

## أهمية تطوير سوق الأوراق المالية

### لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية

٠١ د سيد الطيبي

#### مقدمة

تتناول هذه الدراسة موضوعها فى أربعة فصول . **الفصل الأول** منها ، يستعرض سوق المال الذى يضم ثلاثة أنواع من الأسواق التى يلزم التنسيق بين سياساتها الاستثمارية فى الأوراق المالية ، وذلك فى ضوء السياسة العامة للدولة . وذلك هو الاطار الأساسى الذى تبنى عليه هذه الدراسة .

**أما الفصل الثانى** ، فيتناول أهم مجالات التطوير فى سوق الأوراق المالية ، مع التركيز على الأركان الأربعة لنظام التشغيل السليم لسوق الأوراق المالية ، ومع تحليل لأهمية وجود نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق ، ومع الإشارة الى الطريقة العلمية لاتخاذ القرار الاستثمارى . وهو مما يساعد القطاع الخاص على اتخاذ قرار معلى بالاستثمار فى الأوراق المالية .

**وفى الفصل الثالث** ، تستعرض الدراسة تطور سوق المال بأنواعه الثلاثة فى مصر بالتركيز على سوق الأوراق المالية من حيث مراحل تطويره منذ عام ٥٢ - ١٩٨٧ ، ومع الإشارة الى الامكانيات المتاحة لدى القطاع الخاص وأساليب اجتذابها الى سوق المال لزيادة مشاركته فى تمويل خطة التنمية .

**أما الفصل الرابع** ، فان الدراسة تعرض لدور الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية فى مواجهة مشكلات بورصات الأوراق المالية ، بالتعرف أولاً على واقع أسواق الأوراق المالية بالبلاد العربية ، ثم محاولة تحديد مشكلاتها ، مع تحديد دور الاتحاد فى دراسة المشكلات التى سبق عرضها ، اضافة الى بحث مدى الحاجة الى سوق مالية عربية ، وضرورة توفير المناخ الملائم للاستثمار فى البلاد العربية .

## الفصل الأول

### اهمية التنسيق بين سياسات المؤسسات المالية

#### فى سوق المال

تلعب الأسواق المالية دورا هاما فى عملية التنمية ، حيث تقوم بدور رئيسى فى الجمع بين قطاعات الفائض وقطاعات العجز ، فهى مصدر الفرص الاستثمارية بالنسبة لقطاعات الفائض ، ومصدر التمويل بالنسبة لقطاعات العجز . وبالتالي فان كفاءة الأسواق المالية وتطورها ينعكس مباشرة على كفاءة وتطور الاقتصاد القومى ككل ، وفى الاطار الذى تستهدف السياسة الاقتصادية العامة تحقيقه .

ويمكن تقسيم أسواق المال بصفة عامة الى ثلاثة أسواق نتناولها كالاتى : سوق النقد ، وسوق رأس المال ، حيث ندرس سياساتهما الاستثمارية فى سوق الأوراق المالية . أما السوق الثالث ، فهو العمود الفقري لسوق رأس المال ، وهو سوق الأوراق المالية . ثم نبين بعد ذلك أهمية التنسيق بين هذه السياسات فى اطار السياسة الاقتصادية العامة .

#### أولا - سوق النقد (Money Market) : وهو مجال تداول الأموال

لأجال قصيرة . وقد جرى العرف على اعتبار الأجل قصيرا فى هذه السوق اذا لم يجاوز سنة ويندرج تحت هذه السوق المؤسسات التالية (١) :

١ - البنك المركزى : وهو يقع على قمة هذه السوق ويعمل فى اطار النظم السياسية والاقتصادية والادارية السائدة بالبلاد . ويقوم على ادارة سوق النقد من خلال السياسة النقدية (Monetary Policy) - ويؤثر البنك المركزى عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية على سعر الفائدة السائد فى السوق ، وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة (\* Open Market Operations) .

٢ - البنوك التجارية : وهى عصب سوق النقد وجهازه التنفيذى . واذ يقوم دور البنوك التجارية فى مجال التوسط المالى على تجميع المدخرات ووضعها فى متناول الراغبين فى الاقتراض وكذا فى القيام بتوظيف بعض

(\* ) لا تتفق هيئة التحرير مع الكاتب فى صحة هذه المقولة فى مصر على الاقل .

مواردها فى أوجه معينة من الاستثمار ، فان ذلك يكون بمراعاة المبادئ الاستثمارية السليمة . ومن هنا تخضع السياسة الاستثمارية للبنوك التجارية لعاملين رئيسيين ينبعان من الخصائص المميزة لهذه البنوك .

**وأول هذه العوامل هو المقرة المصودة للغاية لهذه البنوك على تحمل خسارة فى قيمة الأصل ، والتي يمكن أن تحدث نتيجة للأخطار المالية وخطر سعر الفائدة . وهو ما يعنى ضرورة اتباع سياسة استثمارية غاية فى التحفظ .**

**وثانى هذه العوامل ، هو المتعلق بالودائع والتي يجب أن تدفع عند الطلب ، والذي يمكن أن يحدث من جراء البيع الاضطرارى للأوراق المالية ، عندما يطلب المودعين أموالهم ، وهو ما يعنى ضرورة اتخاذ الاجراءات المناسبة لتجنب الخسارة التي قد تحدث فى هذه الحالة .**

لذلك تضع البنوك التجارية الجزء الأكبر من استثماراتها فى سندات الدرجة الأولى ، مع المحافظة على احتياطي ثانوى فى الاصدارات قصيرة الأجل ، التي تتمتع بدرجة عالية من القابلية للتسويق ، بينما لا تدخل البنوك التجارية ضمن المشكلة خطر تقلب القوة الشرائية . وهكذا تتجمع كل السياسات الدفاعية السابقة والتي تتسم بشدة التحفظ ، لتنتج عائداً منخفضاً على محفظة الأوراق المالية للبنوك التجارية .

### **ثانياً - سوق رأس المال (Non-Securities Capital Market)**

وهو مجال التعامل فى الأموال لأجال متوسطة وطويلة ، بما يتفق وطبيعة الاستخدامات التي يتسم بها التمويل الاستثمارى . وهناك هدف عريض يجمع بين المؤسسات المالية التي تدرج تحت هذه السوق ، يتمثل فى ايجاد طبقة جديدة من صغار المدخرين ، من أجل تقليل حجم السيولة المالية فى يد الأفراد ، وبالتالي الحد من الميل للاستهلاك وخفض معدلات التضخم . ومن هنا تبدو ضرورة تحقيق مشاركة فعالة من جانب المؤسسات المالية التي تعمل فى هذه السوق لتوفير احتياجات التمويل المتوسط وطويل الأجل ، وهو ما يتضمن تخفيف عبء التمويل عن الجهاز المصرفى .

هذا ويمكن اجمال أهم المؤسسات التي تدرج تحت سوق رأس المال فى مجموعتين هما : **مجموعة مصرفية** تضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار . **ومجموعة غير مصرفية** وتشتمل على العديد من المؤسسات المالية من أهمها شركات التأمين ( فيما يتعلق بالحياة ) ، شركات الأوراق المالية أو أمناء الاكتتاب - شركات الاستثمار - نوادى الاستثمار - مؤسسات التأمين الاجتماعية - صناديق التأمين والادخار .

هذا وتتناول بالشرح نوعين هامين من هذه المؤسسات المالية من حيث سياساتها (٢) :

### ١ - سياسات شركات التأمين ( فيما يتعلق بالحياة ) :

وهي تشترك مع البنوك التجارية من ناحية عنصرين من عناصر مخاطر السياسة الاستثمارية ، سبقت الإشارة إليهما : الأول - المقدرة المحدودة للغاية على تحمل خسارة في قيمة أصل الاستثمارات . الثاني - عدم التأثر بمخاطر تقلبات القوة الشرائية .

ومن هنا ، نجد تشابها ملحوظا في سلوك هذه الشركات والبنوك التجارية ، وهو الاستثمار بصفة أساسية ، في سندات الدرجة الأولى .

لكنهما يختلفان من ناحية خطر التصفية الاضطرارية لمحفظة الأوراق المالية . فشركات التأمين في مأمن عادة من هذا الخطر (\*) . ومن هنا يمكن لشركات التأمين على الحياة أن تتحمل قدرا من الأخطار المالية يزيد عن القدر الذي يمكن للبنوك التجارية أن تتحمله . ولذا نجد أن هذه الشركات تستثمر نسبة أكبر من أموالها في أوراق الشركات المساهمة ، وخاصة الأسهم العادية . ومع ذلك تعمل هذه الشركات على توزيع الأخطار المالية توزيعا شاملا . ذلك أن أية خسارة ، ولو طفيفة ، في مجموع أصولها المستثمرة تؤثر تأثيرا سيئا على مركزها المالي ، وتحد من سيولتها . وعلى ذلك ، فإن هذه الشركات عادة ما تتخذ موقفا دفاعيا تجاه خطر تقلبات السعر .

### ٢ - سياسات شركات الاستثمار :

لما كانت الفكرة في انشاء هذه الشركات هي عرض أنواع مختلفة من الاستثمارات على جمهور المستثمرين ، بحيث يجد كل مستثمر ذلك النشاط أو تلك الصناعة التي يفضل الاستثمار فيها ، عن طريق هذه الشركات ، فإن الأمر يتطلب اتباعها للسياسات الاستثمارية السليمة . ويمكن تناول السياسات الاستثمارية طبقا لنوعى هذه الشركات : المفتوحة ثم المغلقة .

#### ( أ ) الشركات المفتوحة Open-End : البعض منها لا يهتم

بالتقلبات اليومية في أسعار السوق ، ومن ثم يمكن اعتباره من مستثمري الفترة المتوسطة أو الطويلة . بينما يعمل البعض الآخر ، الى حد معين ،

(\*) وان كان مثل هذا الاتجاه لا يحدث عمليا ، الا في حالات نادرة وفي الازمات المالية العنيفة . ومن أوضح التجارب ، ما حدث أثناء الكساد الكبير ( ١٩٢٩ - ١٩٣٣ ) .

للاستفادة من الأرباح عند اتجاه السوق الى الارتفاع ، مع اتخاذ مواقف محافظة عندما يتوقع انخفاض الأسعار . لكن الاتجاه العام بين الشركات المفتوحة هو الميل الى الناحية الدفاعية تجاه تقلبات الأسعار . ويتخذ هذا الموقف بصفة خاصة الشركات الكبيرة ، نظراً لأنها تمتلك كميات كبيرة من الإصدارات ، ومن ثم ، فإنه لا يمكنها تعديل موقفها بسرعة ، دون أحداث اضطرابات عنيفة فى سوق الأوراق المالية .

#### ( ب ) الشركات المغلقة Closed-End : نظراً لأنها غير ملتزمة

بسداد قيمة أسهمها ، فإنها لا تقصر استثماراتها على الأسهم العادية ذات القابلية المرتفعة للتسويق ، كما هو الحال بالنسبة للشركات المفتوحة . ولذلك فهي عادة ماتستثمر الجزء الأعظم من أموالها فى قائمة متنوعة من الأسهم العادية للشركات القوية التى تتمتع بالقيادة فى صناعاتها . لكن بعض هذه الشركات تنحرف عن السياسة الاستثمارية التقليدية وتستثمر فيما يطلق عليه اسم المواقف الخاصة (Special Situations) وذلك باستثمارها جزءا كبيرا من أموالها فى إصدار واحد ، أو عدد محدود من الإصدارات التى تعتقد أنها تقدم فرصا ممتازة للزيادة فى القيمة السوقية .

كذلك تتبع بعض الشركات سياسة الحصول على الأسهم التى تباع بسعر أقل من قيمتها (Under-valued) ، بغرض بيعها فى المستقبل عندما تصل الى أعلى قيمة سوقية متوقعة . وتميل هذه الشركات الى تغيير نسب الأنواع المختلفة من أصولها الاستثمارية ، بغرض تحقيق الأرباح من وراء التقلبات المتوقعة فى سوق الأوراق المالية . ومن هنا ، نجد أن الشركات المغلقة تتبع موقفا هجوميا أكبر بالمقارنة بموقف الشركات المفتوحة .

#### ثالثا - سوق الأوراق المالية « دراسة مسلك السوق » (Market

Behaviour) : تشكل سوق الأوراق المالية احدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات والمؤسسات لما يصدر فى هذه السوق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى . كما أن سوق الأوراق المالية تعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال التى تشكل جانبا هاما من جوانب النشاط فى السوق المالى بمفهومها الواسع ، كما تلعب دورا أساسيا فى تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط والطويل للأجل للمشروعات وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة من حيث الشروط والتكاليف .

ويهتم المحلل الاقتصادى عند تحديده للسياسات الملائمة بسعر الفائدة

أساسا ، وكيفية تحديده في الفترات القصيرة وفي الفترة الطويلة، واثار تغيراته على سوق الأوراق المالية ، وغيرها من الأسواق التي يتكون منها في مجموعها الاقتصاد القومي . ويتم التركيز على التفضيل النقدي أو التحول من السيولة التامة ( بالاحتفاظ بالمدخرات في شكل أرصدة نقدية ) الى درجات السيولة الأقل (بتحويل الأرصدة النقدية الى سندات فأسهم) والعكس بالعكس .

ويمتد الاهتمام الى دراسة احتمالات المستقبل ومخاطره ، من تغيير أسعار الفائدة المستقبلية ، والتغيرات المستقبلية في قيمة النقود ، ( أى الأسعار عامة ) . واستجابة أسعار الأسهم والسندات لهذه الاحتمالات .

وما يكاد المحلل الاقتصادي ينظر في استجابة السوق لهذه الاحتمالات والتوقعات ، حتى يتوغل في دراسته لمسلك السوق وكيفية تحديد أسعار الأوراق المالية(\*) ، ذلك من خلال معرفته لكيفية عمل السوق من الوجهة التحليلية والفنية ، وأيضا من خلال معرفته لكيفية عمل السوق الفعلية .

هذا ويمكننا أن نحدد أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل السوق الى مجموعتين(٣) :

**الأولى - عوامل أساسية :** وهي تنشأ خارج السوق ، وتعكسها مقدما ، أو تنعكس عليها مؤخرا وهي أساسية لأنها تتعلق بتطورات اقتصادية أو سياسية ترتبط بتركيب الاقتصاد القومي ومستوى نشاطه ، وهي خارجة لأنها لا تنشأ داخل السوق ، وإنما قد تتوقعها السوق فتؤثر على سلوكها . وتؤثر هذه المجموعة من العوامل الأساسية على أسعار الأوراق المالية في الأجل القصير على الأقل ، طبقا لتفسير المتعاملين بها ، وتأثر سلوكهم بهذا التفسير .

**الثانية - عوامل فنية :** وهي تنشأ داخل السوق وتتعلق بطبيعة عملياته ، والظرائق التي يستخدمها المتعاملون في مجال تخطيطهم للعمليات المالية التي يهتمون بها . ويلجأ الاقتصاديون عادة في تفسيرهم للتقلبات التي تحدث في السوق ومن داخلها الى هذه المجموعة من العوامل الفنية ، والتي غالبا ما يعززون اليها ما يسمونه بالتقلبات العرضية .

---

(\*) الواقع أننا لم نتسلم عن النظرية الاقتصادية ما يمكننا من تفسير التقلبات النمائية أو العلة في سوق الأوراق المالية . ويسجل تاريخ (Keynes) وعمله في الفترة التي اشتغلها مديرا محترفا للاستثمارات أنه قد إنصرف عن اتجاها الاقتصاديين النظريين الى اتجاه محلي الأوراق المالية .

هذا ويدخل فى تحديد قيمة أية ورقة مالية مفردة عوامل اقتصادية منتشرة فى الاقتصاد القومى كله . فليس من اليسير الوقوف على هذه العوامل الا بتحليل الموقف الاقتصادى العام . فنشاط الاقتصاد القومى ليس الا جزءا من المجتمع بمضامينه الاجتماعية والسياسية . ومن هنا يكون لا مفر من ان يدخل فى التحليل كل متغير أو « حدث » اجتماعى بالمعنى العام ، له أثره الاقتصادى . وليست العبرة بنوع « الحدث » وانما العبرة بدلالته فى نظر السوق وتفسيرات السوق لفجواه .

وهكذا ، يتم جمع كل المتغيرات تحت اسم واحد ، هو حالة التوقع (State of Expectations) . ويتم تفسير أثر حالة التوقع هذه ، والتعبير فيها على تحديد أسعار الأوراق المالية ، طبقا لأوسع مفهوم .

ومن المسلم به أن سوق الأوراق المالية ، نظرا لتعدد الصكوك المتداولة فيه وتشعب أغراض رأس المال ، واعتمدها اعتمادا مباشرا على الأسواق المختلفة ، تتأثر تأثيرا مباشرا بالحالة الاقتصادية عامة . بل لربما كانت الأسعار بسوق الأوراق المالية من أكثر المؤشرات الاقتصادية دلالة على الحالة العامة للأسواق . ومن هنا يطلق على سوق الأوراق المالية « بارومتر » النشاط الاقتصادى بالدولة . وإذا حانج المحلل الاقتصادى فى معرفة كيفية تأثير هذه السوق فى مسلك الاقتصاد القومى فى مجموعه وتأثرها به . . . . . فإنه يكون بهذه المعرفة قد توفرت لديه المعلومات التى تلزمه كمستشار لرسم السياسة العامة (Public Policy) ، فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية .

#### رابعا - أهمية التنسيق بين سياسات المؤسسات المالية فى اطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة :

من الإستعراض السابق للسياسات الاستثنائية للمؤسسات المالية فى سوق النقد ورأس المال نجد أن هناك محددات للسياسة الاستثمارية لكل نوع من المؤسسات بل وفيما بين المؤسسات داخل السوق الواحد . وهو مما يفرض ضرورة التنسيق بين هذه السياسات فى الإطار الذى تستهدف السياسة الاقتصادية العامة للدولة تحقيقه .

ولما كانت عمليات السوق المفتوحة فى اطار السياسة النقدية والعمليات المالية للحكومة فى اطار السياسة المالية ( التغيرات فى سياسة الانفاق والضرائب ) ينعكس أثرهما بشكل مباشر على حجم الدين العام فإن نجاح المؤسسات المالية فى سوق المال يتطلب التنسيق والتعاون فيما بين السياستين النقدية والمالية .

وحتى تكتسب السياسة الائجابية للدين العام الفعالية المرجوة . فانه لا بد من اكتمال الهياكل الأساسية للنظام المالى بالمجتمع لموازنة ادارة الدين العام . ولهذا الغرض فانه فى بعض الدول يتم اسناد مهمة الاشراف على المؤسسات المالية فى سوق المال الى جهة متخصصة تضم ممثلين عن هذه المؤسسات الى جانب فريق من الخبراء الماليين . ويكون هدف هذه الجهة هو تحقيق التناسق بين مختلف المؤسسات المالية فى سوق المال من ناحية ، وبين الأجهزة الحكومية وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى (شركات الأموال) التى تعمل فى سوق المال بغرض تحقيق قدر من التوازن بين التدفقات النقدية عبر القنوات المالية المختلفة بالمجتمع .

ومن هنا يجب أن تركز ادارة الدين العام على تحقيق التكوين المثالى للدين العام ، من خلال سياسة ايجابية ، لا يكون عرضتها مجرد الحصول على ايراد للخزانه ، وانما استحداث آثار اقتصادية معينة ، فى ضوء الظروف السائدة والمتوقعة . بمعنى أن يكون الغرض من تغيير حجم الدين - بالزيادة أو النقص - هو مقابلة احتياجات ضبط النشاط الاقتصادى فى الدولة ، كما تحدها أهداف السياسة الاقتصادية العامة ، والتي تتمثل فى تحقيق معدل مناسب للتنمية ، وتأمين التشغيل الكامل للموارد الانتاجية ، واستقرار القوة الشرائية للنقود .

## الفصل الثانى

### أهم مجالات التطوير فى سوق الأوراق المالية

يعد تطوير أسواق الأوراق المالية شرطاً ضرورياً لتوفير ثقة المتعاملين فى جهاز السوق والعاملين فيه .

وعلى ذلك تتعرف الدراسة فى البداية على تكوين السوق ، تمهيدا لاستبيان الأركان الأربعة لنظام تشغيله السليم ، وهو ما يرتبط بوجود نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق ، وأخيرا توضح الطريقة العلمية لتخطيط واتخاذ القرارات الاستثمارية .

### تكوين سوق الأوراق المالية (Securities Capital Market)

وهو مجال التعامل فى الأوراق المالية وهو ينقسم الى شقين :

١ - سوق الإصدار : وهو الذى يتم التعامل فيه على الأوراق المالية

عند إصدارها لأول مرة ، ويقال عنه السوق الأولى (Primary Market) وواقع الأمر أننا حينما نتناول هذه السوق فإننا نعنى تأسيس الشركات المساهمة عموماً ، وطرح أسهمها للاكتتاب العام . ومن هنا فإن دور هذه السوق فى اجتذاب المدخرات للتوظيف فى أسهم هذه الشركات يتوقف على عدة عوامل ، من أهمها تقديم حوافز لمشروعات جيدة تغرى المدخرين على ارتياد هذا المجال ، بالمقارنة بالعائد بأوعية الادخار والاستثمار الأخرى . وهناك العديد من الصور الفنية للحوافز المالية : ضريبية وغير ضريبية ، وكذا الحوافز والتيسيرات الادارية . ذلك أن من أهم العوامل تبسيط اجراءات تأسيس الشركات المساهمة ، واستبعاد كافة الخطوات التى تعوق سيولة هذه اجراءات .

٢ - سوق التداول : وهو الذى يتم فيه التعامل على الأوراق المالية بعد إصدارها ، ويقال عنه السوق الثانوى (Secondary Market) وخلافاً لما تناولنا من أسواق ، والتى لم نحدد مكانا بذاته للمعاملات التى تتم بأى منها ، فإن لسوق التداول مكان ، إلا وهو البورصة .

هذا ، ويؤثر كلا من شقى سوق الأوراق المالية فى الآخر فإذا كانت هناك بورصة نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر ، فإن هذا يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار . ذلك أنهم يكونوا مطمئنين الى امكانية تحقيق السيولة والسعر العادل لما اكتتبوا فيه من الأوراق . وفى الجانب المقابل ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتتاب فى أسهمها ( سوق الإصدار ) من شأنه أن يتيح مزيداً من الأوراق المالية التى تجد طريقها الى البورصة ( سوق التداول ) فينشط هذا السوق . وبالتالي يحقق أهدافه فى اضعاف السعر العادل والسيولة للأوراق المقيدة فيه ، فى ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب .

ووفقاً للنظم السليمة لتشغيل البورصات فإنه لا يجوز التعامل بالأوراق المالية خارج البورصة (\*) . ويقصر التعامل داخل قاعة التداول على وسطاء

---

(\*) الى جانب البورصة الرسمية هناك السوق غير النظامى أو نظام التداول خارج البورصة (Over The Counter — O.T.C) حيث تتداول الأوراق المالية غير المستوفاة للشروط القيد بالبورصة لحين قيدها بالبورصة . ومن الخطورة بمكان السماح بالتعاقد الاجل على هذه الأوراق بالسوق غير النظامى . حيث تتسع الفرص للممارسة السيئة كما حدث بسوق المناخ بالكويت ، حيث استخدم السوق غير النظامى على هذه الحالة . كإداة للتهامرة أو التحكم فى الأسعار . مما انتهى الى أسوأ النتائج ، وانعكس على السوق الكاملة أو المنظمة ( البورصة ) .

السوق: ( السماسرة ) . حيث أنهم يمثلون حلقة الاتصال بين البائعين والمشتريين . ومن أهم شروط العمل بهذا السوق « العلانية » .

### ثانيا - الأركان الأربعة لنظام التشغيل السليم للسوق :

كان لقصور النظرية الاقتصادية من الوجهة التشغيلية وعدم كفايتها لتفسير ميكانيكية السوق أثره في دفع الاقتصادى النظرى الى النزول الى السوق للتعرف على عملياته ، ولتحقيق التزاوج بين التحليل الاقتصادى والوصف الفنى التحليلى لعمليات السوق ، كما يراها ويمارسها الرجل العملى . وهكذا استطاع الاقتصادى استنباط أدوات التحليل الكفيلة بتفسيره ، وفهم كيفية عمله من الوجهة التحليلية لأغراض تشغيلية (Operational) .

وبالنسبة للمخترف ، فإنه بدوره ، لم يجد مناصا من أن يتعرف على أدوات التحليل الاقتصادى ، الى جانب معرفته بالعمليات الفنية التى تدور فى هذا السوق . الأمر الذى أسفر فى النهاية عن العديد من المداخل والنماذج المرتبطة فى مجال تخطيط العمليات المالية والطرائق الفنية المستخدمة فى إنجازها (٤) .

وللسوق أربعة أركان رئيسية لتشغيلها بكفاءة وتمثل فى الآتى :  
أن يتم التداول داخل قاعة السوق ، وعن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فى السوق ، وطبقا لطريقة التداول المقررة ، تحت اشراف الهيئة المشرفة على السوق وهو ما نتناوله بالتفصيل الآتى (٥) :

### ١ - قاعة التداول :

وهى المكان المخصص للتداول ، وهناك أكثر من بديل فى هذا المجال ، ومن البدائل التى كانت مناسبة ثم شملها التطوير نظام القاعدة الواحدة للتداول .

ويقصر هذا النظام على قاعة واحدة للمتاجرة . ومن أهم مزاياها توفير الفرصة الكافية لسلامة عمليات التداول . فأسعار الأسهم الناتجة من عمليات التداول فى ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن (Equilibrium Prices) . حيث يكون كامل العرض وكامل الطلب لسهم ما فى لحظة ما ،

ممثلا فى أية عملية تداول بالسوق .

ورغم مزايا هذا النظام ، فإنه وجد أن ثغرة خطيرة تشويه . وتمثل هذه الثغرة في أن المعلومات يمكن ضيبتها فقط بعد أن تكون المتاجرة قد انتهت . وبالتالي يكون اكتشاف وقائع المتاجرة غير المسموح بها بعد اتمام الصفقة .

لذلك ، فقد تم تطوير هذا النظام بحيث أصبح نظام التداول متمثلاً في نظام إلكتروني متكامل للتداول والمعلومات Integrated Computer-Based Terminal Trading & Market Information System.

ويتكفل هذا النظام بضبط الثغرات السابقة بشكل دقيق وسريع وفي زمن قياسي . وذلك من خلال فيض المعلومات المتدفقة عن كافة عمليات التداول ، ومن خلال البرامج المسبقة ، بما يسهل مهمة تتبع الفوري لعمليات المتاجرة في الأوراق المالية بكافة دقائقها ، من حيث حجم التعامل ، وتطور الأسعار ، وغيرها من المعلومات الأخرى .

وحيث يرتبط بهذا النظام كافة الوسطاء الذين يقومون بعملية التداول ، فإنه يساعد على ضبط الممارسات السيئة أو غير المسموح بها ، وإيقاف المتاجرة في حالة وجود شك في ورقة معينة ، الى أن يتم التأكد من سلامة الصفقة ، وبالتالي يسهل اتباع هذا النظام من مهمة تطبيق قوانين ولوائح السوق .

## ٢ - الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق :

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالسوق .

وهناك خمسة مجالات لعمل الوسيط : وسيط بالعمولة - صانع الأسواق - مغطى لاصدارات الأوراق المالية - بائع أو مروج للاصدارات - مستشار مالي للاستثمار في الأوراق المالية . لكن الأكثر توافقاً مع متطلبات نظام التشغيل السليم هو مجال الوساطة بالعمولة ، بينما الأشد خطورة على نظام التشغيل هو مجال صانع الأسواق (Market Maker) حيث في هذه الحالة ، يسمح للوسيط الى جانب قيامه بأعمال الوساطة ، بأن يأخذ مراكز في السوق لمسابه ، بمعنى أن يشتري ويبيع لصالح محفظته .

وحيث تسمح نظم تشغيل بعض البورصات للوسيط بذلك ، فذلك بحاجة أن قيامه بمهمة صانع الأسواق تضيف على السوق نشاطاً واستمرارية ،

وتؤمن للمستثمر السيولة . لكن هذه الحجة تحتاج الى مناقشة ، اذ لا يمكن التسليم بصحتها تماما ، وفي كل الحالات ، فقد وجدنا في زيارتنا لبورصات دول وسط وغرب أوروبا الكثير من الجوانب السلبية لدور الوسيط في هذه الحالة . لذلك يكون الأجدر استبعاد وتحريم هذا المجال على الوسيط - خاصة بالنسبة للدول النامية . فاذا كانت معظم نظم التشغيل تحرم على الوسيط الشراء أو البيع لحسابه أو لحساب أقربائه حتى الدرجة الأولى ، فمن باب أولى تحريم وظيفة صانع الأسواق على الوسيط ذاته .

### ٣ - طريقة التداول :

هناك طريقتان للتداول :

**الأولى : طريقة المفاوضات (Negotiations)** ، أى اعلان أسعار العرض وأسعار الطلب لكل وسيط ، والتفاوض للوصول الى صفقة . وقد تمكن هذه الطريقة من اعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل .

**الثانية : طريقة المزاد العلنى (Auctioning)** . وقد تمكن هذه الطريقة من الوصول الى أحسن الأسعار بالنسبة للبائع أى أعلى سعر طلب (Highest-Bid) ، وللمشتري أى أدنى سعر (Lowest Offer) .

هذا ويتم الابلاغ عن الأسعار علنا . وينتهى التداول - أيا كانت طريقتة - الى عقد العملية المالية ، التى يتحتم تسويقها بالتسليم والتسلم الفعلى . وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول ، وبالتالي فإنه كلما زادت عمليات المضاربة الضارة ، بأمل تعاظم فرص الكسب السريع فى الأجل القصير ، كلما زاد حجم التداول وسرعته ، وكان ذلك مؤشرا لاحتمالات حدوث تقلبات عنيفة فى أسعار السوق . ومن هنا يجب على ادارة السوق أن تقوم بتحليل اتجاهات حجم التداول بالسوق بالنسبة للبيوع ، أيا كان نوعها ، ( عاجلة أو آجلة ) .

وقد تستعين ادارة السوق ببعض الأساليب التنظيمية ( ان لم تكن توجد فى قانون السوق ) لتنظيم المضاربة فى السوق الآجلة ، ومن ذلك مايلى :

**الإسلوب الأول -** تحديد وحدة تغير السعر ، وذلك لتجنب حدوث تحركات غير مقبولة فى الأسعار .

**الإسلوب الثانى -** تحديد حد أدنى لوحدة التداول ( وهو الحد الأدنى

عدد الأسهم الواجب لعقد الصفقة ) وتحديد هذا الحد بعدد مرتفع من الأسهم الواجب التعامل عليها من شأنه أن يبعد عن المضاربة فى البورصة الآجلة كل من لا يجد فى نفسه القدرة على تحمل هذه النتائج . وتلك هى صورة من صور تنظيم المضاربة لأبعاد غير المختصين (Outsiders) عن هذا الميدان .

#### ٤ - الهيئة المشرفة على السوق :

وهى محور نظام التشغيل السليم ، فهى تقوم على تطبيق قوانين السوق ومن أهم مهامها مايلى :

#### ١ - تطبيق قوانين السوق :

من الضرورى أن يواكب التطور الذى يحدث فى نمو السوق بتطور مماثل فى التشريعات والقوانين التى تحكمه ، أو على الأقل يكون هناك تشديد أو صرامة فى تطبيق القوانين الموضوعة ، وعلى الأخص بالنسبة لاحداث المجالس التأديبية وفرض العقوبات .

وأيا كانت طريقة تنظيم السوق فان مهمة الهيئة المشرفة على السوق من خلال قوانينه ولوائحه ، هى تحقيق السوق المنظمة Orderly التى تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة فى سعر السهم من صفقة الى أخرى . وكذلك تجنب التحركات الكبيرة فى المستوى العام لأسعار الأسهم التى لا يوازرها حجم تداول مناسب ، أو تكون غير مسموح بها . وإذا نجحت الهيئة المشرفة فى هذه المهمة فانه سوف تتحقق السوق العادلة (Fair) ، التى لا توجد فيها الفرص للغش والتلاعب بالأسعار واستغلال المعلومات .

#### ب - الرقابة على السوق الأولى :

وذلك بالزام كل شركة جديدة تطرح أسهمها للاكتتاب العام باصدار « نشرة اصدار » توضح أغراضها وبرنامجها حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها . ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية (Bubble Companies) التى تظهر وتختفى بسرعة ، بعد سحب أموال الجمهور . ذلك الى جانب اخضاع تداول أسهم الشركات الجديدة لصورة

---

(\*) وهذه المهمة مستحدثة فى بعض الاسواق مثل سوق عمان المالى بالملكة

من صور الرقابة ( القيد بالجدول المؤقت للأسعار ) حماية للمستثمرين فيها ، الى حين قيدها بالجدول الرسمي للأسعار ، طبقا للشروط الخاصة بالقبول والادراج بالجدول الرسمي (Listed Companies) .

وتشمل هذه الرقابة أيضا وضع متطلبات الإفصاح (Disclosure) عن تداول الأشخاص من الداخل لأسهم شركاتهم وكذا وضع القيود المناسبة للمؤسسين مثل حظر تداول أسهمهم قبل مدة معينة ، أو الى حين اعلان نتائج مرضية عن الشركة لمدة معينة الى غير ذلك من القيود الأخرى المطلوبة .

### ح - الرقابة على السوق الثانوى (٦) :

من خلال نشر واشهار البيانات المالية للشركات المقيدة بالجدول الرسمي . بحيث تعد الشركة بيانات واضحة عن نشاطها مبنية على أسس مقبولة ومتعارف عليها لتعكس أوضاعها بشكل سليم .

وهذه المتطلبات هي إحدى مهمات المحاسبة والتدقيق الأساسية . فالمحاسبة تحدد الأهداف وتضع الأسس المناسبة بينما التدقيق يمنح الثقة فى البيانات المالية التى تعدها الإدارة ، وذلك بفحصها وفحص المستندات المؤيدة لها فحصا دقيقا ، يساعد فى إعطاء رأى مهنى حولها . كذلك فان توفير هذه المعلومات يساعد المستثمر على اتخاذ قرار معلل بالاستثمار فى أسهم الشركة ، ومن هنا يجب أن تشارك إدارة السوق فى الدراسات الخاصة بمتطلبات المستثمرين فى الأوراق المالية من المعلومات للوصول الى قائمة موحدة من الأسس والمعايير والمقاييس المحاسبية ، التى يجب اتباعها عند اعداد البيانات المالية للشركات ، وتدقيق تلك البيانات . الأمر الذى يتطلب تحقيق التفاهم بين معدى البيانات المالية ومدققىها والمحللين الماليين حول المفاهيم والأسس والفرضيات التى تنطوى عليها عملية اعداد هذه البيانات . كذلك يجب أن تتخذ إدارة السوق الاجراء المناسب ازاء أى تحفظ مهم فى تقرير مراقب الحسابات ، حول البيانات المالية للشركة المساهمة لتحرى أسباب هذا التحفظ وازالة أسبابه (\*) .

(\*) هناك اتجاه فى بريطانيا الى تشكيل لجنة اشرافية لتحرى أوضاع الشركات التى يتحفظ مراقبو الحسابات بشأن بعض بنود بياناتها المالية ، أو يرفضون الادلاء برأى حول أوضاعها المالية مباشرة . كذلك تبذل الامم المتحدة دورا فى هذا المجال بالنسبة للبيانات الخاصة بالشركات المتعددة الجنسية . حيث أوصت لجنة مشكلة لهذا الغرض بأن تعد هذه الشركات ببياناتها على درجة أعلى فى الاشهار من تلك المتبعة فى حالة الشركات المحلية .

هذا ، وعلى الرغم من الأخذ بمبدأ التنظيم الذاتي لسوق الأوراق المالية بواسطة الهيئة المشرفة على السوق إلا أن ذلك يجب أن يسير جنباً إلى جنب مع إشراف الحكومة الذى يمارسه مراقب السوق .

### ثالثاً - أهمية وجود نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق (٧) :

ويقصد بكفاءة الأسواق المالية مدى تواجد المعلومات للمستثمر من حيث سرعة تواجد هذه المعلومات وقلة تكلفتها .

وتترجم كفاءة الأسواق المالية بأن الأسعار الحالية للأوراق المالية المعروضة تعكس واقع الأوراق المالية ، من حيث قوتها وضعفها ، وبالتالي يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جنى أرباح أو عائدات غير عادية أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم فى أوراق مالية بأسعار مغالى فيها مما ينتج عنه جنى عائدات منخفضة بدرجة غير عادية .

### ١ - مقاييس كفاءة السوق :

يشمل قياس كفاءة السوق ثلاث جوانب مهمة وهى :

#### أ - الكفاءة التبادلية (Transaction Efficiency)

ويقصد بها نسبة تكاليف التبادل وعمولات السماسرة ، والعلاقة بينهما عكسية . فكلما قلت تكاليف التبادل كلما زادت - الكفاءة التبادلية .

ب - الكفاءة التشغيلية، ويقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، والعلاقة أيضاً عكسية . أى كلما تقل الهامش أو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء كلما زادت الكفاءة التشغيلية .

ج - الكفاءة الهيكلية ويقصد بها عدد المشاركين فى السوق سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين ، وتعكس درجة المنافسة فى السوق . والعلاقة هنا طردية فكلما زاد عدد المشاركين كلما زادت درجة الكفاءة الهيكلية .

### ٢ - أنواع افتراضات السوق الكفاء :

هناك ثلاثة أنواع لافتراضات السوق الكفاء وهى كالتالى :

Weak Form Efficiency

١ - النوع الضعيف

ب - النوع متوسط القوة : Semi-Strong Efficiency.  
ج - النوع القوي : Strong Form Efficiency.

وكل نوع من هذه الأنواع مبنى على مستوى معين من المعلومات المتاحة للمستثمرين .

### ٣ - شروط حالة السوق الكفاء :

- أ - انخفاض تكاليف التبادل « الكفاءة التبادلية » .
- ب - عدم وجود أو صغر الفجوة بين سعر البيع والشراء « الكفاءة التشغيلية » .
- ج - وجود عدد كبير من المتعاملين « الكفاءة الهيكلية » .

على أن الدفاع المطلق للأسواق المالية تعد ضربا من ضروب المستحيل بحيث أنه لا يمكن الحصول على كل المعلومات عن الأوراق المالية المتبادلة . وعليه فإن مسألة الكفاءة هي مسألة نسبية ، حيث يكون هناك سوق مالى أكثر أو أقل كفاءة . كما وأن وجود الأنواع الثلاثة من الكفاءة تختلف ، حيث أن النوع الضعيف والنوع المتوسط القوة هي الأكثر وجودا ، بينما النوع القوي ليس بمستوى النوعين السابقين .

### رابعا - الطريقة العلمية لتخطيط واتخاذ القرارات الاستثمارية (٨) :

يجد المطلع على التطورات المستحدثة فى أسواق الأوراق المالية العديد من الصور الفنية للعمليات المالية التى تقوم أساسا على المضاربة الاقتصادية . ومن بين هذه الصور حق خيار الشراء (\*) .

فقد بدأ تداول حقوق الشراء هذه فى بورصة لندن الدولية للعمليات المالية الآجلة وسوق الأسهم فى لندن عام ١٩٨٥ . كذلك طرحت أسواق السندات الدولية أدوات مماثلة لحقوق الشراء مثل السندات بسعر محدد

(\*) وهذا يعطى المالك حق ، دون الالتزام ، بشراء أو بيع ( مستقبلا ) أداة مالية بسعر محدد مسبقا ، خلال فترة محددة . ونظرا الى أن المالكى حق خيار الشراء غير ملزمين بشراء أو بيع الموجودات ذات العلاقة ، فإنه يمكنهم الاستفادة من تحركات الاسعار التى تكون فى صالحهم . وإذا لم تكن الاسعار مواتية فان خسارتهم ستنحصر فى الرسم الذى يدفعونه لشراء حق الخيار هذا .

مسبقا . كما أن السندات ذات السعر العائم والتي يتم تحديد الحد الأعلى لقيمة كوبوناتها تعتبر فى حد ذاتها حق خيار شراء سعر فائدة ، ولكن بأجال استحقاق أطول من تلك التى يجرى التعامل بها فى الأسواق المالية .

هذا ، ولقد أسفرت التطورات الحديثة عن تعدد فى الأدوات المالية سواء للمضاربة أو للاستثمار ، ويهمننا التعرف على مفهوم كلا منهما :

يعرف أحد الخبراء عملية الاستثمار فى الأوراق المالية بالآتى(٩) :

« عملية الاستثمار هى تلك العملية الواعدة - على أساس التحليل الكامل والدقيق - بأمان الأصل وبايراد مرضى ، والعمليات التى لا تتوافر فيها هذه المطلوبات تعتبر مضاربة » .

والى جانب التعريف السابق ، هناك قول قديم فى الدوائر المالية يصف هذا الموضوع فى كلمات : « الاستثمار فى الأوراق المالية هو مضاربة ناجحة ، بينما المضاربة هى عملية استثمار ظهر بالتجربة عدم نجاحها » . وهو مايعنى أن النتيجة النهائية للعملية المالية هى التى تحدد نوعها : عملية استثمار أم عملية مضاربة .

والآن نريد أن نتعرف على الطريقة العلمية التى ترتبط بالقسرار الاستثمارى : الطريقة العلمية هى مجموعة من الطرائق التى يمكن استخدامها عمليا لتخطيط واتخاذ القرارات الاستثمارية الحكيمة ، على ضوء بيانات غير كاملة . ان لا يحتمل توفر البيانات الكاملة للمستثمر حيث لو توفرت هذه البيانات لأصبحت عملية تخطيط الاستثمارات عملية حسابية بسيطة ، أو على الأكثر عملية رياضة مالية ، لا تحتاج الى استنباط وتفسير وتقدير ، وليس معنى استخدام الطريقة العلمية أن نخرج بتعميمات أو قوانين علمية تحدد شكل العلاقة بين الظواهر الاقتصادية . لكن المقصود هو تحديد المشكلة الاستثمارية بمعناها المالى ، والتى تتلخص فى تحقيق أهداف المستثمر وتفضيلاته - فردا كان أو مؤسسة - الى أقصى حد ممكن ، فى ظروف معينة أو فى موقف معين .

وللمشكلة الاستثمارية وجهان: الأول وهو الاعتبارات الخاصة بالسياسة الاستثمارية . والثانى وهو الموقف الذى تعد فيه الخطة الاستثمارية ، والظروف التى تكتنف تنفيذها ، وهو مايعبر عنه بالادارة المستمرة .

### الوجه الأول - الاعتبارات الخاصة بالسياسة الاستثمارية :

وهى تشتمل على مجموعة من العمليات ، التى تستهدف تحقيق أهداف المستثمر الى أقصى حد ممكن ، وهى وفقا لترتيبها كالاتى :

- ١ - تحديد الأهداف الاستثمارية حسب أسبقيتها .
- ٢ - معرفة الاعتبارات التى يجب أخذها فى الحسبان لتحقيق هذه الأهداف .
- ٣ - تقدير الأخطار المحتملة التى تهدد الوصول الى هذه الأهداف .
- ٤ - اختيار الأصول والأدوات الاستثمارية وهو مايعنى « اختيار الإصدارات » .
- ٥ - توقيت التعامل فى هذه الإصدارات المعنية بالشراء أو البيع وهو مايعنى « توقيت التحركات للإصدارات » .

٦ - توزيع المخدرات من الأنواع المختلفة من الأصول والأدوات الاستثمارية بنسب معينة ، حتى يمكن الوصول الى الأهداف الاستثمارية ، مع تجنب أو تخفيض الأخطار الى أدنى حد ممكن ، وهو مايعنى « تشكيل حافظة الأوراق المالية من إصدارات متنوعة » .

### الوجه الثانى - الإدارة المستمرة :

تستلزم إدارة الأموال المستثمرة فى أوراق مالية درجة كبيرة من الدقة ، تعادل ان لم تزد عن تلك المطلوبة عند شراء هذه الأوراق . فالعوامل الأساسية والفنية المؤثرة على تخطيط العمليات المالية دائمة التغير ، مما ينعكس على القيم المستثمرة . وبمعنى آخر فان الأوراق المالية التى كانت تبدو سليمة جدا وقت الشراء ، قد تنقلب الى أوراق مضاربة للغاية خلال سنوات محدودة . لذلك يجب أن تكون السياسة الاستثمارية مرنة الى الحد الذى يسمح بإجراء التعديلات اللازمة لمقابلة الظروف غير المتوقعة .

ويعتبر المدخل التحليلى الذى يستند الى التحليل السليم للقوائم المالية من ميزانية وحساب المتاجرة وحساب الأرباح والخسائر هو المدخل الذى يودى الى تقديم الحقائق الهامة الخاصة بالإصدار المعين من الأسهم أو السندات ، بطريقة تعود بالنفع على مالك هذه الأوراق الفعلى أو المحتمل ، كما يهدف هذا التحليل الى الوصول لنتائج محددة ، وقائمة على أساس المقاييس المستخدمة الخاصة بالأمان ومدى قبول الورقة المعينة بالسعر الحالى أو بالسعر المفترض .

ومن ثم فعلى المستثمر الصغير الامام بهذا الفن . فهذه القوائم وان كانت صحيحة من وجهة نظر محاسب الشركة الا أن وجهة نظر المستثمر القائم بالتحليل قد تكون مختلفة . ذلك أن الأهمية المعطاة للبيانات المالية ، وبالتالي تحليلها تختلف اختلافا كبيرا يتوقف على نوع الورقة موضع التحليل ، وعلى الدافع الأساسى للمشتري المحتمل لها ، والقائم بالتحليل .

وهكذا فان استخدام المستثمر للطريقة العلمية ، يساعد على تحقيق أهدافه وتفضيلاته الى جانب اسهامه فى تحقيق استقرار السوق .

### الفصل الثالث

#### تطور سوق المال فى مصر

وذلك بتناول التطورات التى شملت سوق الأوراق المالية المصرية منذ عام ١٩٥٢ حتى عام ١٩٨٧ ، وهو ماتمخض عن عدم قيام السوق بوظائفها ، مما فتح الباب لشركات توظيف الأموال لسد هذه الثغرة ، وهو ما يتم تناوله فى سوق رأس المال المصرى ، سوق النقد فى مصر . ونختتم هذا الفصل التطبيقى ببيان بعض الامكانيات المتاحة من جانب القطاع الخاص ، وأساليب اجتذابها لسوق المال .

#### أولا - التطورات التى شملت سوق الأوراق المالية المصرية (١٠) :

كانت مصر أولى البلاد العربية اهتماما بإنشاء سوق للأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية ، حيث قامت أول محاولة لإنشاء السوق عام ١٨٩٠ بالقاهرة بالنظر الى أن أولى الشركات المساهمة بمصر تكونت قبل نهاية القرن الثامن عشر بثلاثين عاما .

#### ١- مراحل تطور سوق الأوراق المالية :

مرت سوق الأوراق المالية بعدة تطورات هامة حتى عام ١٩٥٢ وليس هنا مجال التعرض لها ، حيث تقتصر الدراسة على الفترة التالية لذلك ، والتي تنقسم الى أربع مراحل كالتى :

**المرحلة الأولى : ٥٢ - ١٩٦٠ :** أى قبل قوانين التأمين . وفى هذه الفترة صدر القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩ الخاص بتحديد الأرباح الموزعة ، كما تم

تأميم. بعض الشركات عام ١٩٦٠ . وقد كان عدد السندات التى تتداول فى هذه الفترة ١١ قرض حكومى ، ٨ قروض غير حكومية . أما عدد الأسهم فكان يمثل ٢٩٠ شركة تبلغ قيمتها الاسمية حوالى ٥٠٠ مليون جنيه مصرى . وقد بلغ حجم التعامل بالبورصة بالقاهرة ٦٧ مليون جنيه عام ١٩٥٨ انخفض الى ٤٤ مليون جنيه عام ١٩٥٩ ثم الى ٢٨ مليون جنيه عام ١٩٦٠ .

**المرحلة الثانية : ٦١ - ١٩٧١ :** أى بعد التأميم ، وفى هذه الفترة صدر قرار جمهورى رقم ٦٥ لسنة ١٩٧١ الخاص باستثمار رأس المال الأجنبى، ولكن نظرا لحالة اللاسلم واللاحرب فقد بقى هذا القرار معطلا . وقد انكمش نشاط البورصة فاقصر ما يتداول فيها على ٨ سندات حكومية ، ٣ قروض عقارية ، قيمتها جميعا ٣٥ مليون جنيه ، وأسهم ٥٠ شركة مساهمة تبلغ قيمتها الاسمية ٥٠ مليون جنيه تتمثل فى ٢٥ شركة قطاع عام. قيمتها الاسمية ٤٥ مليون جنيه و ٢٥ شركة قطاع خاص قيمتها الاسمية ٥ مليون جنيه فقط . أما حجم التعامل فقد انخفض بالقاهرة الى ٦ ملايين جنيه . والواقع أنه حتى نهاية السبعينيات كانت سوق الأوراق المالية تعيش فى جو مابعد عام ١٩٦١ ، وهى جو هيمنت عليه انعكاسات التأميم . ولم يكن للمساهمين فى القطاع الخاص فى الشركات التابعة للقطاع العام أى سلطان على هذه الشركات فوزارة المالية بصفتها المالكة والوزارات النوعية كانت هى الأمرة النهائية فى شئون هذه الشركات . وبالنسبة للخمسة وعشرين شركة الأخرى التابعة للقطاع الخاص فمعظمها بل كلها توقفت تقريبا .

وبعد تطبيق سياسة الانفتاح ظهرت نظرة جديدة الى سوق الأوراق المالية ، بدأت بصدور القانون ١١١ لسنة ١٩٧٥ الذى ألغى المؤسسات العامة وألزم الشركات العامة التى يسهم فيها الأفراد بدعوتهم لحضور الجمعيات العمومية لمناقشة تقارير مجالس الإدارة. وأصبح من حق المساهمين أن يحصلوا على أرباح من شركاتهم وذلك عكس ما كان عليه الحال قبل صدور القانون المشاز اليه ، لدرجة أن بعض الشركات صرفت عن أسهمها ربحا يوازى ١٥٪ - ٢٠٪ من سعر السهم السوقي . وكان لهذا أثره على مناخ التعامل . فبعد أن كانت معظم شركات القطاع العام تتداول بالقيمة الاسمية أو أقل منها أخذ سعرها يتضاعف فى بورصتى القاهرة والاسكندرية .

من ناحية أخرى بدأت شركات القطاع الخاص تعاود نشاطها بعد أن زال خطر التأميم ، وتضاعف أسعار أسهمها بدرجات كبيرة لدرجة أن بعضها تجاوز سعره أربعة أمثال القيمة الاسمية للسهم . وبعد أن كان تركيز التعامل فى البورصة يكاد يكون قاصرا خلال الستينيات ومعظم سنوات السبعينيات

على أسهم شركات القطاع العام بدأ يمتد في السنوات الأخيرة من السبعينيات إلى أسهم شركات القطاع الخاص المدرجة بالسوق .

**المرحلة الثالثة : ٧٢ - ١٩٨٠ :** صدر القانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤ بنظام استثمار رأس المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة وكان من أهم ما تضمنه القانون وتعديلاته في هذا الشأن السماح بتداول أسهم الشركات والمشروعات الخاضعة لقانون الاستثمار في البورصات العربية بالعملة الأجنبية . كذلك سمح بقيام البنوك بعمليات الوساطة في شراء السندات والاسهم العالمية ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية ما يضع الأساس لقيام سوق مالية في مصر تكون على صلة بالأسواق المالية العالمية .

وقد بلغ عدد أسهم الأوراق المقيدة بالسوق في نهاية عام ١٩٧٥ نحو ٢٨٦٧٩٦ سهم وقرضين اثنين بخلاف سندات التأميم وسندات التعويض وسندات الجهاد قيمتها الاسمية ٤٥ مليون جنيه .

وخلال هذه الفترة تراوح نشاط السوق بين الصعود والهبوط فقد كان محتاجا إلى إجراءات منشطة للتعامل . وفي الوقت نفسه كانت هناك بعض القوانين المعوقة التي صدرت في الفترات الماضية وسلبت البورصة أهم خصائصها .

**الفترة الرابعة : ٨١ - ١٩٨٧ :** من أهم القوانين الممولة لنشاط سوق الأوراق المالية والتي صدرت في الفترة الماضية ما يتصل بالآتي :

١ - السماح للحكومة والأشخاص العامة بالتعامل في الأوراق المالية التي تملكها خارج البورصة وذلك بموجب القانون رقم ١٦٤ لسنة ١٩٥٦ .

٢ - السماح بالتصرف في أسهم شركات القطاع العام بين المتعاقدين بعيدا عن البورصة وذلك بموجب المادة ٤٦ من القانون رقم ٦٠ لسنة ١٩٧١ والسماح لمجلس إدارة شركة القطاع العام بأن يقرر عدم قيد أسهم الشركة في البورصة وذلك طبقا لنص الفقرة الثانية من القانون المشار إليه في هذا البند .

٣ - تقييد حق الشركات المساهمة « قطاع عام » في زيادة رأسمالها وذلك بموجب القانون رقم ٢٦٢ لسنة ١٩٧٥ .

وفى عام ١٩٨١ كانت هناك تغييرات جذرية تمثلت فى صدور ثلاثة قوانين تضمنت أحكاما فى صالح المستثمرين .

**الأول - القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ :** بتعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية حيث نص على الآتى :

— الزام الشركات المساهمة متى طرحت أسهمها للاكتتاب بالقيود فى جدول الأسعار بعد انتهاء سنة مالية كاملة بالنسبة للشركات المفتوحة وثلاث سنوات للشركات المغلقة .

— الزام الشركات المساهمة رغم أن أسهمها اسمية على نشر تقرير مجلس الإدارة والميزانية متى طرحت حصة للاكتتاب العام .

— أعاد للمساهمين حقهم فى ١٥٪ من الأرباح التى كانت تذهب للخدمات المحلية والمركزية و ٥٪ أخرى كانت تجمد فى سندات حكومية .

**الثانى - قانون الضرائب رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ :** حيث منح مزايا عديدة بالنسبة لأرباح الشركات المقيدة فى جدول الأسعار من ذلك مايلى :

— إعفاء ما يوازى سعر الفائدة بالبنك المركزى على الودائع المصرية من أرباح الشركات المساهمة وأخضاع باقى الربح الموزع لضريبة نسبتها ٣٢٪ .

— إعفاء الممول الخاضع للضريبة على الإيراد العام من نسبة ٥٠٪ من ناتج الأسهم والسندات الذى توزعه الشركات المساهمة التابعة للقطاع العام أو الخاص بشرط أن تكون الأوراق المالية للشركة مقيدة فى سوق الأوراق المالية ( بند ٢ م ٩٨ ) .

— أن يخصم من وعاء الضريبة العامة على الإيراد العام المبالغ التى يشتري بها الممول فى ذات السنة التى قدم عنها الاقرار أسهما أو سندات عن طريق الاكتتاب العام الذى تطرحه الشركات المساهمة التابعة للقطاع العام أو الخاص ( عند انشائها أو زيادة رأسمالها ) وكذلك المبالغ التى يشتري بها الممول سندات التنمية الحكومية أو شهادات استثمار وادخار ويودعها لمدة ٣ سنوات فى أحد البنوك الخاضعة لرقابة البنك المركزى المصرى وذلك كله فى حدود ٣٠٪ من صافى الدخل الكلى للممول ويحد أقصى قدره ٣٠٠٠ جنية ( بند ٧ فقرة ٤ م ٩٩ ) .

### الثالث - صدور قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ : الذى تضمن

تيسيرات عديدة فى مجال انشاء شركات الأموال .  
ونتيجة لما سبق بلغ عدد الشركات المقيدة بالبورصات المصرية ٤٢١ شركة حتى نهاية أغسطس ١٩٨٧ .

ويبلغ عدد الأسهم فى التاريخ المشار اليه ٢٢١ مليون سهم تبلغ رؤوس أموالها ١٨١٧ مليون جنيه مصرى ، بالإضافة الى ٩٢٧ مليون دولار ، ٣ مليون جنيه استرلينى ، واحد مليون مارك ألمانى .

وقد ارتفع حجم التعامل السنوى من ٢٨ مليون جنيه عام ١٩٨٣ الى ١٠٧ مليون جنيه عام ١٩٨٤ والى ١١٤ مليون جنيه عام ١٩٨٥ ثم قفز الى ٢٤٠ مليون جنيه عام ١٩٨٦ ببورصة القاهرة .

أما بورصة الاسكندرية فيوضح المرفق ( ملحق رقم ١ ) تطور حجم التعامل فى الفترة من عام ١٩٧٧ حتى عام ١٩٨٧ .

ومن الجدول يتضح أن حجم التعامل قد ارتفع من ١٤٥٧٣٤ر١٤٥٠٠ جنيهها عام ١٩٧٧ الى ٢٦٢٥٨٠٤٤٥ر٢٦٠٠٠٠ جنيهها فى عام ١٩٨٧ . والمواقع أن هذا التطور لا ينبىء عن تحسن ملموس فضخامة حجم التعامل انما يرجع الى عقد عمليات تطبيق (Marriage) أى أن البائع والمشتري طرف سمسار واحد ، والأغلب فيها أن تكون عائلية . ذلك فضلا عن أنه فى جميع عمليات التداول يجرى قيد العملية مرتان ( الكمية كبائع والكمية كمشتري ) وهو ما يخالف أسس تسجيل التعامل فى البورصات .

لكن من أبلغ الأدلة على ركود حجم النشاط انخفاض عدد السماسرة ببورصة الاسكندرية من ٣٠ سمسار عام ١٩٥٨ الى خمسة سماسرة فى الوقت الحالى وعدد الوسطاء من ١١٢ وسيطا الى ٣ وسطاء .

### ٢ - الافصاح المحاسبى فى السوق :

يتمثل الافصاح المحاسبى طبقا لقانون اللائحة العامة للبورصات المصرية فى الآتى :

١ - مجال تقييم نتائج أعمال الشركات عند قيد أوراقها المالية للبورصات : تضمن ذلك نص المواد ٥٨/٥٥ من قانون اللائحة العامة للبورصات .

ب - مجال الإفصاح الحاسبي للوثائق المتعلقة بحسالة الشركة التي يجب على الشركات المقيدة إرسالها الى البورصة : تضمن ذلك نص المادة ( ٦٢ ) من قانون اللائحة العامة للبورصات .

٣ - المعلومات والأسعار التي ترى البورصة نشرها يوميا : تضمن ذلك نص المادة ٦٦ من قانون اللائحة العامة للبورصات . ولاشك أن كل ذلك ينبىء عن فعالية الإفصاح الحاسبي طبقا لقانون البورصات المصرية ، وهو بذلك يؤدى خدمة لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين .

### ٣ - الهيئة العامة لسوق المال :

استقطبت سوق المال فى أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينات أعدادا كبيرة من الخبراء المصريين والأجانب لتطوير القوانين والقواعد الحاكمة لسوق المال . وبعد أن تم ذلك أصبحت هذه القواعد والقوانين لا تقل فى الكفاءة عن القوانين الحاكمة لأسواق المال العالمية .

وقد أنشئت الهيئة بالقرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ وبالقراءة لأهم المواد نجد أنها قد أعطت كافة الصلاحيات للهيئة لممارسة عملها وذلك كالاتى (١١) :

( ١ ) الاشراف على سوق المال وتدعيمه ، حيث نجد أن الهيئة قد تبعت لوزير الاقتصاد والتجارة الخارجية الذى يقع فى اختصاصه معظم مؤسسات سوق المال بمكوناته الثلاثة . فضلا عن أن قرار انشاء الهيئة قد نص على تمتعها بالشخصية الاعتبارية المستقلة مما يعطيها المرونة المطلوبة لعملها .

كذلك أوضح القرار أن الهيئة قد أنشئت للعمل على تنظيم وتنمية سوق المال فى مصر ومراقبة حسن قيامه بوظائفه وأن من أهم أغراضها خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار اللازمين لعملية التنمية الاقتصادية .

أما بالنسبة للأركان الأربعة لنظام التشغيل السليم فيمكننا استخلاصها كالاتى :

#### (أ) قاعة التداول :

ركز القرار على منع الممارسات السيئة فى التعامل بالأوراق المالية خاصة المشوب بالغش والاحتيال والنصب داخل البورصة ، كذلك صحح القرار الأوضاع بالنص على أن اتمام المعاملات على الأوراق المالية يجب أن يتم

خلال بورصات الأوراق المالية وذلك خلافا للنصوص السابقة التي كانت تبين  
اتمام المعاملات خارج البورصة .

#### ( ب ) وسطاء السوق :

نص القرار على التسهيلات التدريجية اللازمة للوسطاء . كما نص على  
ميثاق شرف المهنة والرقابة والضبط الذاتى ومن ذلك نجد أن القرار قد ركز  
على أهمية الوسيط وضرورة تدريبه وتأهيله وكذا ضرورة حصول جميع  
الجهات العاملة فى السوق على ترخيص لمباشرة نشاطها ، مع الالتزام من  
قبل الجميع بميثاق شرف المهنة .

#### ( ج ) طرق التداول :

لم يقتصر القرار على تنمية السوق الثانوى بل تعدى نطاقه الى السوق  
الأولى ، أخذاً بما تسير عليه بعض البورصات فى الوقت الحالى مثل سوق  
عمان المالى بالأردن وكذلك نص القرار على عدم تدخل الهيئة فيما يتعلق  
بتحديد الأسعار بطريقة مباشرة أو غير مباشرة .

#### ( د ) قوانين السوق :

ركزت نصوص القرار على أهمية القيام بالدراسات اللازمة لتطوير  
سوق المال ، وكذا أكدت على صلاحيات الهيئة لممارسة عملها لتصحيح سوقا  
عالمية . كذلك ركزت هذه النصوص على أهمية توفير البيانات عن جميع مايتعلق  
بأعمال السوق واختصت مايتعلق منها بتسجيل الأوراق المالية بنص خاص  
للوماية من الممارسات السيئة والمضاربات غير الاقتصادية ، كما تم التأكيد  
على ضرورة اتخاذ الاجراءات اللازمة لتصحيح الأعمال والعمليات المخالفة .

ومع ذلك لم تنشط سوق المال لأن أى سوق تحتاج الى سلع للتداول ،  
وسوق المال المصرية لا يوجد فيها نوعيات كافية فى شكل أدوات مالية متداولة  
تشجيع رغبات المستثمرين .

لكن الملاحظ أن الاتجاه هو التركيز على السلطة الاشرافية أو بمعنى آخر  
تم البدء فى التطوير بسلطة اشرافية وهيئة رقابية وتدريب على الرقابة ، قبل  
أن يعرف أحد ماهى سوق الأوراق المالية . هذا فى حين أنه فى جميع العالم  
نجد أن سوق المال تنمو ، وبعد ذلك اذا وجد احتمال سوء تصرف أو اساءة  
استغلال للنوعيات المختلفة من المتصلين بعمل السوق تبدأ السلطة الرقابية  
فى التدخل من أجل التنظيم (١٢) .

وبكلمات أخرى فإننا قبل أن نوجد سلعا للتداول عظمنا دور الرقابة . وفي بعض الأحيان يؤدي تعظيم هذا الدور الى قتل السوق قبل بدايتها .

أخيرا ، الملاحظ أن القانون سمي بقانون سوق المال بينما هو منصب كلية على سوق الأوراق المالية .

#### ٤ - مدى كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية :

في ضوء ماسبق نستطيع القول بأن السوق المصرية سوق ضعيفة الكفاءة ، سواء من حيث الكفاءة الهيكلية ، وهو مايمثل في صغر عدد المتعاملين ( بالنظر الى أن الشركات العائلية تشكل جانبا كبيرا من الأسهم ) ، أو بالنسبة للكفاءة التبادلية حيث مازالت مصاريف السمسرة وغيرها من تكاليف التبادل مرتفعة الى حد ما ، ذلك فضلا عن ضعف الكفاءة التشغيلية المتمثلة في كبر الفجوة بين سعر البيع والشراء (١٢) .

الى جانب ماسبق يمكن القول بأنه لا توجد في مصر أسواق للنقد أو أسواق لرأس المال بالمعنى المطلوب كشق لسوق الأوراق المالية .

#### ثانيا - سوق رأس المال في مصر :

نود أن نؤكد على أن سوق رأس المال في مصر يضم أغلب المؤسسات التي وردت بالدراسة النظرية لكنه يعاني تخلفا واضحا ، فعدد المؤسسات المالية وأدواتها وحجم نشاطها محدود ، وأن ظهر في السنوات الأخيرة بعض شركات أمناء الاكتتاب وضمان الاصدارات . ونتناول هنا نموذجا فريدا في سوق رأس المال في مصر ألا وهو شركات توظيف الأموال .

#### شركات توظيف الأموال :

ظهر في السنوات الأخيرة اتجاه يؤكد على أهمية مشاركة المستثمر في ربح وخسارة النشاط الذي تستثمر أمواله فيه ، في اطار الشريعة الاسلامية . وقد اتسع انتشار هذا الاتجاه حتى عم الكثير من طبقات المجتمع ، وعلى كافة المستويات الاجتماعية والثقافية .

وتمثلت البداية في نشأة البنوك الاسلامية في مختلف البلاد العربية والاسلامية ، وعلى رأسها بنك فيصل الاسلامي ، الذي يعمل في اطار الشريعة الاسلامية ، وتحت اشراف لجنة فقهية متخصصة .

وفى هذا الاطار قام بعض الأفراد فى مصر على تجميع المدخرات من المصريين العاملين بالخارج والمصريين داخل البلاد . ودانت الرغبة فى الحصول على الأرباح من جانب المودعين هى الأساس الأول فى الاستثمار ، حتى وإن أبدى أصحاب المثل استعدادهم لتحمل الخسائر الذى نعتقد انه استعداد نظرى محض ، والا تركوا الأموال فى حساباتهم أو فى خزائنتهم الخاصة دون تعريضها للنقصان . وتجمعت فى فترة وجيزة لدى هذه الشركات مبالغ ضخمة بحيث أصبحت تفوق ما تجمع لدى البنوك والمؤسسات المالية رغم امكانياتها الكبيرة وفروعها المنتشرة فى انحاء البلاد .

والمواقع أن القدرة التى توفرت لدى هذه الشركات انما قامت ونمت بفعل عامل واحد فقط هو معدلات الأرباح المرتفعة التى توزعها هذه الشركات على أصحاب الودائع لديها . وكان التدفق المستمر للأموال مشجعا لهذه الشركات على الاستثمار فى دفع نسبة العائد المرتفع للمودعين . ذلك الى جانب دافع آخر ألا وهو خوف أصحاب هذه الشركات من تكاليف المودعين عليها لسحب وادائعهم مما يضعهم فى مأزق يصعب الخروج منه .

وقد حاول المشرع التدخل قانونا لضمان حقوق المودعين فأورد حكما جديدا لم يرد بنص القانون الخاص بهذه الشركات رقم ٨٩ لسنة ١٩٨٦ . وأضاف هذا الحكم الجديد الى اللائحة التنفيذية لهذا القانون ( الفقرة ج من المادة الأولى ) كمحاولة لمعالجة التعارض القائم بين هذا القانون وبين قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ (١٤) .

ورغم ذلك فقد تعسالت الأصوات تطالب بضرورة تدخل الدولة لحسم الموقف القانونى للقائمين على ادارة هذه الشركات وكان أن صدر القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ الذى هدفت مواده الى المحافظة على حقوق المودعين علاوة على المحافظة على وعاء ادخارى جديد نشأ وترعرع وينبغى الاستفادة منه بما يحقق صالح جميع الأطراف .

ومع ذلك ، فان مهلة الأشهر الثلاثة التى حددها القانون لتوفيق أوضاع هذه الشركات كان يجب أن يحكمها ضوابط وقواعد محددة ، حتى يضمن المودعين حقوقهم أو حتى جزءا منها ، أما أن تترك الحكومة التى وضعت أحكام القانون الجديد ولائحته التنفيذية كل صاحب شركة توظيف أموال ليتصرف دون قواعد أو ضوابط خلال هذه الفترة الحرجة فهذا أمر خطير .

### ثالثا - سوق النقد فى مصر :

يمكن ايجاز استثمارات الوحدات العاملة بهذين السوقين فى سوق الأوراق المالية على النحو الآتى :

١ - البنك المركزى : ارتفعت حيازته من اذون الخزانة بالمليون جنيه من مبلغ ٢٢٣ عام ١٩٦٠ الى ٣١٢٨ عام ١٩٨٠ ثم الى ٦٣٠٩ فى يونيو ١٩٨٣ .

٢ - البنوك التجارية : وهى تشارك فى حيازة اذون الخزانة ولديها محفظة اوراق مالية تضم انواعا مختلفة من الأسهم والسندات وتتسم ببطء حركتها .

وبعد أن خالصنا من استعراض الأسواق الثلاثة لسوق المال فى مصر ، يهمنى أن نشير الى أن التنسيق بين سياسات هذه المؤسسات المالية لم يكن محل اهتمام السلطات المالية ، هذا فضلا عن عدم وجود ادارة للمدين العام فى مصر ، فالداخلى من الدين تختص به وزارة المالية ، والخارجى من الدين تختص به وزارة التعاون الاقتصادى ( الى جانب وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية ) .

رابعا - الامكانيات المتاحة لدى القطاع الخاص واساليب اجتذابها لسوق المال :

يكون من المفيد أن نستعرض على الأقل هذه الامكانيات مع الاشارة الى أهم اساليب الاستفادة منها فى سوق المال .

#### ١ - الامكانيات المتاحة لدى القطاع الخاص (١٥) :

يوجد لدى الجهاز المصرفى سيولة مرتفعة يمتلك القطاع الخاص والقطاع العائلى الجزء الأكبر منها . ان تقدر الودائع الجارية والاجلة التى يمتلكها القطاع الخاص والقطاع العائلى ( مشتملة على ودائع صندوق توفير البريد ) بنحو مبلغ ١٤ر٨ ألف مليون جنيه فى نهاية عام ١٩٨٥/٨٤ .

أما الودائع الجارية وغير الجارية بالعملات الأجنبية ( بعد استبعاد القطاع العام ) فتبلغ نحو ٦٢٢٧ر٦ مليون جنيه فى يونيو عام ١٩٨٥ ، ذلك بخلاف حجم الأموال التى يمتلكها المصريون فى الخارج والتى يمكن أن يرد جزء كبير منها لمجالات الاستثمار فى مصر اذا ماتوا فر لها المناخ الملائم .

٢ - اساليب الاستفادة من امكانيات القطاع الخاص : ويتمثل أهمها فيما يلى :

( ١ ) زيادة دور القطاع الخاص فى استثمارات الخطة (١٦) :

بلغت نسبة مساهمة القطاع الخاص فى اجمالى استثمارات الخطة الخمسية الأولى ١٩٦٥/٦٠ حوالى ٨٪ . ويرجع هذا المعدل المنخفض فى المقام الأول الى الفلسفة التى سادت الحكومة فى هذه الفترة بالاضافة الى توفر احتياطات مملوثة لدى الحكومة وعدم نمو الدين الخارجى لمصر ، ومثل هذه الاعتبارات مكنت الدولة من وضع اعتبارات الكفاءة الاقتصادية فى المرتبة الثانية على سلم الأفضليات الاجتماعية .

وبعد حرب أكتوبر عام ١٩٧٣ اتجهت القيادة السياسية الى افصاح مجال أكبر للقطاع الخاص للمساهمة فى الأنشطة الاقتصادية المختلفة . وانعكس ذلك على زيادة نصيب القطاع الخاص فى الخطة الماضية ٨٣/٨٢ - ١٩٨٧/٨٦ الى حوالى ٢٤ر٢٪ من مجموع الاستثمارات القومية .

وفى الخطة الحالية ٨٨/٨٧-١٩٩٢/٩١ زادت الحكومة من دور القطاع الخاص الى نسبة ٤٠٪ تقريبا .

لكنه ازاء اعتبارات اقتصادية معينة - الى جانب السيولة المرتفعة المشار اليها - ينبغى ألا تقل نسبة استثمارات القطاع الخاص بأى حال من الأحوال عن نسبة ٥٠٪ من اجمالى استثمارات الخطة القادمة .

( ب ) النظر فى تحويل بعض وحدات القطاع العام ومساهماته فى المشروعات المشتركة الى القطاع الخاص :

سواء بتمليكها للعاملين فى هذه الشركات أو غيرهم من أفراد الشعب . وهذا الاجراء يعطى مؤشرا واضحا لا لبس فيه أن الحكومة تعنى حقا تشجيع استثمارات القطاع الخاص . كما أن هذا الاجراء يحكم الرقابة على هذه المشروعات ، ويمكن الحكومة من التفرغ للمهام الأكثر جدوى . بمعنى أن تقتصر الاستثمارات العامة على المرافق العامة والبنية الأساسية والمشروعات الاستراتيجية . ان ذلك يعنى بتعبير أوسع أن تكبح الحكومة جماح رغبتها فى التدخل فى الأنشطة المختلفة والقيام بتنفيذها بنفسها .

ولما كانت الموازنة العامة للدولة تشتمل على الموازنة الاستثمارية ، فان تخفيض نسبة مساهمة الحكومة فى الاستثمارات يؤدى - مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها - الى تحقيق هدف خفض عجز الموازنة العامة ، ولكي

تحافظ على حجم الاستثمارات المطلوبة لتحقيق معدل النمو المخطط يجب أن يزيد نصيب القطاع الخاص فى اجمالى الاستثمارات المخططة بما يغطى النسبة التى كانت تساهم بها الحكومة .

ولهذا المقترح اجراءات تنفيذية ومما يجمل الاستعانة به هنا التجربة البريطانية فى بيع القطاع العام فى الوقت الحالى ، فضلا عن التجربة اليابانية فى وقت سابق (١٧) .

يكفى هنا أن نذكر أن معنى الانفتاح الاقتصادى هو تمليك أصول انتاجية لرؤوس الأموال الأجنبية أو بمعنى آخر ربط الموارد الخارجية بعملية الانتاج (\*) فسياسة الانفتاح من هذه الوجهة تعمل على بيع أصول انتاجية الى مستثمر تتوفر لديه القدرة الخلاقة على عمل شىء جديد ، بينما مقترحنا يعتمد على الوطنيين من العمال أساسا . ناحية أخرى ، يهمننا نكرها ، وهى أن أى شركة وطنية لديها استثمارات عديدة فاذا باعت أصل من أصولها فان ذلك لا يعتبر تصفية وانما يعتبر تدويرا لحفظة استثماراتها . ولاشك أن جميع مثل هذه العمليات سيتم تحت نظر العديد من الأجهزة الرقابية وهيئة سوق المسال فى مصر .

### ٣ - تنوع الادوات المالية فى السوق :

تساهم الأوراق المالية من حيث تنوعها وعمقها بصورة أساسية ومباشرة فى رفع كفاءة السوق بأنواعها المختلفة . لذلك تقتضى محاولات رفع وزيادة كفاءة الأسواق المالية توفير العناصر والمناخ المناسبين لتنوع الأوراق المالية بحيث تشتمل على كل الخصائص التى تقابل متطلبات المستثمرين والمقترضين من حيث الحجم ، فترة الاستحقاق ، درجة السيولة ، توقيت طرحها .

هذا وتجدر الاشارة الى أن المادة ( ١٥ ) من القانون ١٩٨٦/٨٩ الخاص بشركات توظيف الأموال ، قد أجازت للشركات المساهمة الأخرى ( أى غير العاملة فى اطار القانون المشار اليه ) اصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير . كذلك هناك العديد من الأدوات المالية التى يمكن التوصية باصدارها مثل أسهم المشاركة الاسلامية وشهادات الايداع الى غير ذلك مما يناسب كل موقف .

---

(\*) هذا تعريف خاص بالكاتب لا يوجد اجماع عليه ( التحرير ) .

## الفصل الرابع

### دور الاتحاد العربي للبورصات

#### فى مواجهة مشكلات بورصات الأوراق المالية فى البلاد العربية

فتحت أزمة بورصة وول ستريت فى التاسع عشر من أكتوبر عام ١٩٨٧ ملف الاستثمارات والأرصدة العربية فى الأسواق الأجنبية وأكدت من جديد أهمية توظيف رؤوس الأموال فى الأسواق المالية العربية . ويبقى مطلوباً مزيداً من الجدية فى تحسين مناخ الاستثمار أمام رؤوس الأموال العربية فى هذه الأسواق (١٨) .

ونحاول هنا التعرف أولاً على واقع أسواق الأوراق المالية بالبلاد العربية ، ثم نحاول تحديد أهم مشكلات هذه الأسواق . بعد ذلك نستعرض دور الاتحاد العربى للبورصات فى مواجهة هذه المشكلات .

#### أولاً - التعرف على واقع أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية :

إذا ماركننا على بورصات المشرق العربى نظراً لحدائتها بالمقارنة بغيرها من البورصات العربية الأخرى نجد الآتى (١٩) :

#### دولة البحرين :

نجد أنها قد أصبحت مركزاً للتمويل الدولى من خلال « وحدات بنوك الأفشور » ، Off-Shore Banks التى يتراوح عددها بين ٥٠ - ٦٠ وحدة . وعلى المستوى المحلى بذلت البحرين جهوداً مكثفة لخلق سوق لتداول الأوراق المالية ، حتى صدر بانئنائها مرسوم أميرى فى مارس عام ١٩٨٧ .

#### ٢ - المملكة العربية السعودية :

لديها سوق غير رسمية للأسهم ، وتشير الدلائل الى انشاء شركة تسجيل للأسهم تمتلكها البنوك ، ويقدر أن يكون لدى هذه الشركة معلومات دقيقة عن سوق الأوراق المالية فى السعودية ، كما يقدر لها أن تصبح نواة للبورصة .

#### ٣ - دولة الامارات العربية المتحدة :

من الملاحظ عدم وجود هيكل سوقى ذا أهمية تذكر لتداول الأوراق

المالية ، وتعكف غرفة تجارة ( دبي ) منذ فترة على دراسة امكانية انشاء سوق للأوراق المالية .

#### ٤ - دولة الكويت :

وهي الدولة الخليجية الوحيدة التي يوجد بها سوق رسمي منظم لتداول الأوراق المالية . وقد بدأ النشاط يدب من جديد فى السوق بعد أن عانى من الركود والتدهور فى أسعار الأسهم لأكثر من ثلاثة أعوام متصلة عقب الهزة العنيفة التي تعرض لها أثر أزمة سوق المناخ . ويوجد بالكويت شبكة معقدة من البنوك والشركات الاستثمارية ، مشهود لها بالكفاءة والقدرة على ادارة الأوراق المالية محليا ودوليا . وطبقا للتقرير الصادر عن الأمانة العامة لمجلس التعاون فى يونيو ١٩٨٥ فان دولة الكويت تأتى فى المركز الأول بين دول المجلس من حيث اجمالى قيمة الاستثمارات فى مجال الشركات المساهمة حيث بلغ اجمالى رؤوس الأموال نحو ٤٠٢ بليون دولار من مجموع رأس المال المصرح به لجميع الشركات المساهمة بدول مجلس التعاون ، والبذرى يقارب ٦١ بليون دولار .

#### ٥ - سلطنة عمان :

صدر المرسوم السلطانى بإنشاء سوق سلطنة عمان للأوراق المالية فى سبتمبر عام ١٩٨٨ ، وذلك تجاه بناء نظام متكامل لسوق الأوراق المالية . وهذا النظام مبنى على نظام للمعلومات عن الشركات المساهمة وعن التداول .

**أما بالنسبة لدولة قطر ،** فلا يتوفر عنها معلومات فى هذا الخصوص . وبعد هذا الاستعراض السريع نجد أن أسواق الأوراق المالية فى الدول الخليجية تعد حديثة النشأة وبالنسبة للكويت والتي تعد رائدة فى هذا المجال فان قيام سوق الأوراق المالية بها يعود الى عام ١٩٦٢ . لذا فانه يمكن القول أن حداثة نشأة الأسواق المالية وما ترتب عليها من عدم توفر الخبرات الكافية كان معوقا فى سبيل تطورها .

#### ثانيا - تحديد مشكلات الأسواق المالية العربية :

إذا كان لسوق كل دولة عربية خصوصيتها التي تنبثق من ظروف نشاطها ونمط تشريعاتها ، ونظمها ، وهياكلها ، فان لهذه الأسواق قاسما مشتركا من المشكلات الرئيسية ، التي يمكن حصرها فى أربعة محاور رئيسية هي كالتى (٢٠) :

## ١ - جانب العرض :

تعانى الأدوات الاستثمارية بالأسواق العربية من قلة المعروض منها وذلك للآتى :

( أ ) سيادة النمط العائلى للشركات المساهمة .

(ب) تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة ودواعى ذلك تختلف من دولة لأخرى .

(ج) التركيز الرأسى لاصدار السندات من قبل الدولة ومؤسساتها العامة ، وحيازتها التقليدية للبنوك وشركات التأمين ، وضالة المعروض فى السوق الثانوية .

( د ) بدائية توزيع الاكتتاب ، ان مازال أسلوب التوزيع قائما على الاتصال الشخصى المباشر بسبب الافتقار الى مؤسسات ضمان التغطية والتوزيع .

## ٢ - جانب الطلب :

أما من حيث الطلب على الأوراق المالية فى البورصات العربية فانه يرجع الى مايلى :

( ١ ) انخفاض معدل الدخل النقدى والادخار الفردى وعدم ثباته وعدم استقرار أوضاع الفئات التى تحققه عدا الكويت التى يتمتع مواطنوها بمعدلات عالية من الدخل .

( ب ) منافسة الأوراق المالية الحكومية وأثرها فى تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات ، بل ومنافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين فى الطلب على أسهم الشركات وحيازتها ، وحرمان السوق منها .

( ح ) انخفاض العائد الصافى على الأوراق المالية بالقياس الى أشكال الاستثمار الأخرى ، بل ان المعاملة الضريبية لعوائد القيم المنقولة تعتبر من العوامل المنفرة للاستثمار فى الأوراق المالية فى معظم الدول العربية .

( د ) تفضيل السيولة فى الاستثمار قصير الأجل ، نظرا لما يتطلبه الاستثمار فى سوق المال من توافر مستوى عال من الوعى الادخارى والتوظيفى

لدى المدخريين ومن هنا تتجه معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار .

( ه ) المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة فى الحد من اللجوء الى سوق رأس المال وبروز ظاهرة البنوك الاسلامية التى لا تتعامل بسعر الفائدة الربوى بمعناه التقليدى ، وما حققته المصارف من نتائج مشجعة استطاعت أن تستقطب عددا متزايدا من المودعين والمتعاملين .

### ٣ - تخلف الأطر القانونية والتنظيمية :

اذ يلاحظ تخلف أو قصور النظم والتشريعات التى تحكم أصول وقواعد العمل فى السوقين الأولية والثانوية . وفى بعض البلاد هناك غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم السوق وتطويرها ومعالجة أوجه الخلل فيها . وتنفرد السوق الأردنية ( عمان المالى ) بنموذج متطور نسبيا من حيث استكمال الأطر التشريعية والتنظيمية . لكن الحاجة مازالت ملحة لتطوير تشريعات الأسواق الأخرى .

### ٤ - منافسة الوسائل البديلة :

اذ بالنظر لتفاقم المشكلة الاسكانية فى الدول العربية فقد أنشأت بنوك الاسكان وصناديق الانماء العقارى ، واستطاعت هذه البنوك أن تستقطب مدخرات شرائح كبيرة من المواطنين للمشاركة فى الحصول على السكن ، وهى بالتالى تنافس سوق الأوراق المالية فى وظيفته التمويلية .

### ثالثا - دور الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية (٢١) :

عقد اجتماع لمحافظة البنوك المركزية ورؤساء السلطات النقدية العربية فى عمان بالمملكة الأردنية الهاشمية خلال الفترة ١٩ - ٢١/٦/١٩٧٨ ، بناء على تكليف المجلس الاقتصادى والاجتماعى العربى بشأن انشاء سوق مالية ونقدية عربية . وقد شاركت الأمانة العامة لجامعة الدول العربية فى هذا الاجتماع . وكان من أبرز قراراتها وتوصياتها هو البند المتعلق بضرورة انشاء جهاز توجيهى وترشيدى لبورصات الأوراق المالية القائمة فى بعض الدول العربية ، يكون على شكل اتحاد لبورصات الأوراق المالية فى هذه الدول .

وعندما أنشئ الاتحاد كان من أهم أهدافه عقد ندوات ومؤتمرات ولقاءات علمية تجمع بين الباحثين والاقتصاديين بصفة عامة والمهتمين

بأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة ، وذلك بغية بحث المسائل ذات الاهتمام المشترك والموضوعات ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية العربية .

والدول الممثلة فى الاتحاد هى : مصر ، والكويت ، والأردن ، تونس ، المغرب ، السودان ، لبنان . ومقر الاتحاد عمان بصفة مؤقتة .

وقد عقد المؤتمر ندوته الأخيرة بالقاهرة وكان موضوعها « أهمية المعلومات والافصاح عنها فى البورصات العربية » فى الفترة من ١٥ - ١٧ نوفمبر ١٩٨٧ . كذلك ساهم الاتحاد مساهمة فعالة فى تقديم العون والخبرات الفنية وفى تبادل الزيارات الميدانية بين البورصات العربية القائمة من جهة وبين البورصات التى فى طور الانشاء . وعادة ما يتمخض عن كل لقاء مجموعة من التوصيات تقوم الأمانة العامة للبورصات العربية بمتابعة تنفيذها .

وبالرغم من ذلك فإن الاتحاد يواجه تحديات كبيرة وأمامه طريق شاق لتحقيق أهدافه ومن أهم المشكلات التى تحتاج الى الدراسة والبحث ماتم سرده حالا من مشكلات تمثل قاسما مشتركا فى المشاكل الرئيسية للبورصات العربية . والى جانب ذلك هناك مايلى أيضا :

#### ١ - مدى الحاجة الى انشاء سوق أوراق مالية عربية :

لعل أول مانخلص من تجارب الدول التى سبقتنا فى مجال تطوير أسواقها المالية ، أن السوق المالية لا تخلق بمجرد اصدار توصية أو قرار مكتوب ، ولكنها تتواجد حيث تلتقى الاحتياجات بالوسائل الملبية لها . فتوافر المقومات الأساسية من مناخ استثمارى ملائم وبنية هيكلية ومقومات وظيفية وفنية يعد شرطا مسبقا لتواجد السوق (٢٢) .

والواقع أن الأمر يتطلب أولا تقوية وتدعيم البورصات العربية القائمة حاليا قبل التفكير فى انشاء بورصة مركزية ، على مستوى الدول العربية . فأزمة المناخ ليست ببعيدة وكشفت عن عدم مقدرة السلطات النقدية والمالية على تطبيق القوانين واللوائح الخاصة بالبورصة ، مما أدى الى انشاء الشركات الوهمية وتشابك الحقوق والالتزامات بين المتعاملين ، وانتهى الأمر الى غلق هذه السوق والتركيز على البورصة الرسمية بالكويت (٢٣) .

٢ - مدى توفر مناخ الاستثمار : تطوير الأسواق المالية العربية يمكن أن يتم بنجاح اذا تاهلت فنيا للقيام بالوظائف التي تزاوُل حاليا فى الأسواق الدولية المتقدمة فى لندن ونيويورك وباريس وطوكيو . وتبدو ضرورة خلق شقى السوق وهما سوق النقد وسوق رأس المال . فالملحظ أنه لا نجد فى معظم البلاد العربية أسواقا للنقد أو أسواق لرأس المال بالمعنى المطلوب .

ومن أهم الركائز فى هذا المجال ضمان ماقد يتعرض له استثمارات المستثمر العربى ضد المخاطر غير التجارية . وهنا نذكر المؤسسة العربية لضمان الاستثمار التى اكتمل مشروع اتفاقيتها فى يونيو عام ١٩٧٠ . لكن تبدو أهمية زيادة رأس مال المؤسسة لتشجيع انتقال رؤوس الأموال بين أعضائها البالغين ١٨ دولة عربية .

وجدير بالذكر أن اجمالى القروض التى عقدها الصندوق الكويتى للتنمية الاقتصادية العربية فى ١٩٨٦/٩/٣٠ بلغت نحو ١٣٨٢ مليون دينار كويتى كان نصيب الدول العربية منها ٧٠٠ مليون دينار كويتى أى ٢٥ مليار دولار أمريكى (٢٤) .

أخيرا لاشك أن انشاء بورصة عربية هو أمل يراودنا جميعا لحل الكثير من مشكلاتنا . آية ذلك أن جميع الدول العربية ذات العجز تلجأ الى السوق الأوروبية والأمريكية للاقتراض بشروط مرهقة بينما تلجأ الدول ذات الفائض أيضا الى نفس هذه الأسواق لاستثمار فوائضها فيها وكل ذلك يرجع الى غياب السوق المالية العربية الفعالة التى يجب أن يوفر لها الاتحاد العربى ليورصات الأوراق المالية كافة المقومات التى تضمن نجاحها .

## المراجع

- ١ - محمود فهمى ، أسواق المال ورأس المال ، مؤتمر الجمعية المصرية للإدارة المالية ( بالاشتراك مع البنك الأهلى المصرى ) القاهرة ، ٥ مارس ١٩٨١ ، ص ١٥/١ .
- ٢ - دكتور جميل أحمد توفيق ، الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، دار المعارف بمصر ، ١٩٦٣ ، ص ٢٣٠/٢٠٨ .
- ٣ - دكتور أحمد فؤاد شريف ، الاطار العام للمخطة الاستثمارية ، الغرفة النقابية لسماسة بورصة الأوراق المالية بالاسكندرية ، ١٩٥٨ ، ص ٣٢ .
4. What Every Investor should know., A Handbook of the U.S. Securities and Exchange Commission, August, 1982.
- ٥ - أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية ، تنظيمها ، أدواتها ، وأوضاع التعامل فيها ، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، ١٩٨٥ ، ص ٦٢/٣٠ .
- ٦ - جوزيف ماكلافن ، الادارة والرقابة فى بعض البورصات العالمية ، مجلة النشرة الاقتصادية ، ادارة البحوث الاقتصادية ، وزارة المالية بالكويت ، السنة السابعة ، ١٩٨٣ ، ص ١٣٢/١٢٠ .
- وأيضاً : سيف السعدون ، اشهار المعلومات وتحليلها والمؤسسات المتخصصة ص ٣٥٠ .
- ٧ - د. أمال التيجانى على ، دور المعلومات فى رفع كفاءة الأسواق المالية ، القاهرة ، الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية ، ندوة أهمية المعلومات والافصاح عنها فى البورصات العربية ، ١٥ - ١٧ نوفمبر ١٩٨٧ ، ص ٢/١ .
- ٨ - د. أحمد فؤاد شريف ، المرجع السابق ، ص ٢/١ .
- ٩ - المرجع السابق ، ص ٧٣ .

١٠ - عبد الرافع عبد الرحمن محروس ، النظم المحاسبية المطبقة فى مصر ، ندوة أهمية المعلومات والافصاح عنها فى البورصات العربية ، ١٥ - ١٧ نوفمبر ١٩٨٧ ، ص ٢٨/٧ .

١١ - قرار رئيس جمهورية مصر العربية ، رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ ، الجريدة الرسمية - العدد ٥٢ فى ٢٧ ديسمبر ١٩٧٩ .

## 12. Tokyo Stock Exchange, Listing of Securities Regulations.

وأيضاً :

American Stock Exchange Inc., Constitution and Rules, June 1981.

١٢ - د. أمال التيجانى ، تعقيب على بحث الأوراق المالية المتداولة فى بورصات الأوراق المالية ، الدار البيضاء ، المرجع السابق ، ص ٢٧٠ .

وأنظر أيضاً : محمود فهمى ، استراتيجية تنمية سوق المال فى مصر ودور الهيئة العامة لسوق المال ، المؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال ، القاهرة ، ١٧ - ١٩ مايو ١٩٨٣ .

١٤ - د. سميحة القلبيوى ، حول قانون تنظيم الاكتتاب العام فى مشروعات توظيف الأموال ، القاهرة ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٠٧ ، ٤٠٩ يناير وابريل ١٩٨٧ ، ص ١٦٩/١٧٠ .

١٥ - د. سلطان أبو على ، مرتكزات أساسية للخطة الخمسية القادمة ، القاهرة ، مجلة مصر المعاصرة ، العددان ٤٠٧ ، ٤٠٨ ، ص ١٠ .

وأنظر أيضاً : د. صلاح الدين الصيرفى ، سوق الأوراق المالية كجزء من الجهاز الاقتصادى ، الغرفة النقابية لمسامرة بورصة الأوراق المالية بالاسكندرية ، ١٩٥٨ ، ص ١٣/١ .

١٦ - المرجع السابق ، ص ٩ .

١٧ - فؤاد سلطان ، القطاع الخاص والتنمية ، القاهرة ، المدير العربى ، ابريل ، العدد ١٠٢ ، ص ٣٢/٢٨ .

١٨ - مجلة البورصة ، بركان البورصات العالمية يعصف بثروات الغرب ، العدد الرابع ، نوفمبر وديسمبر ١٩٨٧ ، ص ١ .

١٩ - د صعق الركيبى ، معوقات الاستثمار فى بورصات دول مجلس التعاون الخليجى ، الدار البيضاء ، ندوة الاستثمار ومعوقاته فى بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية ١٦ - ١٨ ديسمبر ١٩٨٦ ، ص ٣٣٣/٣٣٥ .

٢٠ - د سليمان المنذرى ، تعقيب على بحث حول التجربة التونسية ، واقع وآفاق ، الدار البيضاء ، المرجع السابق ، ص ١٣/٤٠٦ .

٢١ - مجلة البورصات العربية ، الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية العربية ، دور الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية فى تطوير الأسواق المالية العربية ، السنة الأولى ، العدد الأول ، نيسان ١٩٨٥ ، ص ص ٨/٤ .

22. Dr. Richard T. Meier, Stock Markets in the Members Countries of the Gulf Cooperation Council (G.C.C.) Zurich, pp. 12/15.

٢٢ - سوق المناخ بين الحقيقة والخيال ، الكويت ، جذور المناخ ، ١٩٨٥ ، ص ١٣٠/٦٥ .

٢٤ - خالد الخرافى ، كلمة الافتتاح ، ندوة الاستثمار ومعوقاته ، المرجع السابق ، ص ٢١ .

## تعقيب على بحث

### د السيد الطيبي

#### د حاتم القرنشاوى

يمثل هذا البحث انعكاسا للاهتمام المتزايد نتيجة التطورات الاقتصادية فى السنوات الأخيرة بتطوير سوق الأوراق المالية كأحد المنافذ الرئيسية لتدعيم دور القطاع الخاص فى الاقتصاد المصرى .

والبحث فى صورته المقسمة يتسع فى حقيقة الأمر ليشمل أكثر من موضوع وأن ارتبطت كلها بشكل أو بآخر بسوق الأوراق المالية ولعله كان الأجدر منعا لتشتت القارئ وتعظيما لفائدة البحث أن يركز على سوق الأوراق المالية .

ومن ناحية أخرى فإن البحث تضمن جانبا تعريفيا - ربما كان ضروريا - فى ضوء غياب المعلومات العامة عن الأسواق المالية وخاصة فى فصليه الأول والثانى وأن كان هناك جانب من التساؤلات التى قد تطرح حول بعض التقسيمات والتعاريف التى أوردها الباحث مثل اعتبار سوق الأوراق المالية كسوق ثالث مقارنة بسوق النقد وسوق رأس المال . ومن جانب آخر فلهذا كان المفيد فى الجانب التعريفى بالبحث تقديم مناهج أو تعاريف محددة لبعض أنواع المؤسسات غير المعروفة فى السوق المصرى وبعض الترجمات العربية وهى ما ترجمت الكفاءة التبادلية وقد يكون صحتها كفاءة المبادلات . ولعل من أهم ما أبرزه الباحث فى هذا الجزء من دراسته هو أهمية الموقف الاقتصادى العام وتحليله فى دراسات القرار الاستثمارى على مستوى السوق .

وقد أدت رغبة الباحث فى شمولية نطاق بحثه الى نقاط أخرى مر عليها سريعا وكان من الأولى تركيز دراسته عليها أو قصر التحليل فى بعض النقاط على مكونات للسوق دون أخرى مثل تناول دور سوق الاصدار فى تأسيس الشركات المساهمة دون التعرض للأوراق المالية الأخرى التى يتم إصدارها .

كما أن موضوع كفاءة السوق الذى اشترط له الباحث ضمن شروط أخرى ص ١٠ أن يتم داخل قاعة السوق قد استبعد ما يتم من ممارسات

عملية للاسواق الثانية والثالثة والرابعة فى البلاد المتقدمة والتي قد يزيد حجم التعامل فيها عما يتم داخل قاعة السوق وهى تخضع فى نفس الوقت لقواعد تنظيم عملها وليست مجرد أبواب خلفية للسوق .

ولاشك أن العرض التاريخى لتطور سوق الأوراق المالية فى مصر يمثل خلفية معلوماتية جيدة وكذلك ما استعرض الباحث من القوانين التى تمثل قيودا على نمو سوق الأوراق المالية فى مصر مثل قوانين ١٦٤ لسنة ١٩٥٦ وغيرها مما أشار اليه الباحث .

وقد واجه الباحث ما واجهه بحث ٠٩ سيد عيسى فى المبالغة فى تصوير دور شركات توظيف الأموال حيث قدر أن ما تجمع فى فترة وجيزة لدى هذه الشركات يفوق ما تجمع لدى البنوك والمؤسسات المالية « ص ٢٨ » . وفى ضوء ما أعلن فان اجمالى ودائع هذه الشركات لم يتعد ١٠٪ من اجمالى الودائع لدى الجهاز المصرفى وهو تضخيم لدور هذه الشركات يضر أكثر مما ينفع ويقلل من جهد الجهاز المصرفى والمؤسسات المالية الأخرى دون ماضرة أو داع .

وختاماً فان استعراض الباحث لتوصيات ودور الاتحاد العربى للبورصات يمثل مدخلاً جيداً للتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية وهو ما نأمل له أن يكون مواكباً لخطوات أخرى للتكامل الاقتصادى بين بلادنا جميعاً ان شاء الله .

د . حاتم القرنشاوى