

مناقشات وتساؤلات حول الجلسة الأولى

أولاً: المناقشات:

الأستاذ/ فؤاد سلطان - رئيس الجلسة

شكراً للدكتور محمد عبد الحليم على كلمته التي اعتقد أنها كانت تنقيفاً لنا كرجال مال أكثر منها كلمة باعتبارنا جننا إلى هنا كي نشارك معك في الايضاح لكن كلمتك هذه في الحقيقة مؤثره جداً لنا، لأننا نشعر وكأننا جميعاً نعمل في الحرام، لأنى لو اشتغلت اليوم ١٠٪ أو ٥٪ في الحرام فالحرام سيمحق الحلال. وأنا سؤالى في نقطة محددة يادكتور عبد الحليم، هذا الموضوع كان يشغل بالى منذ أيام ماكنت في البنك وعقدنا عدة ندوات وحضرها على ما أذكر الشيخ النمر/ رحمة الله عليه والدكتور/ أحمد شلبي وبعض السادة الفقهاء، ويمكن اليوم السيد المفتى السابق وشيخ الأزهر قد تكلمنا في هذا الموضوع، وهو موضوع أن القروض الاستثمارية وتحديد العائد فيها جائز وأنا لأفتى وإنما اتحدث عما هو في قلبى، وقد قالوا: مصارف المال ثلاثة واحد محتاج وهذا لايجوز إقراضه وإنما يعطى من خلال بيت المال امانة وواحد يحتاج حاجة مؤقتة وهنا يكون الاقراض والرد بالقيمة الاسمية دون أى عائد وهذا كلام سليم مائة في المائة وكلنا مقتنعون به، والنوع الثالث وهو القروض الاستثمارية كأن اقترض كى أبنى شقة أو عمارة كى استثمارها، قالوا يجوز الاتفاق على اقتسام العائد مسبقاً وتكلموا عن الأرض الزراعية، فعندما يكون لدى أرض زراعية اقوم بتأجيرها اتفق مع المستأجر على الايجار الذى اخذه مسبقاً والعائد الآخر المتحرك يذهب إلى المستأجر. السندات اليوم مثل ذلك، فالسند هو قرض استثمارى، لن يقدم السند في سوق المال إلا مستثمر احتاج هذا المال لأنه رأى هذا العائد له من خلال اقترض مال وربطه بعائد محدد أعلى بكثير جداً من المشاركة خاصة إذا ما أخذنا في الاعتبار كيف قامت البنوك!!، كان مجموعة تجار امناء في الماضى

وأنتموا من الناس على استثمارهم، وكان المصرف الرئيسي للاستثمار هو التجارة ثم بدأ التخصص وزيادة مشاكل الحياة إلى أن بدأت اناس وهى البنوك أو مجموعات اقتصادية تجمع هذه المدخرات وتستثمرها. وعندما تقول لى إنك تأخذ عائد من البنك أقول لك لا فالبنك يجوز أن يفلس ولا يعطى لى العائد وقد رأينا حديثاً بنوك عديدة أفلست وضاعت كل أموال المودعين ولم يأخذوا لا أصل ولا فائدة فعندما أتى اليوم وأقول إن السند حرام بهذا الشكل، إذن جميع المتعاملين في سوق المال يتعاملوا في الحرام فإن هذا كلام يحتاج إلى مراجعة.

تعليق المستشار محمود فهمى:

أنا لا أدعى التخصص في العلوم الفقهية أو العلوم الشرعية إنما لى بعض قراءات بسيطة وسطحية متعمقة ولعلم حضراتكم إن معظم أسواق المال في الخارج تقوم على السندات وليس على الاسهم، أى أن التعامل في السندات هو العصب الرئيسى أو العمود الفقرى للتعاملات الخارجية على حد علمى البسيط، هناك اسلوبان للتفسير: النظرية القائلة العبرة بعموم اللفظ وليس بخصوص السبب، وهناك وجهة نظر أخرى تبحث في أسباب التنزيل فلو جننا بأسباب تنزيل آيات الربا نجدها تدور حول استقلال حاجة المحتاج وهناك قصص كثيرة تثبت هذا، كأن يقول في موسم الحج أتقضى أم تربي؟ ويرجئه إلى السنة القادمة إلى أن يسترق امرأته وعياله فالسؤال الذى يثور الآن، الشركة والبنك أو أى جهة بتطرح سندات في السوق وأنا بدفع قيمة السند وأشتريه هل أنا بستغل حاجة هذا البنك أو أضغط عليه!!

هل البنك يقامر أم هو يسير على حسابات وتوقعات؟ لاسيما بالنسبة للسندات التى يجوز تمويلها إلى أسهم، عيبي إننى رجل غريب عن السوق

ليس لدى خبرة ولا دراية، معى مبلغ صغير (ألف أو الفان)، أود أن أشتري شيئاً أضمن أنها تغل لى عائد أو فائدة ثم بعد ذلك عندما أتأكد من أن هذه الشركة "ماشية كويس" أحول مركزى القانونى من مجرد دائن لشركة بسند إلى مشارك ومالك بسهم، هذا بعد ما أطمئن لهذه الشركة، فهى عملية تجربة تمويلية، أنا أجرب أولاً، هذه الشركة تسير سيراً حسناً أم لا "ميزانيتها سليمة أم لا؟" إلى آخر هذا الكلام ثم بعد ذلك أحول نفسى من مجرد حامل لسند أو دائن لشركة أى علاقة دائنيه ومديونية إلى علاقة مشاركة وملكية، ما تفضلتم به سيادتكم من أن الصيغة في العقود وهى تعبير عن ارادة المتعاقدين إلى آخر هذا الكلام، السنهورى باشا افاض فيه في الالتزامات وعنده كتاب اسمه "العقد" سنة ١٩٢٧م وأفاض في كيفية التعبير عن الإدارة أى التعبير الصريح وبالرسم وبالمراسلة إلى آخر هذا الكلام أنا في رأى إن العملية كلها بتدور حول هل هناك طبعاً لو أى عملية في البورصة أو أى تعامل يدور ويكون مقصور به القسمة والتدليس يبقى خلاص. وحضرتك عارف وكلنا عرفين لما سيدنا عمر قال للرجل الذى يبيع التمر وأراد أن يغرق "إما أن ترفع أو ترفع" أى اما ان ترفع السعر أو ترفع البضاعة حتى لا يغرق السوق ويخفض من السعر يعنى سيدنا عمر نفسه كان يمر في الأسواق ووجد أن الناس تشتكى من الرجل حيث يضع التمر ويبيعه بأقل من سعر المثل فعلمية الربا في حاجة إلى شئ من البحث، وإذا اخذنا بعموم اللفظ تكون أى زيادة في أى قيمة مالية تبقى ربا. وإذا اخذنا بأسباب النزول ففائدة السندات لاتكون ربا.

تعليق: الدكتور محمد عبد الحليم:

انه رغم اننى والحمد لله ازهرى ودارس للشريعة قبل التخصص في المحاسبة بحكم الوظيفة الا أنتى لا أدعى أننى اقتى لأنه يجب علينا وكما

يحدث في كل الأمور أن نحترم آراء المتخصصين، فحينما يمرض انسان نذهب به إلى طبيب وحينما نريد تفصيل بدلة نذهب إلى ترزى وبالمثل حينما نريد فتوى شرعية نذهب إلى فقيه وإذا اختلف الأطباء حول تشخيص مرض معين فإننا نلجأ إلى "كونسيلتو" أى مجموعة من الاطباء ورأيهم بالطبع معا يكون أصوب من رأى طبيب واحد ولذا فإنه في مسألة حرمة التعامل في السندات ذات الفائدة الثابتة كنسبة من قيمتها التى قلت بها إعتدت على فتاوى مجامع الفقهاء مثل مجمع الفقه الإسلامى التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامى والذى يتكون من عدد كبير من علماء الإسلام في العالم الإسلامى، والمجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامى، الإثنان صراحة وأنا كاتب قراراتهم بهذا الشأن في الورقة حيث افتوا أو قرروا أن التعامل في السندات هو قرض بفائدة وهذه الفتاوى يجب أن تحترم لصدورها من مجموعات من المتخصصين وليس لنا بعدها كلام أما عن الحاجة التى ذكرتها سيادتكم وذكرها الاستاذ/ فؤاد سلطان أريد أن أسأل اليوم ما هو حجم التعامل بالسندات في البورصة المصرية اليوم.

الأستاذ فؤاد قال أن حجم التعامل بالسندات يقدر بـ ١٠٪ أو ٥٪ من اجمالى الأوراق المالية المتداولة، وهناك دول لاتتعامل بها اصلاً فضلاً على أن هناك أدوات مالية اشترت إليها اجمالاً في البحث سوف تعقد لها ندوة فيما بعد إن شاء الله تقدم أدوات مالية تحقق ما يمنعه التعامل بالسندات من عائد ثابت وقد كبير من الضمان وبعيدة عن الفائدة الربوية وتتفق مع الأحكام الشرعية وهى مطبقة في بعض البلاد ونجحت وتمثل أدوات مستحدثة تؤدى إلى انعاش سوق رأس المال والقانون رقم ١٩٥ لسنة ١٩٩٢م كان رائعا عندما قال الأوراق المالية والأسهم ثم قال مباشرة والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ولم يذكر الفوائد كما ذكر قانون الشركات رقم ١٥٩

لسنة ١٩٨١م بل قال يجب ذكر العائد وكيفية حسابه، وبالتالي فإنه في إطار قانون سوق رأس المال المعمول به يمكن الاقتراح وإضافة أوراق مالية جديدة كما يمكن تعديل حساب العائد للسندات بدلاً من الفوائد الربوية ليتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وأشارت في البحث إلى أن التعامل بالسندات ذات الفوائد الثابتة حرام ليس مجرد نقل عن قرارات مجامع الفقه السابقة مع احترامي لها ولكني مقتنع بها والمقام لا يتسع إلى أن تثبت علمياً كما يقول الفقهاء بالدليل العقلي أن فوائد القروض سواء في صورة سندات أو خلافها هي الفائدة الربوية، ولكز المجال لا يتسع هنا.

تعليق: الأستاذ/ فؤاد سلطان - رئيس الجلسة:

أقول أنني من خلال خبرتي وأنا لأفتي ولا أدعى العلم في هذا الموضوع أكثر من كوني اتكلم من واقع الممارسة، حيث أنني مارست العمل في البنوك من سنة ١٩٥١م إلى سنة ١٩٨٥م وفي العشر سنوات الأخيرة من سنة ١٩٧٤م إلى سنة ١٩٨٥م كنت رئيساً لبنك استثماري وحاولت أن أصل إلى اتفاق مشاركة مع أي بنك إسلامي لتمويل مشروع بعبي متوازن أجد أن العبي الذي أطلب به من خلال الفائدة المحددة أخف بكثير جداً من عبء المشاركة الذي كان يطالب به بنك إسلامي، وعجزت عن تنفيذ عملية واحدة على مدار ١١ سنة فرجع ثانية، وأقول دار المال الإسلامي عندما نأتى اليوم ونوقع عقد إدارة أموال يستخدم المال الإسلامي وفقاً للشريعة الإسلامية في أسواق المال الخارجية هل وجدت أموال المسلمين للاستثمار خارج بلاد المسلمين تحت اسم إننى أطبق مبادئ معينة غير متواجدة أنا رجل عملي وفي نفس الوقت أخاف الله وبالتالي بأقول إن مثل هذه الندوات ومثل هذه اللقاءات

للوصول إلى فهم واضح بحيث يكون هذا الفهم قابل للتفيذ لأنه من الضروري أن تخرج بالبديل، الدين الإسلامي هو دين كل زمان وكل مكان وليس فقط محاولة الرجوع إلى ماكان قائماً من ١٤٩ سنة علينا أن ننظر للمعاملات اليوم ولتعقيدات الحياة ونقدم لها التبريرات واعتقد أن قوة الشريعة عندنا في هذا في أنها تنظر إلى الواقع المحيط، مرة أخرى أنا لا أدعى العلم في هذا، وإنما كرجل مسلم أخاف الله، أرجو من رجال الفقه أن يساعدونا في فهم واضح لهذا النشاط لأنه بغير ذلك سنجد أنفسنا تابعين لسوق المال وما في مجتمع من المجتمعات الثانية إلا وتابع لسوق المال الذى يسوده نظام الفائدة إذن إما أن نعزل عن العالم وأما أسير مع العالم وأنا معتقد تماماً أن الدين الإسلامى هو الحل في هذا من خلال نظرة واقعية من رجال الفقه.

ثانياً: التساؤلات والاجابة عليها:

س ١: ما رأيكم في شريعة ضمان الدولة لصغار المستثمرين بهدف حثهم على الاستثمار لصالح عملية التنمية. (أ.د/ رفعت جاب الله- استاذ بتجارة الأزهر)

ج ١: هذا يتوقف على طبيعة العلاقة التعاقدية بين المستثمر صاحب المال وبين من يعطيه ماله ليستثمره له، فإذا كانت العلاقة في نطاق العقود الشرعية كالمضاربة والمشاركة، فإنه رغم اتفاق الفقهاء على أن المضارب أو الشريك لا يضمن المال، إلا أنه أجاز الاجتهاد الفقهي المعاصر ضمان طرف ثالث خاصة ولى الأمر وذلك مطبق في قانون سندات المقارضة الأردنى الصادر عام ١٩٨١م كما يوجد أسلوب آخر مطبق في الأردن ايضاً بموجب قانون البنك الإسلامى بإنشاء صندوق يغذى بنسبة ٢٠٪ من صافى الأرباح المحققة سنوياً لمواجهة أية خسائر.

س٢: رجاء الافادة عن كيفية حساب زكاة الاسهم؟ (ا. عصام فريد)

ج٢: إذا كانت الاسهم مشتراه أو مقتناه بغرض المتاجرة بمعنى اعادة بيعها ففى تدخل فقها ضمن عروض التجارة - الأصول المتداولة-وبالتالى يتم تقويمها بالقيمة السوقية يوم تحل فيها الزكاة، أى بعد مرور سنة من حيازتها وذلك لأن القاعدة الفقهية أن عروض التجارة من أجل الزكاة تقوم بالأنفع للفقراء والمساكين.

أما إذا كانت الاسهم مقتناه بغرض الاحتفاظ بها وتحقيق عائد من ورائها فمعنى هذا أنها تمثل حصته في الشركة المساهمة التى تتكون من أصول ثابتة (عروض) ليست خاضعة للزكاة، وأصول متداولة وعروض تجارة خاضعة للزكاة، ولذا يجب على الشركة الاعلان عن نسبة مايخص كل سهم من كلا النوعين، وعلى صاحب السهم أن يزكى مايخص السهم من عروض التجارة فقط مع حصته في الأرباح، هذا مع ضرورة توافر شروط الزكاة الأخرى من بلوغ النصاب، والفصل عن الحوائج الأصلية للمزكى^(٧٧).

س٣: إذا كان بيع وشراء السندات ذات الفائدة الثابتة يدخل في شبهة الربا كما قال بذلك أ.د محمد عبد الحليم عمر في كلمته، فهل قيام شركة تداول الأوراق المالية بالوساطة في بيع وشراء هذه السندات حرام أم حلال؟
مامدى مسئولية السمسار في تنفيذ طلبات عملاء بشراء أسهم شركات تعمل في الخمور؟ (أ.د/ أسامة عبد الخالق الانصارى - استاذ مساعد بتجارة القاهرة) (أ. أسامة محمد حنفى - العضو المنتدب).

(٧٧) المركز في سبيله إن شاء الله إلى اصدار كتيب بعنوان "كيف تزكى مالك؟" ضمن سلسلة

نحو وعى اقتصادى إسلامى وفي هذا الكتيب تفصيل أكثر عن زكاة الأوراق المالية.

ج٣: بالطبع إن الوساطة في ذلك محرمة شرعاً، لأن الوسيط وكيل ومن شروط الموكل فيه أن لا يكون معصية أو محرماً (مغنى المحتاج للخطيب الشريبي ٢/٢٢٠) هذا فضلاً على مافى عملية الوساطة من الاعانة على محرم وهو ممنوع شرعاً.

س٤: لقد قال الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر، إنه توجد معاملات عديدة في البورصة تخالف الشريعة، ومع ذلك: قال إن حوالي ٨٠٪ من معاملات الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية موافقة للشريع. كيف تفهم ذلك؟ (الأستاذ/ أحمد عبد الرحمن - صحفى بجريدة النور الإسلامى)

ج٤: أن ما ذكرناه عن المعاملات المخالفة للشريعة في البورصة هو رصد لما يحدث في البورصات العالمية وما أظهرته التحقيقات حول بعض الانتكاسات التي منيت بها هذه البورصات، هذا بالإضافة إلى أن كثيراً من الأمور المخالفة للشريعة في البورصات تتعلق بالعقود المستقبلية والبيع على المكشوف، والمضاربات الوهمية أما في مصر فإنه أولاً لم تمارس بعد عقود المستقبلية والبيع على المكشوف، كما أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م والذي كان محور التقييم من الناحية الشرعية قد أورد العديد من النصوص التي تمنع التلاعب في البورصة والممارسات غير الشرعية.

س٥: مارأيكم في اسهم شركات التأمين، وشركات الفنادق، حيث أن التأمين منهى عنه شرعاً، وشركات الفنادق تبيع الخمر، وتدير صالات القمار والملاهى. (أ. محمد محيى الدين السيد - أمين عام جامعة الأزهر)

ج٥: وعموماً أى شركة نشاطها الأساسى محرماً فالاسهام فيها محرماً بالتبعية وهذا يتطلب بحث حالة كل شركة دون التعميم فهناك فنادق وشركات تأمين لاتمارس نشاطاً محرماً.

س٦: هل نملك القدرة على ايجاد بديل للممارسات الاقتصادية التى تتعارض مع الإسلام؟ وهل السادة الممارسون على استعداد لتحمل مشقة في الممارسة البديلة؟ (الدكتور/ عبد السلام بشر محمد سعيد)

ج٦: نعم توجد بدائل إسلامية لكل الممارسات الاقتصادية المحرمة، والدليل على ذلك قيام البنوك الإسلامية التى لاتتعامل بالفائدة أخذ وعطاء، كما توجد أوراق مالية إسلامية تم تحديدها وبيان ضوابطها في دراسات عديدة، وطبق بعضها فعلاً بنجاح وسوف ن عقد ندوة حولها إن شاء الله على القريب العاجل لإمكان تطبيقها في مصر، هذا مع ضرورة الإشارة إلى أنه لاتوجد مشقة في ممارسة هذه البدائل لأن الشريعة الإسلامية تقصد إلى تحقيق مصلحة الناس في سهولة ويسر دون مشقة.

س٧: نريد تحديداً دقيقاً للمقصود بالأوراق المالية؟ (أ.د/ السيد رزق الطويل)

ج٧: الأوراق المالية هى أوراق مكتوبة بصيغة معينة لاثبات حق صاحبها في ملكية حصة شائعة في رأس المال أو صافى أصول شركة، مع حقه في ما تحققه من أرباح في هذه الشركة وهذه هى الاسهم، وما يسمى بصكوك التمويل ووثائق الاستثمار أيا كانت التسمية، كما أنه من الأوراق المالية مايمثل مستنداً لاثبات حق في جزء من دين على شركة مع حق في فائدة ثابتة كعائد على هذا الدين وهذه هى السندات، وأيضاً يوجد نوع ثالث من الأوراق المالية عبارة عن مستند لاثبات حق

لصاحبه في جزء من الربح المحقق في الشركة دون حق ملكية في رأس المال وهذا هو ما يعرف بحصص التأسيس.

س ٨: ماذا يقصد بشركات تعمل في أنشطة أساسية خلال وأنشطة عارضة خلال؟ (أ. حازم شريف)

ج ٨: هذا مثل شركة تعمل في انتاج العلابس أو الأغذية فهذا هو النشاط الأساسى وهو حلال شرعاً، ولكنها قد تتعامل مع بنك بأخذ قرض مثلاً او فتح اعتماد مستندى غير مغطى بالكامل فيحسب عليها البنك فوائد ربوية فهذا هو النشاط العارض الحرام.

س ٩: إن كثيراً من المحرمات التى ذكرت مثل البيع الصورى والاحتكار والتلاعب، واستغلال كافة العملاء، تمارس فعلاً حالياً في البورصة، هل القوانين المالية تحتاج إلى تعديلات للحد من هذه التعاملات المحرمة؟ (دكتور/ سمير محمد حافظ)

ج ٩: بالاطلاع على قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م خاصة المواد (٢١، ٢٢، ٢٣، ٢٤، ٣٠، ٣١، ٤٣، ٤٩، ومن ٦٣-٦٩) ونظائر ذلك في اللائحة التنفيذية للقانون، نجد أن هذه المواد تحتوى على نصوص تمنع الممارسات غير الشرعية في البورصة، فإذا كانت تمارس فعلاً كما ذكرت سيادتكم، فإن ذلك ليس لنقص في المواد القانونية، وإنما لانعدام الضمير الدينى ومراقبة الله عز وجل، ثم لتراخى المراقبة لضبط هذه المخالفات إلى جانب إهمال من يتضررون من وراء هذه الممارسات في الإبلاغ عنها من باب النهى عن المنكر المأمور به شرعاً.

س ١٠: هل اسم الورقة المالية هو الفيصل في تحديد الحل والحرمة أم النية والأسلوب الذي يحدد طرق توزيع العائد هو الأساس. وإذا كان هناك نوع من التمويل الإسلامي فيه تحديد لقيمة العائد وضمنان لرأس المال فما هو وجه الشبه والخلاف بين النوع والأنواع الأخرى الموجودة. (أ. كمال محبوب-بنك مصر إيران)

ج ١٠: أولاً: ليس اسم الورقة هو الفيصل بل صيغة العلاقة بين مقدم المال للاستثمار والطرف الآخر، بدليل أن من الأوراق المالية الإسلامية المقترحة "سندات المقارضة" والورقة المحرم التعامل بها شرعاً الآن اسمها السندات فالأولى تقوم على المشاركة في الربح، والثانية تقوم على إعطاء صاحب المال أو الدين فائدة ثابتة ربوية. ثانياً: إن من يعطى ماله لغيره للاستثمار ويريد الحصول على جزء من ناتج الاستثمار فإن العلاقة بينهما تكون مضاربة أو مشاركة بمعنى أن كل منهما يحصل على جزء من الربح المحقق، وفي هذه الحالة ليس هناك ضمان لصاحب المال سواء العائد أو رأس المال، إلا إذا قصر الطرف الآخر في المحافظة على المال، ومع ذلك يجوز حسب الاجتهاد الفقهي المعاصر أن يضمن طرف ثالث خاصة ولى الأمر - الحكومة - المال لصاحبه، أو أن ينشأ صندوق لمخاطر الاستثمار لتعويض ما يحدث من خسائر، وكلا الأسلوبين مطبقان في الأردن في وزارة الأوقاف، وفي البنك الإسلامي الأردني وبذلك فهذا يختلف عن السندات بفائدة التي يحصل فيها صاحب السند على عائد محدد سلفاً بصرف النظر عن نتيجة استثمار المبلغ وحجم الربح المحقق فضلاً على تحميل مستلم المال بضمنان المال سواء ربح أو لا، وهذا ليس من العدالة في شئ.

س ١١: نريد نسخة من بحث أ.د/ محمد عبد الحليم عمر

أ.د/ محمد عبد السميع جاد عميد كلية الدعوة

أ.د/ السيد رزق الطويل كلية الدراسات الإسلامية

د. عادل البلتاجي تجارة الأزهر

أ./ محمد حامد الجهاز المركزي للمحاسبات

أ./ محمد رؤوف عمران الجهاز المركزي للمحاسبات

ج ١١: بإذن الله سوف يتم تحرير وقائع هذا اللقاء بعد تفريغ الأشرطة التي

سجلت عليها الكلمات والحوار والمناقشات، ثم يضاف إلى ذلك البحوث

وأوراق العمل التي قدمت إليها، وكذا الأسئلة والأجوبة عليها، وسوف

يتم بمشيئة الله طبع جميع ذلك في أقرب فرصة وتوفيرها لحضراتكم

مكتمة.

الجلسة الثانية

رئيس الجلسة: أ.د/ محمد تيمور: رئيس الجمعية المصرية للأوراق المالية

المتحدثون:

١- أ. علاء سبع: رئيس مجلس إدارة شركة HFM لإدارة صناديق الاستثمار

وتناول موضوع:

"صناديق الاستثمار وشركات تكوين وإدارة محافظ الاستثمار"

٢- المهندس هانى توفيق: رئيس شركة المستثمرون الدوليون

وتناول موضوع:

"شركات رأس المال المخاطر"

٣- المهندس/ حمدى رشاد: رئيس مجلس إدارة شركة الرشاد لتداول

الأوراق المالية

وتناول موضوع:

"شركات السمسرة"

٤- أ.د/ محمد عبد السلام: العضو المنتدب لشركة مصر للمقاصة والتسوية

وتناول موضوع:

"شركات المقاصة والتسوية والحفظ المركزى"

المتحدث الأول:

أ. علاء سبع: رئيس مجلس إدارة شركة H F M لإدارة صناديق الاستثمار
فكرة الأوراق المالية أن المستثمر يشارك في المشاريع الاقتصادية وقبل
وجود الأوراق المالية، كان المستثمر لكي يدخل في مشروع اقتصادي
جب أن يكون لديه رأس مال كبير بحيث أنه يساهم في شركة بحصة
كبيرة أو يساهم في إنشاء شركة كبيرة.

ظهرت فكرة الأوراق المالية وبدأت فكرة أن المساهم يستطيع أن يدخل
في مساهمة في شركة دون أن يدخل في حصة كبيرة عن طريق شراء
أسهم في شركة أو أكثر مع الإشارة إلى أن المستثمر يستطيع أن يكون
محفظة لنفسه (المحفظة عبارة عن مجموعة من الأسهم أو الأوراق
المالية التي يشتريها الشخص لاستثمار أمواله فيها) فأكبر ميزة يمكن أن
تقدمها الأوراق أو محفظة الأوراق المالية أنه يستطيع أن ينوع المحفظة
بمعنى أنه يستطيع أن يشتري أوراق مالية في مجموعة كبيرة من
الشركات بحيث أنه لو شركة ما لم تكن الظروف الاقتصادية مواتية لها
وكان عائد السهم الذي تملكه قليل وفيها خسارة تكون هناك شركات
أخرى هو مستثمر فيها بها عائد، وبالتالي تعوض الخسارة في ورقة ما
بالربح في ورقة أخرى وتكون المحفظة ككل متكاملة.

عندما بدأت هذه الفكرة، كانت البداية أن المستثمر يذهب إلى شركة
السمسرة وشركة السمسرة تزوده بالمعلومات عن الأوراق المالية
المختلفة، فتأتى شركة السمسرة أو السمسار ويقدم له من إدارة البحوث
بشركة السمسرة بحثاً معيناً عن الأوراق المالية المختلفة ويقدم له
النصيحة بأن يشتري سهم معين أو يبيع سهم معين لأن سعره قد ارتفع

إلى حد معقول. مع هذا النوع من الخدمة، أصبح واضحاً أن المستثمر يجب أن يكون لديه ثلاثة مقومات أساسية:
أولاً: يجب أن يكون لديه متسع من الوقت لكي يستطيع أن يقرأ المعلومات التي تقدمها له شركة السمسرة.

ثانياً: يجب أن يكون لديه القدرة على تجميع هذه المعلومات (سواء من شركة السمسرة أو من مصادر أخرى).

ثالثاً: أن تكون لديه القدرة والدراية الكافية بأصول التقييم بحيث أنه يستطيع أن يقيم هذه الشركات أو يقيم هذه المعلومات ويأخذ قراره على هذا الأساس، الغالبية العظمى من المستثمرين خاصة المستثمر الصغير أو حتى المتوسط في الحجم لا يكون لديه أحد هذه المقومات الثلاث. فمن الممكن أن يكون لديه الدراية الكافية ويمكن يكون لديه القدرة على استيعاب المعلومات والحصول عليها لكنه لا يملك الوقت لدراستها لأنه يعمل في مهنة أو وظيفة أخرى تأخذ أغلب وقته، ومن هنا بدأت فكرة أن يعهد بهذه المسؤولية إلى جهة أخرى.

أول بداية لهذا كانت شركات إدارة المحافظ وبدأت بالنسبة للمستثمرين الكبار بأنه بدلاً من الذهاب للتعامل مع شركة سمسرة، يقدم أمواله لشركة إدارة محافظ أوراق مالية. وهذه الشركة بها مندوب هو الذي يتولى مهمة إدارة المحفظة بمعنى أنه يدير أموال المستثمر كأنها أمواله، حيث يدرس السوق، ويدرس الشركات، ويقيم، وعلى هذا الأساس يأخذ قرارات الشراء أو البيع، ولكي تكون محفظة لمستثمر ما لا بد وأن يكون حجم استثمارات هذا المستثمر كبير، ونقدم لكم بعض الأمثلة بالأرقام إذا كان متوسط سعر السهم

في السوق المصري حوالى ٧٥ جنيهاً والفته التى يتعامل بها في السوق هى ١٠٠ سهم يعنى أن لايمكنه شراء سهم واحد بل لابد من شراء ١٠٠ سهم معاً معنى هذا أنه لكى يشتري الشخص سهما واحداً في شركة واحدة تكلفه في المتوسط حوالى ٧٥٠٠ جنيهاً وننتقل إلى الخطوة الثانية وهى أن المحفظة يجب أن تتكون من عدد الاسهم حتى يمكننا أن نوزع مخاطرها ما بين الشركات المختلفة وما بين المجالات الاقتصادية المختلفة بناء على بعض العمليات الحسابية وصلت الدراسات إلى أن أقل عدد الأسهم في محفظة أوراق مالية حتى تكون متوازنة يتراوح ما بين حوالى ١٠ إلى ١٥ سهم على الأقل. فإذا اعتبرنا أن السهم الواحد يكلفنى حوالى ٧٥٠٠ جنيهاً فإنه لكى يكون لدى محفظة متوازنة أريد ١٥ سهماً فى ٧٥٠٠ جنيهاً أى حوالى ١١٢٥٠٠ جنيهاً فنكون قد وصلنا إلى أرقام كبيرة إلى حد معين، وبالتالي نجد أن شركات إدارة المحافظ لاتستطيع أن تقدم خدمة إلى العميل الذى لايملك حجم أموال كبيرة لأن تكوين محفظة يتطلب فى حدود ١٥٠٠,٠٠٠ جنيه فما فوق.

على هذا الأساس ظهر نوع جديد من الشركات أو فكرة جديدة فى سوق المال، وأنا لا أتكلم عن السوق المصري وإنما أتكلم عن أسواق المال عامة، بدأت تظهر فكرة صناديق الاستثمار ماهى فكرة صناديق الاستثمار؟ لقد ذكرنا أنه لكى تتعامل مع شركة السمسرة يجب أن يكون لديك الوقت والقدرة على التحليل والقدرة على الحصول على المعلومات ولكى تتعامل مع شركة إدارة محافظ لأبد وأن يكون لديك محفظة كبيرة أى مبلغ من المال كبير، وبما أن سوق المال لايمكنه أن يمنع صغار المتعاملين من الدخول فى السوق فمن هنا جاءت فكرة تجميع مدخرات أو استثمارات مجموعة كبيرة من صغار المستثمرين ونضعها فى صندوق أو فى وعاء موحد بحيث نعهد بإدارة هذا

الصندوق أو هذا الوعاء إلى شركة متخصصة في إدارة الصناديق أو محافظ الأوراق المالية، وهذه الشركة هي التي يمكنها أن تأخذ القرارات نيابة عن المستثمر الأساسي الذي وضع أمواله في الصندوق ومن هنا برزت فكرة صناديق الاستثمار وهذه الفكرة نضجت بسرعة كبيرة جداً لأنها سمحت لغالبية المستثمرين إذا كان معه ٥٠٠ جنيه أو ١٠٠٠ جنيه أو ١٠,٠٠٠ جنيه أن يدخل في سوق المال دون أن تتطلب منه المعرفة أو الدراية الكبيرة بسوق المال لأنه يقوم بإدارتها نيابة عنه شخص خبير في هذا المجال، وفي نفس الوقت كأنه بالألف جنيه أو الخمسة آلاف جنيه التي وضعهم في الصندوق لديه محفظة مكونة من عدد كبير من الأسهم لأن الصندوق جمع المدخرات من عدد كبير من الناس مشاركون في الصندوق تصل إلى خمسين أو مائة مليون جنيه، موزعة على عدد كبير من الوثائق التي يحملها آلاف المستثمرين، وهنا يأتي دور شركات إدارة الصناديق، الشركة التي تدير الصندوق، ماذا تفعل؟ بعدما يتجمع في الصندوق هذا الحجم من الأموال يكون هناك خبير في شركة إدارة الصناديق هو الذي يأخذ القرارات بأن يشتري أو يبيع الأسهم لهذا الصندوق. وأود الإشارة هنا إلى أن شركة إدارة المحافظ في غالبية الأوقات أو شركة إدارة الصناديق، لا يكون لها سلطة على الأموال، بمعنى أن الأموال المجمعَة لا تكون مع الشركة، فالذي يحدث أن هذه الأموال المجمعَة تودع في مؤسسة من المؤسسات المالية أي البنوك، وشركة إدارة الصندوق أو إدارة المحفظة تأخذ قرارات الاستثمار وتبلغ هذا القرار لشركة السمسرة التي تنفذ عملية البيع أو عملية الشراء والبنك هو الذي يصرف للسمسار عندما يأتي إليه هذا الأخير بالفاتورة وبالأسهم، البنك يستلم الأسهم أو الأوراق المالية ويدفع المبلغ لشركة السمسرة، وفي حالة البيع نفس الحكاية عندما يأتي السمسار بناءً على أوامر شركة إدارة الصناديق ويقول إنني بعت

أسهم معينة، البنك هو الذى يقوم بتسليم هذه الأسهم ويستلم في مقابلها ثمن البيع، وبالتالي هناك نوع من الرقابة الصارمة على شركات إدارة الصناديق، حيث لا تحتفظ بأموال الصندوق لديها فما هى إلا خبير يأخذ القرارات نيابة عن المستثمرين.

والنقطة الثانية: هى أنه في صناديق الاستثمار يتم تقييم موجودات الصندوق كل فترة قصيرة وفي مصر عادة يكون التقييم كل أسبوع، وهناك بعض الصناديق تقوم بعمل التقييم مرتين في الأسبوع. والذى يحدث هو أن كل في فترة تقييم، يقوم مدير الصندوق بعمل جرد للأوراق المالية التى اشتراها ويعمل تقييم لها على أساس أسعار هذه الأوراق في السوق، والتى منها يمكن التعرف على قيمة الصندوق ككل ثم قيمة كل وثيقة منها بالأسعار الجارية الأمر الذى يفيد المستثمرين في اتخاذ القرارات الخاصة باستثمارتهم إما بسحب الأموال أو بشراء وثائق جديدة زيادة، بمعنى أن للمستثمر حرية كبيرة أن يدخل أو يخرج من السوق في فترة زمنية قصيرة أسبوع في العادة. الأمر الذى أود أن أضيفه في الحقيقة أن صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاثنان تقريباً يقومون بنفس العمل وهو اتخاذ القرارات نيابة عن المستثمر لكن الفرق بينهما أنه في حالة شركات إدارة المحافظ يكون المستثمر كبير وله محفظة بمفرده، في حالة الصناديق يكون المستثمر عبارة عن مجموعة كبيرة من المستثمرين جمعوا أموالهم في صندوق واحد.

هذا النوع من الشركات وتقريباً كل الشركات العاملة في الأوراق المالية تخضع إلى رقابة دقيقة جداً من هيئة سوق المال. نحن كمديرين صناديق استثمار كل أسبوع يجب أن نبلغ هيئة سوق المال بالأسهم التى اشتريناها والأسهم التى بعناها والأسهم الموجودة في المحفظة، وحجم السيولة؛ والهيئة تتولى الإشراف على هذه العملية كل أسبوع فلك أن تتخيل أننا كأى شركة نعد

قوائم مالية (ميزانية قائمة الدخل) ولكن الشركات العادية تعد ميزانيتها كل سنة أو تعلن عنها كل ثلاثة أشهر أما في الصناديق تعد ميزانية تقريباً كل أسبوع وهينة سوق المال تباشر عليها وتراقبها وبالتالي تعطى نوعاً من الثقة غير موجود مع طرق الاستثمار المباشر الأخرى.

الأمر الثانى الذى أود أضافته بالنسبة لإدارة المحافظ أو إدارة الصناديق، أن كل نوع من الصناديق وهناك أنواع مختلفة من الصناديق يتم إدارته بطريقة مختلفة إلى حد ما، فما هى أوجه الاختلاف؟ نجد أن هناك صناديق توزع عائد دورى، بمعنى أنها تأتي في كل ستة أشهر وتحسب حجم المكاسب التى حققتها وتوزعها، وهناك صناديق تعيد استثمار المكاسب داخل الصندوق، والمستثمر فى هذه الحالة يسترد جزءاً من استثماراته ويبيعها إذا أراد الحصول على عائد.

هذا الاختلاف فى جوهره ليس فقط فى توزيع العائد لكن فى درجة المخاطرة التى يحصل عليها كل صندوق، فالصناديق التى توزع عائداً عادة درجة مخاطرتها تكون أقل إلى حد بسيط عن الصناديق التى لا توزع عائداً لأنه إلى حد كبير المستثمر غير المحتاج إلى عائد دورى يكون لديه مدى أطول لاستثماره، لأنه يضع أمواله وعامل حسابه أنه غير محتاج إليها خلال فترة زمنية أطول من المستثمر المحتاج إلى عائد دورى. وبالتالي كلما أمتد الأفق لدى المستثمر كلما سمح لمدير الاستثمار أن يرفع درجة المخاطر حتى يمكنه أن يحقق عائداً إجمالياً أعلى.

هذا ملخص عن صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ، واعتقد أنه فى باقى الجلسة سنستمع إلى باقى الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وشكراً.

المتحدث الثانی:

السید المهندس/ هانی توفیق رئیس شركة المستثمرون الدولیون

بسم الله الرحمن الرحيم

في بداية كلمتي؛ أوجه شكرى إلى الدكتور فحج النور الذى عانى كثيراً في إصدار قانون ٩٥ وهو من الذين ينسون دائماً عندما تذكر الطفرة التى حدثت في سوق المال في مصر فيجب الانسأه، نريد أن نتكلم عن علاقة شركات رأس المال المخاطر بصناديق الاستثمار وانهز الفرصة فأقول أن صناديق الاستثمار هى الأنسب لمن يملك ٥ آلاف أو ١٠ آلاف جنيه ويرغب في الدخول إلى البورصة.

وننصح الناس بأن لاتدخل وحدها في البورصة لأن هذا ليس مجالهم والمجال الطبيعي أن تدخل صناديق استثمار وندع الأمر للمحترفين ليتخذوا القرار الصحيح في الوقت الصحيح بالنيابة عنك. صناديق الاستثمار التى تكلم عنها أ. علاء سبع كلها تتعامل في الأوراق المالية بالشراء والبيع، وهناك نوع آخر من الصناديق وهى صناديق الاستثمار المباشر يكون الدخول فيها بغرض الاستثمار في السوق والمكوث فيها لفترة متوسطة الأجل وليست لغرض التجارة فقط لكى تتاح فرصة تحقيق أرباح مستقبلية عالية نتيجة المكث في الشركة والتطوير فيها، وهناك قرار وزارى جديد حدد معالم صناديق الاستثمار المباشر والشروط التى تنطبق على الأفراد الذين يؤسسوها أو شركة الإدارة التى تدير شركة صناديق الاستثمار المباشر وهى شركة تكون مختلفة قليلاً عن الشركة التى تدير صناديق الاستثمار العادية، التى تكون أسعار السلع قيمتها في السوق متداولة وسعرها محدد ومعروف ويكون قراره متى يشتري ومتى يبيع النوع الثانى من صناديق الاستثمار المباشر

شركة أو صندوق يدخل فيه شركتين أو ثلاثة أو أربعة في العام على الأكثر يدخل لكي يدرس الشركة وإحتمالاتها وإدارتها وسوقها والمنافسة في الإنتاج ونتاجها وتصديرها لأنه يمكث فترة ولايمكث ليشتري ويبيع فقط، فصناديق الاستثمار المباشر نوع جديد من صناديق الاستثمار اعتقد ان القانون ٩٥ فيه معوق أو معوقين سيمنعوا إلى حد ما إنشاء صناديق استثمار مباشر في مصر.

نتكلم عن نشاط رأس المال المخاطر وهناك أناس كثيرون يفهمونه خطأ ويعتقدون أنه الاستثمار في شركات متعسرة وأعتقد أن القانون عندما تعرض له قال "بغرض التطوير وتقديم المعونة" وهذا بالعكس فرأس المال المخاطر ابتداءً في الخمسينات في الولايات الأمريكية بما يطلق عليه حقول جديدة لم يتطرق إليها الاستثمار من قبل ويتبناها أناس لتحول من مجرد فكرة إلى مشروع إلى امبراطورية.

وهناك احصائيات تم اجراءها تبين أنه من بين كل عشرة شركات يتبناها أصحاب رأس المال المخاطر ٤/٣ شركة تمت أو نجحت يعنى ٧,٥ في المائة من الأفكار التي تبناها اصحاب شركات رأس المال المخاطر تحولت إلى فكرة ناجحة، لكن في مقابل هذا الدولار الذي وضعه في شركات رأس مال مخاطر في فترة من الخمسين إلى الثمانين في الولايات المتحدة ينتج ٨٢٣ دولار أرباح رأسمالية، ولو نظرنا إلى التذبذبات التي حدثت لأصحاب هذه الشركات لوجدناها رهيبه، لأنه كما هو معروف كلما زادت المخاطر كلما زاد العائد، وبالنظر إلى مديري شركات رأس المال المخاطر نجد أنهم يتميزون بصفات لايهتم بها المشتغلون في إدارة المحافظ والاستثمار في الأوراق المالية المتداولة العادية الذين شغلهم الشاغل أن يبيعوا أو يشتروا في شهور عديدة بينما مديري شركات رأس المال المخاطر يتميزون ببعد النظر

والرؤية المستقبلية ويستطيعون أن ينظروا إلى الشركة فيعرفوا أن هذه الشركة بعد خمس سنوات أو سبع ماذا يكون شكلها، لأنهم يقومون بتوقعاتهم المالية ويصلون إلى قرار الاستثمار من عدمه.

ومن ذلك يتضح أن مجال شركات رأس المال المخاطر يختلف عن مجال صناديق الاستثمار العادية تماما، وعن مجال البنوك والاقراض، لأنها تدخل مشاركة في فكرة وإذا ربحت تربح معها أرباح رأسمالية عظيمة ومع نضوج الأفكار الجديدة واقتصارها على العالم المتقدم ابتدأت شركات رأس المال المخاطر تزيد وتوسع من المدى الذى تدخل فيه من الشركات، وابتدأت تضيف إلى تبنى الأفكار الجديدة للشركات المتعسرة، الشركات الجديدة وهى شركات لم تؤسس بعد فيتم الانفاق على إنشاء شركة ونشترى الأرض ونبنى المصنع ونبدأ العمل وهذا أصبح أحد مجالات الاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر، وشركات صغيرة لأحد يعرف عنها شئ ويتوسموا فيها النمو في المستقبل، وليست فكرة جديدة إنما هى شركة تطبق انتاج في خط انتاجي معين قابل للتوسع والنمو والتصدير فيدخل فيها أى في مرحلة ما قبل البورصة ما قبل معرفة الناس بها ويتبناها وتكبر معها فهذا النوع من الاستثمار إذا جاز لى القول هو الأقرب إلى الفكر التنموى وهو يضيف إنتاجا جديداً ويساهم في زيادة الناتج القومى الإجمالى ويزيد قاعدة العمال ويدفع ضرائب واعتقد أن الفترة القادمة سيتم الاتجاه فيها إلى الاستثمار المباشر أو الاستثمار الخاص مع ملاحظة أن مواكبة زيادة صناديق الاستثمار أو رأس المال المخاطر ستؤدى بالتبعية إلى خلق أوراق مالية جديدة بالسوق وإلى إنشاء صناديق استثمار عادية جديدة وهكذا الاثنان على بعض يسيرون بالتوازي، وفي الفترة الحالية في مصر عدد صناديق الاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر أقل بكثير من المفروض أن تكون عليه أكتفى بهذا وأشكركم.

والى جانب كلمة المهندس هانى توفيق هذه قدم سيادته ورقة عمل حول شركات رأس المال المخاطر فيما يلى صورة منها:

صناديق رأس المال المخاطر ودورها في الأقتصاد القومى المصرى

أولاً: تعريف رأس المال المخاطر

هو عملية الاستثمار في المشروعات أو الشركات الخاصة، صغيرة ومتوسطة الحجم والتي تتميز بالنمو ومراقبتها بهدف الخروج من هذا الاستثمار بعد فترة زمنية مع تحقيق أرباح رأسمالية تتسم بالمخاطرة المحسوبة.

Risk- Adjusted Capital Gains.

ثانياً: نشأته التاريخية:

- في الولايات المتحدة الأمريكية : في الخمسينيات
- في أوروبا والشرق الأقصى : في السبعينيات
- في دول الشرق الأوسط : في التسعينيات

ثالثاً: مجالات عمل صناديق رأس المال المخاطر واختلافاتها عن البنوك

التقليدية وصناديق الاستثمار الأخرى

- مشاريع لم تبدأ الانتاج
- المراحل المبكرة الأخرى
- التوسعات
- الإحلال محل البنوك
- Start- Ups
- Early Stage
- Later Stage Finance- Expansion
- Refinancing Bank Debt

Secondary Purchase

- شراء أسهم قائمة

العائد على الاستثمار

مرتفعة	مجال تدخل البنوك	رأسمال مخاطر (توسعات - مشروعات جديدة)	رأسمال مخاطر (أفكار جديدة - مشروعات متعثرة)	
متوسطة	مجال تدخل البنوك	رأسمال مخاطر (شراء أسهم قائمة - إحلال محل البنوك)		
ضعيفة	مجال تدخل البنوك			
	ضعيفة	متوسطة	مرتفعة	درجة المخاطر

- معاونة شراء الإدارة لأسهم الشركة

Management Buy- Out

- معاونة شراء الإدارة لأسهم شركات أخرى

Management Buy- in

- أفكار جديدة

Green Fields

- مشروعات متعثرة

Turn Arouds بأنواعها المختلفة

- زيادة رأسمال استثمارات الصندوق نفسه

Follow- on Investment

رابعاً: أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر:

Independent - مستقلة

Captive - ثابتة

Semi Captive - شبه ثابتة

خامساً: ماذا تبحث عنه إدارة صندوق رأس المال المخاطر:

- شركة ذات منتج جديد Good Product
- سوق لتصريف هذا المنتج بربح معقول
- إدارة ذات خبرة مطمئنة لكل من المنتج والسوق

سادساً: المعالم الرئيسية لدور صندوق رأس المال المخاطر في الشركات المساهم فيها:

- ليس مجرد ممول.
- الدعم في رسم استراتيجية الشركة وخطة عملها Business Plan
- اختلاف حجم الدعم من شركة لأخرى ولكن على الأرجح دون أغلبية مع وجود مقعد بمجلس الإدارة.

سابعاً: دور شركات رأس المال المخاطر في تنمية كل من سوق رأس المال ومعدل نمو الاقتصاد القومي في مصر:

- زيادة المعروض من الأوراق المالية بالبورصة.
- إيقاف نزيف الخسائر بالشركات المتعثرة.
- تحويل شركات اشخاص إلى شركات أموال.
- الإسراع بتنفيذ برنامج الخصخصة.
- إيجاد فرص عمل جديدة لإستيعاب الزيادة السكانية السنوية.
- تبنى الأفكار الجديدة وتحويلها إلى مشروعات قائمة.
- إيجاد وسيلة تمويل إضافية وغير تقليدية.

ثامناً: كيفية إنشاء صندوق رأس مال مخاطر في مصر والحاجة إلى إدخال تعديلات على قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢م ولانحته التنفيذية لتشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر.

تاسعاً: بعض المؤشرات الرقمية:

- ١- تطور عدد شركات وصناديق رأس المال المخاطر حيث ارتفعت في المملكة المتحدة على سبيل المثال من ٢٠ مليون جنيه استرليني عام ١٩٧٩م إلى ٢,٥ بليون جنيه استرليني خلال عام ١٩٩٥ وحده.
- ٢- و يبلغ حجم المستثمر في المملكة المتحدة في صناديق وشركات رأس المال المخاطر ١٤ بليون جنيه استرليني تم استثمارها في ١٤ ألف شركة انجليزية وفي الولايات المتحدة الأمريكية تبلغ الأموال المستثمرة في صناديق رأس المال المخاطر حالياً أكثر من ٥٠ بليون دولار.
- ٣- الأربعة دروس المستفادة من تجربة مؤسسة التمويل الدولية في المساهمة في صناديق رأس المال المخاطر: الخبرة النادرة للإدارة، استقلالية الإدارة، تدفق فرص الاستثمار وأثر التركيب الرأسمالي للصندوق في ذلك، صعوبات الخروج.
- ٤- أفضل صناديق رأس المال المخاطر هي التي تميزت بمايلي:
 - أ- الحجم أكبر من مليون دولار لتبرير تكلفة الإدارة.
 - ب- الخبرة الأجنبية وشبكة الاتصالات الدولية وأهميتها.
 - ج- استقلالية الإدارة عن الملكية.
 - د- الصناديق التي تعمل في اقتصاديات نامية Growing Economics وذلك للأثر المزدوج للأداء في مثل هذه الاقتصاديات.

٥- أتعاب الإدارة تتراوح بين ٢ - ٣,٥٪ من حجم الصندوق بالإضافة إلى مشاركة في الأرباح تتراوح بين ٢٠ - ٢٥٪ فوق الأرباح المعتادة Bench Mark وتتحقق هذه الخيرة قرب إنتهاء العمر الافتراضى للصندوق وهى عادة ٧ - ١٠ سنوات.

٦- تتراوح فترة الاستثمار في الشركة أو المشروع الواحد في المتوسط بين ٣ - ٥ سنوات.

٧- اجريت دراسات مقارنة مؤخراً للعائد السنوية على الاستثمار بين صناديق رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار العادية ومؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ فأوضحت أن هذه العوائد قد بلغت ٢٦,٨٪، ١٣,٦٪، ٨,٦٪ بين الأنواع الثلاثة من الاستثمار على الترتيب، مما يؤكد أن المخاطرة الأكبر يصاحبها عائد أفضل. إلا أنه يجب التحذير أن التفاوت بين أداء صناديق رأس المال المخاطر في الأداء Standard Diviation كان أكبر من غيرها من الصناديق بطبيعة الحال.

المتحدث الثالث:

السيد/ المهندس حمدي رشاد رئيس مجلس إدارة شركة الرشاد لتداول الأوراق المالية وعضو مجلس إدارة البورصة عن شركات السمسرة أو شركات التداول.

بسم الله الرحمن الرحيم

يشرفني الحضور لجمعكم الموقر والمساهمة في هذا اللقاء، وموضوع شركات السمسرة موضوع سهل وسأتناوله بسرعة، شركات السمسرة في الأوراق المالية المصرية تقوم بمهمة أساسية وهي تنفيذ أوامر العملاء، والثانية كمية وهي توسيع السوق.

المهمة الأولى تتمثل في تنفيذ أوامر العملاء بيعاً وشراءً للأوراق المالية، والمهمة ظاهرها اليسر وباطنها العذاب في الحقيقة.

المهمة ببساطة تتلخص في أنه في الوقت الحالي يوجد في مصر حوالي مليون مستثمر ثلث هذا العدد مستثمرون نشيطون ونتوقع أن يتضاعف هذا العدد ثلاث مرات في السنوات القليلة القادمة كل هؤلاء المستثمرين يريدون عقد الصفقات، من الصعب على كل واحد منهم يريد الشراء أن يبحث عن المشتري وأن يبحث عن الراغبين في البيع وأن يبحث بينهم عن أحسن سعر بالكمية المطلوبة وهذا الذي يمتلك أحسن سعر يمتلك أسهما سليمة وعندما يتأكد من ذلك على الطرفين أن يقوموا بالإجراءات القانونية لنقل الملكية وهذا مستحيل، لذلك كان من الطبيعي تنظيم السوق حتى تتم هذه العمليات في سرعة ويسر وبذلك وجدت مانسمية البورصة وهي السوق مثلها مثل سوق أى سلعة إنما السلعة هنا هي الأوراق المالية وبالتبعية وجدت شركات السمسرة لتكون وظيفتها تجميع الأوراق والتأكد من سلامتها ثم ترتيبها ومحاولة تنفيذها في البورصة.

الموضوع واضح وفيه يسر في معناه الأساسى ولكن تقابله صعوبات، أول هذه الصعوبات التزايد السريع جداً في عدد المستثمرين، فبينما كان عددهم عام ١٩٣٩م حوالى ٣٠ ألف مستثمر أصبح العدد الحالى حوالى مليون مستثمر لو قسم هذا العدد على ١١٥ شركة سمسرة فكل شركة عندها تقريباً ٩ آلاف مستثمر، خدمة هذا العدد الضخم من المستثمرين مسألة صعبة وخصوصاً بالنسبة لصناعة ولدت بالأمس فلا توجد كوادر ولا توجد أنظمة وأمور كثيرة تنقصها.

- ثانى هذه الصعوبات عدم وجود كوادر مدربه، وهنا نتطلع ونحن في محراب جامعة الأزهر كمؤسسة تعليمية أن تقوم بدور إيجابى في تخفيف هذه المشكلة عن طريق دورات تدريبية من المتخصصين.

ولقد استفدت كثيراً من جلسة اليوم وخصوصاً من الناحية الشرعية التى ذكرت بالتفصيل من الدكتور محمد عبد الحليم عمر.

- ثالث هذه الصعوبات، في مجالنا هو الحاجة الشديدة للانضباط والدقة والأمانة وهذا الكلام مطلوب في كل صناعة إنما في صناعتنا بشدة أكثر لأنه مجال يعمل في اموال الناس ومدخرات حياتهم.

فالإنسان الذى يحضر أمواله ويضعها في حوزة شركة وهى تقوم بالبيع والشراء بناء على أوامره فيجب أن تراعى أنها مسألة حساسة جداً ويجب ان توفق في كل خطوه من الخطوات التى تقوم بها.

- رابع هذه الصعوبات، هى عدم اكتمال ونضوج مؤسسات السوق وهذا أمر طبيعى، وهى تتضج بسرعة شديدة وقد حققنا في الثلاث سنوات السابقة أكثر بكثير من أسواق بدأت في نفس مستوانا.

وبالرغم من هذه الصعوبات اعتقد أن معظم شركات السمسرة قد حققت تقدماً ملحوظاً في حسن أداء هذه المهمة.

المهمة الثانية، وهى توسيع السوق وفي هذه المهمة حققت شركات السمسرة مع باقى المؤسسات العاملة في المجال نجاحات كبيرة. وتعتمد شركات السمسرة لأداء هذا الدور على جذب مستثمرين جدد محليين وعالميين عن طريق شرح طبيعة السوق وأساليبه كما يساعدها في هذا وجود فنيين بيا قادرين على توجيه النصح والإرشاد للمستثمرين. وأريد أن أؤكد على نقطتين هما:

النقطة الأولى أن شركات السمسرة تتصح ولا تتخذ قراراً، أما الذى يتخذ القرار فهى شركات إدارة صناديق الاستثمار أو شركات إدارة محافظ الأوراق المالية لكن شركات السمسرة تعطى وجهة نظرها للعميل وهو الذى يتخذ القرار ونحن ننفذه.

النقطة الثانية في كل صفقة يوجد بائع ومشتري، البائع درس واستخلص أن الوقت مناسب للبيع، والمشتري درس ايضا واستخلص أن الوقت مناسب للشراء، وكل له أسانيده وله فلسفته هذا لايعنى أن شركة السمسرة عندما تتصح عميلاً بالشراء أو بالبيع أن أحد هذه الشركات له غرض سيئ وإنما معناه ان التقدير مختلف وهذا يقودنا إلى مهمة تولدت في الفترة الأخيرة اذكرها بسرعة وهى أن شركات السمسرة أصبحت تلام وتقدم ككبش فداء في مواضع كثيرة وهذا ظلم إلى حد كبير فإذا ارتفعت الأسعار كان السبب شركات السمسرة التى تبالغ في الأسعار ولا تتصح عملاتها بعدم الشراء وإذا انخفضت كان السبب شركات السمسرة التى تقوم بخفض الأسعار لأسباب تآمرية مستترة ولا تتصح عملاتها بعدم البيع وإذا لم تتفد عملية بيع أو شراء فالسبب شركات السمسرة، وإذا تأخر تسليم اسهم أو عملية ايداع مركزى

فليس هناك غيرهم، وهكذا في أمور كثيرة في البورصة ولكن أحب أن أقول شركات السمسرة تحاول بكل طاقتها تقديم وجبة شهية للمستثمرين في وقت لم يتم فيه استكمال بناء المطبخ ولم يتم فيه استكمال تدريب الطهاة.

وبتلخيص شديد عندما تعمل برامج التداول بالكفاءة العالمية وتستكمل مؤسسات وتقوم الأجهزة الرقابية بالقضاء على القلة المتلاعبين وإنصاف الكثرة الملتزمين وتراعى الهيئات البائعة في عمليات الخصخصة العدل والشفافية وتساعدنا الجامعات والمعاهد في تدريب العاملين، فستجدون شركات السمسرة في غاية الكفاءة والجدية والانضباط، إننى استبشر بالمستقبل وأرى تغيرات كثيرة تثير التفاؤل في التطوير وفي الأسعار وطبعاً الأسعار من الأشياء المهمة جداً أنا أتحدث عنها كشركة سمسرة.

بالنسبة للتطوير أنا استبشر بمجلس إدارة البورصة الجديد واستبشر برئيس بورصتى القاهرة والاسكندرية بنظام التداول الجديد الذى سيبدأ تطبيقه قريباً.

ومن أهم صفاته التى انتظرها بشغف هى خاصية القبول الآلى التى تسمى "أتوماتيك ماشينج" وهذا سيمنع فى حد ذاته الكثير من الأخطاء والتلاعب.

واستبشر بنقل شركة مصر للمقاصة إلى مقرها الجديد وما سينتج عنه من تحسين فى الخدمات واستبشر بنظام الحفظ المركزى وأنصح بالتأنى فى التطبيق لكى تستطيع استيعاب الايداعات.

واستبشر بديمقراطية هيئة سوق المال وتجاوبها مع باقى مؤسسات السوق ومحافظتها على حقوق المستثمرين وعلى حقوق الشركات العاملة فى المجال.

بالنسبة للأسعار لأخفى عليكم أنني سعيد للتصحيح الذي تم في أسعار الأسهم وقد حزن كثير من الناس للانخفاض الذي حدث في أواخر فبراير حتى قبل اليوم بأسبوع وأرى أنها ظاهرة صحيحة.

وهذه تدل على أن البورصة المصرية كائن حتى يتجاوب مع الظروف المحيطة به بدون الدخول في تفاصيل كثيرة كانت كل الظروف تحتم نزول الأسعار فتجاوبت البورصة ونزلت الأسعار وسأذكر لكم سببا واحدا لنلا اطيال عليكم.

هل تعلموا أنه من يناير ١٩٩٧م إلى فبراير ١٩٩٧م أي في مدى سبع أسابيع ارتفعت أسعار الأسهم في المتوسط ٤٠٪ وهذه نسبة لايمكن استمرارها فكان من الطبيعي أن يحدث تصحيح وقد حدث بالفعل وهذه ظاهرة صحيحة، أما الآن فأعتقد ان هذا التصحيح تم وأنتهى وأعتقد أن قوى السوق ستدفع الأسعار إلى أعلى لماذا؟ من الأسباب المهمة دخول مصر مؤشر الأسواق الصالحة للاستثمار لمؤسسة التمويل الدولية.

يوجد كم كبير من الأموال جاهزة لدخول السوق كصناديق استثمار مصرية وأجنبية، مليارات مضاعفة الربحية بعد التصحيح الذي تم أصبح مغريا وعائد التوزيع علا والمؤسسات العالمية بدأت تتصح المستثمرين العالميين بمعاودة الشراء في السوق. نظرا لاستمرار وتحسن الاقتصاد المصرى، لاشك أننا لمسنا ذلك ونسمع أرقام بانخفاض التضخم وزيادة معدل النمو وزيادة احتياطي النقد الأجنبي وما شابه ذلك.

وعندى أمل كبير في أن برنامج الخصخصة سيتحسن، والخصخصة معناها عندى بيع ٦٠ أو ٧٠٪ أو ٨٠ أو ٩٠٪ وليس ٤٠٪ فقط.

ومعنى أن الخصخصة ذات ٤٠٪ تقل والخصخصة ذات ٩٠٪ تزيد وأن الاسعار التي تطرح بها اسهم الخصخصة تكون معقولة ومزيد من الشفافية

في المعلومات وأرى أن الأسعار سترتفع لأن السوق سينتفش وأن القطاع
الخاص بدأ يستخدم البورصة كوسيلة للتمويل.
شكرا لحسن استماعكم

والى جانب كلمة المهندس حمدى رشاد التى القاها في الجلسة قدم ورقة عمل توضيحية حول شركات السمسرة هي:

بسم الله الرحمن الرحيم

يشرفنى الحضور لجمعكم الموقر والمساهمة في هذا اللقاء الموضوع الذى طلب منى الحديث عنه هو شركات السمسرة.

تقوم شركات السمسرة في سوق الأوراق المالية المصرية بثلاث مهام اساسية وهى تنفيذ أوامر العملاء ومهمة تكميلية وهى توسيع السوق أما المهمة الثالثة فهو دور وقع على شركات السمسرة ظلما ويتلخص في أن تكون كبش الفداء لآى ملامة في السوق.

أما المهمة الأولى، فهى الأساسية وتتمثل في تنفيذ أوامر العملاء شراء وبيعا للأوراق المالية وهذه المهمة ظاهرها اليسر وباطنها العذاب فالمهمة ببساطة تتلخص في أنه في الوقت الحالى يوجد حوالى مليون مستثمر في السوق المصرية تثميش نشط ويتوقع تضاعف هذا الرقم على الأقل ثلاث مرات في السنوات القليلة القادمة كل هؤلاء المستثمرين يريدون عقد الصفقات طبعاً من الصعب على كل هؤلاء أن يبحث المشتري فيهم عن الراغبين في البيع وأن يبحث بين الراغبين في البيع عن احسن سعر بالكمية المطلوبة ثم يتأكد أن من عنده احسن سعر يمتلك أسهم سليمة ويقوم بعد ذلك كل طرفين، بائع ومشتري بإتمام الصفقة بجميع جوانبها القانونية طبعاً هذا مستحيل لذلك كان من الطبيعى تنظيم السوق حتى تتم هذه العمليات في سرعة ويسر فوجدت البورصة كسوق للأوراق المالية ووجدت شركات السمسرة لتجميع الأوامر والتأكد من سلامتها ثم ترتيبها ومحاولة تنفيذها هذا يبدو على السطح يسيرا ولكن الكثير من الصعوبات تقابل شركات السمسرة في تنفيذ هذه المهمة السهلة والصعوبات تتلخص في:

- ١- التزايد السريع جداً في عدد المستثمرين فبينما كان عدد شركات السمسرة حوالى ١١٥ شركة وهذا معناه ٩ آلاف مستثمر لكل شركة طبعاً خدمة هذا العدد الكبير لشركات ولدت بالأمس ليس بالأمر الهين.
 - ٢- عدم وجود كوادر مدربة وهنا نتطلع ونحن في محراب جامعة الأزهر الشريف كمؤسسة تعليمية إلى دور إيجابى في تخفيف هذه المشكلة.
 - ٣- الحاجة الشديدة للإنضباط والدقة والأمانة أكثر من باقى المجالات الخدمية لأننا نعمل في أموال الناس ومدخرات حياتهم.
 - ٤- عدم اكتمال ونضوج مؤسسات السوق.
- وبالرغم من هذه الصعوبات أعتقد أن معظم شركات السمسرة قد حققت تقدم ملحوظ في حسن أداء هذه المهمة.

المهمة الثانية هى توسيع السوق وفي هذه المهمة حققت شركات السمسرة مع باقى المؤسسات العاملة في المجال نجاحات كبيرة وفي هذا تعتمد شركات السمسرة على جذب مستثمرين جدد محليين وعالميين عن طريق شرح طبيعة السوق وأساليبه كما يساعدها في هذا وجود فنيين بها قادرين على توجيه النصح والإرشاد للمستثمرين موضوع النصح ليس أبيض أو أسود ففى كل صفقة يوجد طرفين احدهما يبيع والآخر يشتري وفي أغلب الأحيان يكون البائع قد درس واستخلص أن الوقت للبيع والآخر درس ايضا ولكنه استخلص أن الوقت مناسب للشراء وهذا يحدث في كل مكان في العالم والعبرة هنا هى صدق النوايا للناصح والدارس.

أما **المهمة الثالثة** التى وجدت شركات السمسرة نفسها فيها وتعود الجمهور إلى حد كبير عليها هى الظلم بعينه فشركات السمسرة أصبحت كبش

النداء في كل كبيرة وصغيرة في سوق رأس المال. فإذا ارتفعت أسعار الأسهم كان السبب شركات السمسرة التي تبالغ في الأسعار ولا تتصح عملاتها بعدم الشراء وإذا انخفضت الأسعار كانت السبب شركات السمسرة التي تقوم بخفض الأسعار لأسباب تآمرية مستترة ولا تتصح عملاتها بعدم البيع وإذا لم تنفذ عملية بيع أو شراء فالسبب شركات السمسرة وإذا تأخر تسليم أسهم أو عملية إيداع مركزى فليس هناك غيرهم وهكذا في كل أمور البورصة. لأريد أن أطيل عليكم في هذه النقطة ولكن فليكن معلوماً للجميع أننا كشركات سمسرة نحاول بكل طاقتنا تقديم وجبة شهية لكم في وقت لم يتم فيه استكمال بناء المطبخ ولم يتم بعد استكمال تدريب الطهاة. وأقولها بتلخيص شديد أنه حينما تعمل برامج التداول بالكفاءة العالمية وتستكمل مؤسسات السوق وتقوم الأجهزة الرقابية بالقضاء على القلة المتلاعبين وإنصاف الكثرة الملتزمين وتراعى الهيئات البانعة في عملية الخصخصة العدل والشفافية وتساعدنا الجامعات والمعاهد في تدريب العاملين فستجدون شركات السمسرة في غاية الكفاءة الجدية والانضباط.

أنتى مستبشر بالمستقبل وأرى تغيرات كثيرة تثير التفاؤل في التطوير وفي الأسعار ولايجوز لى أن انهى كلمتى لكم بدون الحديث ايضاً عن الأسعار.

بالنسبة للتطوير:

انا مستبشر بمجلس إدارة البورصة الجديد ومستبشر برئيس بورصتى القاهرة والإسكندرية ومستبشر بنظام التداول الجديد الذى سيبدأ تطبيقه قريباً ومن أهم صفاته خاصية القبول الألى Automatic Matching الذى سيمنع الكثير من الأخطاء والتلاعب؛ ومستبشر بنقل شركة مصر

للمقاصة والتسوية لمقرها الجديد وما سينتج عنه من تحسين الخدمات؛
ومستبشر بنظام الحفظ المركزي وإن كنت أنصح بالتأني في التطبيق؛
ومستبشر بديموقراطية هيئة سوق المال وتجاوبها مع بقاى مؤسسات
السوق ومحافظةها على حقوق المستثمرين وحقوق الشركات العاملة في
المجال.

بالنسبة للأسعار: لأخفيكم أنني سعيد للتصحيح الذى تم في أسعار
الأسهم وأرى إن ذلك ظاهرة صحية تدل على أن البورصة المصرية كائن
حى يتجاوب مع الظروف المحيطة به. كانت كل الظروف تحتم نزول
الأسعار فتجاوبت البورصة ونزلت الأسعار. اما الآن فأعتقد أن هذا التصحيح
قد تم وانتهى وان قوى السوق ستدفعه إلى أعلى.

- لماذا؟

- دخول مصر مؤشر الأسواق الصالحة للإستثمار لمؤسسة التمويل الدولية
IFC.

- كم كبير من الأموال الجاهزة لدخول السوق كصناديق إستثمار مصرية
وأجنبية.

- مضاعف ربحية مغرى وعائد توزيع كبير.

- إستمرار تحسن وتطور الإقتصاد المصرى.

- أمل كبير في تحسن معدلات وأساليب الخصخصة وخصوصا الإقلال من
خصخصة الـ ٤٠% والإكثار من خصخصة الـ ٩٠% ومراعاة الأسعار
والمزيد من الشفافية.

- بدء لجوء القطاع الخاص للتمويل عن طريق البورصة.

وشكراً وبارك الله فيكم لحسن استماعكم

المتحدث الرابع

أ/ محمد عبد السلام (نائب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لشركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي)

بالنسبة لنظام المقاصة والحفظ المركزي، أى سوق له شركة واحدة تقوم بالمقاصة في السوق المصرى وشركة واحدة تقوم بالمقاصة والتسوية أى تسوية المراكز المالية الناتجة عن عملية التداول فهى طرف وسيط عن البائع والمشتري أى بين شركات السمسرة البائعة وشركات السمسرة المشتريّة، وشركات المقاصة تقف في المنتصف بين شركات السمسرة تستلم الأوراق من البائع والنقود من المشتري وتقوم بتسليم المشتري الأوراق والبائع النقود، فشركة المقاصة ماهى إلا جهة وسيطه تضمن للطرفين تسوية مصالحهم وقبل هذا النظام مايبدا، كان النظام يعتمد على أن شركات السمسرة مع بعضها تقوم بتسليم هذه الأوراق لبعضها ثم تقوم شركة السمسرة المشتريّة باستلام الأوراق وسداد الثمن ثم تقوم بتسليم هذه الأوراق للمستثمر فماذا يفعل المستثمر؟ يريد أن يبيع فيذهب إلى الشركة المصدرة يقدم فاتورة شركة السمسرة يكتب اسمه على الأسهم التى اشتراها حتى يستطيع إعادة البيع، ولكم أن تتخيلوا لو أن المستثمر مقيم في القاهرة ويشترى ورقة من القاهرة لشركة "كيما" في أسوان فالمطلوب أن يسافر إلى أسوان حتى يسجل ورقته أو يسافر إلى الاسكندرية حتى يسجل ورقته فهناك اعباء كثيرة جدا كان يتحملها المستثمر حتى لو كانت شركات السمسرة تقوم بهذا الدور نيابة عن المستثمر، لكن من الضروري أن لهذا الدور تكلفة كان يتحملها المستثمر.

إذن المستثمر لم يكن يستطيع إعادة الأوراق المالية التى يملكها إلا بعد أن يسجل اسمه عليها، صدر القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م وقال أنه في امكان شركة المقاصة- ولم يكن هناك في ذلك الوقت شركة مقاصة وكانت

البورصة تقوم بدورها - أن تصدر شهادة يطلق عليها شهادة نقل ملكية الورقة المالية من المالك القديم إلى المالك الجديد وبهذه الشهادة يستطيع المالك الجديد إعادة بيع الورقة المالية فور تسلمه هذه الورقة والأسهم التي يمتلكها، إذن هناك مادة في القانون تقول أن ملكية الورقة تنتقل لحظة تداولها في البورصة، لكن إذا نقلت الملكية وليس هناك ما يثبت أنى مالك لهذه الورقة فالبورصة تصدر شهادة تثبت انتقال ملكية هذه الورقة من المالك القديم إلى المالك الجديد هذا الدور طبعاً شركة المقاصة اليوم تقوم بأدائه فهي مسؤولة عن أن تستلم من البائع الورقة وتستلم من المشتري الثمن وتسلم لكل منهما مستحقاته، وفي نفس الوقت تقدم مع الأسهم التي تسلمها للمشتري شهادة تثبت انتقال ملكيته لهذه الأوراق من شخص قديم إلى المستثمر الجديد، إذن هي توفر وقتاً زنياً طويلاً للمستثمر عند رغبته إعادة بيع هذه الأوراق. وهذا يجعل نسبة السيولة في السوق أعلى، لأنه كلما كانت الورقة المالية قابلة للتداول كلما أصبحت السيولة في السوق أعلى وكلما كانت السيولة في السوق أعلى كلما كان سوقاً جذاباً للاستثمارات سواء الاستثمارات المحلية أو الخارجية، لأننى اليوم عندما أمتلك ورقة مالية، فالورقة المالية ماهى إلا نقود في شكل معين، فإذا كانت هذه الورقة المالية أستطيع إعادة بيعها بمجرد تسلمى لها. إذن أنا ليس لدى مشكلة في أن أجعل الفلوس "كاش" تحت "المخدة" أو تحت "البلاطة" أو أشتري ورقة مالية وعندما أربح في الحصول على "الكاش" مرة أخرى أتوجه إلى البورصة وأبيع الورقة المالية وفي خلال الثلاث أو الأربعة الأيام التي تتم فيهم التسوية استرد هذه النقود والأرباح التي سأستفيد بها لو كان هناك فرق في السعر ما بين شرائى لهذه الورقة وبيعى لها، المهم أن الورقة المالية عندما اشتريها أكون قادراً على بيعها، وعندما أقوم ببيعها أستلم الثمن في توقيت محدد بصرف النظر عن أن هناك بلادا

تقوم بالتسوية في سبعة ايام بعد يوم التداول، هناك دول أخرى تقوم بها بعد ثلاثة ايام بعد يوم التداول فليس المهم مقدّر المدة الزمنية أنما المهم أن تكون محددة، ويكون المستثمر عارف متى يستلم نقوده، هذا هو الدور الذي تقوم به شركة المقاصة والتسوية وهو تسهيل عملية انتقال ملكية الورقة من الشركات البائعة إلى الشركات المشتريّة وانتقال النقود من الشركات المشتريّة إلى الشركات البائعة، وإصدار شهادات نقل الملكية إلى المستثمر الجديد حتى يستطيع أن يعيد بيع هذه الورقة.

هناك نظام آخر مطبق في جميع دول العالم اليوم لأنه توجد مخاطر عديدة جداً تنشأ من تداول هذه الورقة بطريقة مادية، مخاطر فقد، مخاطر تلف، مخاطر سرقة، مخاطر تزوير، تكلفة نقل، تكلفة حفظ فلو كان لدى كمستثمر أوراق مالية كثيرة أو محفظة كبيرة سأضطر إلى وضعها في بنك إذا كنت خائفاً عليها وأنا سأدفع تكلفة لهذا البنك في حفظ الأوراق المالية. إذن هناك مخاطر من التعامل على ورقة مالية مادية، وهناك تكلفة نتيجة التعامل على الأوراق المالية المادية.

العالم اليوم اتبع نظاماً آخر حيث يتعامل على الأوراق المالية غير المادية وهي بدلاً من التعامل على ورقة امسكها في يدي، أودع هذه الأوراق كلها في مكان يطلق عليه الحفظ المركزي، واستلم بدلاً من هذه الأوراق كشف حساب تماماً كما لو كان معي نقود، بدلاً من الاحتفاظ بها في جيبى أو في خزينتى في البيت، أذهب إلى البنك وأودع هذه النقود وأخذ بدلاً منها كشف حساب فى ذلك نقود لكن بدلاً من أن أودعها في البنك أقوم بإيداعها في الحفظ المركزي الذي يمكن أن نطلق عليه مجازاً أنه بنك تحفظ فيه الأوراق المالية ويصدر في مقابلها كشف حساب للمساهم الذي حفظ أوراقه.

فنظام الحفظ المركزي في حد ذاته هو نظام يسهل عمليات التداول لأنه عندما تنتهي مشاكل حفظ وتداول الأوراق المالية سوف تنتهي مشاكل كثيرة جداً تقابلنا كلنا اليوم في السوق وتقابل شركات السمسرة والصناديق من انتقال الأوراق المالية من الأخطاء الموجودة في أرقام الأوراق المالية، من الأخطاء الموجودة في الشركات المصدرة عند طباعة الأوراق المالية، فعندما يكون هناك نظام للحفظ المركزي فلا يكون هناك داع من الأصل لطباعة الأوراق المالية بل هناك توفير كامل للتكلفة التي تتكلفتها طباعة الأسهم والسندات فبدلاً من أن أطبع كمية أسهم، أقيد الأسهم التي امتلكها في الحفظ المركزي باستخدام سهم واحد يطلق عليه "السهم العملاق" أو سهم يحتوى على كل رأس مال الشركة ويتم تقسيم هذا السهم إلى اسهم في حسابات العملاء ويبدأ العملاء يتعاملون على مايمتلكون من أسهم من خلال قيود دفترية. إذا اشترى أوراق مالية يكون حسابه "دائناً" إذا باع أوراق مالية يكون حسابه "مدينياً" وإذا اشترى أوراقاً مالية تضاف إلى حسابه، وإذا باع تخصم من حسابه وبالتالي يحدث كل يوم حركة على الورق الذي يملكه أو يقوم هو ببيع أو شراء أوراق مالية فإن حسابه يتغير ويستلخ يومياً كشف حساب يثبت ملكيته لكمية الأوراق المالية التي أودعها في الحفظ المركزي.

طبعاً هذا النظام موجود ومطبق في العالم كله، يمكن بدأنا متأخرين قليلاً، لكن عندنا أسبابنا فقد كان عدد الأوراق المالية التي تتداول قليلة والقيمة التي كانت تتم كانت بسيطة، فلم يكن هناك احتياج لهذه النظم المعقدة، سواء نظام المقاصة والتسوية أو نظام الحفظ المركزي. عندما بدأ السوق يتسع وبدأ عدد الشركات التي تزاوّل النشاط في السوق يزداد، فكل مجتمع كما تعرفون فيه الصالح وغير الصالح والجيد وغير الجيد ونحن شريحة من المجتمع وفيها الجيد وغير الجيد، ورأى أنه يجب أن تكون هناك جهة محايدة تقف كأمان

للمستثمر وكأمان للشركات فى مقابل بعضها حتى تقلل المخاطر التى تنشأ عن النظام القديم الذى يجعل من كل شركة تشتري أو تبيع تقوم بنفسها بتسليم الطرف الآخر.

لا أريد أن أطيل على حضراتكم، واشكركم على حسن إستماعكم واعتذر أن لم اكن قد إستطعت أن أوصل المعلومة للبعض وألف شكر.

وإلى جانب هذه الكلمة التى القاها أ / محمد عبد السلام قدم مجموعة من الاوراق تتناول دليل نظام المقاصة وملخص الاجراءات فى نظام الحفظ المركزى: وهى:

دليل نظام المقاصة والتسوية المنفذ من خلال شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى

الإطار العام:

- ١- تعريف بشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى.
- ٢- الأطراف المتعاملة فى نظام المقاصة والتسوية.
- ٣- نظام المقاصة والتسوية.
- ٤- المراحل المتبعة لتنفيذ نظام المقاصة والتسوية.

مقدمة:

تعد هذه التعليمات بمثابة الدليل الخاص بتطبيق نظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية وذلك من خلال شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى. وهذه التعليمات مصدرة لكى توضح الإجراءات التى يجب اتباعها فى كل عملية.

إن هذه النسخة تعد النسخة الأولى التى تم إعدادها وسيتم إعداد هذه التعليمات بصورة دورية عند وجود أى تطور أو تغيير فيها وكذا في حالة تقديم خدمات جديدة وذلك لى تتم الإستفادة القصوى من جميع الخدمات التى تقدمها الشركة.

أولاً: التعريف بشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى إنشاء الشركة:

في إطار برنامج التطوير الذى تتبعه الهيئة العامة لسوق المال منذ عام ١٩٩٢م لتطوير سوق المال المصرى تم إنشاء شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى - شركة مساهمة مصرية - برأس مال قدره ١٠ مليون جنيه مصرى ورأس مال مصدر ٣ مليون جنيه مصرى وذلك بتاريخ ١٩٩٤/٨/٣م تحت رعاية الهيئة العامة لسوق المال. هذا وقد تم اعتماد شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى من قبل الهيئة العامة لسوق المال بتاريخ ١٩٩٤ / ٨ / ٢١م وقيدت في السجل التجارى بمكتب: سجل تجارى جنوب القاهرة. رقم القيد في السجل التجارى ٢٣٨٤٩ بتاريخ ١٩٩٤/٩/١٣م.

الغرض من إنشاء الشركة:

يعتبر الغرض من إنشاء الشركة هو القيام بنشاط المقاصة والتسوية لمعاملات الأوراق المالية التى تتم بالبورصة المصرية وكذا حفظ وإدارة الأوراق المالية. تقوم الشركة بتقديم هذه الخدمات للشركات المصدرة وشركات السمسرة وشركات إدارة سجلات الأوراق المالية المشتركين بها.

المقر:

الإدارة في ٤ش طلعت حرب - القاهرة.
فرع في بورصة الأوراق المالية ٤ش الشرفين بالقاهرة.
فرع الإسكندرية في نفس مبنى بورصة الإسكندرية ١١ش طلعت حرب
بالإسكندرية.

ثانياً: الأطراف المتعاملة في نظام المقاصة والتسوية:

- ١- شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي.
- ٢- جميع شركات السمسرة المقيّدة ببورصتى القاهرة والإسكندرية.
- ٣- بنكى المقاصة (البنك الأهلى - بنك مصر).

ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية:

أهداف النظام:

- ١- تقليل الفترة الزمنية اللازمة لاستخراج شهادات نقل الملكية وإصدارها في اليوم (T+3).
- ٢- سرعة دوران الأوراق المالية بمعنى أن يتم التداول على الأوراق المالية بمعدل أسرع من المعدلات السابقة.
- ٣- تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم وتسلم الأسهم من الشركات البائعة والشركات المشترية.
- ٤- تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع (D.V.P) وهو النظام المستخدم في جميع بورصات العالم المتقدمة.

فكرة عامة عن النظام:

- بعد الإنتهاء من جلسة التداول يتقدم مندوب شركة السمسرة إلى شركة مصر للمقاصة لتسليم الأسهم المباعة وذلك في المكان المخصص لكل شركة سمسرة وفي التوقيت المحدد لها.
- في اليوم الثانى من التداول (T+2) تقوم شركة مصر للمقاصة بإجراءاتها الداخلية على الأوراق المالية المستلمة (فحص ومراجعة الأوراق المالية).
- في اليوم الثالث من التداول (T+3) تتم عملية التسوية النقدية لشركات السمسرة ويتم تسليم شركات السمسرة المشتريّة الأوراق المالية الخاصة بها بناء على الكشف الخاص بالعمليات التي تم تسويتها.

المبادئ الأساسية للنظام:

- 1- أن تتم عمليات المقاصة والتسوية بالنسبة للأوراق المالية في خلال ثلاثة أيام بعد يوم التداول (T+3).
- 2- جميع العمليات الخاصة بيوم معين يتم تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية لها في يوم محدد.
- 3- في خلال الثلاثة أيام الخاصة بالمقاصة والتسوية يجب التأكد من إتمام تغذية الحسابات النقدية الخاصة بشركات السمسرة في بنك المقاصة بقيمة العمليات المنفذة.

رابعاً: المراحل الخاصة بتنفيذ نظام المقاصة والتسوية:
المرحلة الأولى: (مرحلة التداول)

في يوم التداول يقوم مندوبى شركات السمسرة بإستلام الطبعات الآتية بعد
جلسة التداول:

- ١- كشف بجميع عمليات البيع التى نفذها السمسار خلال الجلسة والتي يجب تسليمها لشركة مصر للمقاصة. (ملحق ١)
- ٢- كشف بعمليات الشراء التى نفذها السمسار خلال الجلسة والتي سيقوم بإستلامها من شركة مصر للمقاصة. (ملحق ٢)
- ٣- كشف بالصافي النقدي الناتج من عمليات البيع والشراء خلال الجلسة (مدين أو دائن).

المرحلة الثانية: (مرحلة تسليم الأوراق المالية إلى شركة مصر
للمقاصة):

- تبدأ هذه المرحلة فى اليوم (T+1) ابتداء من الساعة التاسعة صباحا وحتى الساعة الرابعة مساءا يقوم مندوب كل شركة سمسرة بتسليم تقرير العمليات المباعة بعد ملئه بأرقام وفتات الأسهم أمام كل عملية و مرفق معه الأسهم والشهادات.
- (ونموذج تصويب أسماء العملاء فى حالة اختلاف اسم العميل بطبعة البائع عن فاتورة السمسار أو عن الاسم الذى على الصك) ويقوم بتسليمها لمندوب شركة مصر للمقاصة بنفس ترتيب العمليات فى طبعة البائع عن طريق الشباك المخصص لكل شركة سمسرة.
- يقوم مندوب شركة مصر للمقاصة بإستلام الأوراق المالية (تحت الفحص) والخاصة بالعمليات التى تم تنفيذها والتأكد من أن كمية الأوراق

المالية مطابقة لما تم تنفيذه في كشف العمليات المباعة ويقوم مندوب شركة مصر للمقاصة بالتوقيع على صورة الكشف الخاص بالعمليات المباعة وردها مرة أخرى لمندوب شركة السمسرة.

- في حالة وجود اخطاء يقوم مندوب شركة مصر للمقاصة بتسليمها لمندوب شركة السمسرة مباشرة في نفس اليوم.
- بعد الإنتهاء من استلام الأوراق المالية. يبدأ قسم الفحص والمراجعة بشركة مصر للمقاصة بمراجعة الأوراق المالية وفحصها والتأكد مما يلي: الرقم المسلسل/ الإمضاءات والأختام/ عدم وجود كشط بالصك/ الكوبون المرفق/ عدم وجود عوائق قانونية تمنع التداول (رهن- ايرث- حظر تداول)/ الأوراق المالية غير تالفة/ التأكد من أن بيانات الأوراق المالية مطابقة لشهادات نقل الملكية ونموذج البيع.

ملحوظة:

على كل شركات السمسرة عمل تحقيق شخصية لكل المندوبين الذين سيتعاملون مع شركة مصر للمقاصة وإخطار شركة مصر للمقاصة بكشف أسمائهم ويجب على كل مندوب شركة سمسرة أن يبرز تحقيق الشخصية لمندوب شركة مصر للمقاصة للتأكد من شخصيته.

المرحلة الثالثة:

(مرحلة التسوية النقدية):

- تعتبر الساعة الثانية ظهراً هي آخر موعد لتلقى الإيداعات النقدية لشركات السمسرة والخاصة بالعمليات التي تم تنفيذها (وذلك بالنسبة

شركات السمسرة المشتركة) والتي سيتم خصمها من حساباتهم في يوم التسوية.

- بعد الإنتهاء من فحص ومراجعة الأوراق المالية يتم تسجيل أرقام الأسهم على الحاسب وطباعتها و مراجعتها والتأكد من صحة هذه البيانات قبل تنفيذ التسوية عليها.
- يتم استلام أرصدة شركات السمسرة من بنكي المقاصة في الساعة العاشرة صباحاً وتسجيلها على الحاسب.
- يتم عمل التسوية لجميع العمليات التي تمت بالإضافة إلى العمليات المعقدة من الأيام السابقة.
- في التسوية يتم خصم المبالغ النقدية من حسابات شركات المشترية وإضافتها في حسابات الشركات البائعة.

المرحلة الرابعة:

(مرحلة إستلام الأوراق المالية من شركة مصر للمقاصة):

- ابتداء من الساعة الرابعة عصراً وحتى العاشرة مساءً يتم تسليم مندوبى شركات السمسرة المشتركة الأسهم التي تمت تسوية العمليات الخاصة بها بناء على كشف بالعمليات التي تمت تسويتها ومرفق بها شهادات نقل الملكية من خلال الأماكن المخصصة لهم.
- كما يتم تسليم مندوبى شركات السمسرة كشف بالعمليات المعقدة لكل شركة.
- يقوم مندوبى شركات السمسرة بإستلام كشف الحساب النقدى بعد انتهاء التسوية النقدية على العمليات المنفذة لمعرفة ما تم خصمه أو اضافته لدى حسابه بينك المقاصة.(ملحق ٣)

حالات خاصة

أولاً: العمليات المتعلقة:

- بالنسبة للشركات البائعة يتم تعليق العمليات الناتجة عن عدم كفاية الرصيد النقدي للشركات المشتريّة و بالتالي لا يتم تسليم الأسهم للشركات المشتريّة.
- بالنسبة للشركات المشتريّة لا يتم خصم المبالغ المستحقة عليها في حالة عدم إستلام الأسهم الخاصة بهذه العملية من الشركات البائعة.
- في حالة وجود أخطاء في الاسم تعلق العملية ويتم ملء نموذج تصويب للبيانات الخاطئة ويتم إرفاقه بالعملية (ملحق ٤)

ثانياً: العمليات المرفوضة:

- في حالة وجود إختلاف في الكمية بين فاتورة السمسار والصكوك المرفقة أو إكتشاف أوراق مالية معيبة يتم ردها لشركة السمسرة في اليوم التالي ومرفق بها نموذج رفض أوراق مالية (ملحق ٥)

ملخص إجراءات [الإيداع - البيع - الشراء - الرهن] من خلال نظام الحفظ المركزي

أولاً: الإجراءات المتبعة لإيداع الأسهم في الحفظ المركزي:

- ١- يقوم العميل بإختيار شركة من شركات إدارة سجلات الأوراق المالية والتي يرغب في أن تقوم بإدارة حسابات الأوراق المالية الخاصة به ويقوم بتوقيع عقد لإدارة حساباته يوضح حقوقه لدى شركة إدارة السجلات والتزاماته تجاهها.
- ٢- يقوم العميل بتسليم الأسهم الخاصة به إلى شركة إدارة السجلات التي تعاقدها معها على إدارة سجلاته.
- ٣- في اليوم التالي - على أقصى تقدير - تقوم شركة إدارة السجلات بتسليم الأسهم إلى الحفظ المركزي.
- ٤- في اليوم التالي تقوم شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي بتسليم شركة إدارة السجلات كشف حساب يفيد إيداع - إضافة - الأسهم في حسابها لدى الحفظ المركزي.
- ٥- في نفس اليوم يمكن لشركة إدارة السجلات أن تعطى العميل كشف حساب يفيد إضافة الأسهم إلى رصيده لدى شركة إدارة السجلات.
- ٦- بمجرد إستلام العميل لكشف الحساب يمكن أن يقوم بإعطاء أمر بالبيع للأسهم التي أودعها في الحفظ المركزي.

ثانياً: الإجراءات المتبعة لبيع أسهم مقيدة في الحفظ المركزي قبل التنفيذ:

- ١- يقوم العميل بإعطاء أمر بيع الأسهم إلى شركة السمسرة ويحدد في أمر البيع شركة إدارة السجلات التي تدير له حسابه.
- ٢- تقوم شركة السمسرة بالتأكد من رصيد العميل لدى شركة إدارة السجلات بإرسال صورة من أمر البيع إلى شركة إدارة السجلات فور إستلامها أمر البيع من العميل (من المتوقع ألا تزيد الفترة منذ إستلام صورة أمر البيع وحتى الرد عن ساعتين حسب عدد الأوامر التي تتلقاها شركة إدارة السجلات).
- ٣- تقوم شركة إدارة السجلات فور إستلامها صورة من أمر البيع والمرسل إليها سواء بالفاكس أو يدويا من شركة السمسرة بالكشف على حساب العميل لديها للتأكد من أن حسابه يكفي لبيع هذه الكمية وفي حالة كفاية رصيد العميل تقوم بتجميد الكمية المطلوب بيعها لصالح شركة السمسرة التي قامت بإرسال أمر البيع وإخطار شركة السمسرة بذلك.

تنفيذ العملية:

- ٤- بداية من هذا الوقت يمكن لشركة السمسرة أن تقوم بتنفيذ البيع.

بعد التنفيذ:

- ٥- تقوم شركة السمسرة بإرسال إخطار بالتنفيذ إلى شركة إدارة السجلات في ذات يوم التنفيذ.
- ٦- يجب أن تقوم شركة إدارة السجلات بإصدار أمر تحويل الكمية المباعة وإرسال صورة إلى شركة السمسرة والأصل إلى الحفظ المركزي لتحويل

الكمية إلى حساب شركة السمسرة وذلك قبل ميعاد التسوية حيث أن التسوية تتم على حسابات شركات السمسرة - (T+3).

٧- في اليوم التالي تقوم شركة مصر للمقاصة بتسليم كل من شركة إدارة السجلات كتشف حساب يفيد تحويل الكمية من حساب شركة إدارة السجلات وإضافتها في حساب شركة السمسرة البائعة.

ثالثاً: الاجراءات المتبعة لشراء اسهم مقيدة في الحفظ المركزي قبل التنفيذ:
يقوم العميل بإختيار شركة من شركات إدارة سجلات الأوراق المالية والتي يرغب في أن تقوم بإدارة حسابات الأوراق المالية ويقوم بتوقيع عقد لإدارة حساباته يوضح حقوقه لدى شركة إدارة السجلات والتزاماته تجاهها.
١- يقوم العميل بإعطاء أمر الشراء إلى شركة السمسرة والتي تقوم بإرسال صورة من أمر الشراء إلى شركة إدارة السجلات فور إستلامه من العميل.

تنفيذ العملية:

تقوم شركة السمسرة بتنفيذ العملية داخل البورصة.

بعد التنفيذ:

١- تقوم شركة السمسرة بإرسال اخطار بتنفيذ العملية إلى شركة إدارة السجلات في نفس يوم التنفيذ.
٢- يجب على شركة إدارة السجلات أن تقوم بإضافة الكمية في حساب العميل فور إستلام إخطار التنفيذ من السمسرة حتى يكون من حق العميل أن يقوم بإصدار أمر بيع للكمية والتي قام بشراءها ابتداء من اليوم التالي لشرائها ودون انتظار لتسوية العملية في الحفظ المركزي.

رابعاً: الإجراءات المتبعة لتنفيذ رهن أسهم مقيدة في الحفظ المركزي:

١- يقوم العميل بالتعاقد مع البنك على الإقتراض بضمآن الأوراق المالية الخاصة به.

٢- يقوم البنك بإرسال خطاب موجه إلى شركة مصر للمقاصة يطلب فيه التأكد من أن رصيد العميل يكفي لتنفيذ الرهن لصالح البنك، وفي حالة كفاية الرصيد يتم تجميد هذه الكمية لصالح البنك حتى ورود تعليمات جديدة من البنك بفك الرهن.

٣- يتم إرفاق إقرار كتابي من العميل مع خطاب البنك يتضمن موافقة العميل على:

- تجميد الأسهم لصالح البنك.

- عدم فك الرهن إلا بخطاب من البنك وبعد قيامه بسداد القرض.

- اعطاء البنك تفويض بالتصرف في الأسهم في حالة التعثر في السداد.

٤- بمجرد وصول الإخطارات السابق ذكرها تقوم شركة مصر للمقاصة بالتأكد من أن رصيد العميل لدى شركة إدارة السجلات يكفي لتنفيذ الرهن وفي حالة كفاية رصيد العميل تقوم شركة مصر للمقاصة بتجميد رصيد الأسهم لصالح البنك وفي نفس الوقت تقوم بإرسال خطاب إلى شركة إدارة السجلات لكي تبدأ في تنفيذ رهن الأسهم الخاصة بالعميل.

٥- تقوم شركة مصر للمقاصة بإرسال خطاب موجه إلى البنك يفيد بتجميد أسهم العميل لصالح البنك لكي يبدأ البنك في تنفيذ إجراءات تسليم القرض للعميل.

ملحوظة: تستغرق العملية منذ إستلام الخطاب من البنك وحتى إرسال خطاب الرد من شركة مصر للمقاصة مدة لا تزيد عن ٢٤ ساعة.