اللائحة التنفيذية حد أدنى لرأس المال المصدر لكل شركة من الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة المشار إليها على النحو التالي:^١

١- ٢٥٠ ألف جنيه على الأقل لنشاط السمسرة في الأوراق المالية لا يقل المدفوع منه مقتماً عن الربع.

٢- ثلاثة ملايين جنيه على الأقل لكل نشاط من الأنشطة التالية لا يقل المدفوع منه عن النصف:

أ- نشاط ترويج وتغطية الإكتتاب.

ب- نشاط الإشتراك في تأسيس للشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

ج- نشاط المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

د- نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

٣- خمسة ملايين جنيه على الأقل لنشاط صناديق الإستثمار مدفوعاً بالكامل.

٤- عشرة ملايين جنيه على الأقل لنشاط رأس المال المخاطر مدفوعاً بالكامل.

^١ المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، الهيئة العامة للمطابع

وقد وضع الحد الأدنى لرأس مال الشركات لضمان الجدية وحفاظاً على أموال المستثمرين وحمايتهم. ويقتصر التعامل في بورصة الأوراق المالية على السماسرة. وقد يستعين السماسر بلوعين من المساعدين هما: المنسوب للرئيسي والوسيط.

ثالثاً: شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

تأسست شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي كشركة مساهمة وفقاً لأحكام القانون للمنظم لسوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بعد موافقة الهيئة ١٩٩٤. وهي هيئة ذاتية للتنظيم تخضع لإشراف الهيئة العامة لسوق المال، وتعد مسؤولة عن تنفيذ قانون الإيداع المركزي رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠. وتتكون شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي من عضوية شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ الحاصلين علي ترخيص مزاولة للنشاط من قبل الهيئة العامة لسوق المال، والشركات المصدرة للأوراق المالية، والبنوك والمؤسسات المالية التي ترغب في الاشتراك والتي تزاول نشاط السمسرة أو نشاط أمناء الحفظ.

وتعتبر شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي هي الهيئة المركزية للوحيدة في مصر المخول لها للقيام بعمليات المقاصة والتسوية لعمليات البيع والشراء التي تتم ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية. كذلك تتمثل مهمتها في تطبيق نظام القيد المركزي في مصر بما يتضمنه من تحقيق الحيافة المركزية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحويل للتعامل عليها إلى قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين.

رابعاً: هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال:

قطاع شركات الأموال حل محل قطاع مصلحة للشركات سابقاً، ويشرف على تنفيذ وتطبيق قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١. وقد انتقلت تبعيته بموجب القرار ٤١٥ لسنة ٢٠٠١ إلى الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة بعد أن كان تابعاً لوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية. ويخول له سلطة رفض طلبات تأسيس شركات والتصديق على قرارات الجمعية العامة غير العادية بتصفية نشاط الشركة. وتقوم هيئة الاستثمار بالإشراف على الشركات المؤسسة وفقاً للقانون رقم ٨ لعام ١٩٩٧.

خامسا: بعض المؤسسات الخاصة:

بالإضافة إلى الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية، يعمل بالسوق نوعان من المؤسسات الخاصة. للنوع الأول هو الهيئات غير الهادفة للربح أو ذاتية التنظيم والتي تساعد على انضباط العمل في سوق المال. والنوع الثاني يضم المؤسسات الخاصة التي تهدف إلى تحقيق الربح.

(أ) المؤسسات الخاصة غير الهادفة لتحقيق الربح:

١. الجمعية المصرية للأوراق المالية: تأسست الجمعية المصرية للأوراق المالية عام ١٩٩٦، وهي بمثابة رابطة مهنية للأفراد الذين يعملون في سوق المال، وتضم حوالي ٢٥٠ عضوا يمثلون أغلب الشركات العاملة في سوق المال. ١٥ وتعتبر الجمعية هي الجهة الأساسية التي تنقل آراء العاملين في هذه المهنة للجهات الرقابية لأخذها في الاعتبار عند صياغة اللوائح والقوانين الخاصة بسوق المال. وتقوم الجمعية بتنظيم دورات تدريبية للعاملين، وعقد ندوات لزيادة الوعي الاستثماري لدى الجمهور. كما تتولى الجمعية فض المنازعات التي تنشأ بين الأعضاء أو بينهم وبين الغير.

٢. الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار: تأسست الجمعية في عام ٢٠٠١ ويمثل أعضاؤها مؤسسات مالية واستثمارية وبنوك وشركات تأمين وميري إدارة الأصول. تعمل الجمعية على رفع كفاءة الأعضاء وتحسين جودة الخدمات التي يقدمونها للمستثمرين عن طريق الدورات التدريبية وتنظيم ورش العمل. كما تمنح الجمعية شهادة لمهنة مديري إدارة المحافظ لضمان جودة وأهلية شاغلي هذه المهنة.

٣. جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية: وهي من أقدم الجمعيات المهنية في الشرق الأوسط فقد تأسست في عام ١٩٤٦ وغرضها الرئيسي العمل على رفع المستوى العملي والعلمي في مهنة المحاسبة والمراجعة، والسعي للاحتفاظ بالمهنة بالمستوى اللائق بها محليا ودوليا. كما تشارك للجمعية في الدراسات والآراء الخاصة بالقوانين الاقتصادية والضرائب والاستثمار، وذلك فضلا عن دورها الرئيسي في إعداد معايير المحاسبة والمراجعة والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة الخارجية. وتقتصر العضوية بها على من يجتاز الامتحانات التي تعقدها الجمعية للحاصلين على درجات جامعية ودراسات عليا في مجال المحاسبة وذلك بعد قضاء عدد من السنوات في مكاتب محاسبية معتمدة^١.

¹ جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية تضم ١٣٥٠ عضوا عملا من بين ١٨ ألف محاسب مسجل ويتم الحصول على عضويتها بعد أداء امتحانات عالية مستوى. وقد أعدت جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية بالاشتراك مع وزارة المالية ورقابة التجاريين، والهيئة العامة لسوق المال، والجهاز المركزي للمحاسبات

(ب) المؤسسات الخاصة الهادفة لتحقيق الربح:

يتعدد الممارسون الذين يهدفون إلى تحقيق الربح بسوق المال في مصر، فتوجد مكاتب للمراجعة والمحاسبة والمحاماة، وشركات التصنيف الائتماني، وشركات التحليل المالي ونشر المعلومات، وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وشركات للترويج وتغطية الاكتتاب وإدارة الأصول، ومكاتب المحاماة. وضمانا لجودة ودقة الإفصاح المالي، قامت الهيئة باعتماد مجموعة من مراقبي الحسابات.

المطلب الثالث: الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وتطور أداء البورصة المصرية:

البورصة المصرية ذات مقرين للتداول في القاهرة والإسكندرية، وتعتبر هيئة شبه ذاتية للتنظيم بحكم القانون، وتدار بواسطة مجلس إدارة منتخب تحت إشراف هيئة سوق المال. ويتكون المجلس من ١١ عضواً: رئيس البورصة، ويعينه رئيس مجلس الوزراء، وستة أعضاء ممثلين لشركات للتداول، وعضوين ممثلين للبنوك، وعضو من البنك المركزي، وعضو من هيئة سوق المال. يخول لهيئة سوق المال صلاحية الاعتراض على قرارات مجلس إدارة بورصتي القاهرة والإسكندرية.

وسوف ندرس في هذا الجزء توضيح كيف أن البورصة المصرية سوق مالية صاعدة، وأحكام تداول الأوراق المالية بها ومدى توافقها مع حوكمة الشركات ومعايير كفاءة بورصة الأوراق المالية.

أولاً: أداء سوق الأوراق المالية في مصر ومكائنها ضمن أسواق المال الصاعدة:

تعتبر بورصة الأوراق المالية المصرية من الأسواق الصاعدة Emerging Markets في الدول النامية وتعرف مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation الأسواق المالية للصاعدة بأنها أسواق مالية في الدول منخفضة ومتوسطة النمو حسب تقسيم البنك الدولي، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعقد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم.^١ وأهم خصائص الأسواق المالية للصاعدة زيادة معدل النمو الاقتصادي

مشروع قانون جديد لتنظيم مزاوله مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر لتعديل القانون الحالي رقم ١٢٢ لسنة ١٩٥١. غير أنه للأسف لم تتم مناقشته وإقراره في مجلس الشعب حتى اعداد هذا البحث.

^١ راجع في ذلك:

وزيادة معدلات الاستثمار والأرباح وزيادة حجم التعامل الإجمالي فى الأوراق المالية ونسبته الى اجمالي الناتج القومي. وقد أدرجت مصر ضمن الأسواق المالية الصاعدة، ومما يدعم مكانتها ضمن الأسواق المالية الصاعدة تنفيذ برنامج للإصلاح الاقتصادى، ولجوء الشركات الى سوقى الإصدار والتداول بدلا من اللجوء الى الاقتراض من الجهاز المصرفى، وإعادة تنظيم سوق المال من الناحية المؤسسية وتوفير اطار قانونى جيد لسوق المال.^١

وقد توفرت فى بورصة الأوراق المالية المصرية بعض أسس ومعايير قياس النشاط كمسوق مالية صاعدة، كما يلى:

(أ) حجم السوق:

ويقاس بالقيمة السوقية للأوراق المالية المقيدة بالبورصة. وخلال عامى ٢٠٠٤، ٢٠٠٥ حققت غالبية الشركات فى القطاعات المختلفة مثل الحديد والأسمنت والاتصالات والبنوك أرباحا قياسية مقارنة بمعدلاتها السابقة، وتحول بعضها من الخسائر الضخمة الى الأرباح القوية، مما انعكس على أداء أسهم شركاتها بالبورصة المصرية، وضاعف من أسعارها بأكثر من مرة. وقد وصل حجم رأس المال السوقى فى بورصتى القاهرة والإسكندرية الى ٢٦٨.٤ مليار جنيه فى نهاية شهر يناير ٢٠٠٥ مرتفعا عن العام السابق له بنسبة ٥٢.١%.^٢ ويعتبر هذا من أعلى المستويات القياسية لنشاط البورصة المصرية.

وهناك عدة مؤشرات لقياس تطور أسعار الأسهم فى السوق المصري من أهمها مؤشر البورصة المصرية CASE 30 الذي قامت بورصتا القاهرة والإسكندرية بإصداره فى مارس ٢٠٠٣، وهناك مؤشر مؤسسة التمويل الدولية ومؤشر ستاندرد أند بورز، ومؤشر مورجان ستانلي

International Finance Corporation (IFC): Central Capital Markets Department: Quarterly Review of Emerging Stock Markets, 2. Quarter 1993.

^١ راجع فى ذلك: صلاح زين الدين: سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التتموى المشهود، دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها. بحث منشور فى المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين: تمويل التنمية فى ظل اقتصاديات السوق، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع، القاهرة، ٧-٩ أبريل ١٩٩٤.

^٢ البنك الأهلى المصرى: للنشرة الاقتصادية، للعدد الأول المجلد ٨٥، القاهرة ٢٠٠٥. ص ٨٣.

وكذلك مؤشرات خاصة بمؤسسات مالية محلية مثل مؤشر هرمرز. وقفز مؤشر البورصة المصرية CASE 30 بنسبة ١٢٣.٨% خلال عام ٢٠٠٤ ليصل الى ٢٥٣٢.٣٩ نقطة مقارنة مع ١١٣١.٢٠ نقطة فى نهاية ٢٠٠٣ بزيادة قدرها ١٤٠.١٩ نقطة، وارتفع المؤشر العام لهيئة سوق المال المصرية بنسبة ٥٢.١% مسجلا ١٢٠٩.٠٢. نقطة مقارنة بنحو ٧٩٤.٦٨ نقطة نهاية العام السابق بارتفاع ٤١٤.٣٣ نقطة. وللمقارنة بالنشاط فى بداية التسعينيات مثلا فقد بلغ رأس المال للسوقى نحو ١.٧ مليار جنيه سنة ١٩٩٣ مقابل ٦.٨ مليار جنيه فى سنة ١٩٩٢. أما كمية الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، وهى بضاعة سوق الأوراق المالية، فقد بلغت نحو ٤٠٤ مليون سهم عام ٢٠٠٤، بينما كانت لاتتعدى فى بداية التسعينيات نحو ١٠.٦ مليون سهم، ويرجع هذا التطور الى التوسع فى عملية للخصخصة واتساع قاعدة الملكية الخاصة.

(ب) القدرة على تسهيل الأوراق المالية:

وذلك لتلبية حاجة المستثمر للسيولة، وقد بلغت فى بورصتى للقاهرة والاسكندرية نحو ٢٦٨.٤ مليار جنيه فى نهاية شهر يناير ٢٠٠٥ وكان فى بداية التسعينيات لاتتعدى ٥٦١ مليون جنيه. أما معدل دوران الأوراق المالية فيعبر عن القيمة السوقية للاسهم المتداولة منسوبة الى القيمة السوقية للاسهم للمقيدة بالبورصة، وبلغت هذه النسبة سنة نحو ٨%، وكلما زاد الاهمال على تسهيل وبيع وشراء الأوراق المالية فى البورصة زادت تلك النسبة. ومن المؤشرات التى تكل على تسهيل الورقة المالية عدد ساعات للتداول الأسبوعية، ف نجد أن ساعات العمل فى مقصورة الأوراق المالية تبلغ ٢٠ ساعة أسبوعيا.

(ج) الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والشركات العشر الأكثر نشاطا:

حدد القانون رقم ٢٠٣ لعام ١٩٩١ للخاص بشركات قطاع الأعمال العام عدد ٣١٤ مؤسسة عامة وشركة تابعة لقطاع الأعمال العام ل طرحها للاكتتاب العام. وعندما يتم خصخصة ٥١% من أي شركة قطاع عام فإنها تنقل تلقائيا لأحكام القانون رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١. وقد تزايد عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من ٦٢٧ شركة عام ١٩٩١ إلى ١١٥١ شركة فى ديسمبر عام ٢٠٠٢، ثم لنخفض الى ٥٩٥ شركة مع نهاية عام ٢٠٠٦. كما ارتفعت للقيمة السوقية من ٨% من الناتج المحلي عام ١٩٩٢ إلى ٣٢% منه فى عام ٢٠٠٢. كذلك شهدت نسبة قيمة التداول إلى رأس

للمال السوقي تزايداً من ٤,٣ % عام ١٩٩٢ إلى ٢١ % عام ٢٠٠٢. وتوجد تسع شركات في بورصات لندن ولوكسمبرج وفرانكفورت من خلال شهادات الإيداع الدولية.

ومقياس الشركات العشر الأكثر نشاطاً مؤشر يستخدم في البورصات الصاعدة من خلال قياس حجم للتعامل للشركات العشر الأكثر نشاطاً في السوق، حيث يعكس هذا المؤشر مدى تركيز التعامل على عدد محدود من الشركات. وتبين لحصاءات للتعامل في بورصتى القاهرة والاسكندرية حدوث تطور في هذا المؤشر عام ٢٠٠٣ حيث بلغ حجم التداول أى قيمة الأوراق المالية للشركات العشر الأكثر نشاطاً منسوباً الى القيمة السوقية لمجموعة الأسهم المتداولة في البورصة ٦٦.٦٦ %، وقد تطور هذا المقياس سنة ٢٠٠٤ ليصل الى ٥٠.٥٧ %، وانخفاض النسبة يعطى مؤشر تطور وذلك لدخول شركات أخرى للنشاط المكثف فى التعامل فى الأوراق المالية بالبورصتين. والقيمة السوقية للاسهم المقيدة للشركات العشر الأكثر نشاطاً بالبورصتين منسوبة الى القيمة السوقية للاسهم المقيدة بالكامل بلغت نسبتها سنة ٢٠٠٣ نحو ١٩ % وانخفضت فى عام ٢٠٠٤ الى نحو ١٤ %. وكل النسب والمؤشرات السابقة تعكس نمواً فى النشاط لشركات أخرى فى البورصتين.

(د) تأسيس صندوق ضمان التسوية:

في يناير ٢٠٠٠ تم تأسيس صندوق ضمان التسوية بمساهمات من شركات السمسرة، ومنذ بداية إنشاء للصندوق لتخفيض عدد العمليات التي لم يجر تسويتها انخفاضاً كبيراً. والدور الرئيسي للصندوق هو شراء أسهم بالنيابة عن الطرف الذي تخلف عن السداد، وذلك في حالة عدم قيام سمسار البائع بتسليم الأسهم أو الدفع النقدي، وذلك في حالة تخلف سمسار المشتري عن الدفع. وفي السنة مشهور الأولى من عام ٢٠٠١، قام الصندوق بتسوية ٣٦٧ عملية بقيمة بلغ ١.٧ مليون جنيه مقارنة بإجمالي عدد العمليات الذي بلغ ٥٩٣٥٢٤ عملية بقيمة تداول ١٠.٤ مليار جنيه السوق ككل.

ثانياً: أحكام قيد وتداول الأوراق المالية ومدى توافقها مع حوكمة الشركات:

تعتبر البورصة مسؤولة عن مراقبة الالتزام بقواعد القيد، ولكنها لا تتمتع بسلطات عمل للتحريات والبحث، ويجوز للبورصة فرض جزاءات تتراوح من نقل شركة من الجدول الرسمي إلى الجدول غير الرسمي إلى وقف التداول أو شطب القيد وفقاً لطبيعة ونوع المخالفة. وقد أعطى المشرع مرونة وسرعة في إتخاذ القرار لكل من رئيس البورصة ورئيس هيئة سوق المال ووزير الاقتصاد، بعد أن نظم عملية التداول في البورصة بدرجة عالية عن طريق للشركات المتخصصة ودخل مقصورة للبورصة، لمنع أي تحايل أو إستغلال أو غش، ولإعطاء أكبر حماية للمتعاملين في البورصة والمستثمرين، حتى يرتفع عامل الثقة والأمان، والذي يُعد من أهم الشروط اللازمة لجذب المنخرات للإستثمار في البورصة. ويتضح ذلك في صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ويحتوى على أحكام عامة لتداول الأوراق المالية في البورصة كما يلي:

- أ- حظر القانون تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها وإلا وقع للتداول باطلاً، وأوجب الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة، وذلك وفقاً للقواعد التي يصدر بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للإستثمار.
- ب- أوجب القانون أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى شركات السمسرة المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة لعملية التي تتم بواسطتها.
- ج- أجاز القانون صدور قرار من رئيس البورصة بوقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين وظلوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتسم بسعر لا مبرر له، كما أجاز له وقف للتعامل على ورقة مالية، إذا كان من شأن إستمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، كما أعطى القانون لرئيس هيئة سوق المال حق إتخاذ نفس الإجراءات في الوقت المناسب.
- د- أجاز القانون لرئيس هيئة سوق المال إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حداً أعلى وحداً أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الإقفال في اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق المالية وأوجب على رئيس الهيئة إبلاغ القرار فور إتخاذه إلى وزير الإقتصاد والتجارة للخارجية، وأعطى القانون للوزير الحق أن يوقف تنفيذه ويبين طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال في البورصات.

هـ- أوجب القانون إنشاء صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

ويجب على الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة المصرية تقديم نشرة الاكتتاب لهيئة سوق المال لمراجعتها والموافقة عليها وللتأكد من التزام الشركة بالمتطلبات، ويجوز للشركة، بمجرد قبول الطلب، نشر وتوزيع نشرة الاكتتاب الخاصة بها، وتعمل بمصر شركات تصنيف ائتماني معتمدة من هيئة سوق المال.¹ ويجب نشر ملخص لنشرة الاكتتاب في صحيفتين يوميتين صباحيتين باللغة العربية يذكر فيهما من أين يمكن الحصول على نشرة الاكتتاب. وقد نص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في مادة ١٦ على أن يتم قيد الأوراق المالية في جداول البورصة بناءً على طلب الجهة المصدرة لها ويتم قيد الورقة وشطبها بقرار من إدارة البورصة في نوعين من الجداول:

١- جداول رسمية: تقيد بها أسهم شركات الإكتتاب العام والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية التي تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في إكتتاب عام بشريطين :

أ- ألا يقل ما يطرح من الأسهم الأسمية للإكتتاب العام عن ٣٠% من مجموع أسهم الشركة.

ب- ألا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين.

كما تقيد في الجداول الرسمية الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في إكتتاب عام، والأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.

٢- جداول غير رسمية: وتقيد بها الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية فضلاً عن الأوراق المالية الأجنبية.

ويترتب على قيد الأوراق المالية في البورصة عدة مزايا تعود على كل من المستثمرين والشركات وهي:

¹ يوجد لدى هيئة سوق المال قائمة بنحو خمسة وخمسين مراجع حسابات معتمد لصناديق الاستثمار، أما الشركات المساهمة فاعتماد مراجعتها تقوم به وزارة المالية، في حين أن الجهاز المركزي للمحاسبة هو الجهة المخولة باعتماد مراقبي حسابات شركات المال العام، وبالنسبة للبنوك، يعتمد مراقبي حساباتهم البنك المركزي، تقوم هيئة الرقابة على التأمين بتلك المهمة في حالة شركات التأمين، أما شركات التمويل العقاري فسوف تعتمد قائمة المراجعين الخاصين بها هيئة التمويل العقاري.

(أ) مزايا القيد بالنسبة للمستثمرين:

١. يضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين سلامة هذه الأوراق المصدرة من الناحية القانونية وأن الشركة المصدرة لها تكونت بشكل قانوني.
٢. تمكين للمستثمرين من معرفة أسعار أوراقهم، والتي تكون موضع تساؤل من البنوك التي تقدم قروضاً بضمان تلك الأوراق المالية، وتمكين المستثمرين من تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة نقدية بسرعة وسهولة.
٣. يحمي تداول الأوراق المالية المقيدة في البورصة المستثمرين من خطر لتقلبات العنيفة للأسعار التي يتعرضون لها في حالة الأوراق غير المقيدة.
٤. يضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين عنصر الشفافية والإقصاد عن المعلومات الخاصة بالشركة عن طريق القوائم المالية التي تلزم للبورصة للشركات بنشرها.

(ب) مزايا القيد بالنسبة للشركات:

١. يؤدي قيد الأوراق المالية في البورصة إلى توزيع الإصدارات على نطاق واسع، مما يؤدي إلى خلق اهتمام كبير بين الجمهور فيما يتعلق بنمو الشركة ونجاحها.
 ٢. يعتبر قيد الأوراق المالية في جداول الأسعار والنشرات المختلفة التي تصدرها البورصة بمثابة إعلان دائم عن الشركة.
 ٣. يعمل للقيد على تعريف جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المالية، وهذه الحقيقة تسهل من عمليات التمويل في المستقبل، أي عند إصدار أوراق مالية جديدة.
- في نهاية سنة ٢٠٠٣ بلغ عدد الشركات في مصر نحو ٢٩٠٠٠ شركة منها ٢٢٠٠٠ شركة مساهمة وتوصية بالأسهم، وبلغ عدد شركات المساهمة ذات المسؤولية المحدودة نحو ٢٨٠ شركة. وكان مقيداً في الجدول الرسمي ١ عدد ٢٤٦ شركة، وفي الجدول الرسمي ٢ عدد ٢٩ شركة، وفي الجدول غير الرسمي ١ عدد ٢٧ شركة، وفي الجدول غير الرسمي ٢٤٦ شركة. كما وجبت ٧١٦ لها وضع قانوني مؤقت حتى يتم فحص طلبات قيدها.^١
- يجرى التنسيق بين الهيئة العامة لسوق المال وإدارة بورصتي القاهرة والإسكندرية لإعداد مشروع لتطوير قواعد وإجراءات قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة

١ أنظر في ذلك:

والإسكندرية بحيث تكون القواعد التنفيذية للحكومة جزءاً لا يتجزأ من قواعد القيد. ^١ ومن أهم المقترحات المتعلقة بحكومة للشركات مايلي:

(١) النص على ضرورة توقيع عقد اتفاق بين البورصة وبين الشركات للراغبة في القيد بجداولها كشرط ضروري للقيد حيث يسهل هذا الأمر من تعامل البورصة من عملاتها من الشركات المقيدة بمرجعية أصلها الاتفاق التعااقدي ومايتضمنه من ضرورة الالتزام بقواعد القيد بالبورصة جنباً إلى جنب مع نصوص القانون.

(٢) إضافة مفهوم الاسواق في التعامل مع الشركات و تصنيفها وفقاً لمعايير منها النشاط عوضاً عن التصنيف التقليدي للشركات بتقسيمها على الجداول الرسمية و غير الرسمية وذلك مع عدم الاخلال بالقانون. وللتصنيف الجديد للاسواق بفصل بين الجداول التي تقيد بها للشركات والاسواق التي تتداول بها للشركات. ويسمح هذا للتصنيف الجديد للشركات باستخدام معيار الاسواق الاساسية و غير الاساسية بفرض للترامات للحكومة والافصاح اكثر احكاما على الشركات المؤثرة في حركة التداول في السوق بما يوفر حماية اكبر للمستثمرين.

(٣) وضع حدود دنيا لرأس المال المنفوع بالنسبة للجداول الرسمية و غير الرسمية تعكس تطور الاحوال في الاسواق على النحو التالي :

- الجدول الرسمي ١ : حد دنى ٥٠ مليون جنيه.
- الجدول غير الرسمي ١ : حد دنى ١٠ مليون جنيه.
- الاخرى : أقل من ١٠ مليون جنيه باستثناء الشركات الحكومية التي تخضع فقط لشروط القيد القانونية.

(٤) مزيد من قواعد الحكومة تم تضمينها ضمن قواعد الافصاح على سبيل الالتزام خاصة للسوق الاساسي واخرى على سبيل الاسترشاد في ملحق مستقل. واهم ما تناولته القواعد من مبادئ الحكومة ما يتعامل مع تشكيل مجلس الإدارة، والتمييز بين العضو المستقل و غير التنفيذي في مجلس الإدارة، وتنظيم عمل وتقارير لجان المراجعة، وأخيراً دورية تقارير الافصاح.

^١ أنظر في ذلك: بورصتي القاهرة والإسكندرية؛ مذكرة لجنة تطوير قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الشركات المقيدة ببورصتي القاهرة والإسكندرية، يناير ٢٠٠٧م.

ثالثاً: كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية:

حتى تقوم بورصة الأوراق المالية بتوجيه المدخرات لأفضل الإستثمارات لابد أن تتميز بالكفاءة، وهناك معيارين لكفاءة سوق الأوراق المالية هما معيار الكفاءة التشغيلية ومعيار الكفاءة التسعيرية.^١ ونشرح ذلك فيما يلي:

أ- معيار الكفاءة التشغيلية:

الكفاءة التشغيلية هي قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفها التشغيلية بأقل تكلفة معاملات ممكنة، بحيث يكون السوق مفتوح أمام جميع المستثمرين، ويكون هناك حرية الدخول والخروج من وإلى السوق. وفي مصر نجد أن سوق الأوراق المالية غير كفء من الناحية التشغيلية حيث توجد تكلفة معاملات كبيرة تشمل مصاريف الإصدار، وعمولة شركات الوساطة وتكلفة الحفظ المركزي وغيرها. وكلها يتحملها المستثمر، ولذا فإن صغار المستثمرين ربما تحول وتكلفة المعاملات بينهم وبين التعامل في البورصة.

ب- معيار الكفاءة التسعيرية:

ويقصد بذلك أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية، بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية، أو بمعنى آخر يكون السوق كفء من منظور تسعيري لو أن جميع المعلومات أصبحت متاحة لجميع المستثمرين في وقت واحد، بحيث لا يمكن لأى منهم أن يستأثر بمعلومات معينة يحقق من ورائها أرباح غير عادية، وهنا يلاحظ أن الكفاءة للتسعيرية

١. أنظر: محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، مكتبة كليوبترا للطباعة، للقاهرة، سنة ١٩٩٩. ص ٣٤ وما بعدها. وتوجد دراسات تطبيقية لقياس كفاءة أداء البورصة المصرية، نذكر على سبيل المثال دراسة صندوق النقد الدولي التالية:

Mauro Mecagni and Maged Shawky Sourial: The Egyptian Stock Market: Efficiency Tests and Volatility Effects, IMF Working Paper 1999.

وكذلك تقرير مشروع أجراه بسام عزب في جامعة بيرمنجهام:

Azab, Bassam: The Performance of the Egyptian Stock Market. The University of Birmingham, 2002.

تستلزم أن يكون هناك كفاءة تشغيلية ابتدءاً، كما أن هناك ثلاث مستويات للكفاءة التسعيرية على الوجه التالي:

- المستوى الضعيف للكفاءة: إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات التاريخية مثل أسعار الأوراق المالية للسنوات السابقة.

- المستوى نصف القوي للكفاءة: إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات الحالية المتاحة للنشر مثل القوائم المالية للشركة.

- المستوى القوي للكفاءة: إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات الخاصة غير المتاحة للنشر مثل خطة الشركة للإندماج.

وفى مصر لم يصل حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية إلى الدرجة التي تسمح بقياس كفاءته، ورغم القفزات الكبيرة فى نشاط البورصة المصرية خلال الفترة الماضية فإن حجم المعاملات اليومية وعدد الأسهم النشطة مازال بسيطاً، وذلك بالقياس لى بعض الأسواق الصاعدة مثل هونج كونج التي يصل حجم التعامل اليومي فيها لى نحو ٣٠ مليار دولار. والأمل أن يزيد حجم التعامل والنشاط لأكثر عدد من الأسهم، وأن تطبق قواعد حوكمة الشركات بدقة بحيث تصبح مكوناً رئيسياً لنقافة الشركة، مما ينتج عنه أن تزيد كفاءة السوق ويحقق وظيفته الاقتصادية.

خاتمة:

تناولنا فى هذه الدراسة عرض وتحليل دور مبادئ حوكمة الشركات فى رفع كفاءة للبورصة المصرية، فقمنا بعرض أهمية القواعد الدولية لحوكمة الشركات فى رفع كفاءة أداء البورصة، ثم أجرينا تقييما وصفيا لما وصل اليه تطبيق مبادئ حوكمة الشركات فى مصر، وهى تشمل ست مجموعات من قواعد حوكمة الشركات، ثم تناولنا تحليل أثر تطبيق حوكمة الشركات فى تطور أداء البورصة المصرية.

الا أن نجاح مبادئ الحوكمة فى تحقيق أهدافها لا يقف فقط عند إصدارها، وإنما يعتمد على جدية التطبيق و نفاذ آثارها وتبنى ثقافة الحوكمة، وهو الأمر الذي لا يمكن تحقيقه ما لم يؤمن القائمون على إدارة الشركات والمؤسسات المالية والجمعيات المهنية ومرقبو الحسابات والمساهمين بجدوى هذه القواعد وآثارها الايجابية على أنشطة الشركات وسوق المال ككل وكذلك مصالحهم للمشروعة.

لاينكر أى باحث أن هناك تقنما ملحوظا فى تطبيق قواعد مبادئ الشركات فى مصر، الا أن هناك بعض المبادئ تحتاج إلى مزيد من الرعاية فى تطبيقها ومبادئ أخرى تحتاج الى المزيد من الرقابة على تنفيذها. وسوف نطرح بعض المقترحات التى قد يكون لها وجاهتها لتأخذ طريقها الى التطبيق. وسوف نسردها تبعا لمجموعات للمبادئ الست للحوكمة.

أولا: مقترحات بشأن الإطار القانوني والمؤسسى لحوكمة الشركات:

١. ضرورة استكمال الإطار القانوني ورفع كفاءة الهيئات الرقابية، ورفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والرقابية والقضائية، وإنشاء دوائر خاصة لمحاكم تختص بقضايا سوق المال.
٢. الإسراع بإنشاء وبدء نشاط مركز فض المنازعات والتحكيم، والعمل على إنشاء دوائر متخصصة فى القضايا المرتبطة بسوق المال.
٣. وضع وتحديد الأدوار التى تقوم بها المؤسسات ذاتية التنظيم مثل بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية، والجمعية المصرية للأوراق المالية.
٤. وضع برامج تدريبية للعاملين فى المؤسسات المشرفة على تطبيق حوكمة الشركات وبصفة خاصة الهيئة العامة لسوق المال ومصلحة الشركات والبورصة المصرية.
٥. يجب العمل على تطبيق معايير المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال IOSCO .

ثانياً: مقترحات بشأن حقوق المساهمين:

١. حماية حقوق الأقلية من المساهمين خاصة في الشركات التي تتركز فيها ملكية العائلات.
٢. وجوب توعية المساهمين للمشاركة بفاعلية والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة، وإعلامهم بالقواعد، بما في ذلك إجراءات التصويت، التي تحكم اجتماعات الجمعية.

ثالثاً: مقترحات بشأن المعاملة العادلة للمساهمين:

١. حماية صغار المستثمرين والسماح لمالكي الأسهم لحاملها بالتصويت.
٢. توفير حقوق التصويت المتساوية لحملة الأسهم لدخل كل فئة.

رابعاً: مقترحات بشأن الأطراف ذات المصلحة:

١. ضرورة إعداد كتيب مبسط وسهل القراءة حول القيد في البورصة، وأن يتضمن هذا الكتيب أهمية القيد، والفوائد التي تعود من القيد على مختلف الأطراف مثل الشركات المقيدة، ومالكي الأسهم، والمديرين. . إلخ.
٢. ضرورة الالتزام بالإفصاح للمستثمرين عن كل الملكيات التي تتجاوز ٥% من أسهم كل لشركات المقيدة.

خامساً: مقترحات بشأن الإفصاح والشفافية:

- متطلبات الإفصاح عن الملكية التي يفرضها القانون ليست كافية لتسمح للمساهمين للحصول على معلومات تفصيلية عن الملاك النهائيين، والمعروف عنها أنها تتركز بين عدد صغير من العائلات. ويلزم ضمان شمولية ودقة الإفصاح عن المعلومات المادية وغير المادية، ونشر نظام الإفصاح الإلكتروني. ونقترح مايلي:

١. تدعيم دور وفعالية اجتماعات الجمعية العامة، والإفصاح عن المكافآت المجمعة لأعضاء مجلس الإدارة والتشجيع على استخدام المديرين المستقلين.
٢. إصدار بورصتا القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية شهادة تفيد الالتزام أو عدم الالتزام بقواعد إدارة للشركات لكل الشركات المقيدة عند صدورها ذلك لتشجيع الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد وممارسات إدارة الشركة.
٣. يجب على بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية أن تنشر في نهاية كل شهر في مطبوعاتها سواء كانت ورقية أم إلكترونية أسماء الشركات المقيدة التي تتمسك بممارسات وقواعد إدارة الشركات، وتلك الشركات التي لم تلتزم بها، وهذا على النحو المعمول به في بورصات عديدة مثل البورصة الألمانية، وبورصة كولمبور للأوراق المالية.

ساسا: مقترحات بشأن مسئوليات مجلس الإدارة:

١. إلزام الشركات بتعيين أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين أو المستقلين، وتفعيل نور لجان المراجعة، وتعيين مراقب حسابات مستقل.
٢. إنشاء معهد لتدريب المديرين وتعريف أعضاء مجالس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركات للمساهمة بواجباتهم في حوكمة الشركات.
٣. تدعيم ممارسات المراقبة التي يقوم بها مراقبي الحسابات، وذلك بتوفير برامج للتدريب عن طريق الجمعية المصرية للمحاسبين والمراجعين.