

الباب الثالث

سوق الأوراق المالية فى مصر

أولاً

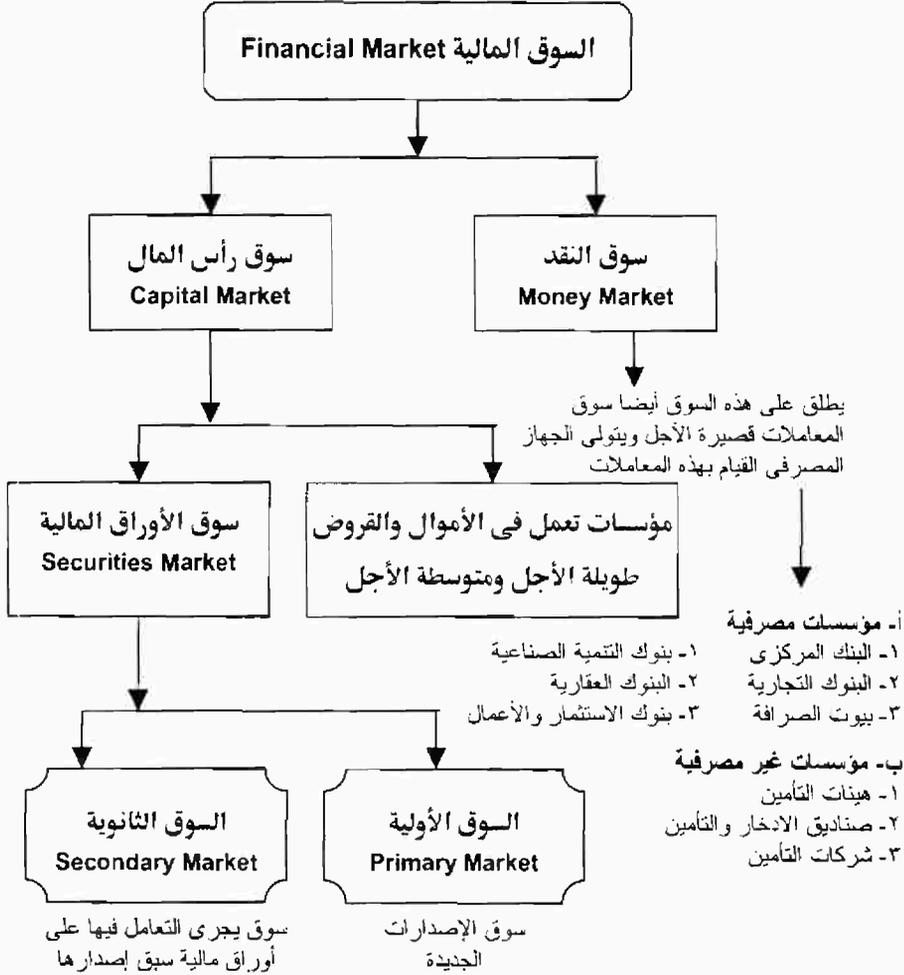
دراسة تحليلية للتداول والدور التمويلي والتموي
لسوق الأوراق المالية في مصر

المبحث التمهيدي

سوق الأوراق المالية

موقع سوق الأوراق المالية في سوق المال:

سوق الأوراق المالية أحد أهم العناصر الأساسية في سوق المال وتتميز بين دفتيها سوق الإصدارات الجديدة (السوق الأولية Primary Market) وسوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوي Secondary Market) .. والخريطة التالية توضح موقع سوق الأوراق المالية في سوق رأس المال:



وظائف سوق الأوراق المالية^(١)

سوق الأوراق المالية إحدى لوازم اقتصاد السوق وهى المرآة التى تعكس ما يجرى فى المجتمع الذى تقوم به. ويمكن إيجاز وظائف سوق الأوراق المالية (البورصة) فيما يلي:

١- تداول حقوق أصحاب المشروع بالبيع والشراء (بترجمة هذه الحقوق إلى ورقه مالية تسمى السهم) دون المساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات... الخ. وهذه الوظيفة تتيح للمساهمين والمؤسسين الأصليين إمكانية التصرف فى كل أو جزء من مساهماتهم للغير، ويؤدى ذلك إلى خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة وتسييل الأصول المالية بسهولة وبأفضل سعر ممكن.

٢- تسجيل حركة الأسعار Quotation لجميع الصفقات المنفذة Deals وعبوض البيع Asks وطلبات الشراء Bids وتتحدد الأثمان بتفاعل قوى العرض والطلب، وعلى ضوء أسعار البورصة تتحدد القيمة الرأسمالية للشركات Capitalization.

٣- توفر البورصة مؤشرا يوميا Index يوضح الاتجاه العام لأسعار الأوراق المالية، وهذا المؤشر يمكن أن يكون مؤشرا عاما لكل الأوراق المالية المقيدة (مثل المؤشر العام لهيئة سوق المال المصرية) أو مؤشرا ممثلا لسوق الأوراق المالية يعتمد فى تكوينه على انتقاء واختيار الأسهم المؤثرة

(١) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ص ٢٢-٢٦، المعهد العالمى للفكر الإسلامى ١٩٩٦، نشأت عبد العزيز معوض.. بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ص ١١، ١٢، كتاب الأهرام الاقتصادى فبراير ١٩٩٤، وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولى، البورصة والأوراق المالية، يناير ١٩٨٤ ص ١٧ - ٢٣.

في اتجاهات السوق (مثل مؤشر المجموعة المالية - هيرمس) أو مؤشر خاص بقطاع معين (مثل مؤشر NASDAQ الخاص بقطاع التكنولوجيا) وهذه المؤشرات - طبعا لرؤى علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات - تشير إلى قوة أو ضعف الاقتصاد الوطني أو قطاع من قطاعاته.

٤ - تمويل المشروعات من خلال سوق الإصدار وأيضا من خلال سوق التداول، حيث أن إمكانية تسهيل الأسهم من خلال السوق الثانوية تشجع المستثمرين على الدخول في شركات مساهمة جديدة، ومعنى ذلك أنه في ظل اقتصاد السوق وتراجع دور الدولة في النشاط الاقتصادي، فمن الضروري تواجد البورصة لتيسير نقل ملكية الأوراق المالية الممثلة للمشروعات لتلبية دوافع المستثمرين المختلفة (طلب السيولة النقدية - التحول لنشاط أكثر ربحية - التحول لسوق النقد... الخ) وبمفهوم المخالفة فإن غياب البورصة يمكن أن يؤدي إلى تراجع المستثمرين عن الاستثمار وبالتالي انخفاض معدل النمو الاقتصادي (نظرا لتراجع الدور الإنتاجي للدولة في ظل اقتصاد السوق).

٥ - توفر البورصة (سوق الأوراق المالية) مجموعة من البدائل أمام المستثمرين في شتى مجالات الاستثمار، وهذا ييسر على المستثمرين البحث عن وجوه الاستثمار المناسبة، وكان من نتيجة تداول الأصول والأوراق المالية أن ظهرت واتسعت أنشطة إدارة الأصول Asset Management والتي تبلورت في أنشطة إدارة المحافظ وصناديق الاستثمار.

٦ - تمثل البورصة (سوق الأوراق المالية) سلطة رقابية وغير رسمية على أداء الشركات المتداول أوراقها المالية بالبورصة عن طريق ردود أفعال المتعاملين على هذه الأوراق تجاه المعلومات المتوافرة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية فترتفع أسعارها "ثوابا" إذا كان المعلومات المتاحة إيجابية وتتنخفض الأسعار "عقابا" إذا كانت هذه المعلومات سلبية، وبذلك يكون تقلب السعر بمثابة تقويم فوري لأداء الشركات وتعبير عن تقدير المتعاملين لقيمة الأسهم والشركات.

التقسيم الوظيفي لسوق الأوراق المالية

من هذه الناحية، تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين:

- السوق الأولية Primary Market
- السوق الثانوية Secondary Market

وكلا السوقين ضروري للآخر، فالسوق الثانوية لا تقوم إلا في وجود السوق الأولية، ونمو السوق الأولية- في اقتصاد السوق - يتطلب وجود السوق الثانوية لتوفير الاطمئنان للمستثمرين بالسوق الأولية إلى إمكانية التصرف في بعض أو كل ما يمتلكونه من أوراق مالية في المستقبل.

السوق الأولية

هي سوق الإصدارات الجديدة... وهذه الإصدارات لها ثلاث أشكال:

- ١ - شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة.
- ٢ - زيادة في رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو بإصدار سندات Corporate Bonds بغرض زيادة الموارد المالية والتي

تلتزم لتغطية استثمارات مطلوبة (وهذا يمثل بديلا للاقتراض من الجهاز المصرفي أو مكملا له).

٣ - زيادة في رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين الحاليين للشركة.

السوق الأولية هي أساس التنمية الاقتصادية حيث من خلالها يتم تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض وتحويلها لقطاعات الاستثمار التي تحتاج إليها.

وتعتبر نشرة الاكتتاب Prospectus وسيلة الإعلان للجمهور (في حالة الاكتتاب العام) من قبل الشركات المصدرة للأسهم والسندات وهذه النشرة في معظم التشريعات يجب أن تتضمن حدا أدنى من البيانات والإفصاح Disclosure، وهو ما جاء تفصيلا في المادة (٤) والمادة (٥) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في الباب الأول الخاص بإصدار الأوراق المالية وكذلك ما قرره المادة ٢/٣٦ من قانون الشركات المساهمة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الخاص بشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة.

السوق الثانوية

وهي سوق تداول الأوراق المالية وتعتمد - أساسا - على الوسطاء أو سماسرة الأوراق المالية، وطبقا للتشريع المصري لا يجوز شراء وبيع الأوراق المالية دون الاستعانة بالوسطاء المتخصصين (القانون ١٣١ لسنة ١٩٨١ والقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢) حيث يقع على عاتقهم ضمان سلامة التعاملات بما يرفع عن البائع والمشتري مخاطر التدليس أو الغش، لذلك فإنها تسمى بسوق

التعامل غير المباشر حيث لا يلزم أن يتواجه طرفي العملية وأن التعامل فيما بينهما يتم من خلال وسيط Broker وتنقسم أسواق التعامل غير المباشر إلى سوقين وهما:

السوق المنظمة أو الرسمية Organized

السوق غير الرسمية Over – The – Counter

أو الموازية للسوق الرسمية

- بالنسبة للسوق المنظمة أو الرسمية، يجرى بها التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية المقيدة Listed بالبورصة خلال جلسات التنفيذ والأوراق المالية التي يتم تداولها بالسوق الرسمية يجب أن تتوافر بها عدة شروط من حيث رأس المال وعدد الأسهم وعدد المساهمين ونتائج الأعمال والإفصاح عنها، وفي مصر فإن السوق المنظمة هي التي تنشر بياناتها في الصحف وتقدم التقارير عنها في نشرات الأخبار.
- أما بالنسبة للسوق غير الرسمية O . T . C أو السوق الموازية فهي التي يجرى فيها التعامل على أوراق مالية غير مقيدة، وتستلزم لا تمام صفقاتها في مصر إجراءات وموافقات عديدة قد تستغرق عدة أيام بينما الأوراق المالية المقيدة يتم تنفيذها في لحظات أثناء جلسات التداول... والسوق غير الرسمية هي سوق للمفاوضة حيث تخضع الصفقات للتفاوض بين المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية والملفت للنظر أن السوق غير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية تستأثر بأكثر من ٩٠% من جملة التداول (رسمي وغير رسمي) بينما بورصة لندن وهي من أكبر بورصات العالم لاتوجد بها سوى السوق الرسمية... وتوجد السوق غير الرسمية في العديد

من الاقتصاديات الناشئة مثل مصر والكويت وتونس^(٢) وعن أسباب التعامل بالسوق غير الرسمية فإن ذلك يرجع إلى صغر حجم الشركات المصدرة للأسهم أو لعدم ذبوع صبت هذه الشركات، أو لأن الأسهم خاصة بشركات عائلية مغلقة أو لأن الشركة لا ترغب في قيد أسهمها في إحدى البورصات أو أن هذه الشركات غير مستوفاة لشروط القيد في البورصات.

ومن أهم مزايا السوق غير الرسمية تسييل الأصول المالية ذات الكميات الكبيرة Large Blocks والتي يتعدر تسييلها في السوق الرسمية بالسعر المناسب والوقت المناسب فضلا عما يمكن حدوثه من إغراق للسهم لو كان مقيدا بالسوق الرسمية إذا عرض بكميات كبيرة فالنتيجة المنطقية هي هبوط الثمن^(٣).

بورصة الأوراق المالية

هي سوق تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات...) التي تصدرها الشركات أو الحكومة، وتتم التعاملات على الأوراق المالية بواسطة مجموعة من السماسرة والوسطاء المؤهلين لهذا النوع من العمل، حيث يتم البيع والشراء على الأوراق المالية في مكان محدد وساعات عمل محددة والبورصة سوق مالي وتعد أهم أجهزة سوق المال، فالبورصة سوق مثالي تتحقق فيه المنافسة الحرة وتتحدد فيه الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب^(٤) Bid - Ask.

وتلعب البنوك دورا متعدد الجوانب في عمليات البورصة، فهي توفر الخدمات لأطراف التعامل في البورصة وهم الجهات المصدرة للأوراق المالية عن طريق تمكينهم من الإصدار خلالها، وأفراد الجمهور الذين يطلبون من

(٢) سمير رضوان، مرجع سابق ص ٥٢، ص ٥٣.

(٣) سمير رضوان، مرجع سابق ص ٥٤.

(٤) وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي، البورصة والأوراق المالية، يناير ١٩٨٤ ص ١١.

البنوك - باعتبارهم عملاء لها - تنفيذ أوامر البيع والشراء أو المشورة الفنىة التي تمتد إلى إدارة محافظ أوراقهم المالية. وتقوم البنوك أيضا بتمويل التعامل فى البورصة بتقديم التسهيلات الائتمانية اللازمة لأطراف التعامل، وفوق ذلك فإن وجود البورصة يمكن البنوك من توظيف أموالها، بالإضافة إلى ما تمثله من وعاء كبير فى إدارة صناديق الاستثمار^(٥).

نشأة وتطور البورصة فى مصر^(٦)

لم تأخذ البورصة شكلها النهائى الذى نراه الآن منذ قيامها بل مرت بمراحل كثيرة متعددة، فعندما تكونت أولى الشركات المساهمة فى عام ١٧٥٠ كان رجال الأعمال يجتمعون فى المقاهى أو يتقابلون فى الطرق لبيع وشراء الأسهم. وفى عام ١٨٩٠ اجتمع بعض السماسرة واستأجروا مبنى لهم خلف صيدناوى فكانت أول بورصة للعاصمة، غير أن قلة العمليات وعدم انتظامها وعدم وجود غطاء يضمن السماسرة أدى إلى أن تغلق البورصة أبوابها.

وفى عام ١٨٩٨ بدأت محاولات إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية فى فندق الكونتنتال سافوى (بميدان الأوبرا) ولكن انعدام ثقة الجمهور أودت بهذا المشروع من جديد.

وتجدد الأمل لدى السماسرة لإيجاد مكان لهم لمزاولة نشاطهم، فكانت قهوة "توبار" فى شارع الألفى المكان الذى يجمع شمل المتعاملين وكان التعامل يشمل

(٥) نشأت عبد العزيز، مرجع سابق ص ١١.

(٦) مرسوعة اللوائح والقوانين والقرارات المنظمة لسوق رأس المال، الهيئة العامة لسوق المال ص ١٠، ١١ القاهرة ١٩٩٩. وكذلك وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولى مرجع سابق ص ١٣

الأوراق المالية والقطن والعقارات على حد سواء، وكان تليفون المقهى الوحيد كافيًا لاتصالات جميع المحترفين.

مما تقدم يتضح أن بدايات البورصة في مصر كانت محصلة جهود فردية من السماسرة كرد فعل لظهور الشركات المساهمة في مصر بعيدا عن سلطة الدولة ومن ثم لم يكن هناك إطار قانوني أو تنظيمي حتى عام ١٩٠٢ حين صدرت أول لائحة داخلية لبورصة الإسكندرية عام ١٩٠٢ (والتي نشأت عام ١٨٨٣)..

وفي القاهرة وفي عام ١٩٠٢ أصبح إيجاد سوق رسمية أمرا لازما نظرا لزيادة التداول واتجاه بعض الرأسماليين نحوها، وقد لعب البنك الأهلي المصري دورا هاما في هذا الشأن فكان المشجع الأول نحو إنشاء سوق الأوراق المالية في القاهرة وكانت هذه المرة في المكان الذي يشغله محل جروبي بشارع عدلي (وكان اسمه المغربي سابقا).

في عام ١٩٠٧ بلغ عدد السماسرة ٧٣ سمسارا كما أصبح عدد الشركات المساهمة ٢٢٨ شركة ومن ثم بدأت جمعية السماسرة بالبحث عن مكان آخر لمقابلة الزيادة المضطرة فقامت ببناء المبنى الذي يشغله البنك الأهلي المصري فرع طلعت حرب (سليمان باشا) واستقروا فيه.

وبتاريخ ٨ نوفمبر ١٩٠٩ صدر أمر عالي بشأن البورصة بالتصديق على لائحة البورصة على أن يعمل بها اعتبارا من أول سبتمبر ١٩١٠ (أي بعد ١١ شهر تقريبا من التصديق حتى يتسنى للسماسرة توفيق أوضاعهم)، واعتبارا من هذا التاريخ لم تعد البورصات من شأن التجار والسماسرة وحدهم وإنما عني التشريع بتنظيمها وذلك بوضع اللائحة العامة مع ترك الأحكام التفصيلية تنظمها لائحة داخلية تضعها لجنة البورصة وتصدق عليها وزارة المالية.

بسبب نشوب الحرب العالمية الأولى عام ١٩١٤ اضطر السماسرة إلى بيع مبناهم (بشارع طلعت حرب أو سليمان باشا) والذي كافحوا من أجله، لكن فى عام ١٩١٧ وافق البنك الأهلى على أن يشغل السماسرة جزءا من مبناهم السابق فكان البنك هو السند الوحيد للسماسرة فى كل ظروفهم.

وبعد الحرب العالمية الأولى بدأت البورصة فى استعادة نشاطها وأستمر العمل فى هذا المكان حتى عام ١٩٢٨ حينما انتقلت البورصة إلى مبناهم الحالي بشارع الشرفين المتفرع من شارع قصر النيل والذي تم تصميمه لهذا الغرض بما يفى باحتياجات مقصورة التداول والأقسام الإدارية، وفى الإسكندرية أنشئ مبني مماثل لبورصة القاهرة بميدان سعد زغلول ولظروف خاصة تم هدم هذا المبني وتشغل بورصة الإسكندرية مبني تابع لبنك مصر بشارع طلعت حرب بالإسكندرية.

وبتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٣٣ صدر مرسوم بلائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية وإلغاء لائحة ١٩٠٩ حيث تم فصل بورصات الأوراق المالية عن بورصات البضائع، وقد تم إصدار اللائحة الداخلية لبورصات الأوراق المالية بقرار من وزير المالية فى ٢٧/٤/١٩٤٠، وتم تعديله فى ١٥/٤/١٩٤٧ بإنشاء سوق غير رسمى إلى جانب السوق الرسمى الذى تقيده به الأوراق المالية المستوفاة لشروط القيد فى لائحة البورصة، وبذلك تم وضع شروط أقل تشددا للأوراق المالية التى تقيد خارج جدول الأسعار الرسمى على أن يقتصر التعامل فى هذه الأوراق على سوق التعامل الحاضر وبذلك أصبح داخل البورصة سوقان للأوراق المالية:

السوق الرسمى والسوق غير الرسمى

وفى عام ١٩٥٣ صدر القانون رقم ٣٢٦ فى شأن التعامل فى الأوراق المالية وهو يعتبر مكملا للمرسوم الصادر فى ٣١/١٢/١٩٣٣ من حيث تنظيم

التعامل في الأوراق المالية حيث نص على حظر التعامل في الأوراق المالية إلا عن طريق أحد السماسرة المقيدين بالبورصة وذلك سواء كانت الأوراق المتعامل عليها مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو غير مقيدة به، كما نص القانون علي أن يكون السمسار الذي تتم بواسطته الصفقة ضامنا لسلامة العمليات المنفذة وأي تعامل على خلاف أحكام القانون يقع باطلا.

وفي عام ١٩٥٧ صدر القانون رقم (٦) باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية والذي تم تعديله بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ وظل العمل به حتى صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وفي القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ نظمت المواد من ١٥ إلى ٢٦ وظائف بورصة الأوراق المالية من حيث القيد في الجدول الرسمي والجدول غير الرسمي وطريقة التداول ودور البورصة والهيئة العامة لسوق المال في مراقبة سوق التداول، وقد أشارت المادة ٢٦ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إلى جواز إنشاء بورصات لها الشخصية المعنوية الخاصة بترخيص من الوزير المختص بناء على اقتراح مجلس إدارة الهيئة يقتصر فيها التداول والقيد على نوع أو أكثر من الأوراق المالية.

وقد تم إعداد مشروع بقانون جديد لسوق رأس المال يحل محل القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ومن المقرر اعتماده من السلطة التشريعية في عام ٢٠٠١ ومن بين مواد مشروع القانون الجديد أن يتم دمج بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية في بورصة واحدة تسمى "البورصة المصرية للأوراق المالية" (م٣) (٧).

(٧) مشروعات القوانين الجديدة: التمويل العقاري - سوق رأس المال - الغرف التجارية - كتاب الأهرام الاقتصادي - عدد يناير ٢٠٠١ .٥٠

أنواع الأوراق المالية^(٨)

١- السهم: عبارة عن صك يمثل مشاركة فى رأس مال الشركة المساهمة ومن ثم يعتبر المساهم شريكا بالشركة بقيمة الأسهم التي شارك بها. والسهم يخول لصاحبه الحقوق التالية:

- حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة ومن سلطة الجمعية العامة مراقبة أعمال مجلس الإدارة.
- الحق فى الحصول على نصيب من أرباح الشركة عندما يتحقق فائض للتوزيع.
- فى حالة تصفية الشركة فان صافى قيمتها بعد دفع الديون والالتزامات ومقابلة حقوق أصحاب الحقوق الممتازة يقسم على المساهمين بنسب مشاركتهم.
- لا يجوز فصل المساهم إلا إذا تقاعس عن سداد باقى قيمة السهم بالطرق التي يحددها النظام الأساسى للشركة طبقا للقانون.

قيمة السهم

- لكل سهم قيمة اسميه Par Value وهى التي يصدر بها السهم، وقيمة سوقية Market Value وهى التي تتحدد فى البورصة وفقا للعرض والطلب، وأنواع الأسهم كالتالى:
- أسهم اسمية، وهى التي يتم إثبات أسماء أصحابها بدفاتر الشركة وتداول عن طريق البورصة وهى الأسهم المعتادة فى البورصة المصرية.

^(٨) وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي، مرجع سابق ص ٤٢ - ٥٠.

- أسهم لحاملها Bearer Share، وهذه الأسهم ليست هناك حاجة إلى الرجوع للشركة بشأنها وتنتقل ملكيتها بالتداول بين البائع والمشتري. وتثبت هذه الملكية بشهادة من السمسار أو البنك الذي تمت عملية البيع عن طريقه، والسهم لحامله ليس له من حقوق سوى الحصول على نصيبه من الأرباح السنوية وناتج التصفية لكن ليست له قوة تصويتية عند حضور الجمعية العمومية مثلما الوضع في الأسهم الاسمية^(٩).

أنواع الأسهم من حيث نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية

أ- أسهم عادية Common Stocks

هي أكثر أنواع الأسهم شيوعا، وهي التي لا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء فيما يتعلق بتوزيع الأرباح السنوية للشركة أو بقسمة صافي موجودات الشركة عند تصفيتها.

ب- أسهم ممتازة Preference Shares

وهي عبارة عن أسهم اسمية يتقرر لها بعض الامتيازات في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية بما يزيد عن المقرر لأصحاب الأسهم العادية (م "٩" من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٣).

وهذه النوعية من الأسهم تحكمها ضرورات عملية، فقد تحتاج الشركة إلى أموال جديدة على وجه السرعة ولا يسعها في ذلك إصدار أسهم عادية، أو أن الشركة معرضة للتصفية الأمر الذي يتعرض معه الدائنون لخطر عدم الاستيلاء

^(٩) لا يجوز أن تزيد الأسهم لحامله عن ٢٥% من إجمالي أسهم الشركة طبقا للمادة (١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .. وتتضمن اللائحة التنفيذية أيضا أحكام خاصة بالأسهم لحاملها في المواد من ١٣ إلى ١٦.

على شيء مما قد يدعوهم لقبول اسهم ممتازة وفاء لديونهم. والأسهم الممتازة على هذا النحو تعتبر خليط Hybrid من الأسهم العادية والقرض فهي أشبه بالدين لأنها تمثل التزاما ثابتا بقيمة الفائدة المحدد سعرها سلفا بالنسبة للقيمة الاسمية للسهم لكن في نفس الوقت فان تلك الفائدة مرتبطة بنتيجة النشاط ولا وجه لإلزام الشركة بالسداد لو حدثت خسارة في النشاط^(١٠).

ج - أسهم التمتع Redeemable Shares

أسهم التمتع هي الصكوك التي يتسلمها المساهم وبمقتضاها يحصل على القيمة الاسمية لسهمه نتيجة للاستهلاك التدريجي لرأس المال مما يتم تكوينه من مخصصات لهذا الغرض من صافي أرباح الشركة، وبمقتضى أسهم التمتع (بديله للأسهم الاسمية المستهلكة) يتمتع المساهم بنصيب في صافي أرباح الشركة الموزعة وكذلك بالتصويت في الجمعية العمومية وكذلك الحق في موجودات الشركة بعد تصفيتها لكن بعد أن يستوفى أصحاب رأس المال القيمة الاسمية لأسهمهم.

وتختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطي لصاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح، إذ ينص نظام الشركة في العادة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة في الأرباح، ثم يوزع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع، ولذلك فان أسهم التمتع يجرى تداولها في سوق الأوراق المالية بقيمة سوقية أدنى من قيمة أسهم رأس المال.

والحالات المنشئة لهذه النوعية من الأسهم تتمثل في حصول إحدى الشركات على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة لاستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية (مثل المحاجر) ومرفق من المرافق

(١٠) سمير رضوان، مرجع سابق ص ٢٧٠ - ٢٧٣.

العامّة تؤوّل بعدها ممتلكات الشركة للجهة المانحة للائتمياز فيعتبر ملكا خالصا لها وبلا مقابل (مثال المشروعات بنظام BOOT)^(١١).

وفي تقديرنا فإن هذه النوعية من الأسهم يمكن أن يتسع نطاقها إذا ما أخذت الشركات التي ستعمل بنظام BOOT في الاتساع.

٢ - السندات

السند هو صك يمثل قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية عن طريق الاكتتاب وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة "دائنيه ومديونيه" تربط بين مصدر السندات باعتباره مدينا وأصحاب السندات باعتبارهم دائنين، ويتعهد المقترض بدفع فائدة محددة سنويا في حالة السندات ذات الفائدة الثابتة ولا ترتبط بما تحقّقه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر، فالسند صك مديونية وليس صك مشاركة، وللسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة لها بسداد قيمتها خلال هذه المدة ولا يحق لحامل السند مطالبه الجهة التي أصدرته بقيمته قبل التاريخ المحدد لاستهلاك السند وإنما يستطيع بيعها في السوق الثانوي للسندات (البورصة)^(١٢).

والغرض من إصدار السندات هو مواجهة الاحتياجات التمويلية للجهة المصدرة أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها.

وفي مصر فإن السندات الحكومية هي الأكثر تداولاً بالبورصة نظرا لانعدام مخاطر عدم السداد، أما سندات الشركات فالتداول عليها لا يذكر كما أن إصدار سندات الشركات تحكمه شروط عديدة لإصدارها طبقا لما ورد باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (المواد من ٣٤ - ٣٩).

(١١) سمير رضوان، مرجع سابق ص ٢٧٣ - ٢٧٤.

(١٢) نشأت عبد العزيز، مرجع سابق ص ١٩.

المبحث الأول البنية الأساسية لبورصة الأوراق المالية

مع تطبيق برنامج الإصلاح المالي والاقتصادي في مطلع التسعينات كانت الخصخصة أهم عناصر التحول الهيكلي بتحويل الشركات المملوكة للدولة (شركات قطاع الأعمال العام) إلى ملكية القطاع الخاص سواء كان محلياً أو أجنبياً، لذا فقد كان من الضروري إحياء بورصة الأوراق المالية بعد خموس استمر أكثر من ثلاثين سنة منذ بداية التأميم في بداية الستينات لتنفيذ عمليات التحول من العام إلى الخاص.

ومما يجدر ذكره أن الدولة مع عملية التأميم لم تغلق البورصة بل أبقت عليها وعلى السماسرة الأفراد حيث وفرت لهم دعماً سنوياً لمواجهة مصروفات تشغيل مكاتبهم حتى تظل المهنة مستمرة لتردى عمليات التداول والعمولات المحققة عنها (إيرادات السماسرة) ففي خلال الفترة ١٩٦١ - ١٩٨٣ بلغ جملة التداول خلال هذه الفترة (٢٣ سنة) نحو ١٧٢ مليون جنيه أو ٧٥ مليون جنيه سنوياً في المتوسط^(١) وهو ما يشير إلى أن الدولة المصرية في ذلك الوقت وبرغم سيادة التطبيق الاشتراكي والتخطيط المركزي لم تكن متعصبة للتأميم لذاته ولكن لكونه ضرورة أملت الظروف - في ذلك الوقت - لإنجاز تقدم ملحوظ في التنمية الاقتصادية عن طريق القطاع العام بعد تردد القطاع الخاص منذ يوليو ١٩٥٢ وحتى ١٩٦١ في الاضطلاع بدوره، وأن الاحتفاظ بالبورصة

(١) وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي، مرجع سابق، ص ٥٧، ص ٥٨.

وكوارها المصرية متمثلة في السماسرة والوسطاء والمندوبين ربما كان استعدادا لمرحلة تالية يكون القطاع الخاص فيها قد تخلص من ترده السابق على التأميم وصار لديه اليقين باستقرار نظام الحكم الجديد والتفاعل مع الوقائع الجديدة.

لذلك عندما بدأت عملية الإحياء لبورصة الأوراق المالية بصدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم تبدأ البورصة من نقطة الصفر ولكن اعتمدت على الكوار التي استمرت في مجال الوساطة والسمسرة قبل صدور القانون وفي هذا الصدد فإن المادة ٨٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥ وضعت ستة شروط لمن يباشر عمليات التداول بالبورصة ممثلا لشركة السمسرة وقد استثنيت السماسرة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين المقيدون في تاريخ العمل بالقانون ببورصتي القاهرة والإسكندرية من شرطين:

- الشرط (٤) والخاص باستيفاء الخبرة أو اجتياز الاختبارات والدراسات التي يصدر بشأنها أو بتنظيمها قرار من الهيئة العامة لسوق المال.
- الشرط (٦) أن يكون حاصلًا على مؤهل عال.

وقد اعتمدت البورصة على أسماء السماسرة القدامى مثال :

محمد حامد	شركة عكاظ للسمسرة	(القاهرة)
عبد الستار بكري	شركة الدولية للسمسرة	(الإسكندرية)
فؤاد شاهين	شركة العربية للسمسرة	(القاهرة)
ماهر فهمي	شركة العالمية للسمسرة	(القاهرة)
ناصر نظمي جرجس	شركة الأهرام للسمسرة	(القاهرة)

ولقد شهدت السنوات الأربع الأخيرة تطورا هائلا في البنية الأساسية لبورصة الأوراق المالية لاستيعاب تطورات الاقتصاد المصري وحتى تكون

بورصة متميزة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وفي مصاف البورصات العالمية.

وفيما يلي نعرض لعناصر البنية الأساسية التي وصلت إليها سوق الأوراق المالية في مصر.

١- الهيئة العامة لسوق المال:

أنشئت الهيئة العامة لسوق المال بالقرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ لأداء دورين أساسيين:

الأول : رقابي وتنظيمي

الثاني : تنموي

وفيما يتعلق بالدور الرقابي والتنظيمي فقد اتجه إلى سوق المال للتأكد من قيامه بوظائفه ويكون لها في ذلك:-

- مراقبة سوق الأوراق المالية بجميع أطرافه (متعاملون - وسطاء - الجهات المصدرة) للتأكد من أن التعامل على الأوراق المالية لا يداخله غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية وأن كافة عمليات التداول تتم من خلال بورصات الأوراق المالية.

- التأكد من أن كل وسطاء السوق (السماسرة- المستشارون الماليون) وكذلك الجهات العاملة في الأوراق المالية والمحاسبين والمراجعين المتصّلين بنشاط الأوراق المالية والبورصات قد رخص لهم قانونا في مباشرة نشاطهم.

- التأكد من أن بيع الأوراق المالية الجديدة للجمهور قد تم بعد توفير البيانات الصحيحة والكافية عنها وفي الوقت المناسب.

- العمل على إيجاد ميثاق شرف يتضمن الرقابة والضبط الذاتي وأخلاقيات المهنة يلتزم به جميع العاملين بسوق المال من وسطاء وغيرهم من محترفي العمل في السوق.

• وفيما يتعلق بالدور التنموي فقد أنيط بها ما يلي:

- خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار اللازمين للتنمية الاقتصادية.

- تشجيع وتنمية سوق الإصدار وسوق التعامل على الأوراق المالية المصدرة.

- تشجيع إيجاد وتأهيل وسطاء الأوراق المالية بتقديم التسهيلات التدريبية لرفع مستواهم المهني.

- إعداد الدراسات والمقترحات لمختلف الأجهزة الحكومية لاستحداث التعديلات الواجب إدخالها في القوانين واللوائح المعمول بها لاستصدار التشريعات الجديدة اللازمة لتنمية وتنظيم سوق المال.

• وفيما يتعلق بتشكيل مجلس إدارة الهيئة فقد أشارت المادة (٦) من القرار الجمهوري إلى أن يكون المجلس مكونا من:

- رئيس الهيئة

- نائب رئيس الهيئة

- ٣ أعضاء يمثلون الأجهزة الحكومية المعنية

- ٤ أعضاء يمثلون القطاع الخاص يختارهم وزير الاقتصاد.

وقد نص القرار الجمهوري على أن تكون المدة الأولى لعضو المجلس خمس سنوات على أن يراعي في نهاية السنة الثالثة - وباستثناء رئيس المجلس ونائبه - إسقاط عضوية اثنين من أعضاء المجلس سنويا بطريق القرعة ويتم

انتخاب من يحل محل من أسقطت عضويته بالتصويت السري للباقيين من أعضاء المجلس وذلك من بين ستة يرشحهم الوزير ويجوز ترشيح من أسقطت عضويته ولا يجوز إبقاء أي عضو أكثر من مدتين بأي حال.

وبالنسبة لتعيين رئيس الهيئة ونائبه يتم ذلك بقرار من رئيس الجمهورية بناء على اقتراح وزير الاقتصاد وتكون مدة رئيس المجلس ونائبه خمس سنوات ويجوز تجديدها لمدة أخرى واحدة.

وبصدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢- مواكبة للتغيرات الاقتصادية في مصر- فإن أغراض الهيئة لم تخرج عما ورد بالقرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩، لكن طرأ تغيير في تشكيل مجلس الإدارة (مادة ٤٥ من القانون) حيث أصبح التشكيل من: -

- رئيس الهيئة
- نائب الرئيس
- نائب محافظ البنك المركزي عضواً
- أربعة أعضاء من ذوى الخبرة يصدر بتعيينهم وتحديد مكافآتهم لمدة سنتين قابلة للتجديد قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير المختص (طبقاً للقرار الجمهوري ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ كان اختيارهم يتم عن طريق الوزير المختص فقط).

ويلاحظ على هذا التشكيل إضافة نائب محافظ البنك المركزي تحديداً بديلاً لثلاثة أعضاء يمثلون الأجهزة الحكومية المعنية في القرار الجمهوري لسنة ١٩٧٩، وأصبحت مدة عضو الخبرة سنتين قابلة للتجديد بدلاً من ثلاث سنوات لمدتين فقط، بينما في التعديل الجديد لم يتم وضع هذا القيد، وبالنسبة لرئيس الهيئة ونائبه فقد ظلت سلطة التعيين هي رئيس الجمهورية ولمدة ثلاث سنوات

قابلة للتجديد لمدد أخرى، بينما في القرار الجمهوري كانت المدة خمس سنوات ويجوز تجديدها لمدة أخرى واحدة.

وقد أضاف القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة ٤٩ أن يكون لموظفي الهيئة الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع الوزير المختص صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام قانون سوق المال ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذا لها ولهم في سبيل ذلك الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركة أو مقر البورصة أو الجهة التي توجد بها مع إلزام هذه الجهات بتقديم ما يطلب منها من بيانات ومستندات لذلك الغرض.

وبالنسبة لمشروع قانون سوق المال الجديد المقترح بديلا للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمتوقع اعتماده خلال عام ٢٠٠١ من السلطة التشريعية، فإن أغراض الهيئة لن تتغير عما كانت عليه في القانون الحالي أو القرار الجمهوري رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٩.

وفيما يتعلق بإدارة الهيئة فان مشروع القانون استبدل اصطلاح مجلس إدارة "بمجلس مفوضين" يصدر بتشكيله قرار من رئيس الجمهورية ويحدد القرار الرئيس ونائب الرئيس، ويتكون المجلس من خمسة أعضاء متفرغين مدة كل منهم خمس سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة ويحظر عليهم ممارسة أي عمل آخر أثناء فترة عضويتهم، بالإضافة إلى عضوين غير متفرغين من ذوى الخبرة في شئون سوق رأس المال مدة عضويتها ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.

وطبقا لهذه التعديلات في المشروع المقترح تكون مدة رئيس مجلس المفوضين ونائبه خمس سنوات قابلة للتجديد لمرة واحدة قياسا على مدة

الأعضاء المتفرغين كما أن سلطة تعيينهم واحدة وهى قرار رئيس الجمهورية بينما الوضع فى القانون الحالى قصر القرار الجمهوري فى تعيين رئيس الهيئة ونائبه بينما باقى الأعضاء بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير المختص، وفى تقديرنا فان المشروع بقانون فى هذه الناحية عاد إلى روح القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ خاصة فى تحديد حد أقصى لمدة البقاء فى مجلس المفوضين.

ومما يجدر ذكره أن الترخيص للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بمزاولة أنشطتها معقود لهيئة سوق المال وحدها سواء فى القانون الحالى أو المشروع المقترح.

٢- بورصة الأوراق المالية

- حدد القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ دور بورصة الأوراق المالية بأنها سوق يتم فيه قيد وتداول الأوراق المالية (المادة ٥١).
- يتم قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها.
- قيد الأوراق المالية وشطبها يكون بقرار من إدارة البورصة ولكن طبقاً للقواعد التى تضعها الهيئة العامة لسوق المال (المادة ١٦).
- يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً، وتمسك البورصة سجلاً تقيد به الشركات المرخص لها (من هيئة سوق المال) بالعمل فى مجال الأوراق المالية (مادة ١٨، مادة ١٩).

- يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول اليومي التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار وكذلك إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لامبرر له، كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن الاستمرار في التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، وفي نفس الوقت أجاز القانون (الفقرة الأخيرة من المادة ٢١) لرئيس الهيئة العامة لسوق المال اتخاذ نفس الإجراءات... وهو ما يخلق تداخل في الاختصاصات إلى درجة الانتقاص من صلاحيات البورصة لصالح هيئة سوق المال.

- ينشأ بكل بورصة (القاهرة- الإسكندرية) سجل لقيد الأشخاص (المنفذون) الذي يمثلون شركات السمسرة في مباشرة عمليات التداول بالبورصة (م ٨٨) وقد حددت المادة ٨٩ شروط قبول ممثلي شركات السمسرة. بتاريخ ٦ مارس عام ١٩٩٧ صدر القرار الجمهوري رقم ٥١ بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشئونها المالية، وقد حددت المادة (٢) من القرار أن تباشر البورصة الاختصاصات المقررة لها في قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية بما يكفل سلامة تداول الأوراق المالية وأداء المتعاملين وحسن سير العمل واستقرار المعاملات فيها وعدم مخالفة القوانين واللوائح والقرارات المتعلقة بأعمالها، وقد أشارت المادة (٣) إلى أن رئيس البورصة يتم اختياره من بين الشخصيات ذات الخبرة العالية في المجالات الاقتصادية والمالية ويتم تعيينه بقرار من رئيس مجلس الوزراء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى.

- وبالنسبة لتشكيل مجلس إدارة البورصة، فقد حددت المادة (٤) من القرار الجمهوري أن مجلس إدارة البورصة يشكل برئاسة رئيسها وعضوية كل

من: -

- * ممثل عن البنك المركزي المصري يختاره محافظ البنك المركزي
 - * ممثل عن الهيئة العامة لسوق المال يختاره رئيسها.
 - * ممثلين عن البنوك يتم اختيارهما بالانتخابات وفقا للإجراءات التي يحددها اتحاد البنوك.
 - * ستة عن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية يتم اختيارهم بالانتخاب وفقا للقواعد والإجراءات التي يصدر بها قرار وزير الاقتصاد^(٢).
- ومما يلاحظ على تشكيل مجلس إدارة البورصة أنه يجعل لممثلي الشركات العاملة في الأوراق المالية تأثيرا واضحا في قرارات مجلس إدارة البورصة حيث عددهم ٦ أعضاء مقابل خمسة أعضاء (بما فيهم الرئيس) ممثلين عن الدولة بمواقع مختلفة.
- يشير مشروع قانون سوق المال الجديد إلى أنه سيتم دمج بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية في بورصة واحدة تسمى "البورصة المصرية للأوراق المالية" فتحل محلها وتؤول إليها جميع حقوقها والتزاماتها طبقا للقواعد والإجراءات التي ستصدر بقرار من الوزير المختص (وزير الاقتصاد)، وقد أضاف المشروع الجديد اختصاصا جديدا للبورصة وهو التفتيش على شركات السمسرة في الأوراق المالية وهو الاختصاص الذي تقوم به هيئة سوق المال حاليا وان كان المشروع الجديد أبقى هذا الاختصاص لهيئة سوق المال أيضا إذ تشير المادة (٢٠) من مشروع القانون المقترح إلى:

(٢) طبقا لقرار وزير الاقتصاد رقم ١٨٣ لسنة ١٩٩٧ في هذا الخصوص فقد حدد أن يكون من بين الأعضاء الستة على الأقل عضو من شركات السمسرة المقيدة ببورصة الإسكندرية وعضو عن الشركات العاملة في الأوراق المالية من خارج نشاط السمسرة.

"تختص الهيئة بالرقابة والتفتيش على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية... الخ وهو ما يجب التنبيه إليه عند إقرار القانون فيقتصر حق التفتيش للبورصة على شركات السمسرة وتقوم الهيئة بالتفتيش على باقي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية... وحتى لا تصبح شركات السمسرة في الأوراق المالية موزعة في مسألة التفتيش بين الجهتين ولأيهما تكون الغلبة.

٣- قواعد قيد الأوراق المالية

- تهدف قواعد الأوراق المالية إلى تنظيم قيد الشركات التي تساهم في تنمية ونجاح سوق المال من خلال مساهمتها في توفير القدر الكافي من الشفافية ونشر المعلومات للمتعاملين في السوق.

- قيد الأوراق المالية ببورصة الأوراق المالية يعتبر أمرا اختياريا للجهات المصدرة (شركات الأموال) ولكن في حالة قيد الأوراق المالية فان الشركة المقيدة يصبح عليها واجبات كما يتحقق لها بعض المزايا خاصة من الناحية الضريبية وتنص المادة (١٦) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن قيد الأوراق المالية يكون بناء على طلب الجهة المصدرة، ويتم قيد الورقة المالية وشطبها بقرار من إدارة البورصة وفقا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة.

- قيد الأوراق المالية بالبورصة تحكمه قواعد عامة تتمثل فيما يلي:^(٣)

أ - أن تكون الأوراق المالية على صورة صكوك مطبوعة أو مقبولة في القيد بنظام الحفظ المركزي لدى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ

(٣) موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق رأس المال، إعداد الهيئة العامة لسوق المال

المركزى وتقبل الشهادات المؤقتة لشركات قطاع الأعمال العام أو الشركات التي تقيد أسهمها فى الجدول غير الرسمى (٢) بحيث خلال سنتين من تاريخ القيد تستبدل بصكوك مطبوعة أو تقبل بنظام الحفظ المركزي.

ب - ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة طالبة القيد أية قيود على تداول أوراق الإصدار المطلوب قيده (كأن يفرض قيد بعدم تداول الأسهم لغير المصريين).

ج - الالتزام بتزويد البورصة والهيئة العامة لسوق المال بقوائم مالية ربع سنوية عن نتائج أعمالها مرفقا به تقرير فحص دوري محدود من مراقب الحسابات.

د - الالتزام بتعيين مسئول اتصال بالبورصة يلتزم بالرد على استفسارات المساهمين والمستثمرين وموافاة البورصة والهيئة بكافة المستندات التي تطلبها.

- يتم قيد الأوراق المالية في نوعين من الجداول:

أ- جداول رسمية^(٤)

• وتفيد بها الأسهم والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم متى توافر فيها شرطان:

الأول: الطرح في اكتتاب عام بنسبة لا تقل عن ٣٠% من الورقة المالية المصدرة.

(٤) موسوعة القوانين ص ص ٣٥١ - ٣٥٣.

الثاني: ألا يقل عدد المكتتبين عن ١٥٠ ولو كانوا من غير المصريين وينضم إلى تلك الأوراق المالية ما تطرحه الدولة من أوراق مالية في اكتتاب عام (سندات الخزانة بالإضافة إلى الأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات قطاع الأعمال العام).

* على الشركات المقيدة بالجداول الرسمية الالتزام بأحكام وقواعد الإفصاح طبقا لنصوص القانون واللائحة التنفيذية والاستجابة لملاحظات الهيئة العامة لسوق المال على ميزانياتها السنوية المعتمدة من مراقب الحسابات، كما يجب عليها نشر ملخص واف عن الحسابات الختامية السنوية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية، وكذلك يجب على كل شركة تواجه ظروفًا جوهرية طارئة تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أن تفصح عن ذلك فورًا وتبلغ البورصة.

* كما يشترط للقيود في الجداول الرسمية أن تكون قيمة الورقة المالية مدفوعة بالكامل وألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة مصدرة الأوراق المالية.

* تتمتع الأوراق المالية المقيدة بالجداول الرسمية بإعفاءات ضريبية تتمثل في الإعفاء من ضريبة الدمغة النسبية وضرائب الدمغة السنوية كما تعفي الأرباح الموزعة عن هذه الأسهم من الضريبة العامة على الدخل (م ١١ من القانون لسنة ١٩٩٢).

ب- قواعد القيد في الجداول غير الرسمية:

حتى عام ١٩٩٨ لم يكن يوجد سوى ما يسمى بالجدول غير الرسمي، لكن مع طرح سهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول في عام ١٩٩٨، تم

تقسيم هذا الجدول إلى جدول غير رسمى (١) وجدول غير رسمى (٢) لاستيعاب الإصدارات المماثلة لسهم المحمول وبغرض توسيع قاعدة الأسهم المقيدة بجدول البورصة.

ب / ١/ الجدول غير الرسمى (١):

تقيد به الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شرط أو أكثر من قواعد القيد واستمراره في الجداول الرسمية ومتى توافرت فيها قواعد القيد واستمراره في الجداول غير الرسمية.

إذ يمكن نقل ورقة مالية من الجدول الرسمي في حالة أن قل عدد مالكي الأسهم عن ١٥٠ مساهم لمدة تتجاوز ٣ شهور متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية.

ويتم التسجيل في الجدول غير الرسمى (١) بشرط ألا يقل المدفوع من قيمة الأوراق المالية عن ٥٠ % وألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة مصدره الورقة المالية وإعداد قوائمها المالية طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية وقواعد المراجعة الدولية مع نشر ميزانية سنه مالية على الأقل.

ويجوز في الجدول غير الرسمى (١) قيد الأوراق المالية الأجنبية بشرط أن تكون تلك الأوراق المالية مقيدة في إحدى البورصات الأجنبية وتخضع لإشراف هيئة معترف بها تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات الهيئة العامة لسوق المال وأن تسمح البورصة المقيد بها الأوراق المالية المصرية متى توافرت بها ذات شروط القيد التي تم على أساسها قيد الأوراق المالية الأجنبية وأن تكون العملة الصادرة بها قابلة للتحويل.

ب/ ٢/ الجدول غير الرسمي (٢)

تقيد به الأوراق المالية التي لا يتوافر بها شروط القيد بالجدول الرسمي أو الجدول غير الرسمي (١) وطبقا لإحصاءات بورصة الأوراق المالية في نهاية سبتمبر ٢٠٠٠ فان عدد الشركات المقيدة بالبورصة بلغ ١٠٥٦ شركة موزعة على النحو التالي :-

١٤١	شركة بالجدول الرسمي	بنسبة ١٣ر٣٥ %
٦٧٨	شركة بالجدول غير الرسمي (١)	بنسبة ٦٤ر٢ %
٢٣٧	شركة بالجدول غير الرسمي (٢)	بنسبة ٢٢ر٤٥ %

أن قواعد القيد بالجدول الرسمية - في تقديرنا - لم تعد مناسبة للتطور الذي تمر به سوق الأوراق المالية في مصر إذ يجب أن تضاف شروط موضوعية أخرى تمنح المستثمرين الاطمئنان الكافي للاستثمار ومن ذلك:-

- ألا يقل عدد الأسهم ورأس المال الاسمي عن حد أدنى معين.
- أن تكون آخر ثلاث سنوات محققة لأرباح متزايدة وألا يقل ربح السنة الأخيرة عن حد أدنى معين.
- ألا يقل رأس المال السوقي للشركة عن حد أدنى معين (قيمة السهم بالسوق × عدد الأسهم).
- ألا يقل حجم التداول على الورقة المالية عن مستوى معين وفي مدة معينة.
- وبالتالي فان تخلف أي شرط من الشروط الإضافية سالفه الذكر - إلى جانب الشروط القائمة - يستوجب إخراج الورقة المالية من الجداول الرسمية إلى الجداول غير الرسمية أو غير المنظمة.

وبالنسبة للجداول غير الرسمية وخاصة الجداول رقم (٢) فقد ساعد يسر شروط قيدها على تسلل أوراق مالية غير جيدة للبورصة تورط فيها المستثمرون وتورطت فيها البنوك بمنح ائتمان بضمانها، وذلك من شأنه إشاعة جو من عدم الاطمئنان سواء في مناخ الاستثمار أو مناخ الائتمان مثال:

* الشركة المصرية - الصينية لإنتاج الكلينكر

* اكسلنت للاستثمارات السياحية

* بني سويف الوطنية للأسمنت

فالورقة المالية الأولى تم شطبها من التداول، والورقتين الأخريين قيد تحقيقات نيابة الشئون المالية والتجارية لما شاب إصدارهما من تزوير وتدليس في شهادة مراقب الحسابات عن رأس المال المدفوع (من واقع تحقيقات لاتزال جارية)، بالإضافة الى عدم تنفيذ المشروعات التى أقيمت من أجلها تلك الشركات.

أهم ملامح مشروع قواعد القيد الجديدة^(٥)

- أعدت بورصة الأوراق المالية مشروعاً بقواعد القيد الجديدة للأوراق المالية، أشارت أحكامه العامة إلى أن القيد يقتصر على الأوراق المالية الفادرة على تحقيق الحماية للمستثمرين بتوفير المعلومات والبيانات اللازمة لكافة المتعاملين في الوقت المناسب والتي تمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على أساس سليم.

- بالنسبة لجداول القيد الرسمية فإن المشروع الجديد يتضمن نوعين من الجداول:

(٥) مسودة وزعت للمناقشة.

الجدول الرسمي (١)

الجدول الرسمي (٢)

- أهم ما يتميز به الجدول الرسمي (١) اشتراطه معايير موضوعية للقيد لا توجد بالقواعد الحالية للقيد وتتبلور فيما يلي:

* إصدار ثلاث قوائم مالية لثلاث أعوام منذ بدء النشاط.

* وضع حد أدنى لرأس المال المصدر لا يقل عن ٢٠ مليون جنيه مدفوعة بالكامل.

* ألا يقل صافي الربح قبل خصم الضرائب في آخر سنة مالية عن ٥% من رأس المال.

* أرباح قبل خصم الضرائب عن السنتين الماليتين السابقتين عليها.

* ألا يقل عدد الأسهم المصدرة والمطلوب قيدها عن ٢ مليون سهم.

* ألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة في السنتين الماليتين السابقتين - وبالنسبة للجدول الرسمي (٢) فقد أقتصر على الأوراق المالية التي تطرحها الدولة وشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال... وتدخل حالياً ضمن مكونات الجدول الرسمي لقواعد القيد، ونعتقد أن هذا الفصل تنظيمي لتيسير التعرف على طبيعة الشركة بمعلومية رقم الجدول.

- وبالنسبة للجدول غير الرسمية فإنها مقسمة إلى جدول غير رسمي (١) وجدول غير رسمي (٢) مثلما هو الحال في قواعد القيد السارية وبه نفس عناصر القيد بالجدول الرسمي (١) ولكن بتخفيف قيم رأس المال وعدد الأسهم وصافي الربح قبل خصم الضرائب ومفاد ذلك أنه في حالة اعتماد قواعد القيد الجديدة فإن كل الأسهم المقيدة في الجداول الرسمية وغير

الرسمية سيكون لزاما تحقيقها جميعا لصافي ربح قبل الضرائب مع تفاوت مقدره من جدول لآخر.

- وبالنسبة للأوراق المالية الأجنبية فأنها تقيد بالجدول غير الرسمية طبقا لنفس شروط قيد الشركات المصرية في تلك الجداول.

ما تقدم يشير إلى خطوات جيدة في تحسين شروط القيد بما يوفر حدا أدنى لحماية المستثمرين وإشاعة مناخ أكثر إيجابية للاستثمار من خلال البورصة.

٤ - الشفافية والإفصاح:

لا تزال هناك شكوك من المتعاملين بخصوص مسألة الشفافية والإفصاح، فمن أن لآخر يتيسر للبعض الحصول على معلومات داخلية قبل تدفقها للجميع في نفس الوقت... مما يخلق جوا من عدم تكافؤ الفرص... بالإضافة إلى أن ذلك الوضع يجعل السوق نهيا للإشاعات التي يطلقها أصحاب المصالح والمضاربين لتوجيه السوق لفترة مؤقتة... وكم من عمليات ألغيت عندما ثبت للبورصة ولهيئة سوق المال الاستفادة من معلومات داخلية.

ومن ضمن شروط قيد الأوراق المالية الالتزام بمتطلبات معينه للإفصاح بخصوص المراكز المالية وإعدادها طبقا لمعايير المحاسبة المصرية وقواعد المراجعة الدولية وفي حالة حدوث أحداث جوهرية مؤثرة على الشركة ومركزها المالي على النحو الذي تم عرضه عند استعراض قواعد القيد.

وما تجدر الإشارة إليه في هذا الشأن أن صورة مشروع قواعد قيد الأوراق المالية الجاري مناقشته أعلنت. عناية كبيرة بمتطلبات الإفصاح بشكل تفصيلي متميز بغرض أن يتم الإفصاح لكافة أطراف السوق في نفس الوقت دون تمييز.

وقد ذهب مسودة المشروع إلى بلورة عناصر الإفصاح في العناصر التالية:

- أ - التنظيم والإدارة ب - القوائم والتقارير المالية ونشرها
ج - الأحداث الجوهرية د - توزيعات الأرباح

وقد أفردت مسودة قواعد القيد الجديدة بابا مستقلا للجزاءات يتكون من أربعة فصول :

الفصل الأول : الأحكام العامة

الفصل الثاني : أحكام شطب الأوراق المالية

الفصل الثالث : إيقاف التعامل

الفصل الرابع : الجزاءات الإدارية

٥- المقاصة والتسوية:

حتى أكتوبر ١٩٩٦ كانت تسوية العمليات تتم بين شركات السمسرة بموجب العمليات المنفذة بالبورصة التي كانت تتولى عمليات نقل الملكية وبطبيعة الحال كانت فترة التسوية ونقل الملكية تأخذ وقتا طويلا بلغ أحيانا خمسة عشر يوما، لكن اعتبارا من الأول من أكتوبر ١٩٩٦ أنشئت شركة مصر للمقاصة والتسوية بغرض ضبط مواعيد المقاصة والتسوية بين شركات السمسرة وتقليل العمليات المعلقة لأدنى مستوى ممكن وساعد على ذلك البنك الأهلي وبنك مصر كبنكي مقاصة بحيث صارت مدة التسوية للأوراق المالية المحفوظة مركزيا تتم في المدة $T + 3$ بينما مدة التسوية للصكوك غير المحفوظة مركزيا تتم في $T + 4$ أي بزيادة يوم واحد لمراجعة شهادات الأسهم.

ولا شك أن ذلك تطور كبير، ساعد على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية لبورصة الأوراق المالية المصرية حيث أن مدة التسوية المالية تعتبر من

المعايير الهامة لدخول أسواق الأوراق المالية وخاصة الناشئة هذا بالإضافة إلى استقرار سعر الصرف فى ذلك الوقت.

والبيان التالي عن حركة تعاملات الأجانب على الأوراق المالية داخل مقصورة بورصتي القاهرة والإسكندرية خلال الفترة من ١٠/١/١٩٩٦ إلى ٣١/١٢/١٩٩٧ يدل على ذلك.

جدول رقم (١)

تعاملات الأجانب من أكتوبر ١٩٩٦ إلى ديسمبر ١٩٩٧

القيمة بالمليون جنيه

الشهر	قيمة التداول	قيمة تعاملات الأجانب	الوزن النسبى للأجانب %
أكتوبر ١٩٩٦	٦٨٣ر٦	١٦١ر٥	٢٣ر٦
نوفمبر ١٩٩٦	١٢١٠ر-	٥٨٠ر٢	٤٧ر٩٥
ديسمبر ١٩٩٦	١٥٣٨ر١	٤٥٠ر٩	٢٩ر٣
يناير ١٩٩٧	١٥١٨ر٥	٢٨٤ر٤	١٨ر٧
فبراير ١٩٩٧	٢٤١٨ر٥	١٢٨٢ر٦	٥٣ر-
مارس ١٩٩٧	٢١٩٢ر٦	٥١٧ر٨	٢٣ر٦
أبريل ١٩٩٧	١٢٧٢ر٥	٢٤٢ر٣	١٩ر-
مايو ١٩٩٧	١١٨٩ر٧	٢٢٣ر٥	١٨ر٨
يونيو ١٩٩٧	١٧٢٩ر٤	٧٠٨ر٢	٤٠ر٩٥
يوليو ١٩٩٧	١٢٣٨ر٢	٣٠٩ر٣	٢٥ر-
أغسطس ١٩٩٧	١٢٧٨ر٢	٤٣٥ر٥	٣٤ر-
سبتمبر ١٩٩٧	١٥٧٦ر٧	٥١٣ر٦	٣٢ر٦
أكتوبر ١٩٩٧	٢٤١٠ر١	٨٧٠ر٥	٣٦ر١
نوفمبر ١٩٩٧	١٦٤٣ر١	٦٠٩ر٧	٣٧ر١
ديسمبر ١٩٩٧	٢٠٩٣ر٤	٧٢٥ر٤	٣٤ر٦٥

الصدر: بيانات الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات.

من هذه البيانات يلاحظ أن شهر أكتوبر ١٩٩٦ وهو بداية العمل بنظام المقاصة والتسوية كان أقل الشهور من حيث القيمة المطلقة لتعاملات الأجانب خلال الفترة من ١٠/١/١٩٩٦ إلى ٣١/١٢/١٩٩٧.

٦ - نظام التداول Trading System

- حدث تطور مشهود بنظام التداول من حيث الميكنة وكفاءة التنفيذ، فبعد أن كان القبول يتم يدويا، صار القبول أو التنفيذ يتم آليا عندما يتلاقى العرض مع الطلب بدون تدخل من المنفذ وبمراعاة أولوية الأوامر من حيث السعر ووقت وضع الأمر، وبفضل نظام الحفظ المركزي أصبح ممكن تجزئة الأمر (بيع - شراء) على مراحل بعكس الوضع في حالة الأسهم المادية حيث يرتبط التنفيذ بفئات الأسهم المعروضة أو المطلوبة.

- مع تزايد عدد شركات السمسرة المرخص لها بالتعامل في البورصة وضيق المقصورة، تم تجهيز شركات السمسرة من داخلها بشاشات تداول للتنفيذ عن بعد... ولم تعد الحاجة ضرورية للتواجد داخل المقصورة... وكان لذلك أثره الإيجابي في زيادة سرعة التنفيذ حيث يستطيع قسم التنفيذ الذي لديه هذه الإمكانية بأى شركة سمسرة وضع أوامر العملاء مباشرة على شاشات التداول بدلا من إعداد كشف للسمسار يتم تحديثه تليفونيا خلال جلسة التداول وما يحمله ذلك من أخطاء في الإبلاغ أو اشغال التليفونات بما يؤخر تنفيذ أوامر العملاء.

الجهود المبذولة لتطوير نظام التداول عن طريق إدارة البورصة^(٦)

- تم التعاقد على شراء نظام آلي جديد للتداول من شركة EFA الكندية حيث تم شراء جميع الأجهزة اللازمة لتشغيل نظام التداول الجديد سواء بالنسبة للبورصة أو بالنسبة للسماسة، كما تم توفير الأجهزة عن طريق منحة من هيئة المعونة الأمريكية.
- تم الانتهاء من وضع نظام آلي للرقابة على السوق من شركة Oracle.
- تم بالتعاون مع شركة IBM الإعداد للتأكد من توافق نظام التداول مع سنه ٢٠٠٠ وكذلك الأنظمة المساندة الأخرى.
- تم الانتهاء من المرحلة الأولى من تطوير شبكة الاتصالات من أجل توسيع قاعدة التعامل وإنشاء فروع للبورصة في محافظات مصر.
- تم الانتهاء من المرحلة الأولى لوضع البورصة على شبكة الإنترنت.
- جارى الإعداد لتنفيذ المرحلة الأولى من خطة إنشاء قاعدة بيانات متكاملة للشركات المقيدة بالبورصة.
- تم الموافقة على وضع شاشات لعرض أخبار وبيانات التداول في أماكن التجمعات المختلفة.
- جارى حاليا إعداد لعمل نظام التداول خارج المقصورة لبداية العمل به على النظام الجديد.

(٦) المصدر: تقرير إنجازات إدارة البورصة من ديسمبر ١٩٩٨ إلى أبريل ٢٠٠٠ (تقرير غير منشور).

٧ - ضمانات التسويات وحقوق العملاء:

١/٧ صندوق ضمان التسويات:

- هذا الصندوق يمثل خطوة جيدة في إطار استكمال البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية، وقد بدأ العمل به اعتباراً من ١/١/٢٠٠٠.

- الهدف من إنشاء الصندوق:

- * ضمان إتمام التسويات المالية في مواعيدها المحددة.
- * زيادة حجم التعاملات الجارية في سوق الأوراق المالية.
- * تشجيع الاستثمارات الأجنبية للتعامل في سوق الأوراق المالية.

- المخاطر التي يغطيها الصندوق هي المخاطر الناتجة عن الالتزامات المالية المترتبة على التداول والتي يعجز الأعضاء في نظام المقاصة والتسوية عن الوفاء بها وتتمثل في عدم سداد قيمة الأوراق المالية المشتراة أو عدم تسليم الأوراق المالية المباعة، في هذه الأحوال يتم إمهال الطرف المتسبب يومان إضافيان عن فترة التسوية وهي $T + 3$ بحيث يقوم بالسداد أو بتسليم الأوراق المالية بحد أقصى $T + 5$ وفي اليوم التالي يقوم الصندوق بالحلول محله بالسداد أو شراء الأوراق المالية مع فرض غرامات تصل إلى أكثر من ٦% من قيمة العمليات المعلقة، وبعد ذلك يتم عرض أمر شركة السمسرة على الهيئة العامة لسوق المال لاتخاذ القرار المناسب.

- لقد حقق الصندوق نتائج جيدة في تقليل تأخير التسويات سواء كانت نقدية أو أوراق مالية:

أولاً: لتجنب غراماته الباهظة (حيث أن الهدف من وجوده هو عدم استخدامه) والدليل على ذلك أن أعلى عملية تدخل الصندوق فيها محل إحدى الشركات لم تتجاوز ٨٠٠ ألف جنيه^(٧)

ثانياً: أن مدة تأخر التسوية أصبح لها حد أقصى وهى ستة أيام من تاريخ التنفيذ مما أدى إلى أن العمليات المعلقة لم تعد رقماً يذكر.

- رأسمال الصندوق ٣٠ مليون جنيه ويتكون من مساهمات جميع الأعضاء المشتركين به كل بنسبة مشترياته إلى إجمالي مشتريات السوق.

٧ / ٢ وثيقة التأمين ضد المسؤولية المهنية

- المادة ٢٣ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تنص على أن ينشأ صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أخطاء الشركات العاملة في الأوراق المالية.

- اعتباراً من ٢٠٠٠/٧/١ بدأ سريان أعمال هذا النص ولكن على صورة وثيقة تأمين ضد المسؤولية المهنية غير التجارية يكون المستفيد منها العملاء ولكن تقوم شركات السمسرة بسداد أقساطها، وهذه الوثيقة ضد الإهمال أو السهو أو الخطأ أو الإخلال بالواجبات المهنية للعاملين بالشركة أو خيانة الأمانة أو الإخلال بسرية معاملات العملاء. وتصل تعويضات الوثيقة حتى ١٠ مليون جنيه.

- لا شك أن هذه الإضافة للبنية الأساسية لسوق الأوراق المالية تؤمن المتعاملين وتشجع مناخاً من الثقة بين شركات الأوراق المالية والمتعاملين.

(٧) تصريح لرئيس شركة المقاصة فى إحدى الندوات التى نظمتها الجمعية المصرية للأوراق المالية.

٨ - الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

- ترتب على الخصخصة وإحياء سوق الأوراق المالية ظهور العديد من أنواع الشركات والمؤسسات المالية طبقاً لشروط قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والقرارات الوزارية المكملة فاستفادت من الظروف الجديدة وساعد وجودها على تطوير صناعة سوق المال.

- وفيما يلي بيان بالشركات والأنشطة العاملة في مجال الأوراق المالية:

عدد الوحدات	النشاط
١٥٢	السمسرة في الأوراق المالية
٩١	الترويج وتغطية الاكتتاب - تكوين وإدارة المحافظ - رأس المال المخاطر وتأسيس الشركات الساهمة
٢٦	صناديق الاستثمار
١٤	إدارة صناديق الاستثمار
٢	إدارة السجلات
٢	تقييم وتصنيف الأوراق المالية
١	تقييم وتحليل الأوراق المالية
٢	نشر المعلومات عن الأوراق المالية
١	المقاصة والتسويات والحفظ المركزي
٢٩١	الإجمالي

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال - ٢٠٠١/٩/٣٠ - مركز المعلومات.

- شركات السمسرة في الأوراق المالية تعتبر أهم المؤسسات المالية في السوق من حيث مسؤوليتها عن سلامة العمليات التي تجريها لعملائها (م) ١٨ من

قانون سوق المال)، كما أنه لا يمكن إجراء أية عملية تداول دون اللجوء لشركات السمسرة طبقاً للقانون، ولذلك فإن قانون سوق المال ولائحته التنفيذية عنى بشركات السمسرة عناية كبيرة من حيث تنظيمها الداخلي والمستويات الإدارية العاملة فيها ومن حيث التفتيش والرقابة، وهو أمر طبيعي فهذه الشركات وسيط في نقل ثروات المتعاملين (بيعا وشراء) وكما أرتقى الأداء بها مهنيا وأخلاقيا كلما ارتقت صناعة سوق المال.

- توفر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية نحو ١٠٠٠٠^(٨) فرصة عمل في تخصصات عديدة أغلبها يعتبر جديدا على سوق المال المصري.

٩- الإيداع والقيّد المركزي

- أظهرت عمليات تداول الأوراق المالية والتي على صورة صكوك وشهادات مشاكل في التطبيق على مستوى التسويات حيث تتأخر تسوية العمليات يوما عن الأوراق المالية المحفوظة مركزيا، بالإضافة إلى مشاكل تتعلق بتزوير الأوراق المالية المادية أو تكرار طباعتها أو تلفها، الأمر الذي حدا بالقائمين على أمر سوق المال إلى استصدار القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بإصدار قانون الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية.

- بمقتضى قانون الإيداع والقيّد المركزي (المادة الرابعة من قانون الإصدار) فإن على الشركات المصدرة للأوراق المالية القائمة في تاريخ صدور القانون أن تقوم بإيداع أوراقها المالية بنظام الحفظ المركزي خلال مدة لا تجاوز سنة من تاريخ إصدار القانون، وأما الشركات الجديدة أو الإصدارات الجديدة

(٨) تم تجميع الرقم وتقريبه بمعرفة الباحث من تقرير كومباس للشركات العاملة بسوق الأوراق المالية سنة ٢٠٠٠.

لشركات قائمة بعد صدور القانون فأنها تودع بنظام الحفظ المركزي دون إصدار صكوك أو شهادات.

- يلاحظ أن الأوراق المالية الملزمة بهذا القانون هي الأوراق المالية المقيدة فقط.

- لاشك أن وجوب الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المقيدة يمثل دعماً هاماً للبنية الأساسية للسوق وخطوة متقدمة في تداول الأوراق المالية سوف تساهم مستقبلاً في تخفيض مدة التسوية لأقل من T+3.

١٠- التزامات مصر في مجال خدمات سوق المال^(١)

بعد توقيع اتفاقية تحرير الخدمات المالية في ديسمبر ١٩٩٧، أصبحت مصر ملتزمة بتحرير كافة خدمات سوق المال والتي تتضمن الاكتتاب -السمسة- التجارة في الأوراق المالية (بيع وشراء الأوراق المالية بواسطة الأفراد أو المؤسسات في البورصة) - المقاصة والتسوية- إدارة محفظة الأوراق المالية - إنشاء صناديق الاستثمار الجماعية - راس المال المخاطر - وذلك من حيث:

- توريد الخدمة عبر الحدود
- استهلاك الخدمة في الخارج
- التواجد التجاري
- تواجد الأشخاص الطبيعيين.

(١) وزارة الاقتصاد - التزامات مصر في التخفيضات الجمركية في إطار اتفاقية الجات ومنظمة التجارة العالمية - مايو ٢٠٠٠ من ص ١٦٧-١٦٩.

وبمقتضى ذلك لا توجد أية قيود على نفاذ الأجانب لسوق الأوراق المالية فى مصر أو انطلاق المصريين للتعامل فى الأسواق المالية الخارجية.

١١ - المنظمات ذاتية التنظيم Self Regulatory Organizations

مع عودة النشاط لسوق الأوراق المالية واتساع نطاق الأنشطة والشركات التى نشأت معها نشأت ثلاث جمعيات للعاملين فى مجال الأوراق المالية بغرض تحقيق مصالح أعضائها.

١/١١ الجمعية المصرية للأوراق المالية^(١)

- أنشئت فى عام ١٩٩٦، وهى بذلك أولى الجمعيات الثلاث التى نشأت لخدمة العاملين فى الأوراق المالية.

- تعتبر الجمعية المصرية للأوراق المالية... الجمعية الأم للعاملين فى الأوراق المالية حيث تضم كافة أنشطة الأوراق المالية (سمسة- صناديق استثمار - تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية - بنوك الاستثمار - رأس المال المخاطر - الترويج - المؤسسات المالية... الخ) بالإضافة إلى أنها تجمع بين العضوية المؤسسية والفردية.

- تضم الجمعية عددا من اللجان المتخصصة

- * لجنة البورصة
- * لجنة الخصخصة
- * لجنة صناديق الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية
- * لجنة الإفصاح والمعلومات

(١) يتولى رئاستها الدكتور/ محمد تيمور رئيس مجلس إدارة شركة المجموعة المالية - هيرمس القابضة (منذ نشأتها).

* لجنة التدريب

* لجنة شئون المهنة والتشريعات

- تستهدف الجمعية ما يلي:

١ - إرساء المعايير والضوابط بين أعضاء الجمعية للحفاظ على مستوى مميز في ممارسة المهنة.

٢ - إقامة المؤتمرات والندوات التدريبية للعاملين في الأوراق المالية والراغبين في العمل بها.

٣ - إيجاد آلية لفض المنازعات التي قد تنشأ بين الأعضاء أو بين الأعضاء والغير.

- لقد حققت الجمعية المصرية للأوراق المالية تقدماً وإنجازاً طيباً في مجال خدمة التدريب في مجال الأوراق المالية سواء للتجهيز لوظائف المنفذين بدعم الهيئة العامة لسوق المال وهيئة المعونة الأمريكية USAID أو في مجال تطبيقات التحليل المالي وللراغبين في العمل في مجال البحوث أو لاستيفاء شروط التعيين في وظائف المديرين (العضو المنتدب - المدير العام .. الخ) في شركات السمسرة وإدارة المحافظ، حيث أن اجتياز دورة الجمعية (مدتها ٣ شهور) يؤدي إلى تخفيض مدة الخبرة المطلوبة لشغل الوظيفة بمقدار سنة^(١١).

(١١) وقع الاختيار على الجمعية لتكون الجهة المعتمدة لإعداد وتنظيم الدورات التدريبية في الأوراق المالية وسوق رأس المال في جميع التخصصات من خلال مشروع التدريب Capital Market Training Project الذي تموله هيئة المعونة الأمريكية USAID عن طريق بيت الخبرة الأمريكي Barents Group في مجال التدريب (المصدر: ورقة غير منشورة عن أغراض الجمعية - أبريل ١٩٩٨).

٢/١١ جمعية صناديق الاستثمار ومحافظة الأوراق المالية^(١٢)

- أنشئت فى عام ١٩٩٧ لتحقيق مصالح شركات إدارة صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ .. فكانت بذلك أول جمعية فئوية متخصصة.
- نظرا لصغر عدد المشاركين فى هذه الجمعية فإن نشاطها محدود على ساحة الأوراق المالية.

٣/١١ جمعية سماسرة الأوراق المالية^(١٣)

- أنشئت فى يوليو ٢٠٠٠ لخدمة شركات السمسرة فى الأوراق المالية باعتبارها ذات الحجم الأكبر بين الشركات العاملة فى الأوراق المالية (١٥٤ شركة)، وكان إنشاؤها كذلك بمثابة رد فعل لعدم قيام الجمعية المصرية للأوراق المالية بتوفير الاهتمام الكافى لشركات السمسرة برغم أنها أهم الشركات العاملة فى الأوراق المالية وبحكم أنها تضم العدد الأكبر من العمالة فى المجال.
- أهداف الجمعية تتبلور فى ضرورة وضع ميثاق شرف للشركات العاملة فى مجال السمسرة فى الأوراق المالية وأهمية الالتزام به وحل المنازعات فيما بين الشركات خاصة فيما يتعلق بالتسويات المالية والأوراق المالية وأيضا تلك التى تحدث بين شركات السمسرة والعملاء، كما تستهدف الجمعية الارتفاع بالوعي الاقتصادى للعاملين بالأوراق المالية والمتعاملين فيها عن

(١٢) يتولى رئاستها السيد/ فؤاد سلطان - رئيس مجلس إدارة شركة الأهلى للتنمية والاستثمار ووزير السياحة الأسبق.

(١٣) يتولى رئاستها السيد/ عبد المنار بكرى - رئيس مجلس إدارة إحدى شركات السمسرة وأحد خبراء السمسرة القدامى.

طريق الدورات التدريبية والندوات التثقيفية في المجالات المتعلقة بالأوراق المالية.

- تقتصر عضوية الجمعية في الوقت الحالي على الشركات دون الأفراد ولقد استطاعت الجمعية أن تضم في عضويتها نحو ٤٠ % من شركات السمسرة تقريبا.

المبحث الثاني نشاط سوق الأوراق المالية

(١) الخصخصة وإعادة إحياء بورصة الأوراق المالية:

- جاءت الخصخصة بمثابة حجر الزاوية في بعث الحياة ببورصة الأوراق المالية المصرية في إطار اتفاق التحول الاقتصادي المبرم مع كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مع مطلع التسعينات. حيث استهدفت الحكومة بإعادة إحياء بورصة الأوراق المالية إيجاد قناة لبيع شركات قطاع الأعمال العام لإنجاح برنامج الخصخصة والذي يمثل الركن الأساسي في عملية التحول الاقتصادي.
- جاءت نتائج عمليات الخصخصة منذ ١٩٩٣ وحتى نهاية عام ٢٠٠٠ على النحو الموجز بالبيان التالي:

إجمالي	بيع لاتحاد العاملين المساهمين	بيع لمستثمر رئيسي	بيع كأصول وتصفية	بيع أقلية بالبورصة	بيع أغلبية بالبورصة	أسلوب الخصخصة السنة
٦	-	-	٦	-	-	١٩٩٣
١٦	١٠	٣	٢	١	-	١٩٩٤
٦	-	-	٢	٤	-	١٩٩٥
٢٥	-	٢	١	٧	١٥	١٩٩٦
٢٩	٥	٣	٤	٢		١٩٩٧
٢٨	١١	٣	٨	٢	٤	١٩٩٨
١٥	٣	٨	٣	-	١	١٩٩٩
١٠	١	٥	٢	-	٢	سبتمبر ٢٠٠٠
١٣٥	٣٠	٢٤	٢٨	١٦	٣٧	الإجمالي

المصدر: النشرة الشهرية لبورصة الأوراق المالية سبتمبر ٢٠٠٠..

Egypt Privatization Status Report Sep. 2000 Issued by Egypt Privatization Implementation Report ,

من البيان السابق تجدر الإشارة إلى ما يلي:

- الشركات المباع أغلبيتها بالبورصة عددها ٣٧ شركة تمثل نحو ٢٧% من الشركات التي جرى خصصتها وأن غالبيتها تمت عامي ١٩٩٧، ٩٦ بواقع ١٥ شركة في كل عام وأن هذا الاتجاه تراجع في السنوات التالية بشكل ينبيء بصعوبة تكراره في المستقبل وربما يعود ذلك لضعف نتائج أعمال باقي شركات قطاع الأعمال العام المقرر خصصتها بالمقارنة بما تم خصصته بهذا الأسلوب، والشركات التي تم بيعها بهذا الأسلوب تمت في قطاعات وأنشطة متنوعة:

الصناعات الغذائية (٨)، الإسكان والمقاولات (١٠)، الأسمنت (٢)،
الصناعات الهندسية (٤)، الغزل والنسيج والملابس (٣) قطاع التجارة (١)،
الشحن والتفريغ (١).

- الشركات المباع نسبة محدودة منها بلغت ١٦ شركة بنسبة ١١٩% مما تم
خصصته وتوقف البيع بهذا الأسلوب مع نهاية عام ١٩٩٨، وقد تم ذلك
بشركات ارتأت الحكومة الاحتفاظ بغالبية أسهمها لاعتبارات استراتيجية
حيث تتراوح ملكية الدولة بين ٥١% و ٩٢% وهى شركات الأدوية (٥)
وبعض شركات المطاحن (٤) وشركة مصر لصناعة الكيماويات والشرقية
للدخان ومصر للألومونيوم والمقاولات المصرية والعامه للصوامع والتخزين
والمكتب العربي للاستشارات الهندسية.

- الشركات المباعه لمستثمر رئيسي بلغت ٢٤ شركة بنسبة ١٧٧% مما تم
خصصته ويلاحظ أن البيع لمستثمر استراتيجي Anchor Investor كان
سابقا على البيع بنظام توسيع قاعدة الملكية حيث بدأ البيع بثلاث شركات في
عام ١٩٩٤ (كوكاكولا - بيبسى كولا - المراجل البخارية) وتوقف في عام
١٩٩٥، ثم اعتبارا من عام ١٩٩٦ بدأ في الظهور والنمو حيث تم بيع ٢١
شركة في الفترة ١٩٩٦ - ٢٠٠٠ ويتوقع أن يكون البيع لمستثمر استراتيجي
هو الأسلوب الرئيسي للخصصة في الفترة القادمة.

- أما الشركات التي جرى تصفيتها فقد بلغ عددها ٢٨ شركة بنسبة ٢٠٧%
حيث بيعت كأصول منها ١٠ شركات زراعية والباقي في أنشطة متنوعة،
ويتوقع استمرار هذه الاتجاه في الفترة القادمة في الشركات التي سينعدم
تعويمها وأعادها تأهيلها.

- ما تم بيعه لاتحاد العاملين المساهمين كان فى عدد ٣٠ شركة وبنسبة ٢٥% من إجمالى الشركات التى تمت خصصتها وتراوحت نسبة البيع بين ٥١% و ١٠٠% وتركزت فى شركات مضارب الأرز والنقل واستصلاح الأراضى والرعى والصرف وهى شركات لم يكن ممكنا بيعها بغير هذا الأسلوب كما أنها بيعت بالتقسيت للعاملين وتصل مدة التقسيت إلى ١٠ سنوات.

- جملة ما تم خصصته خلال سنوات التسعينات وعام ٢٠٠٠ بلغ ١٣٥ شركة وبنسبه ٤٣% من إجمالى شركات قطاع الأعمال العام وكان المفترض الانتهاء من كل شركات القطاع العام وخصصتها بنهاية عام ٢٠٠١ وهو أمر غير متصور وربما يمتد الأمر إلى عدة سنوات خاصة أن المتبقي من الشركات أما يتسم بأبعاد استراتيجية واجتماعية كشركات الأدوية وبعض شركات المطاحن والاتصالات أو يحتاج إلى إعادة هيكلة وتأهيل .. بخلاف عمليات التقييم والتسويق خاصة وأن البيع لما تبقى سيتم غالبا بأسلوب البيع لمستثمر رئيسي.

- أن شركات الخصخصة التى طرحت للاكتتاب العام كانت وقود البورصة ومحركها الأساسى خاصة عامى ١٩٩٦، ١٩٩٧ خاصة شركات المطاحن، شركات الأسمنت، شركات المقاولات والإسكان، شركات الكيماويات ولكن تدريجيا تقلص بريقها مع تراجع البورصة وظهور طروحات الشركات الخاصة التى جذبت انتباه المتعاملين وحولتهم للأسهم الجديدة بالإضافة لعمليات الاستحواذ Acquisition التى جرت لعدد من الأسهم كشركات الأسمنت (العامرية وطره والإسكندرية) أدت لهجرة المتعاملين لهذه الأسهم.

(٢) عمليات الطرح الخاص Private Placement

- وهى طروحات القطاع الخاص المصري والتي بدأت اعتبارا من عام ١٩٩٧ مستفيدة من رواج بورصة الأوراق المالية في عام ٩٦ وبداية عام ١٩٩٧ واعتمادا على أسماء عدد من رجال الأعمال اللامعين^(١) وقد تولى الترويج لها شركات الترويج وتغطية الاكتتابات التي نشأت في إطار قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بالإضافة إلى البنك الأهلي المصري (أمناء الاستثمار) وبنك قناة السويس.

- وعمليات الطرح الخاص تقوم على انتقاء المشترين، عكس عمليات الطرح العام التي تتجه لكافة المستثمرين وقد تمت عمليات تقييم للأسهم التي طرحت بهذا الأسلوب على نحو مبالغ فيه في معظم الطروحات مما أدى إلى سحب نحو ٤ر٦ مليار جنيه تمثل جملة عمليات الطرح الخاص منذ يناير ١٩٩٧ وحتى سبتمبر ٢٠٠٠^(٢)

- وما تجدر الإشارة إليه أن عمليات الطرح الخاص ترتب عليها عدة نتائج نوجزها فيما يلي:

١ - التأثير على أسعار أسهم الخصخصة حيث اتجهت للانخفاض نتيجة التحول منها للطروحات الخاصة الجديدة أملا في أرباح غير عادية من هذه الطروحات.

(١) أمثال: فريد خميس، ساويرس، أحمد عز، أحمد بهجت.

(٢) المصدر: التقرير الشهرى لبورصة الأوراق المالية- سبتمبر ٢٠٠٠، وكما سيرد تفصيلا بالمبحث الثالث من الدراسة.

٢ - الجانب الأكبر من مبالغ الطروحات الخاصة لا يوجد دليل على إعادة استثمارها في الاقتصاد المصري، حيث أنها كانت عمليات بيع في أغلبها وليست زيادة في رأس المال.

٣ - لم تحقق النتائج المرجوة منها بتحقيق أرباح مجزية للمستثمرين باستثناء سهم المصرية لخدمات التليفون المحمول، بل على العكس حقق معظمها خسائر كبيرة مع تداول الأسهم بالبورصة وفيما يلي بيان بأمتثلة لعدد من هذه الأسهم:

القيمة بالجنيه

النسبة %	مقدار التغيير	السعر في (١) ٢٠٠١/١/٢٥	سعر الطرح (٣)	القيمة الاسمية (١)	تاريخ الطرح (١)	الورقة المالية
٦٥,٣-	٥٥,٨٤	٢٩,٦٦	٨٥,٥	١٠	يناير ٩٧	القاهرة للصناعات الدقيقة
٦٧,٣-	٩,٥٩-	٤,٦٧	١٤,٢٦	٥	يناير ٩٧	إيه آي سي للمقاولات
٣٣,٧٥-	٢٧,٠٠	٥٣,٠٠	٨٠,٠٠	١٠	سبتمبر ٩٧	المجموعة العقارية المصرية
٤٠,٣-	٢٣,٦-	٣٥,٠٥	٥٨,٦٥	١٠	فبراير ٩٨	انساجون الشرقيون
٨٩,٠-	٤٧,١-	٥,٠٩	٥٣,٠٠	٥	مايو ٩٨	انترناشيونال الكترونيكس
٧٥,٢-	٦,٠٩-	٢,٠١	٨,١	٥	ديسمبر ٩٨	العز بورسليين الجوهرة
٧٠,٤-	٩,١٥-	٣,٨٥	١٣,٠٠	٥	يونيو ٩٩	العز لحديد التسليح
١٨,٠-	١٠,٠-	٤٥,٥	٥٥,٥	١٠	يوليو ٢٠٠٠	أوراسكوم تليكوم
١٦,٣-	٧,٠-	٣٦,٠٠	٤٣,٠٠	١٠	مارس ٩٩	أوراسكوم للإنشاء والصناعة
٥٥,٣-	٦,٦٩	٥,٤١	١٢,١	١٠	أغسطس ٩٨	أوليمبيك جروب للاستثمارات المالية

المصدر: (١)، (٢)، (٣) التقرير الشهري للبورصة - شهر سبتمبر ٢٠٠٠ ... (٤) أسعار التداول المنشورة في ٢٥/١/٢٠٠١.

وقد تولى إدارة طروحات القطاع الخاص عدد محدود من بنوك الاستثمار وشركات السمسرة على النحو الذي يوضحه البيان التالي:

مدير الطرح	الشركات	قيمة الطرح بالمليون جنيه	%
المجموعة المالية - هيرميس (بنك استثمار)	أوراسكوم تليكوم	١٢٦٧,٥	
	العز لحديد التسليح	٣٣٥,٤	
	أوراسكوم للإنشاء والصناعة	٣٧٠,٢	
	العز للبورسلين - الجوهرة	٩٧,٦	
	صافولا مصر	١٤٢,٢	
	أوراسكوم هولدنغ للفنادق	١٣٧,٥	
	مطابع الشروق	٢٠,٠	
	أوراسكوم للتنمية السياحية	٨٢,٥	
	النساجون الشرقيون (الطرح الثاني)	٥٥,٠	
	ميراكو	٥٩,٢	
	إيه أي سي للمقاولات	١٠٠,٥	
الدولية للأغذية - هوستس	٦٤,٠		
جملة المجموعة المالية - هيرميس			٦٠%
انتركابيتال (سمسة)	انترناشيونال الكترونيكس	١٥٦,٠	
	الإسكندرية للاستثمار العقاري	٩٢,٣	
	أوليمبك جروب للاستثمارات	٩٠,٨	
	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (الطرح الثاني)	٤٠٠,٠	
جملة انتركابيتال			١٦,٢%
البنك الأهلي المصري	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (الطرح الأول)	٦٠٠,٠	
	ايجيترانس	٢١,٩	
جملة البنك الأهلي			١٣,٧%

مدير الطرح	الشركات	قيمة الطرح بالمليون جنيه	%
التجاري الدولي للاستثمار (بنك استثمار)	شيبسي للصناعات الغذائية القاهرة للصناعات الدقيقة	٩٧,٨ ٢٥,٧	
جملة التجاري الدولي للاستثمار		١٢٣,٥	٢,٧%
ايجيبشيان انجلو (بنك استثمار)	المجموعة العقارية المصرية	١١٢,٠	
جملة ايجيبشيان انجلو		١١٢,٠	٢,٥%
برايم (سمسة)	رمكو لإنشاء القرى السياحية المصرية السعودية لصناعة المعدات الطبية	٣٧,٥ ٤,٨	
جملة برايم		٤٢,٣	٠,٩%
بنك قناة السويس	النساجون الشرقيون (الطرح الأول)	١٤٦,٦	
جملة بنك قناة السويس		١٤٦,٦	٣,٢%
فينبي - شوقي وشركاه	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	٣٣,٠	
جملة فينبي - شوقي وشركاه		٣٣,٠	٠,٨%
الإجمالي العام		٤٥٥,٠	١٠٠%

المصدر: جمعت وحسبت بمعرفة الباحث من تقرير البورصة الشهري - ديسمبر ٢٠٠٠.

من هذا البيان نجد أن المجموعة- هيرميس استأثرت وحدها بنحو ٦٠% من عمليات الطرح الخاص فيما يشبه الاحتكار، وأن ثلاثة مديريين (هيرميس- انتركابيتال- البنك الأهلي) حصدوا نحو ٩٠% من إجمالي طروحات القطاع الخاص..

وما تجدر الإشارة إليه أن أساليب الترويج التي اتبعتها مديرو الطرح (باستثناء سهم المحمول) انحازت لصالح البائعين بالمبالغة في التقييمات وذلك بغرض الحصول على عمولات أعلى، ولعل القيم السوقية الحالية لهذه الأسهم مقارنة بأسعار الطرح توضح ذلك بجلاء ..

وباستثناء الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (مليار جنيه) فإن الجانب الأعظم من باقي الطروحات عبارة عن عمليات بيع وتحويل ملكية ..

(٣) نشاط التداول بالبورصة المصرية:

يتأثر حجم التداول بالبورصة بعدد من العناصر المادية أهمها:

- عدد الشركات المقيدة بالبورصة (بالجدول الرسمي والجدول غير الرسمية).

- نسبة الأسهم الحرة Free Float من أسهم الشركات المقيدة.

- عمليات التداول خارج المقصورة للأسهم غير المقيدة.

- مستوي نظام التداول وكفاءته في تنفيذ العمليات.

- نظام المقاصة والتسوية.

- التسهيلات الائتمانية لتمويل عمليات الأوراق المالية.

هذا بالإضافة إلى عدد من العناصر النوعية (يمكن اعتبارها شروط كافية) يمكن بلورتها فيما يلي:

- الوضع الاقتصادي العام Macro-economics.

- مستوي الإفصاح والشفافية عن الأوراق المالية.

- مستوي خدمات الوساطة في الأوراق المالية.

- هيكل المتعاملين وسلوكهم.

* تطور قيمة التداول:

ارتبط إحياء التداول بالبورصة بما سمي بسياسة الإصلاح الاقتصادي والتي بدىء في تنفيذها اعتباراً من عام ١٩٩١، لكن طفرات التداول برزت بعد صدور اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في عام ١٩٩٣ ومع طروحات برنامج الخصخصة المكثفة في عام ١٩٩٦ أخذت أرقام التداول منحي جيداً... ويتضح ذلك من البيان التالي:

جدول رقم (٢)

تطور قيمة التداول (١٩٨٦ - ٢٠٠٠)

السنة	قيمة التداول السنوي بالمليون جنيه	معدل التغير السنوي %
١٩٨٦	١٢٢ر١	-
١٩٨٧	١٨٦ر٧	٥٢ر٩
١٩٨٨	١٣٤ر٣	(٢٩ر١)
١٩٨٩	٢٢٩ر-	٧٠ر٥
١٩٩٠	٣٤١ر٥	٤٩ر-
١٩٩١	٤٢٧ر٨	٢٥ر٣
١٩٩٢	٥٩٦ر٦	٣٩ر٥
١٩٩٣	٥٦٨ر٦	(٤٧ر)
١٩٩٤	٢٥٥٧ر٢	٣٤٩ر٧
١٩٩٥	٣٨٤٩ر٤	٥٠ر٥
١٩٩٦	١٠٩٦٧ر٥	١٨٤ر٩
١٩٩٧	٢٤٢١٩ر٨	١٢٠ر٨
١٩٩٨	٢٣٣٦٤ر-	(٣ر٥)
١٩٩٩	٣٩٠٨٦ر١	٦٧ر٣
٢٠٠٠ (*)	٤٥٩٩١ر٩	١٧ر٧

(*) حتى ١٦/١١/٢٠٠٠ المصدر: الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات.

قيمة التداول السنوي على النحو الموضح آنفا تتضمن الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة وفيما يلي بيان بالتوزيع النسبي لقيمة التداول للأوراق المالية المقيدة ولقيمة الأوراق المالية غير المقيدة.

جدول رقم (٣)

التوزيع النسبي للأوراق المالية المتداولة (١٩٨٦ - ٢٠٠٠)

السنة	الوزن النسبي لقيمة الأوراق المالية المقيدة %	الوزن النسبي لقيمة الأوراق المالية غير المقيدة %	الإجمالي %
١٩٨٦	٦٨ر٤	٣١ر٦	١٠٠
١٩٨٧	٦٦ر١	٣٣ر٩	١٠٠
١٩٨٨	٦٩ر٤	٣٠ر٦	١٠٠
١٩٨٩	٦٠ر-	٤٠ر-	١٠٠
١٩٩٠	٦٠ر٤	٣٩ر٦	١٠٠
١٩٩١	٥٤ر٧	٤٥ر٣	١٠٠
١٩٩٢	٦٢ر٢	٣٧ر٨	١٠٠
١٩٩٣	٤٨ر٣	٥١ر٧	١٠٠
١٩٩٤	٤٧ر٥	٥٢ر٥	١٠٠
١٩٩٥	٥٩ر٦	٤٠ر٤	١٠٠
١٩٩٦	٨٠ر-	٢٠ر-	١٠٠
١٩٩٧	٧٩ر٧	١٦ر٣	١٠٠
١٩٩٨	٧٩ر٢	٢٠ر٨	١٠٠
١٩٩٩	٨٤ر-	١٦ر-	١٠٠
٢٠٠٠ (*)	٨٤ر٥	١٤ر٥	١٠٠

المصدر: حسبت بمعرفة الباحث.

(*) حتى ١٦/١١/٢٠٠٠

هذا البيان يوضح ما يلي:

١ - أن قيمة المنفذ على أسهم غير مقيدة يمثل نسبة هامة من إجمالي قيمة التداول السنوي.

٢ - طروحات الخصخصة في عامي ٩٦، ٩٧ بالإضافة إلى طروحات القطاع الخاص رفعت من قيمة التداول على الأسهم المقيدة بحيث أصبحت تستأثر بنحو ٨١% في المتوسط من إجمالي قيمة التداول السنوي خلال الفترة ١٩٩٦ - ٢٠٠٠.

وما تجدر الإشارة إليه أن عدد الشركات المقيدة ويتم تداول أوراقها يقل كثيرا عن عدد الشركات المقيدة بالبورصة وذلك نظرا لأن جانباً من هذه الشركات عائلية ومغلقة على أصحابها طبقاً للبيان التالي:

جدول رقم (٤)

الشركات المقيدة والمتداول أوراقها المالية (١٩٩١ - ٢٠٠٠)

السنة	عدد الشركات المقيدة	عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها	%
١٩٩١	٦٢٧	٢١٨	٣٤٫٨
١٩٩٢	٦٥٦	٢٣٩	٣٦٫٤
١٩٩٣	٦٧٤	٢٦٤	٣٩٫٢
١٩٩٤	٧٠٠	٣٠٠	٤٢٫٩
١٩٩٥	٧٤٦	٣٥٢	٤٦٫٦
١٩٩٦	٦٤٦	٣٥٤	٥٤٫٨
١٩٩٧	٦٥٠	٤١٦	٦٤٫-
١٩٩٨	٨٦١	٥٥١	٦٤٫-
١٩٩٩	١٠٣٣	٦٦٣	٦٤٫٢
٢٠٠٠	١٠٦٣	٦٣٤	٥٩٫٦

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات.

لكن يلاحظ - مع ذلك - ارتفاع الوزن النسبي للشركات المقيدة والمتداول أوراقها (وتضم شركات الاكتتاب العام والمغلق) بحيث زاد من ٣٤,٨% إلى ٥٩,٦% في عام ٢٠٠٠ .. وذلك لإدراك مزايا القيد بالبورصة من الناحية الضريبية وزيادة سيولة السهم وكذلك تسعير السهم من خلال البورصة.

رأس المال السوقي ورأس المال الاسمي:

رأس المال الاسمي هو عبارة رأس المال الذي تصدر به الشركات أو سعر السهم الاسمي مضروب في عدد الأسهم، بينما رأس المال السوقي هو عبارة عن القيمة السوقية للسهم مضروباً في عدد الأسهم، وارتفاع القيمة السوقية للسهم وبالتالي رأس المال السوقي للشركة يعكس مكافأة السوق للشركة على أدائها، والعكس صحيح في حالة تراجع أداء الشركة إذ يقوم السوق بمعاينة الشركة بإعادة تقييم سعر السهم بالتخفيض.

وفيما يلي بيان برأس المال الاسمي للشركات المقيدة مقارنة برأس المال السوقي:

جدول رقم (٥)

رأس المال الاسمي ورأس المال السوقي للشركات المقيدة (١٩٩٤-٢٠٠٠)

السنة	رأس المال الاسمي للشركات المقيدة (بالمليون جنيه)	رأس المال السوقي للشركات المقيدة (بالمليون جنيه)	السوقي / الاسمي (مرة)
١٩٩٤	٨٠٥١	١٤٤٨٠	١,٨
١٩٩٥	١١٠٥٢	٢٧٤٢٠	٢,٥
١٩٩٦	١٣٦٧٣	٤٨٠٨٦	٣,٥
١٩٩٧	١٨٢٩١	٧٠٨٧٣	٣,٩
١٩٩٨	٣٣٨٣٦	٨٣١٤٠	٣,٠
١٩٩٩	٤٧٠٧٧	١١٢٣٣١	٣,١
٢٠٠٠	٧٤٠٣٩	١٢٤٠٧٥	٢,٠

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات

- من هذا البيان ومن خلال معامل رأس المال السوقي / رأس المال الاسمي نجد أن هذا المعامل وصل للذروة في عام ١٩٩٧ وهو العام الذي شهد بلسوغ كثير من الأسهم قيمة مبالغاً فيها فبلغ المعامل ٣,٩ مرة، ولكن في ضوء أداء الاقتصاد الكلي وأداء الشركات أعاد السوق نظرته لأسعار الأوراق المالية فأخذت في التراجع حتى بلغ المعامل في عام ٢٠٠٠ نحو ٢ مرة فقط بنسبة انخفاض ٤٨٧% عما كان عليه المعامل في عام ١٩٩٧.

(٤) العمليات المنفذة

من الأمور الدالة على كيفية سير الأمور داخل بورصة الأوراق المالية هو عدد العمليات المنفذة ونصيب كل عملية من قيمة التداول وكمية الأوراق المالية المتداولة.

وكلما زاد نصيب العملية من قيمة التداول وكمية الأوراق المتداولة كلما دل ذلك على درجة عالية من التركيز وأن السوق يفتقد المنافسة الكاملة، والعكس صحيح كلما انخفض نصيب العملية من قيمة وكمية الأوراق المتداولة كلما دل على ارتفاع مستوى العشوائية في التعامل ومستوى أفضل من تفاعل العرض والطلب.

وفيما يلي بيان بعدد العمليات والأوراق المالية المتداولة ونصيب التداول اليومي منها ومتوسط نصيب كل عملية.

جدول رقم (٦)

تطور متوسط كمية وقيمة العملية (١٩٩٤ - ٢٠٠٠)

البيان/السنة	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠
(١) عدد العمليات / سنة	٩٤٧٤٢.٠	٤٦٩٩١٥.٠	٢٣١٦٣٦٤.٠	١٢٥٣٥١	٦٨٧٢١٣	٩.٥٢.٠٠	١١٦٨٤٣.٠
(٢) عدد العمليات/يوم	٣٧٩.٠	١٨٧٨.٠	٩٢٦٥.٠	٤٩٠.١	٢٧٤٩	٣٦٢١	٤٦٧٤
(٣) قيمة التداول/ سنة (مليون جنيه)	٢٥٥٧.٠	٣٨٤٩.٠	١٠.٩٦٨.٠	٢٤٢١٨	٢٢٣٦٤	٢٩.٨٦	٤٥٩٩٢
(٤) قيمة التداول / يوم (الف جنيه)	١٠.٢٢٨.٠	١٥٣٩٦.٠	٤٣٨٧٢.٠	٩٦٨٧٢	٩٣٤٥٦	١٥٦٣٤٤	١٨٣٩٦٨
(٥) عدد الأوراق المالية المتداولة/سنة (مليون)	٥٩.٨	٧٢.٢	٢٠٧.٨	٣٧٢.٥	٥٧٠.٨	١.٠٧٤.٠	٩٢٩.٢
(٦) عدد الأوراق المالية / يوم (الف جنيه)	٢٣٩.٢	٢٨٨.٨	٨٣١.٢	١٤٩.٠	٢٢٨٢	٤٢٩٦	٣٧١٦.٨
(٧) متوسط قيمة العملية (جنيه)	٢٦٩٨٧.٠	٨١٩٨.٠	٤٧٣٥.٠	١٩٧٦٦	٣٣٩٩٦	٤٣١٧٧	٣٩٣٦.٠
(٨) متوسط كمية العملية (ورقة)	٦٣١.٠	١٥٤.٠	٩٠.٠	٣٠.٤	٨٣.٠	١١٨٦	٧٩٥

المصدر: البيانات (١)، (٢)، (٣)، (٥) مركز المعلومات - الهيئة العامة لسوق المال...
 البيانات (٢)، (٤)، (٦) محسوبة بمعرفة الباحث وهى خارج قسمة البيانات (١)، (٢)،
 (٣) على أيام عمل البورصة وقدرها ٢٥٠ يوم... البيان (٧) خارج قسمة (٤) ÷
 (٢)، البيان رقم (٨) خارج قسمة (٦) ÷ (٢)

- الجدول السابق يشير إلى عدد من النتائج الهامة نوجزها فيما يلي:

١ - فى عام ١٩٩٤ بلغ متوسط قيمة العملية نحو ٢٧ ألف جنيه برغم تواضع رقم التداول السنوي (٢٥٥٧ مليون جنيه) كما بلغ عدد الأوراق المالية للعملية فى المتوسط نحو ٦٣١ ورقة مالية (أسهم وسندات مقيدة وغير مقيدة) وهذه الأرقام تعكس درجة كبيرة من التركيز أو صغر عدد المتعاملين بالمقارنة بعام ٩٥، ١٩٩٦.

٢ - برغم ارتفاع أرقام التداول عامي ٩٥، ١٩٩٦ إلا أن متوسط العملية مسن حيث قيمة التداول وكمية التداول انخفض انخفاضاً كبيراً مقارنة بعام ١٩٩٤، فقد انخفض متوسط قيمة العملية إلى ٨١٩٨ جنيهه ٤٧٣٥ جنيهه عامي ١٩٩٥، ١٩٩٦ على التوالي مقارنة بنحو ٢٧ ألف جنيهه عام ١٩٩٤، كما أنخفض متوسط كمية الأوراق المالية للعملية إلى ١٥٤، ٩٠ ورقة مالية عامي ٩٥، ٩٦ على التوالي مقارنة بنحو ٦٣١ ورقة مالية في عام ١٩٩٤ مما يشير إلى ارتفاع رقعة المتعاملين بالبورصة كنتيجة لعمليات الاكتتاب العام بشركات القطاع العام التي طرحت للجمهور.

٣ - اعتباراً من عام ١٩٩٧ وحتى عام ١٩٩٩ أخذ متوسط قيمة وكمية العملية الواحدة في الارتفاع الحاد، فمن حيث متوسط قيمة العملية زادت إلى ١٩٧٦٦، ٣٣٩٩٦، ٤٣١٧٧ جنيهه في أعوام ١٩٩٨، ١٩٩٩ على التوالي وفي نفس الوقت زاد متوسط كمية الأوراق المالية للعملية الواحدة إلى ٣٠٤، ٨٣٠، ١١٨٦ في أعوام ١٩٩٧، ١٩٩٨، ١٩٩٩ على التوالي مما يشير إلى عودة التركيز وبصورة أكبر مما كان عليه عام ١٩٩٤ وتفسير ذلك يعود إلى أنه مع انكسار الأسعار في نهاية فبراير ١٩٩٧ وخسارة الكثير من صغار المستثمرين فقد أثر الكثير منهم الخروج من السوق مما أدى إلى انخفاض عدد المتعاملين واقتصر التعامل على المؤسسات المالية ممثلة في البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين بالإضافة إلى كبار اللاعبين من الأفراد، ويؤكد خروج الكثير من صغار المستثمرين أو عزوفهم عن التعامل عدم نجاح بعض عمليات الاكتتاب العام لشركات قطاع الأعمال العام

مثال طرح شركة المقاولات المصرية (مختار إبراهيم) وشركة مصر للألومنيوم والعربية والمتحدة للشحن والتفريغ وبسكو مصر^(٣).

٤ - أما عام ٢٠٠٠ فقد حدث تراجع في متوسط قيمة العملية إلى نحو ٣٩٤ ألف جنيه وتراجع في متوسط كمية العملية من الأوراق المالية إلى ٧٩٥ ورقة مالية بما يشير إلى اتساع نسبي في رقعة المتعاملين خاصة وأن مستوى أسعار الأسهم صار مغريا بالشراء مع توقع حدوث موجة صعود تنتظر أي دفعة إيجابية في مؤشرات الاقتصاد الكلي.

ومما تجدر الإشارة إليه أن ارتفاع قيمة التداول وارتفاع عدد الأوراق المالية المتداولة في السنوات الثلاث الأخيرة وبالتالي ارتفاع متوسط العملية من حيث القيمة والكمية يعود إلى عمليات الاستحواذ Acquisition والاندماج Merger التي تمت خلال هذه الفترة وذلك على النحو الموضح بالملحق رقم (١) وقد بلغت قيمة عمليات الاندماج والامتلاك نحو ٢٢ مليار جنيه^(٤).

(٥) هيكل التداول:

١/٥ من حيث نوع الأوراق المالية المتداولة:

والمقصود به التوزيع النسبي للأوراق المالية من أسهم وسندات مقيدة ببورصة الأوراق المالية ومنفذة داخل مقصورة التداول ببورصة القاهرة

(٢) فالمقاولات المصرية بيع ١٣% فقط من إجمالي الأسهم المطروحة وبسعر أقل ١٠% من سعر الطرح، وشركة مصر للألومنيوم بيع ٨% فقط من أصل ٢٠% طرحت للاكتتاب العام وبسعر أقل ١٠% من سعر الطرح، والعربية والمتحدة للشحن والتفريغ وبسكو مصر لم يغط الاكتتاب الكامل، بعكس الطروحات العامة السابقة التي كانت تغطي عدة مرات وبسعر أعلى من سعر الطرح بنحو ١٠%.

(٤) محسوبة من التقرير الشهري للبورصة الأوراق المالية في شهر سبتمبر ٢٠٠٠ ص ٢٧.

والإسكندرية والجدول رقم (٧) - يوضح توزيع قيمة التداول فيما بين الأسهم والسندات خلال الفترة من ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٠.

جدول رقم (٧)

هيكل التداول من حيث نوع الأوراق المالية

(القيمة بالمليون)

السنة	قيمة الأسهم المقيدة	%	قيمة السندات المقيدة	%	إجمالي الأسهم والسندات المتداولة	%
١٩٩٧	١٨٢٥٩	٩٨,٠	٣٨٠	٢,٠	١٨٦٣٩	١٠٠
١٩٩٨	١٦٥٦٤	٩٢,٥	١٣٤٦	٧,٥	١٧٩١٠	١٠٠
١٩٩٩	٢٩٧٧١	٩٠,٦	٣٠٨٦	٩,٤	٣٢٨٥٧	١٠٠
٢٠٠٠	٣٧٦٩٦	٩٠,٣	٤٠٣٧	٩,٧	٤١٧٣٣	١٠٠

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات

من الجدول السابق يتضح ما يلي :-

١- هيمنة سوق الأسهم على سوق الأوراق المالية وان كان الوزن النسبي من جملة قيمة التداول يتراجع ببطء ولكنه لا يزال أكثر من ٩٠%.

ضعف سوق السندات في مصر - برغم تزايد الوزن النسبي من إجمالي قيمة التداول - بينما تعد سوق السندات هي السوق الأكثر أهمية وجاذبية في أسواق رأس المال العالمية إذ تستحوذ على الجزء الأكبر من التداول حيث تصل إلى ٦٠ - ٧٠% (٥).

(٥) نشأت عبد العزيز ومحمد صلاح سالم - سوق السندات في مصر - كتاب الأهرام الاقتصادي يوليو ٢٠٠٠ ص ٣.

ويعود ضعف سوق السندات فى مصر لعدد من العوامل: -

١- أن السندات الحكومية (خزانة - إسكان - تنمية بالدولار) هي الأكثر من حيث عدد الإصدارات والحجم حيث بلغ إجمالي رأس المال السوقي لسندات الحكومة فى سبتمبر ٢٠٠٠ نحو ١٣,٣ مليار جنية بالإضافة إلى رصيد إصدارات سندات التنمية الدولارية التي أصدرها بنك الاستثمار القومي حتى أكتوبر ١٩٩٩ وقدرها ٢٦٧,٣ مليون دولار^(٦) وهذه النوعية من الإصدارات تقبل عليها المؤسسات المالية ويعزف عنها الأفراد، تداولها بين المؤسسات محدود باعتبارها استثمارات بغرض الاحتفاظ.

٢- أما سندات الشركات والبنوك بلغ إجمالي رأس مالها السوقي فى سبتمبر ٢٠٠٠ نحو ٤,١٣ مليار جنية^(٧) منها (١٦) إصدارا ذات عائد ثابت ونحو (١٧) إصدارا ذات عائد متغير، وهذه الإصدارات إما مضمونة من بنوك أو تعهدات يلتزم بها مصدر السند. وهذه النوعية من السندات يتم ترويجها بصعوبة وتشتريها المؤسسات أيضا بصفة أساسية ولا يوجد إقبال ملحوظ عليها فى السوق الثانوي.

٣- ضعف الوعي العام لدى جمهور المتعاملين (أفراد ومؤسسات) بأهمية السندات كمصدر من مصادر التمويل وكأداة من أدوات الاستثمار.

٤- مشاكل خاصة بالمعلومات وتوافر الكوادر المتخصصة بالسوق.

٥- شبه انعدام السيولة وعدم وجود صانع سوق السندات^(٨).

(١) التقرير الشهري لبورصة الأوراق المالية - شهر سبتمبر ٢٠٠٠ - ص ٥٤ - ٥٧.

(٢) التقرير الشهري للبورصة - المرجع السابق.

(٣) يقوم صانع السوق (شركة متخصصة) بعرض أسعار بيع وشراء للسندات يوميا من خلال البورصة مما يوفر سيولة إلزامية على السندات مما يشجع جمهور المتعاملين على شرائها وتداولها بسبب توافر ضمان سيولتها (انظر نشأت ومحمد صلاح سالم، مرجعه سابق).

٦- انخفاض الوعي بأسس تسعير وتداول السندات لدى معظم المتعاملين في الأوراق المالية.

٢/٥ من حيث نوعية وجنسية المستثمر:

في هذا الإطار يتم توزيع قيمة تداول الأوراق المالية المقيدة بين الأفراد والمؤسسات (داخل مقصورة بورصتي القاهرة والإسكندرية).

١/٢/٥ بالنسبة لتعاملات الأفراد:

الجدول رقم (٨) - يشير إلى تعاملات الأفراد (مصريون وأجانب) يباعا وشراء خلال الفترة ٩٧ - ٢٠٠٠.

جدول رقم (٨)

تعاملات الأفراد داخل مقصورة بورصتي القاهرة والإسكندرية خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠٠

(القيمة بالمليون)

البيان	١٩٩٧		١٩٩٨		١٩٩٩		٢٠٠٠	
	أجانب	مصريون	أجانب	مصريون	أجانب	مصريون	أجانب	مصريون
(١) قيمة المشتريات	٧٣٩	٦٠٣٧	٧٨٠	٦٠٧٢	١٣٦٧	١٤٧١٢	١٦٤٧	١٩٧٢٤
(٢) الوزن النسبي للمشتريات %	١١	٨٩	١٢,٨	١٠٠	٩,٣	١٠٠	٧,٧	٩٢,٣
(٣) % إجمالي قيمة التداول	٤	٣٢,٤	٤,٤	٣٣,٩	٤,٢	٤٤,٨	٣,٩	٤٧,٣
(٤) قيمة المبيعات	٥٤٢	٧٣٥٤	٨٣٣	٩٠٧٦	١٨٠٣٧	١٩٥٤٦	١٥٨١	٢١٩٤٨
(٥) الوزن النسبي للمبيعات %	٦,٩	٩٣,١	٩,٢	١٠٠	٩٢,٣	١٠٠	٦,٧	٩٣,٣
(٦) % إجمالي قيمة التداول	٢,٩	٣٩,٥	٤,٧	٥٠,٧	٥٤,٩	٥٩,٥	٣,٨	٥٢,٦
(٧) صافي التعامل (٤-١)	١٩٧	(١٣١٧)	(٥٣)	(٣٠٠)	(٤٦٩٤)	(٤٨٣٨)	٦٦	(٢٢٢٤)

المصدر: تم إعداد هذا الجدول طبقاً لبيانات مركز المعلومات بالهيئة العامة لسوق المال.

٢/٢/٥ بالنسبة لتعاملات المؤسسات:

الجدول رقم (٩) - يوضح تعاملات المؤسسات المحلية والأجنبية بيما وشراء خلال الفترة ٩٧ - ٢٠٠٠.

جدول رقم (٩)

تعاملات المؤسسات داخل بورصتي القاهرة الإسكندرية خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠٠

القيمة بالمليون جنيه

السنة	١٩٩٧			١٩٩٨			١٩٩٩			٢٠٠٠		
	مصريون	أجانب	جملة									
(١) قيمة المشتريات	٧٥٢٩	٤٣٣٤	١١٨٦٣	٩٢١٢	٢٦٢٦	١١٨٣٨	١٠٦٧٨	٧٤٧٠	١٨١٤٨	١٠٢٨٩	٩٩٨٠	٢٠٢٦٩
(٢) الوزن النسبي للمشتريات %	٦٣,٥	٣٦,٥	١٠٠	٧٧,٨	٢٢,٢	١٠٠	٥٨,٨	٤١,٢	١٠٠	٥٠,٨	٤٩,٢	١٠٠
(٣) % لإجمالي قيمة التداول	٤٠,٤	٢٣,٢	٦٣,٦	٥١,٤	١٤,٦	٦٦,٠	٣٧,٥	٢٢,٧	٥٥,٢	٢٤,٧	٢٣,٩	٤٨,٦
(٤) قيمة المبيعات	٨٦٥٧	٢٠٨٤	١٠٧٤١	٥٢٧١	٣٥٦٣	٨٨٣٤	٩٢٠٨	٤١٠٢	١٣٣١٠	١٢٢٩	٥٩٨٢	١٨١١١
(٥) الوزن النسبي للمبيعات %	٨٠,٦	١٩,٤	١٠٠	٥٩,٧	٤٠,٣	١٠٠	٦٩,٢	٣٠,٨	١٠٠	٦٧	٣٣	١٠٠
(٦) % لإجمالي قيمة التداول	٤٦,٤	١١,٢	٥٧,٦	٢٩,٤	١٩,٩	٤٩,٣	٢٨	١٢,٥	٤٠,٥	٢٩	١٤,٣	٤٣,٤
(٧) صافي التعامل (٤-١)	(١١٣٠)	٢٥٠	١١٢٠	٣٩١٤	(٩٣٧)	٣٠٠٤	١٤٧٠	٣٣٦٨	٤٨٣٨	(١٨٤٠)	٣٩٩٨	٢١٥٨

المصدر: نفس مصدر الجدول رقم (٨).

من الجدولين رقم (٨) ورقم (٩) نستخلص ما يلى :

١- ارتفاع نسبة تعاملات الأفراد تدريجيا من إجمالي قيمة التداول حيث زادت من حيث المشتريات من ٣٦,٤% عام ١٩٩٧ إلى ٥١,٢% فى نهاية عام ٢٠٠٠، ومن حيث المبيعات زادت من ٤٢,٤% عام ١٩٩٧ إلى ٥٦,٤% فى نهاية عام ٢٠٠٠، والوجه المقابل لذلك تراجع الوزن النسبى لتعاملات المؤسسات من إجمالي قيمة التداول خلال نفس الفترة سواء فى تعاملات الشراء أو تعاملات البيع.

٢- أن الحضور الأجنبى فى التعاملات مصدره الأساسى المؤسسات بينما نسبة تعاملات الأفراد الأجانب تعتبر محدودة جدا وتتمثل فى بعض التعاملات من الدول العربية وبعض المصريين ذوى الجنسية المزدوجة والملاحظ أن قيمة تعاملات المؤسسات الأجنبية فى مجال الشراء حققت زيادة ملحوظة فى عامى ٩٩، ٢٠٠٠ بالمقارنة بعامى ٩٧، ١٩٩٨، فقد زادت مشتريات المؤسسات الأجنبية من ٤,٣ مليار جنيه عام ٩٧ إلى نحو ١٠ مليار جنيه عام ٢٠٠٠ بسبب عمليات الاستحواذ Acquisition التى جرت لعدد من الشركات الاستراتيجية بأسلوب المستثمر الاستراتيجى Anchor Investor، نشير إلى أهم هذه العمليات فيما يلى:-

م	المشتري	الشركة المباعة (أغلبية / حصة)	القيمة (مليون جنيه)	التاريخ
١	جلاكسو ويلكم	شركة أمون للأدوية	٤٠٠	١٩٩٨/١٢/١
٢	البنك الأفريقي الدولي للتنمية	الإسكندرية للحديد والصلب	١٠٠	١٩٩٩/٢/١
٣	شركة بولي سيرف	أبو زعبل للأسمدة	٣٠٧	١٩٩٩/٤/١
٤	شركة بيرللي	الإسكندرية للإطارات	٦٣٩	١٩٩٩/٦/١
٥	شركة لافارج الفرنسية	أسمنت بني سويف	١٤٠٠	١٩٩٩/٧/١
٦	سانسبيري	المجموعة المصرية للتوزيع ايدج	٢٢٥	١٩٩٩/١٠/١
٧	المؤسسة العربية المصرفية	بنك مصر العربي الأفريقي	١١٩٧	١٩٩٩/١٠/١
٨	شركة سيمكس المكسيكية	أسمنت أسيوط	١٣٠٠	١٩٩٩/١١/١
٩	شركة بلسو سيركل الإنجليزية	أسمنت الإسكندرية	٥٨٩	١٩٩٩/١٢/١
١٠	شركة سيمبور البرتغالية	أسمنت العامرية	١٧٠٠	٢٠٠٠/٣/٢

المصدر: تقرير شهر سبتمبر ٢٠٠٠ - بورصة الأوراق المالية ص ٢٧.

ويلاحظ من هذا البيان أن شركات إنتاج الإسمنت (قطاع أعمال عام) تمثل الجانب الأكبر في عمليات استحواذ الأجانب حيث بلغت قيمة مشترياتهم نحو ٥ مليار جنيه تمثل نحو ٦٣,٥ % من قيمة العمليات سالفة البيان وقد تنافست عليها شركات من جنسيات مختلفة (فرنسا - إنجلترا - البرتغال - المكسيك) وهذا يوضح أن الأجانب استفادوا من نشاط البورصة في امتلاك مشروعات بعينها بغرض الاحتفاظ بها أو هي استثمارات بغرض الاحتفاظ بعكس بداية تعاملات الأجانب في البورصة والتي كانت في الأساس بغرض المتاجرة والمضاربة.

٣- الوزن النسبي لتعاملات المؤسسات المصرية من إجمالي قيمة تعاملات المؤسسات اخذ في التراجع في مجال الشراء حيث انخفض من ٦٣,٥ % عام ١٩٩٧ إلى ٥٠,٨ % عام ٢٠٠٠، ونفس الشيء في مجال بيع الأوراق

المالية تراجع الوزن النسبي للمؤسسات المصرية من ٨٠,٦ % من إجمالي مبيعات المؤسسات عام ١٩٩٧ إلى ٦٧ % عام ٢٠٠٠... وهذه إشارة إلى ارتفاع نشاط المؤسسات الأجنبية في مجال المتاجرة في الأوراق المالية شراء وبيعاً وإلى استفادتها من اتفاقية تحرير الخدمات المالية في مجال تداول الأوراق المالية.

٣/٥ توزيع التداول فيما بين شركات الوساطة المنفذة:

طبقاً لآخر الإحصاءات فإن عدد شركات السمسرة في الأوراق المالية بلغ ١٥٢ شركة لكن قيم التداول تنسم بالتحيز لصالح عدد محدود من الشركات .. فقد استأثرت عشرة شركات بنحو ٥٢,٧ % من إجمالي التداول في علم ١٩٩٨، ونحو ٥٢ % في عام ١٩٩٩، بينما حققت أدنى عشر شركات نحو ١,٦ %، ١,٣ % على التوالي ..

وفيما يلي بيان بشركات السمسرة التي حققت ١ % فأكثر من إجمالي قيمة

التداول في عام ١٩٩٩:

م	الشركة	النصيب النسبي من السوق %
١	المجموعة المالية للسمسرة	٨,٢٥
٢	انتركابيتال لتداول الأوراق المالية	٨,٠٤
٣	الإيمان للوساطة في الأوراق المالية	٦,٩
٤	هيرميس للوساطة في الأوراق المالية	٦,١٣
٥	الأهلي لتداول الأوراق المالية	٤,٩٦
٦	الرواد - فينكوروب للتداول في الأوراق المالية	٤,٥٨
٧	التجاري الدولي لتداول الأوراق المالية	٣,٧٢
٨	السلام للوساطة في الأوراق المالية	٣,٤٧
٩	عكاظ للوساطة في الأوراق المالية	٣,٢٢

م	الشركة	النصيب النسبي من السوق %
١٠	الصفوة للوساطة في الأوراق المالية	٢,٨
١١	دلتا إن بي امرو	٢,٧
١٢	فليمنج المنصور للتداول في الأوراق المالية	٢,١٤
١٣	كوبن لتداول الأوراق المالية	١,٨٧
١٤	جولدن واي لتداول الأوراق المالية	١,٧٨
١٥	تريبيل إيه لتداول الأوراق المالية	١,٧٧
١٦	انتش اس بي سي سيكيوريتيز ايجبت	١,٣٩
١٧	المجموعة الدولية للسمسة	١,١٦
١٨	الشرق الأوسط للسمسة	١,١٥
١٩	الشرق للوساطة في الأوراق المالية	١,٠٦
٢٠	بريزما للتداول في الأوراق المالية	١,٠٢
٢١	الحرية لتداول الأوراق المالية	١,٠١
	الإجمالي	٦٩,١٢ %

من هذا البيان يتضح أن نحو ١٤% من شركات السمسة استأثرت بنحو ٦٩% من إجمالي قيمة التداول .. ومعنى ذلك أن نحو ١٣٣ شركة أخرى تتنافس على ما تبقى من السوق ونسبته ٣١% بمتوسط ٠,٢٣% لكل شركة أو نحو ٩٠ مليون جنيه كحجم تداول في المتوسط ..

وإذا تم احتساب عمولة السمسة بعدها الأقصى المتعارف^(١) عليه وهو نصف في المائة (٠,٠٥) فان إجمالي الإيراد السنوي لكل شركة يكون في حدود ٤٥٠ ألف جنيه.

(١) على أساس أن إجمالي قيمة التداول في عام ١٩٩٩ قد بلغ نحو ٣٩ مليار جنيه (انظر جدول رقم ٢ من هذه الدراسة).

وبأخذ متوسط المصروفات السنوية فى الاعتبار وتقدر بنحو ٤٨٠ ألف جنيه إلى ٦٠٠ ألف جنيه (بواقع ٤٠ ألف إلى ٥٠ ألف جنيه شهريا) فان غالبية هذه الشركات تكون قد حققت خسائر تشغيل نتيجة لتركز العمليات فى عدد محدود من الشركات ولعل ذلك يفسر المخالفات التى مارستها الشركات صغيرة التداول مثال التعامل فى الأوراق المالية لحسابها أو لحساب أصحابها (بالمخالفة لقانون سوق المال) لتعويض خسائر التشغيل لتحسين اقتصاديات هذه الشركات علاوة على أن ذلك الوضع لا يمكنها من الحصول على الكوادر البشرية المؤهلة وهو ما يتضح من بعض النصوص المقترحة فى المشروع الجديد لقانون سوق راس المال^(١٠).

٤/٥ ملاحظات بشأن شركات الوساطة فى الأوراق المالية:

- بلغ عدد شركات الوساطة فى الأوراق المالية ١٥٢ شركة حتى نهاية سبتمبر ٢٠٠٠، وفى بداية عمل البورصة تم تيسير إنشاء شركات السمسرة مما جعل السنوات الأولى التالية لصدور اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تشهد الترخيص بتأسيس أكبر عدد من هذه الشركات على النحو التالى:^(١١)

(١٠) المادة ١٨ من مشروع قانون سوق راس المال المقترح تنص على انه "يجب أن يتوافر لدى الشركات العاملة فى الأوراق المالية الحد الأدنى من الملاءة المالية على النحو الذى يصدر بتحديدده قرار من مجلس المفوضين".

(١١) انظر الملحق رقم ٢.

السنة	عدد شركات السمسرة	%
١٩٩٣	٣	٢
١٩٩٤	٢١	١٣,٨
١٩٩٥	٦٣	٤١,٤
١٩٩٦	٢٦	١٧,١
١٩٩٧	٢٠	١٣,٢
١٩٩٨	١٤	٩,٢
١٩٩٩	٥	٣,٣
٢٠٠٠	-	-
الإجمالي	١٥٢	%١٠٠

المصدر: تم إعداده بمعرفة الباحث في ضوء بيانات الملحق رقم ٢.

من هذا البيان يتضح أن أكثر من ٨٥% من الشركات تم الترخيص بإنشائها خلال الفترة ٩٣-١٩٩٧، وقد ساعد على ذلك أن الحد الأدنى لراس المال المصدر لتأسيس شركة السمسرة كان في حدود ٢٥٠ ألف جنيه يكفي أداء ربع هذا المبلغ لممارسة الشركة نشاطها (٦٢,٥ ألف جنيه)، لكن اعتباراً من عام ١٩٩٨ تم تعديل راس المال المصدر ليصبح ٣ مليون جنيه يسدد نصفه على الأقل (١,٥ مليون) مع الالتزام بتأسيس عشرة فروع وذلك كوسيلة للحد من الترخيص بتأسيس هذه الشركات وهو ما يفسر تواضع التراخيص في الأعوام الثلاثة الأخيرة.

- تتمركز شركات السمسرة بصفة أساسية في القاهرة (١٣٩ شركة) والإسكندرية (١٣ شركة) إلى جانب بعض فروع لتلقى الأوامر يتم تنفيذها وإجراء تسوياتها بالمقر الرئيسي وتتركز هذه الفروع في المدن الرئيسية الأخرى مثل بورسعيد، المنصورة، طنطا، إلى جانب استخدام مكاتب البريد

المؤهلة بوسائل اتصال بالقاهرة لتلقى أوامر العملاء ويتم ذلك عن طريق شركة واحدة تبنت هذا الاتجاه (شركة الفراعنة للسمسة ومقرها الرئيسي بالقاهرة).

- على الرغم من حرية الأجانب للنفوذ إلى شركات الأوراق المالية إلا أن توأجدهم يعتبر محدود جدا حيث اقتصر على عدد محدود من الشركات مثال: (١٢)

- اتش اس بي سي سيكيوريتيز ايجيبت (١٠٠%)
- الرواد - فينكوروب لتداول الأوراق المالية (٥٧%)
- إيه بي أن امرو دلتا لتداول الأوراق المالية - مصر (٦٠%)
- فلمنج منصور للأوراق المالية (٩٩%)

وفي رأينا أن ذلك يعود إلى أن حجم التداول بسوق الأوراق المالية (برغم نموه سالف الذكر في هذه الدراسة) يعتبر محدود نسبيا من وجهة نظر الأجانب بالإضافة إلى أن هذه الشركات هدفها الرئيسي تنفيذ أوامر العملاء الأجانب في البلاد التي ينتمون إليها ونشاط المتاجرة للأجانب كما تبين في موضع سابق من هذه الدراسة يميل إلى الانحسار في العامين الأخيرين.

(٦) مؤشر سوق المال:

مؤشرات أسواق الأوراق المالية أصبحت جزء من الحياة اليومية، فهي تؤدي وظائف هامة تبدأ من استخدامها في تقييم أداء المديرين المحترفين لمحاظ الأوراق المالية إلى متابعة الأداء اليومي للسوق (١٣)

(١٢)

(١٣) Frank J.Fabozzi و - Investment Management - Hall International Editions prentice

ويمكن أن نميز أربعة أهداف رئيسية تسعى إلى تحقيقها مؤشرات البورصة:^(١٤)

- قياس التطور الحادث في بورصة الأوراق المالية (بارومتر البورصات) للتعبير الفوري لحال البورصة السعودي والهيوطي (مثال مؤشر Dow-Jones).

- قاعدة أساسية في قياس أداء البورصة ومقارنته بأداء مديري محافظ الأوراق المالية ومديري صناديق الاستثمار لقياس كفاءتهم.

- أداة للمتاجرة في الأسواق المشتقة Derivative Markets من خلال عقود المستقبلات والخيارات والتي تهدف إلى تحقيق العديد من الأغراض للمستثمرين أهمها تغطية أخطار محافظ أوراقهم المالية.

- مؤشر اقتصادي، حيث تساعد في عمليات التقييم الاقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الاقتصاد الكلي وبرز مثال على ذلك استخدام جداول العمليات المالية في المحاسبة القومية لتلك المؤشرات في تقييم أصول الشركات غير المقيدة بقوائم أسعار البورصة.

وتنقسم مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلى:-

= مؤشرات وطنية National indexes

= مؤشرات دولية International indexes

والمؤشر الوطني يقيس أداء نشاط سوق الأوراق المالية في بورصة ما داخل بلد ما مثال مؤشر Dow-Jones للشركات الصناعية... والمؤشر الدولي

(١٤) نشأت عبد العزيز، بورصات الأوراق المالية.. مرجع سابق ص ٥٩، ٦٠.

يتم نشره بمعرفة بيوت سمسرة دولية مثال مورجان ستانلي الذي يضم أكثر من ٢٠٠٠ شركة في ٢١ بلد^(١٥)، ومؤشر IFC للأسواق الناشئة.

والصيغة الشائعة لإعداد مؤشر السوق تتحقق في المعادلة التالية :-

مجموع الرسملة الفورية للأوراق المالية المتضمنة^(١٦) $\times 100$
أو ١٠٠٠ حسب الأحوال الرسملة في تاريخ الأساس

مؤشر الهيئة العامة لسوق المال CMAI

هو المؤشر الرسمي الذي يصدر عن جهة رسمية هي الهيئة العامة لسوق المال ويتكون من جميع الأسهم المقيدة ببورصة الأوراق المالية سواء كانت من اسهم الاكتتاب العام أو الاكتتاب المغلق، وقد بدأ العمل به اعتباراً من ١٩٩٢/١/٢.

وبدا بقيمة ابتدائية مقدارها ١٠٠ نقطة، ومن أهم عيوب مؤشر الهيئة العامة لسوق المال شموله لكل الأوراق المالية المقيدة وعددها نحو ١٠٥٦ ورقة مالية في نهاية سبتمبر ٢٠٠٠، في حين أن ما يجري التداول عليه من أوراق مالية نشطة لا يتجاوز مائة شركة أي نحو ١٠ % من الأسهم المقيدة .. بل مع استخدام معيار السيولة سواء من حيث الكمية أو القيمة فإنه يمكن الاقتصار في بناء المؤشر على الـ ٣٠ شركة الأكثر نشاطاً والتي تستحوذ على نحو ٩٠ % فأكثر من تداول السوق^(١٧)، لذلك تقوم الهيئة العامة لسوق المال بالتعاون مع مؤسسة فاينانشيال تايمز العالمية في إعداد مؤشر جديد يحسب بطريقة علمية حديثة ليعكس الصورة الحقيقية لأداء البورصة المصرية.

Frank J.Fabozzi - Institutions and Instruments - prentice Hall – Capital Market - Modiglianis^(١٥) 1992 .

^(١٦) المقصود بالرسملة حاصل ضرب القيمة السوقية للسهم \times عدد الأوراق المالية للشركة.

^(١٧) ينظر تقارير البورصة الشهرية وكذلك التقرير الشهري للهيئة العامة لسوق المال.

تطور المؤشر العام لسوق المال:

الجدول رقم (١٠) يوضح تطور المؤشر العام لسوق المال خلال الفترة من يناير ١٩٩٢ إلى ديسمبر ٢٠٠٠ على أساس ربع سنوي.

جدول رقم (١٠)

تطور مؤشر سوق المال من يناير ١٩٩٢ إلى ديسمبر ٢٠٠٠

التغير النسبي %	المؤشر العام	نوع الاكتتاب		التاريخ
		مغلق	عام	
	101.84	100.04	103.94	يناير-٩٢
4.62%	106.54	100.59	113.51	مارس-٩٢
0.62%	107.2	102.64	112.23	يونيو-٩٢
-2.09%	104.96	102.85	107.29	سبتمبر-٩٢
3.73%	108.87	103.42	115.29	ديسمبر-٩٢
9.08%	118.76	105	134.16	مارس-٩٣
2.80%	122.08	112.82	133.03	يونيو-٩٣
2.17%	124.73	113.71	137.86	سبتمبر-٩٣
8.77%	135.67	117.36	158.15	ديسمبر-٩٣
17.68%	159.66	118.91	212.45	مارس-٩٤
10.75%	176.82	123.25	246.91	يونيو-٩٤
26.38%	223.46	135.53	339.34	سبتمبر-٩٤
6.67%	238.37	140.68	366.76	ديسمبر-٩٤
0.01%	238.39	153.31	351.32	مارس-٩٥
-7.85%	219.68	141.79	322.31	يونيو-٩٥
-3.53%	211.93	135.8	312.31	سبتمبر-٩٥
0.60%	213.21	147.98	317.25	ديسمبر-٩٥
-5.06%	202.43	142.3	293.23	مارس-٩٦

القطاع المالى وتمويل التنمية فى مصر

التغير النسبي %	المؤشر العام	نوع الاكثتاب		التاريخ
		مفلق	عام	
1.05%	204.55	142.93	289.42	يونيو-٩٦
13.94%	233.06	159.8	365.57	سبتمبر-٩٦
27.30%	296.68	205.04	459.55	ديسمبر-٩٦
28.29%	380.61	260.11	600.41	مارس-٩٧
-8.53%	348.14	258.23	474.01	يونيو-٩٧
8.37%	377.28	270.35	548.84	سبتمبر-٩٧
-4.62%	359.85	265.85	493.89	ديسمبر-٩٧
7.96%	388.5	294.4	505.85	مارس-٩٨
-6.32%	363.94	281.89	449.68	يونيو-٩٨
0.34%	365.19	284.72	444.31	سبتمبر-٩٨
4.81%	382.77	297.94	468.02	ديسمبر-٩٨
18.44%	453.37	334.13	626.03	مارس-٩٩
5.94%	480.3	335.62	734.92	يونيو-٩٩
6.71%	512.51	353.65	804.51	سبتمبر-٩٩
21.85%	624.51	391.74	1128.93	ديسمبر-٩٩
7.83%	673.38	405.55	1279.28	مارس-٢٠٠٠
-8.65%	615.16	408.25	1025.28	يونيو-٢٠٠٠
-2.79%	597.99	416.08	928	سبتمبر-٢٠٠٠
4.71%	626.16	440.78	952.27	ديسمبر-٢٠٠٠

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات.

من الجدول رقم (١٠) يلاحظ أن المؤشر العام لسوق المال زاد من ١٠٠ نقطة فى يناير ١٩٩٢ (تاريخ بدء العمل به) إلى ٦٢٦,٢ نقطة فى نهاية ديسمبر ٢٠٠٠ أى انه زاد خلال تسع سنوات بنحو ٥٢٦,٢ نقطة أو بنحو ٥٨,٥ نقطة

سنويا في المتوسط .. وقد ساعد على صعوده- برغم انكسارات البورصة المتكررة- ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المقيدة نتيجة لارتفاع عددها من ٧٠٠ شركة عام ١٩٩٤ إلى ١٠٥٦ شركة في نهاية عام ٢٠٠٠. وبسبب العمليات الصورية التي تتم على الأسهم الخاملة بأسعار أعلى حفاظا على قيد الورقة المالية والحيلولة دون شطبها.. بحيث لا يعكس المؤشر بالفعل حقيقة التقلبات بالبورصة .. الأمر الذي يدفع إلى ضرورة عمل مؤشر جديد أكثر حيوية يتم تركيبه من الشركات النشطة باستمرار ..

٧- الرقابة على سوق التداول،

تعتبر شركات السمسرة في الأوراق المالية هي أكثر الشركات من بين الشركات العاملة في الأوراق المالية التي تخضع للرقابة من الأجهزة الإشرافية على السوق وبصفة خاصة الهيئة العامة لسوق المال وذلك عن طريق لجان التنقيش التي لها صفة الضبطية القضائية والتحقيق في شكاوى العملاء ضد شركات السمسرة والفصل السريع فيما يتم في غضون أيام حرصا على استقرار سوق الأوراق المالية. إلى جانب ذلك فان لهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية إلغاء أية عمليات يتم تنفيذها بالمخالفة لقواعد التداول أو يتضح إنها مشوبة باستغلال معلومات لم تتح للكافة ..

وطبقا لممارسات السوق منذ إعادة إحياء البورصة فان كثير من المشاكل التي بسببها تتعرض شركات السمسرة للعقوبات من قبل الهيئة العامة لسوق المال تعود إلى ضعف الالتزام بما نص عليه قانون سوق المال ولائحته التنفيذية والقرارات المكملة الصادرة عن الهيئة والتي استطاع عدد من العملاء المحترفين استغلالها ضد العديد من الشركات وكان من نتيجتها سداد مبالغ

لهؤلاء العملاء ما كانوا ليحصلوا عليها لو أن الشركات التزمت بقواعد العمل المقررة.

ومن ناحية أخرى فإن الجهات الرقابية تبالغ أحيانا فى إعنات الشركات بالالتزام الحرفي بالنصوص وعدم الاكتراث بظروف الوقائع محل التحقيق حيث يتم الانحياز لصالح العملاء ضد الشركات..

ولا يوجد تكافؤ فرص بين الشركات والعملاء... فالهيئة تفصل لصالح العميل فى أيام قليلة بينما مستحقات الشركات لدى العملاء لا سبيل للحصول عليها إلا عن طريق القضاء وإجراءاته الطويلة... وفى حالة توقيع عقوبة على أية شركة خاصة عقوبة الإيقاف عن العمل لمدة معينة، فإن الإيقاف يسري حتى لو تقدمت الشركة محل الإيقاف بالتظلم منه، والمفروض إلا تسري العقوبة إلا بعد الفصل فى التظلم، بحيث تنتهى فترة العقوبة قبل البت فى التظلم فى كثير من الأحيان.

وقد لوحظ أن شكاوى العملاء ضد شركات السمسرة تكثر فى أوقات هبوط السوق والادعاء بأن شركات السمسرة نفذت عمليات بدون أوامر من العميل (فى حين تقوم الشركة خدمة للعميل بتلقي أوامره شفاهة لحين استيفاء الأوامر المكتوبة ويستغل ذلك العميل)..

والغريب فى كثير من هذه الشكاوى أن العملاء يتقدمون بشكاوى ضد الشركات عن عمليات مضى عليها شهور طويلة بزعم إنها لم تتم بأوامر منهم. ويكون السؤال ما هى دوافع ترك مبالغ كبيرة بحسابه لدى شركة السمسرة لمدة طويلة بدون استثمار فى الأوراق المالية؟ ولكن للأسف فإن جهات التحقيق بالهيئة العامة لسوق المال غالبا ما تأمر بتحميل الشركات بفروق هذه العمليات الأمر الذى جعل كثير من العملاء يلجئون لابتزاز شركات السمسرة.

صفوة القول أن قبضة الهيئة العامة لسوق المال كبيرة على شركات السمسرة نظراً لأن كل التداول يتم عن طريقها .. لكن يبقى على شركات السمسرة الالتزام بالتعليمات بأقصى ما يمكن لتجنب تلك المشاكل ..

والى جانب ما تقدم فقد أصدرت الهيئة العامة لسوق المال عدة قرارات بضوابط وشروط الخبرة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية^(١٨) (فيما عدا نشاطي راس المال المخاطر والاشتراك في تأسيس الشركات المساهمة) بحيث اشترطت أن يتوافر في غالبية أعضاء مجلس الإدارة بما فيهم رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب خبرة في مجال البورصات وأسواق الأوراق المالية لا تقل عن خمس سنوات وبالنسبة للمديرين التنفيذيين أربع سنوات وذلك بغرض توفير الكوادر البشرية المدربة والقادرة على الالتزام بقواعد السلوك المهني في مجال الأوراق المالية.

(١٨) موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق المال، مرجع سابق ص ٣٢٩-٣٣١.

المبحث الثالث

الدور التمويلى والتنموى لسوق الأوراق المالية

سبقت الإشارة - فى موضع متقدم من هذه الدراسة - إلى أن أحد أهم وظائف سوق الأوراق المالية وهى تمويل المشروعات من خلال سوق الإصدار وأيضا من خلال سوق التداول^(١).

فهناك ثمة إجماع بين علماء الاستثمار والتمويل على أن الوظيفة الأساسية للبورصة هى تسهيل Liquidating الأصول المالية المتمثلة فى الأسهم والسندات ولذلك فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعدادا لشراء الأسهم التى تطرح للاكتتاب العام لأول مرة أو شراء أسهم شركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين تعلمهم الثقة فى تسهيل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة فى ظل توفر عنصر الكفاءة فى أداء السوق^(٢).

وهناك رأي بشأن التداول فى البورصات، مؤداه انه وان كان هذا التداول لا يؤدي إلى خلق تكوينات رأسمالية جديدة، إلا أن قيام أحد المدخرين بشراء عدد من الأسهم فهذا يعنى إيجاد سيولة موازية تصبح متاحة للاستثمار فى مواضع أخرى من الاقتصاد، وبغض النظر عن الكيفية التى سيستعمل فيها البائع السيولة الجديدة فإنها ستؤدى إلى تخفيض تكلفة الفرصة البديلة فى حالة استعمالها فى

(١) المبحث التمهيدى - ص ٣.

(٢) سمير رضوان ، مرجع سابق ص ٢٠١.

تمويل استثمار جديد مقارنة بالقروض أو طرح سندات كما سنؤدي إلى زيادة المنفعة في حالة استعمالها لتمويل إنفاق استهلاكي.

وعلى ذلك يمكن القول بأن البورصة قد تتجاوز كونها قناة لتسييل الاستثمارات المالية وقت الحاجة لتصل إلى كونها أداة لتقليل كلفة الفرصة على صعيد الاقتصاد الكلي وتعظيم المنفعة على صعيد الاقتصاد الجزئي^(٢).

وفيما يلي استعراض للدور التمويلي والتنموي لبورصة الأوراق المالية عبر عمرها القصير منذ عام ١٩٩٤ وحتى عام ٢٠٠٠ وفي هذا الصدد نتناول المحاور التالية:

- (١) عوائد الخصخصة.
- (٢) عوائد عمليات الطرح الخاص.
- (٣) شهادات الإيداع الدولية.
- (٤) الاستثمارات الأجنبية بين المتاجرة والاحتفاظ.
- (٥) البورصة وإعادة توزيع الثروة.
- (٦) البورصة ومؤشرات الاقتصاد الكلي.
- (٧) تقدير راس المال المستثمر بالبورصة.
- (٨) سوق الإصدار وتمويل استثمارات القطاع الخاص.

(١) عوائد الخصخصة

سبق الإشارة في موضع سابق من هذه الدراسة إلى أن إعادة إحياء البورصة كان أول أهدافه تصريف أسهم قطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص (محلي أو أجنبي)^(٤).. وقد بدأت عمليات الخصخصة ببيع الشركات الراجعة

(٢) سمير رضوان، مرجع سابق، ص ٢٠٢.

(٤) المبحث الثاني من الدراسة ص ٣٩.

(برغم أن فكرة الخصخصة فى بدايتها كان مستهدفا منها طرح الشركات الخاسرة)^(٥).

والجدول رقم (١١) يوضح إجمالي عوائد الخصخصة طبقا لطريقة البيع.

جدول رقم (١١)

إجمالي عوائد الخصخصة طبقا لأسلوب البيع (١٩٩٤ - ٢٠٠٠)

بالمليون جنيه

النسبة من الإجمالي العام %	الإجمالي	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	أسلوب الخصخصة
٣٦,١	٥٦٤٣	٤٧	-	١٣٤٢	٢٥١٩	١٦٥٠	٨٥	-	اكتتاب عام (أغلبية)
١١,٢	١٧٥٥	-	-	٧٥	٣٤٦	٣٣٨	٩٩٢	٤	اكتتاب عام (أقلية)
٤٢,٢	٦٥٩٢	٢٢١٧	٢٧٦٦	٢٧٦	٤٤٧	٤٥٣	-	٤٣٣	مستثمر رئيسى
٥,٦	٨٧١	-	٧٥	٣٥١	٧٩	-	١٢٩	٢٢٧	اتحاد عاملين
٤,٩	٧٦٣	٦٠	٣١	٣١٦	٦	٣٥٠	-	-	بيع أصول إنتاجية
١٠٠	١٥٦٢٤	٢٤٢٤	٢٨٧٢	٢٣٦٠	٢٢٩٧	٢٧٩١	١٢١٦	٦٦٤	الإجمالي
	١٠٠	١٤,٩	١٨,٤	١٥,١	٢١,٧	١٧,٩	٧,٨	٤,٢	النسبة من الإجمالي العام %

المصدر: وزارة الاقتصاد، النشرة الاقتصادية الشهرية، نوفمبر ٢٠٠٠.

من هذا البيان يتبين أن حصيلة عوائد الخصخصة على مدار ٧ سنوات

بلغت ١٤,٨٦ مليار جنيه بالإضافة بيع أصول إنتاجية بنحو ٧٦٣ مليون جنيه.

كان المفترض أن يتم إعادة استثمارات الحصيلة سائلة البيان فى استثمارات

جديدة لكن جاءت استخدامات عائد الخصخصة مخيبة للأمال فقد تم استخدام نحو

٣٦% منها لسداد مديونيات البنوك، ١٩% للمعاش المبكر، ٣%

(٥) الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية ٢٠٠٠ - مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية - الأهرام

لسداد الأجور في الشركات الخاسرة ونحو ٤١٣ % حولت لوزارة المالية^(٦). وهذه الطريقة في توظيف عائد الخصخصة لا تتفق مع المنطق الاقتصادي .. فما تم لا يعدو أن يكون بيعا للبقرة لشراء حليب بقيمتها !!

لقد بلغت الحكومة في التزامها تجاه كلا من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في التخارج من النشاط الاقتصادي بما لا يتفق وتطلعات بلد يسعى للتنمية والنمو الاقتصادي فالخصخصة لا تعادل تحرير الاقتصاد، إنما ينصرف التحرير الاقتصادي بالأساس إلى إتاحة الإطار القانوني لحرية عمل القطاع الخاص في كافة المجالات وإزالة العوائق البيروقراطية من أمامه وتطوير البيئة الاجتماعية والثقافية لتكون مناصرة لعمل القطاع الخاص والقطاع العائلي، لكن ما تم بشأن برنامج الخصخصة لا يعدو أن يكون استهلاكاً لرصيد الأصول الذي تم تكوينه عبر أجيال لتمويل الإنفاق الجاري للحكومة الحالية الذي يتوقع أن تواجه تزايداً كبيراً في عجز الموازنة العامة بعد الانتهاء من مهمة بيع القطاع العام^(٧).

ومن الملاحظ من البيان السابق أن البيع للمستثمر الرئيسي سبق عمليات الطرح على صورة الاكتتاب العام واستمر بعدها بحيث بلغت حصيلة هذا الأسلوب ٤٢٢ % من إجمالي عوائد الخصخصة حتى عام ٢٠٠٠ وهي النسبة الأكبر... والمتوقع أن يسود هذا الاتجاه في الفترة القادمة لما تبقى من غالبية شركات قطاع الأعمال العام نظراً لأن معظم الشركات الربحية جرى خصصتها في الفترة الماضية، كما أن أزمة السيولة تخيم على المتعاملين بالسوق بحيث لا يمكن توقع نجاح أسلوب الطرح بالبيع للجمهور (الاكتتاب العام) ولعل ذلك هو ما أدى إلى تأخير طرح نسبة ٢٠% من أسهم الشركة

(٦) تقرير الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية، مرجع سابق ص ٢١٥، ٢٥٢.

(٧) تقرير الاتجاهات، ص ٢٥٢.

المصرية للاتصالات في نوفمبر ٢٠٠٠ لأجل غير مسمى نظرا للظروف غير المشجعة بالبورصة التي تمثلت في تراجع أسعار معظم الأسهم بسبب تراجع الطلب على الأسهم وانحسار التدفقات النقدية إلى البورصة.

وتجدر الإشارة إلى أن أسهم قطاع الأعمال العام التي طرحت للاكتتاب العام حققت قفزات سعرية غير متوقعة في الربع الأخير من عام ١٩٩٦ والربع الأول من عام ١٩٩٧ مما أدى إلى ارتفاع المؤشر العام لسوق المال من ٢٣٣ نقطة في نهاية سبتمبر ١٩٩٦ إلى ٤٢٧ نقطة في فبراير ١٩٩٧ بنسبة ٨٣% في خمسة شهور فقط^(٨).

والجدول رقم (١٢) يعرض لأمتثلة من هذه الأسهم وأسعار طرحها وأعلى سعر بلغته خلال الفترة وسعر إغلاقها في ٢٠٠٠/١٢/٣١ بما يوضح مقدار المكاسب والخسائر التي تعرض لها المتعاملون.

جدول رقم (١٢)

نماذج من أسهم الخسيسة التي طرحت للاكتتاب العام وأسعارها

السعر في ٢٠٠٠/١٢/٣١	أعلى سعر خلال الفترة	تاريخ الطرح	سعر الطرح	الورقة المالية
١٥ر٥	١١٢	سبتمبر ١٩٩٦	٣١ر-	مطاحن شرق الدلتا
٢٢ر٦	١٣٨	سبتمبر ١٩٩٦	٤٠ر-	مطاحن وسط وغرب
١٧ر٧	١١٨	سبتمبر ١٩٩٦	٤٠ر-	مطاحن مصر العليا
١٠ر٩	١٢٧	يونيو ١٩٩٦	٢٦ر-	مطاحن جنوب القاهرة والجيزة
٣٠ر-	٢٣٠	يونيو ١٩٩٥	٤٢ر-	مطاحن شمال القاهرة
٧ر-	٨٤	إبريل ١٩٩٦	١٨ر-	مطاحن مصر الوسطى
٢٩ر-	٥٥٠	مايو ١٩٩٦	٦٥ر-	مدينة نصر للإسكان

(٨) بيانات الهيئة العامة لسوق المال مركز المعلومات (التقرير الشهري للهيئة في سبتمبر ٩٦ وفبراير ١٩٩٧).

السعر في ٢٠٠٠/١٢/٣١	اعلي سعر خلال الفترة	تاريخ الطرح	سعر الطرح	الورقة المالية
٤٤ر٩	٧٠٠	ديسمبر ١٩٩٦	٥٥ر-	مصر الجديدة للإسكان
١٦ر٥٥	١٣١	مارس ١٩٩٧	٣٨ر٥	الصعيد العامة للمقاولات
٢٧ر٤	٢٣٠	مايو ١٩٩٦	٣٠ر-	المالية والصناعية
٢٧ر٥	١٧٤	أغسطس ١٩٩٦	٣٠ر-	كفر الزيات للمبيدات
٢٧ر٦	١٣٢	مايو ١٩٩٦	٣٤ر٦	أبو قير للأسمدة
٤ر١	٤٤	أبريل ١٩٩٤	١٠ر-	مصر لصناعة الكماويات
٨ر-	٨٢ر٥	يوليو ١٩٩٧	٨٢ر٥	مطاحن الإسكندرية
١٦ر٢	١٨٠	مارس ١٩٩٥	٩٠ر-	الكابلات الكهربائية
١٦ر٧	٦٨	يونيو ١٩٩٦	٣٥ر-	النشا والجلوكوز
٢٩ر٩	١٠٣	يونيو ١٩٩٦	٤٦ر-	أسمنت العامرية
٣٥ر٤	٨٦	ديسمبر ١٩٩٦	٥٨ر-	أسمنت حلوان
٣٤ر-	٨٨	١٩٩٥	٣٤ر-	أسمنت طهره
٢٠ر-	٧٦	١٩٩٥	٣٢ر-	أسمنت الإسكندرية

المصدر: التقارير الشهرية لبورصة الأوراق المالية.

(٢) عوائد عمليات الطرح الخاص

سبقنا الإشارة في المبحث الثاني أن عمليات الطرح الخاص بالبورصة بدأت منذ عام ١٩٩٧ مستفيدة من رواج البورصة في ذلك الوقت بسبب طروحات قطاع الأعمال العام التي طرحت للاكتتاب العام وحققنا طفرات سعرية كبيرة. وفيما يلي بيان بطروحات القطاع الخاص في السوق المصري منذ يناير ١٩٩٧:

جدول رقم (١٣)

طروحات القطاع الخاص منذ يناير ١٩٩٧ إلى نهاية عام ٢٠٠٠

اسم الشركة	تاريخ الطرح	عدد الأسهم المطروحة	النسبة إلى مجموع الأسهم	القيمة الاسمية بالجنينة	سعر الطرح بالجنينة	قيمة الطرح بالملفون	سعر الإقبال في ٢٠٠٠/١٢/٣١
القاهرة للصناعات الدقوقة	يناير ٩٧	٣٠٠٠٠٠٠	١٧	١٠	٨٥ر٥	٢٥ر٧	٣١,٢٢
الدولية للأغذية (هوسطن)	يونيو ٩٧	١٠٦٦٢٧٠	٧١	١٠	٦٤ر٣	٦٤ر٣	٤٠,٤٥
إيه أي سي للمقاولات (١)	يوليو ٩٧	١٥٠٠٠٠٠	٤٣	٥	٦٧ر٣	١٠٠ر٥	٤,١٩
المجموعة العقارية المصرية	سبتمبر ٩٧	١٤٠٠٠٠٠	٥٦	١٠	٨٠ر٣	١١٢ر٣	٥٠,٩٩
مصن لصناعة التبريد (١)	نوفمبر ٩٧	٣٠٢١٠	١	٥	١٩٦٠	٥٦ر٢	١٨
أوراسكوم للتنمية السياحية (١)	أغسطس ٩٧	١٠٦٦١	٣	١٠٠	٢٠٠٠	٢١ر٣	٥,٨٧
إيجيبت انس	أكتوبر ٩٧	٦٠٠٠٠	٤	١٠	٣٦٥	٢١ر٩	٧٥,٣٧
المصرية للتلفون المحمول (١)	فبراير ٩٨	٦٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠	١٠	١٠	٦٠٠	٧٥,٣٧
التساجون الشرفون	فبراير ٩٨	٣٣٥٠٠٠٠	٤٩	١٠	٥٨٦١٥	٢٠١ر٦	٣٨,٢٥
مينا للاستثمار السياحي	مارس ٩٨	٢٠٠٠٠٠٠	٧٢	١٠٠	١١٠,٢٥	٣٣ر٣	٧,٩٢

تابع جدول رقم (١٣)
طروحات القطاع الخاص منذ يناير ١٩٩٧ إلى نهاية عام ٢٠٠٠

اسم الشركة	تاريخ الطرح	عدد الأسهم المطروحة	النسبة إلى مجموع الأسهم	القيمة الاسمية بالجنيه	سعر الطرح بالجنيه	قيمة الطرح بالمليون جنيه	سعر الإقبال في ٢٠٠٠/١٢/٣١
أوراسكوم للتعمية السياحية (٢)	مارس ٩٨	١٢٧٣٩	٣	١٠٠	٤٧٨٣٨٧	٦١٣	٥,٨٧
انترناشيونال الكترولنيكس	مايو ٩٨	٢٩٤٣٠٠٠	٢٧	٥	٥٣٣	١٥٩٣	٥٤٢
مطابع الشروق	مايو ٩٨	٥٧١٤٢٩	٢٢	١٠	٣٥٣	٢٠٣	٢٣,٦١
أوراسكوم هولدينج للنفط	يوليو ٩٨	١٢٥٠٠٠٠٠	٩٥	١٠	١١٣	١٣٧٥	٥١٢
الإسكندرية للاستثمار العقاري	يونيو ٩٨	٦٠٠٠٠٠٠	٢٣	٥٠	١٥٣٩٠	٩٢٤	٨٣,٦٤
أونيبك جروب للاستثمارات المالية	أغسطس ٩٨	٧٥٠٠٠٠٠	٢٧	١٠	١٢١٠	٩٠,٨	٦١٤
المصرية للتلفون المحمول (٢)	أكتوبر ٩٨	٤٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠	١٠	١٠	٤٠٠	٧٥,٣٥
العز للبورسلين (الجوهرة)	ديسمبر ٩٨	١,٠٢٥٤٦٨٢	٣٥	٥	٨١٠	٩٧٦	١,٨١
رئكو لإنشاء القرى السياحية	يناير ٩٩	١٥٠٠٠٠٠	١٥	١٠	٢٥٣	٣٧٥	٢٩,٦٥
أوراسكوم للإنشاء والصناعة	مارس ٩٩	٨٦,٩٧٨١	١٨	١٠	٤٣٣	٣٧٠,٢	٤٨,٣٣
المصرية السعودية للمعدات الطبية	أبريل ٩٩	٤٣٠٠٠	٤٨	١٠٠	١١٢٣	٤٨	١٤١

تابع جدول رقم (١٣)

طروحات القطاع الخاص منذ يناير ١٩٩٧ إلى نهاية عام ٢٠٠٠

اسم الشركة	تاريخ الطرح	عدد الأسهم المطروحة	النسبة إلى مجموع الأسهم	القيمة الاسمية بالجنينة	سعر الطرح بالجنينة	قيمة الطرح بالمليون جنيه	سعر الإقبال في ٢٠٠٠/١٢/٣١
البن لحديد التمليح	٩٩ يونيو	٢٥٨٠٠٠٠٠	٣٠	٥	١٣٣	٣٣٥٢٤	٣٨٤
بنيسى للمصناعات الغذائية	٩٩ يوليو	٨٥٠٠٠٠٠	٣٠	٥	١١٣	٩٧٣٥	١٠٢٠
أوراسكوم تليكوم	٢٠٠٠ يوليو	٢٣٠٠٠٠٠٠٠	٢٠	١٠	٥٥٣	١٢٧٦٣	٥١٩١
الإجمالي							
٤٥٣٨٩٦							

المصدر : بورصة الأوراق المالية التقرير الشهري - سبتمبر ٢٠٠٠.

(١) تم توزيع ٤,٧ سهم مجاني لكل سهم . (٢) تم تخزئة السهم بنسبة ٢٠:١ مع توزيع ٠,٨ سهم مجاني لكل سهم.

(٣) تم توزيع ١,٨ سهم مجاني لكل سهم مع تخفيض القيمة الاسمية من ١٠٠ جنينة إلى ٥ جنينة.

من البيان السابق يتضح أن قيمة طروحات القطاع الخاص والتي تمت بأسلوب الطرح الخاص Private Placement بلغت أكثر من ٤ مليارات جنيه، وقد اعتمد مديرو هذه الطروحات على أسماء رجال الأعمال المسيطرة على هذه الشركات في الترويج لها أمثال: عائلة ساويرس (سلسلة شركات أوراسكوم وشركة موبينيل)، محمد فريد خميس (النساجون الشرقيون)، أحمد عز (العز بورسليين، العز لحديد التسليح)، أحمد بهجت (انترناشيونال الكترونيكس)، عائلة النشرتي (المجموعة العقارية المصرية)، طلعت مصطفى (الإسكندرية للاستثمار العقاري... الخ).

والمفترض أن السيولة التي أتاحتها هذه الطروحات يتم إعادة تدويرها داخل شرايين الاقتصاد بإعادة استثمارها... لكن الملاحظ في هذا الشأن يشير إلى عكس ذلك، فعلى سبيل المثال عندما رغب أحمد عز في شراء ٢٥% من أسهم الإسكندرية الوطنية للحديد والصلب أعلنت شركة العز لحديد التسليح عن طرح سندات دولارية لتمويل الصفقة في يناير ٢٠٠٥ (سندات ذات عائد متغير) بقيمة ٨٦ مليون دولار (سعر الصرف وقتها ٣ر٤٢ جنيه) أو ٢٩٥ مليون جنيه وقد تم ذلك بعد ستة أشهر من بيع ٣٠% من أسهم شركة العز لحديد التسليح في يونيو ١٩٩٩ بقيمة ٣٣٥ مليون جنيه، وقبلها في ديسمبر ١٩٩٨ تم بيع ٣٥% من شركة العز بورسليين بمبلغ ٩٧ مليون جنيه، ومعنى ذلك أنه احتفظ بحصيلة البيع البالغة ٣٤٢,٤ مليون جنيه وفضل استخدام أموال من السوق رغم أن حصيلة البيع تزيد على قيمة الصفقة بنحو ١٣٧ مليون جنيه.

وعلى العكس من ذلك نجد نموذجاً آخر متمثلاً في الدكتور ثروت باسيلي صاحب شركة أمون للصناعات الدوائية فإنه يؤدي دور المنظم المحترف Entrepreneur حيث قام ببيع الشركة لشركة جلاكسو ولكم بالكامل بنحو ٤٠٠

مليون جنيهه (٢٠ ضعف القيمة الاسمية)... فى ديسمبر ١٩٩٨ .. وبعدها على الفور شرع فى إقامة شركة جديدة للصناعات الدوائية أيضا باسم آمون أي أعاد تدوير حصيلة البيع فى مشروع جديد بعمالة جديدة ومستحضرات جديدة..

وفى تقديرنا أن طروحات القطاع الخاص سالفه البيان استفادت من البورصة .. لكن عائد الحصيلة لم يعاد استخدامه على النحو الموضح بنموذج أحمد عز ربما يكون ذلك الوضع من أسباب أزمة السيولة وتمتد إلى أزمة سعر الصرف بتحويل السيولة المحلية إلى أرصدة دوائية يتم إيداعها فى بنوك خارجية حتى لا تمتد إليها أيدي المصارف المحلية سدادا لمديونيات أصحاب هذه الشركات.

(٣) شهادات الإيداع الدولية (GDR) Global Depository Receipts

شهادات الإيداع الدولية (GDR) تمثل أحد نوافذ الارتباط بالبورصات الخارجية (بورصة لندن)، وهى عبارة عن شهادات قابلة للتداول تمثل سند ملكية ورقة مالية أجنبية يصدرها بنك أجنبي يسمى بنك الإيداع وعادة يكون بنك تجارى ويحتفظ بالأسهم الأصلية كخطأ لهذه الشهادات لدى أحد بنوك الحفظ والشهادة لها معدل استبدال بمقتضاه يمكن تحويلها إلى السهم الأصلي أو العكس..^(٩)

ومدفوعات شهادات الإيداع الدولية تكون بعملة أجنبية قابلة للتحويل.. وهى الدولار بالنسبة للأسهم المصرية.

(٩) " Robert A.strong - Practical Investment Management 1996 - page 284-285 ."

وقد تم تسجيل تسعة إصدارات لشهادات إيداع دولية لحصة من أسهم ٩ شركات... على النحو الوارد بالجدول رقم (١٤).

جدول رقم (١٤)

شهادات الإيداع الدولية للأسهم المصرية بيورصة لندن

الفرق (١٠٠)	كمية الشهادات	كمية الشهادات	تاريخ الطرح	محل الاستبدال	بنك الحفظ	بنك الإيداع	الشركة
(١)-(٢)	في ٢٠٠٠/٩/٣٠	عدد الطرح					
١٥١٧٥٨	١٠١٥٠٧٥٨	٩٩٩٩٠٠٠٠	٩٦ يوليو	١	البنك التجاري الدولي	بنكرز لاسمت	البنك التجاري الدولي
(٣٤٠٥٣٤٧)	٣٩٠٥٠٥٣	٧٣١٠٠٤٠٠	٩٦ يوليو	١	البنك الأهلي المصري	بنك أوف نيويورك	السويس للأسممت
١٤٣٩٩٦٦	١٧٤٣٩٩٦٨	١٦٠٠٠٠٠٠٢	٩٧ فبراير	١	البنك التجاري الدولي	بنكرز لاسمت	الأهرام للمشروعات اليويات
(١١٩٨٥٩١)	٥٠٩٨٤٤٩	٦٢٩٧٠٤٠	٩٧ أكتوبر	٣	البنك التجاري الدولي	بنكرز لاسمت	بنك مصر الدولي
(٢٧١٣٣٠٨)	٣٧٨٣٠١٨	٦٤٩٦٣٢٦	٩٨ أبريل	٢	بنك مصر	بنك أوف نيويورك	المجموعة المالية هيرس
١٢٠٤٧٩٣٨	٢٠٨٧٧٩٣٨	٤٨٣٠٠٠٠	أغسطس ٩٨	٢	البنك المصري البريطاني	بنك أوف نيويورك	المجموعة المالية هيرس
٢٣٣٧٤٩٧	٢٩١٠٩٩٧	٥٧٣٤٨٠	٩٩ يونيو	٠٣٣	البنك التجاري الدولي	بنكرز لاسمت	العز لحديد التسليح
- ٢٢٩٣٠٨٠٨	١٢٠٦٠١٩٢	٣٥٠٠٠٠٠٠٠	٩٩ يوليو	٠٣٣	البنك التجاري الدولي	بنك أوف نيويورك	القابضة للإستثمارات المالية (الكح)
غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر	يوليو ٢٠٠٠	٢	البنك التجاري الدولي	بنك أوف نيويورك	أوراسكوم تللكوم

المصدر : تقرير شهر سبتمبر ٢٠٠٠ - بورصة الأوراق المالية

(١٠) الفرق الإيجابي يعني تغيير الأسهم المحلية إلى شهادات ايداع دولية و التغيير السلبي عكس ذلك.

وإصدار شهادات إيداع دولية في بورصات أجنبية أمر مفيد للجهة المصدرة من حيث تدويل السهم وزيادة سيولة الورقة المالية كما أنه يمثل أمرا إيجابيا للدولة التي ينتمى إليها السهم... نظرا لأن أحد شروط قبول السهم للتداول في بورصة أجنبية كبورصة لندن .. يتمثل في قبول مؤشرات الاقتصاد الكلي لدولة السهم باستخدام منهاج التحليل من أعلي (الاقتصاد الكلي) إلى اسفل (الشركة) Top - Down Analysis إلا أن إصدار شهادات الإيداع الدولية أذكت عمليات المضاربة ومراجعة الأسعار في البورصة المحلية وبورصة لندن.. بل أصبح كثير من المؤسسات المحلية والأفراد يتعامل في شهادات الإيداع الدولية (أثر سلبي على النقد الأجنبي) بغرض التأثير على أسعار الأسهم المحلية التي تمثلها هذه الشهادات..

وبالفعل يوجد ارتباط واضح بين أسعار شهادات الإيداع الدولية والأسهم المحلية.. والعلاقة طردية.. ومن السلبيات المهمة لشهادات الإيداع الدولية أنها جسر لنقل تقلبات البورصات المصدرة بها إلى البورصة المحلية خاصة مع زيادة إصدار تلك الشهادات..

(٤) الاستثمارات الأجنبية في البورصة

الاستثمارات الأجنبية في سوق الأوراق المالية المصرية ذات طابع مؤسسي ونشاط الأفراد الأجانب يعتبر محدود على النحو الموضح بالمبحث الثاني من هذه الدراسة (ص ٤١).

فعلى مستوى الأفراد فان تعاملات المصريين تسيطر على أكثر من ٩٠% من تعاملات الأفراد. بينما على المستوى المؤسسي فان الأجانب يستحوذون على وزن نسبي متزايد في سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

النسبة	الوزن النسبي لمشتريات الأجانب %	الوزن النسبي لمبيعات الأجانب %
١٩٩٧	٣٦ر٥	١٩ر٤
١٩٩٨	٢٢ر٢	٤٠ر٣
١٩٩٩	٤١ر٢	٣٠ر٨
٢٠٠٠	٤٩ر٢	٣٣ر٠

المصدر: مشتق من الجدول رقم (٩) ص ٥١ من هذه الدراسة.

ويلاحظ من هذا البيان أن عامي ٩٧، ١٩٩٨ كان تركيز الاستثمارات الأجنبية على المتاجرة أكبر، بينما في عام ١٩٩٩، ٢٠٠٠ نسبة مبيعاتهم إلى إجمالي التداول تقل كثيرا عن نسبة مشترياتهم حيث أصبح الاستحواذ^(١١) Acquisition وامتلاك نسب مسيطرة على أنشطة بعينها كالأسمنت والأدوية يمثل الاستراتيجية في الفترة الأخيرة خاصة مع انقلاص سعر الصرف وأصبحت عملية تقييم عمليات المتاجرة تحوطها مخاطر سعر الصرف بعد أن كان ثابتا تقريبا حتى نهاية عام ١٩٩٩.

ولعله من المفيد الإشارة إلى أن عمليات الاستحواذ المشار إليها أعقبها إضافات استثمارية لهذه الشركات بغرض رفع الطاقة الإنتاجية مثلما يحدث في شركة الإسكندرية للأسمنت (بلو سيركل البريطانية) وشركة بني سويف للأسمنت (لافارج الفرنسية).

لكن ما يعيب هذا المنحى أن الشركات المبيعة للأجانب ستؤول أرباحها إليهم أو بالنسبة الأكبر منها وسواء كان البيع في السوق المحلي أو للتصدير فإن ذلك سيضيف عبئا جديدا على النقد الأجنبي بسبب تحويل هذه الأرباح إلى

(١١) أنظر ص ٤٢ من الدراسة.

الخارج بخلاف أنه لو أتجه الإنتاج للتصدير فإن ذلك سيشجع على إقامة مشروعات جديدة لإنتاج الأسمنت وما يجلبه ذلك من مشاكل بيئية تصاحب مثل هذه الصناعة. وعلى مستوى التداول بالبورصة فقد ثبت أن الاستحواذ على نسبة مسيطرة من أسهم أي شركة لصالح مستثمر واحد .. له تأثير سلبي على تداول السهم وسعره بالبورصة... الأمر الذي يؤثر سلبا على الأقلية المساهمة إذ يصبح تصريف أسهمهم التي تبقت لديهم أمرا في غاية الصعوبة بخلاف تدهور سعر السهم .. فعلى سبيل المثال بعدما اشترت شركة بلوسيركل البريطانية نسبة ٧٣ر٦% من أسهم شركة الإسكندرية للأسمنت. في ديسمبر ١٩٩٩ بسعر ٨٠ جنيهه للسهم .. تراجع تداول السهم وبالتالي السعر حتى وصل سعر السهم يوم ٢٠٠١/٢/٨ نحو ١٨ر٩ جنيهه. ونفس الشيء بأسمنت طره حيث قامت شركة السويس للأسمنت بالاستحواذ على نسبة ٦٥% من الأسهم بسعر ٨٥ جنيهه للسهم، وقد بلغ سعر السهم في ٢٠٠١/٢/٨ نحو ٤٣٢ جنيهه، وكذلك العامرية للأسمنت استحوذت شركة سيمبور البرتغالية على نحو ٩٠% منها بسعر ٩١ جنيهه للسهم وبلغ سعر إغلاقها يوم ٢٠٠١/٢/٨ نحو ٢٩ جنيهه.

وخطورة هذا الاتجاه تكمن في أن عمليات الاستحواذ على الغالبية من الأسهم تهدد السهم في التداول تمهيدا لشطب قيد الورقة المالية بالبورصة .. وبالتالي عدم التزام إدارة الشركة بقواعد الإفصاح عن بياناتها حيث أن الالتزام يكون على الشركات المقيدة فقط .. وتصبح هذه الشركات سرا مغلقا على مستحودئها .. فضلا عن ضياع استثمارات الأقلية التي يمكن أن تتراوح بين ٤٩% إلى ما هو أقل من ذلك .. والاضطرار لبيعها بثمان بخس أو عدم بيعها على الإطلاق .. ويحضرنا في ذلك سهم المصرية لتعبئة الزجاجات (بيبسي كولا) .. والذي كان نشطا في عام ١٩٩٤ .. وانتهى الأمر إلى شطب الورقة المالية واضطرار من تبقت لديهم أسهم إلى بيعها بالثمان الذي حدده البائع...

وبرغم ما تقدم فإنه يمكن القول أن دخول المحافظ الأجنبية للبورصة المصرية ساهم في تطويرها بارتفاع معدل الدوران معبرا عنه بارتفاع حجم التداول وإثارة الانتباه نحو تطوير البيئة التنظيمية والمؤسسية لسوق الأوراق المالية على النحو الموضح بالمبحث الأول من هذه الدراسة.

ويمكن القول بصفة عامة أن تعاملات الأجانب في البورصة المصرية كبيرة ومؤثرة في اتجاه البورصة وحركة أسعار الأسهم فيها كما أن هؤلاء الأجانب يتركزون أساسا في المستثمرين البريطانيين والأمريكيين وبعض المستثمرين من دول الخليج العربية، مما يجعل هذه الاستثمارات قادرة على لعب دور أساسي في توجيه البورصة. وتشكل مجموعة الشروط المحيطة بتعاملات الأجانب في البورصة المصرية ظرفا ملائما تماما لتحول الأموال التي يضخها الأجانب في البورصة إلى أموال ساخنة سريعة الحركة فتحقق الأرباح في الاتجاه الذي تريده وإثارة الاضطراب بالبورصة فهي تدخل وتخرج من السوق بلا أي عوائق ضريبية أو زمنية (حيث لا يوجد حد أدنى زمني لحيازة الأسهم قبل تداولها) بالإضافة إلى عدم وجود أي شرط بضرورة استثمار جزء من أرباح الأجانب من البورصة في البورصة نفسها أو في استثمارات مباشرة في الاقتصاد المصري .. وتعتبر البورصة على هذا النحو واحدة من المواقع الضعيفة في الاقتصاد المصري والتي يمكن لأي عمليات مضاربة أجنبية حاليًا أو في المستقبل أن تعصف بالاستقرار فيها مما يتطلب ضرورة النظر في وضع ضوابط تحكم حركة الأموال الأجنبية فقيها. (١٢)

(١٢) أحمد السيد النجار، التحرير المالي في الاقتصاد المصري، دراسات استراتيجية، مركز الدراسات

السياسية والاستراتيجية، ع ٦٩، ١٩٩٨ ص ٢٠.

(٥) البورصة وإعادة توزيع الثروة

في حالة الاقتصاد المغلق (بافتراض ذلك) فإن معاملات البورصة تكون معادلة محصلتها صفر حيث الزيادة في جانب يقابلها نقص بنفس القدر في الجانب الآخر لكن في حالة البورصة المصرية فإن معادلتها محصلتها سالبة بسبب الاستثمارات الأجنبية الساخنة في بورصة الأوراق المالية والتي تدخل بغرض المضاربة والحصول على أعلى ربح ممكن (مثمًا حدث في فبراير ١٩٩٧) وإعادة خروجها إلى الخارج مسببة بذلك ضغطًا على سعر صرف الجنيه وهبوطًا في أسعار الأوراق المالية نتيجة لعمليات البيع الواسعة خاصة بعد انهيار بورصات جنوب شرق آسيا في صيف ١٩٩٧ ومسارة الأجانب للخروج من الأسواق الناشئة ومنها مصر، ومحصلة ذلك هو انخفاض قيمة ثروة المصريين أنفسهم من خلال تقلبات أسعار الأسهم التي استفاد منها كبار اللاعبين من الأفراد على حساب صغار المستثمرين الذين داعبتهم أحلام الثروة خاصة من أضرارهم من شركات توظيف الأموال .. تصور الجميع أن البورصة هي طوق النجاة وملذذ التعويض .. في عام ١٩٩٦ وبداية عام ١٩٩٧ حدث ذلك حيث كانت السيولة المتاحة قادرة على استيعاب الأوراق المالية المعروضة ..

ومن أمثلة ذلك شركة مدينة نصر طرحت للاكتتاب بمبلغ ٦٥ جنيه للسهم في مايو ١٩٩٦ وبلغت ٥٥٠ جنيه للسهم في فبراير ١٩٩٧ (ثمانية أشهر فقط)، ومصر الجديدة للإسكان طرحت بمبلغ ٥٥ جنيه للسهم ووصلت إلى ٧٠٠ جنيه للسهم، المالية والصناعية طرحت بمبلغ ٣٠ جنيه حتى وصلت إلى ٢٣٠ جنيهه بخلاف أسهم المطاحن التي كانت عروس البورصة .. وتصور الجميع أن فروع الشجرة ستظل تنمو لتصل عنان السماء بالمخالفة لقانون الطبيعة فحدثت المغالاة في الأسعار وبدلاً من التركيز على القيمة الحقيقية للأوراق المالية صارت السلوكيات تركز على أسعار مستهدفة لكل ورقة وحالة الطمع تزيّن للجميع

إمكانية حدوث ذلك .. امتدادا لسيادة مفهوم "العائد بلا جهد" الذي سيطر على كثير من المصريين بعد تبني سياسة الانفتاح الاقتصادي^(١٣).

مع انهيار أسعار الأوراق المالية ودخول البورصة النفق المظلم أكثر من عام ونصف بعد فبراير ١٩٩٧ تآكلت مدخرات كثير من المتعاملين ..وزاد الطين بله طروحات القطاع الخاص بأسلوب الطرح الخاص Private Placement وما صاحبها من ترويج مغالى فيه للأسهم لخدمة أصحابها من كبار رجال الأعمال فعلى سبيل المثال تم بيع سهم انترناشيونال الكترولنيكس ب ٥٣ جنيهه للسهم ولم يتجاوز ٥٥ جنيهه ثم بدأ رحلة الهبوط حتى وصل إلى أقل من ٦ جنيهه حاليا للسهم، مينا للاستثمار العقاري والسياحي طرح بمبلغ ١١٠ جنيهه .. أخذت في الهبوط حتى بلغ سعرها أقل من ٨ جنيهه للسهم. كما ورد بالجدول رقم (١٣) بهذه الدراسة...

الذين استفادوا من عملية إعادة توزيع الثروة من كبار رجال الأعمال لا نجد دليل على إعادة ثرواتهم المكتسبة بل زادت قروضهم من البنوك .. وتركز ائتمان البنوك في عدد محدد من العملاء^(١٤) وتعثرت عدد كبير من العملاء على نحو يهدد عملية استرداد الديون مما أدى إلى ارتفاع نسبه مخصص القروض الرديئة إلى إجمالي محفظة القروض بالقطاع المصرفي بحيث تصل إلى نحو ١٠% ألي المتوسط ألي الفترة (٩٧ - ١٩٩٩) بينوك القطاع العام الأربعة وتصل في بنك التنمية الصناعية إلى ١٨%^(١٥).

(١٣) د.جلال أمين ، ماذا حدث لمصر والمصريين في نصف قرن (١٩٤٥ - ١٩٩٥) - دار الهلال - القاهرة - ١٩٩٩.

(١٤) أنظر الباب الثاني من الكتاب، ص ١١١.

(١٥) محمود عبد الفضيل - أزمة السيولة والركود - مجلة وجهات نظر ، فبراير ٢٠٠١

مما تقدم يتضح أن السلوكيات بسوق الأوراق المالية تؤدي إلى إعادة توزيع الثروة أولاً في صالح الأجانب مما يؤدي للانخفاض من ثروات المصريين بالإضافة إلى إعادة توزيعها لأصحاب الثروات الكبيرة.

(٦) البورصة ومؤشرات الاقتصاد الكلي

١/٦ العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

اختلفت الآراء والكتابات بشأن العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي طويل الأجل .. فهناك من انتهى إلى أن اتجاه العلاقة ليس حتماً أن يسير من نمو القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي، بل هناك شواهد تؤكد أن الاتجاه قد يسير من النمو الاقتصادي إلى القطاع المالي .. وهناك من ربط اتجاه العلاقة بمراحل التنمية الاقتصادية ففي المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية يمكن أن يكون اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، وبوصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة فإن النمو الاقتصادي يكون هو المؤثر على القطاع المالي^(١٦).

وبالنسبة لسوق الأوراق المالية المصرية .. فإن العلاقة بين نمو البورصة ونمو الناتج المحلي تكاد تكون منعدمة .. وهو ما يتضح من البيان التالي:

(١٦) د. هالة السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية

بنك الكويت الصناعي، سلسلة وسائل البنك الصناعي - سبتمبر ٢٠٠٠.

السنة	معدل نمو البورصة % (التغير في قيمة التداول)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %
١٩٩٦/٩٥	- ١٢ر٥	٥
١٩٩٧/٩٦	٨٥ر٧١	٥ر٣
١٩٩٨/٩٧	- ٢١ر٩٦	٥ر٧
١٩٩٩/٩٨	- ١ر٩١	٦ر١
٢٠٠٠/٩٩	- ٩ر٥٧	٥ر٥ (*)

المصدر: وزارة الاقتصاد - النشرة الاقتصادية الشهرية - نوفمبر ٢٠٠٠

(*) طبقاً لبيان الحكومة المقدم لمجلس الشعب يوم ٢١ يناير ٢٠٠١ في حين يبلغ هذا المعدل ٦,٥% طبقاً لبيانات النشرة الشهرية لوزارة الاقتصاد - نوفمبر ٢٠٠٠

لقد تردد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة البيان بين ٥% و ٦%, بينما تعرض نمو البورصة لتقلبات حادة لم يكن موجبا منها سوي عام ١٩٩٦/ ١٩٩٧. والعلاقة بين سوق الأوراق المالية على النحو المتقدم تشير إلى أن التفاعل المرجو من البورصة مع النمو الاقتصادي لم يتحقق بعد.

٢/٦ راس المال السوقي والناتج المحلي الإجمالي:

من المؤشرات التي تهتم بها المؤسسات الدولية مثل مؤسسة التمويل الدولية المؤشر الخاص بنسبة (راس المال السوقي/الناتج المحلي الإجمالي لإبراز مدى عمق سوق الأوراق المالية).

وخلال الفترة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠ فان هذا المؤشر اخذ اتجاهاً تصاعدياً طبقاً لما هو وارد بالبيان التالي:

جدول رقم (١٤)

نسبة راس المال السوقي/ الناتج المحلي الإجمالي ١٩٩٤-٢٠٠٠

السنة	راس المال السوقي (بالمليون جنيه)	الناتج المحلي الإجمالي (بالمليون جنيه)	% للناتج المحلي الإجمالي
١٩٩٤	١٤٤٨٠	١٧٤٤٥٨	٨,٣
١٩٩٥	٢٧٤٢٠	٢٠٤٦٢٧	١٣,٤
١٩٩٦	٤٨٠٨٦	٢٢٨٩٨١	٢١,٠
١٩٩٧	٧٠٨٧٣	٢٥٥٨٥٩	٢٧,٧
١٩٩٨	٨٣١٤٠	٢٧٨٠٦٠	٢٩,٩
١٩٩٩	١١٢٣٣١	٣٠٢٠٠٠	٣٧,٢
٢٠٠٠	١١٧٢٤٧	٣٣٩٠٠٠	٣٤,٦

المصدر: النشرة الاقتصادية الشهرية، وزارة الاقتصاد - نوفمبر ٢٠٠٠.

من البيان يلاحظ ارتفاع نسبة راس مال السوق/ الناتج المحلي الإجمالي وقد بلغت أعلى قيمة في عام ١٩٩٩ (٣٧,٢%) ثم تراجعت في عام ٢٠٠٠ إلى ٣٤,٦% برغم زيادة عدد الشركات المقيدة مما يشير إلى تراجع أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية.

٣/٦ سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية

من المتفق عليه نظريا وجود علاقة عكسية بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة، وهذا يتفق مع واقع الحال في مصر .. فان سعر الفائدة انخفض بشكل متزامن مع نشاط سوق الأوراق المالية حيث أنخفض من ١٠% (متوسط الفائدة على الودائع في ثلاثة أشهر) وذلك في يونيو ١٩٩٦ إلى ٩% في يونيو ١٩٩٨ ثم أخذ في الارتفاع الطفيف ليصل إلى ٩,٢٩% في يونيو ٢٠٠٠^(١٧)، وفي نفس الوقت ارتفع التعامل بسوق الأوراق المالية خلال ٩٦ -

(١٧) التقرير الشهري لوزارة الاقتصاد - نوفمبر ٢٠٠٠

٢٠٠٠ ارتفاعا كبيرا حيث ارتفع التداول من نحو ١١ مليار جنيه عام ١٩٩٦ إلى نحو ٤٦ مليار جنيه عام ٢٠٠٠^(١٨).

يعضد العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية أن العائد بسوق الأوراق المالية (برغم التقلبات السعرية) يفوق عائد الودائع.. علاوة على أنه من أعلى العوائد بين البورصات الناشئة وهو ما يتضح من الجدول رقم (١٥) المعد بمعرفة مؤسسة ستاندارد آند بورز وهيئة التمويل الدولية IFC.

جدول رقم (١٥)

مقارنة مؤشرات IFC / S&P (مضاعف الربحية - نسبة الكوبون) % (**)

السوق	مضاعف الربحية ^(*)		نسبة الكوبون % ^(**)	
	سبتمبر ٢٠٠٠	سبتمبر ١٩٩٩	سبتمبر ٢٠٠٠	سبتمبر ١٩٩٩
أمريكا اللاتينية				
الأرجنتين	٩٨,٦٥	٥٧,٢٥	٣,٧٤	٤,٠٤
البرازيل	١٤,٥٦	١٥,٤٤	٤,٢٥	٤,٥٢
شيلي	٢٨,٨٤	٢٥,٦٦	٢,١٧	٣,٥٧
كولومبيا	١٦,٢٢	١٥,٦٩	٦,٣٣	٦,٤٣
المكسيك	١٦,١٧	١٣,٠٩	١,٢٥	١,٦١
بيرو	١١,٣٩	٢٢,٣٨	٤,٩٦	١,٧٩
فنزويلا	٢٩,٢١	١٣,٣١	٦,٩٧	٤,٥٢
آسيا				
الصين	٥٢,٩٩	٤٥,٦٧	٠,٦٤	٠,٦٨
الهند	١٨,٣٣	٢٣,٦٧	١,٦١	١,٣٥
إندونيسيا	- ٤,٦٣	- ٣,١١	٢,٢٣	٠,٨٠
كوريا	٤٩,٤٢	- ٣٧,٢٦	١,٩١	٠,٧٩

(١٨) الجدول رقم (٢) من هذه الدراسة ص ٣٣

تابع جدول رقم (١٥)

مقارنة مؤشرات IFC/S&P (مضاعف الربحية - نسبة الكوبون) % (**)

السوق	مضاعف الربحية ^(*)		نسبة الكوبون % (**)	
	سبتمبر ٢٠٠٠	سبتمبر ١٩٩٩	سبتمبر ٢٠٠٠	سبتمبر ١٩٩٩
ماليزيا	١٢٧,٧٢	- ١٣,٩٢	٢,١٦	١,٥٢
باكستان	١٣,٨٨	٨,٣٣	٥,٦٢	٦,٤٥
الفلبين	٢٦,٠٢	١٩,١٩	١,٠٩	٠,٩٥
سريلانكا	٦,٩٧	٦,٣٩	٧,٥٣	٥,٦٩
تايوان	١٩,٤٢	٦١,٩١	٠,٩٨	٠,٨٣
تايلاند	٤,٠٣	- ٨,٩٩	١,٥٦	٠,٤٢
أوروبا				
التشيك	- ١٣,١٦	- ١٦,٦٥	١,٤٣	١,٦٤
اليونان	٢٤,٣٨	٥٣,١٦	١,٦	١,٣٤
المجر	١٥,٨٤	١٣,٨٨	١,١	١,٤٩
بولندا	١٦,٠٢	١٥,٦	١,١٧	١,٢١
روسيا	٥,٣٨	- ١٥,٢٤	٠,٥٣	٠,٢٧
سلوفاكيا	- ١,٢٧	- ٨,٢١	٠,٦٧	٠,٦٨
تركيا	١٩,٤٣	١٧,٦٧	١,٠٦	٢,٣٩
الشرق الأوسط/أفريقيا				
البحرين	١٣,٤٦	١٢,٦١	٥,٥٩	٠,٠٠
مصر	٦,٥٣	٦,٩٨	٢٠,٧٧	٨,٢٢
إسرائيل	١٧,٥١	١٦,٢٩	٣,١٠	٣,٠٥
الأردن	١٤,٧٢	١٣,٠٢	٣,٠٤	٢,٨٤
المغرب	١٣,٢٨	١٩,١٨	٢,٩٩	٢,٠٢
نيجيريا	٩,٩٨	٨,٦١	٦,٣٨	٦,٣٨
عمان	١٣٠,١٤	١٣,٧٦	٧,١٠	٠,٠٠

تابع جدول رقم (١٥)

مقارنة مؤشرات IFC / S&P (مضاعف الربحية - نسبة الكوبون)

السوق	مضاعف الربحية ^(*)		نسبة الكوبون % ^(**)	
	سبتمبر ٢٠٠٠	سبتمبر ١٩٩٩	سبتمبر ٢٠٠٠	سبتمبر ١٩٩٩
السعودية	٢٠,٢	١٦,٤٣	٣,٠٦	٣,٦٣
جنوب أفريقيا	١١,١٩	١٤,١٦	٣,٨٥	٢,٦٥
زيمبابوي	١١,٧٧	٨,٦٥	٢,٥٣	٢,٤

المصدر: بورصة الأوراق المالية تقرير شهر سبتمبر ٢٠٠٠.

(*) مضاعفة الربحية = القيمة السوقية / صافى الربح - محتسب لل ١٠٠ شركة الأكثر نشاطا.

(**) نسبة الكوبون = للعائد النقدي الموزع / قيمة السهم السوقية - محتسب لل ١٠٠ شركة الأكثر نشاطا.

من هذا الجدول فان مصر بمعيار مضاعف الربحية هي أرخص الأسواق الناشئة (٦,٥٣ مرة) وبمعيار الكوبون هي الأعلى عائدا (٢٠,٧٧%).

وبرغم ارتفاع العائد الداخلى من الأسهم فى مصر، إلا انه بمنظور مؤشرات الاقتصاد الكلى فان الإقبال على البورصة المصرية ضعيف خاصة من جانب الأجانب.

فمن المعروف فى أدبيات الاستثمار أن العائد يتناسب طردياً مع المخاطر.. ومعنى أن يكون العائد الداخلى فى سوق الأوراق المالية مرتفعاً .. ويكون الطلب على الأوراق المالية ضعيفاً... فمعنى ذلك ارتفاع درجة مخاطر الاستثمار بالبورصة أو فى الأوراق المالية المصرية بدرجة أعلى من العائد الداخلى المشار إليه آنفاً .. الأمر الذى يتطلب ارتفاع العائد الداخلى عن مستواه الحالى لقبول الاستثمار فى البورصة فى ظل تقلبات مؤشرات الاقتصاد الكلى وضعف الاستقرار السياسى بالمنطقة العربية.

ومع انخفاض الطلب الكلي على الأوراق المالية فإن العائد الرأسمالي Appreciation يكون منخفضاً وهو ما يهيم الأجانب في المقام الأول لأغراض المضاربة والاهتمام بالأجل القصير، ويؤكد ذلك المقارنة بين مؤشر مؤسسة التمويل الدولية المركب للأسواق الصاعدة IFCG ومؤشر IFC الاستثماري لمصر ومؤشر IFC العام لمصر على أساس معدل الرقم القياسي للعائد الشهري للفترة من فبراير إلى أكتوبر في عام ٢٠٠٠ وهو من يظهر البيان التالي:

أكتوبر ٢٠٠٠	فبراير ٢٠٠٠	البيان
٢٩٧,٤٨ %٢٧,١	٤٠٨,٣٣	مؤشر مؤسسة التمويل الدولية المركب للأسواق الصاعدة IFCG (١) معدل الرقم القياسي عائد الفترة
٤٢,٦ %٤٧,٣	٨٠,٨١	مؤشر IFC الاستثماري لمصر (٢) معدل الرقم القياسي عائد الفترة
٧٢,٧ %٤٩,٣	١٤٣,٤	مؤشر IFC العام لمصر (٣) معدل الرقم القياسي عائد الفترة

المصدر: النشرة الاقتصادية الشهرية لوزارة الاقتصاد، شهر نوفمبر ٢٠٠٠.

(١) مؤشر IFCG: يشمل جميع مكونات مؤشرات الأسواق الناشئة تبعاً للوزن الترجيحي لكل دولة (وزن مصر في نهاية يناير ١٩٩٩ يساوي ١,٠٥).

(٢) مؤشر IFCI الاستثماري لمصر: يضم عدد ٣٤ شركة في مصر لقياس العائد على استثمارات الأجانب.

(٣) مؤشر IFCG العام لمصر: يضم ٦٦ شركة في مصر لقياس كفاءة الأسهم النشطة بسوق الأوراق المالية والتي تمثل من ٦٠% إلى ٧٠% من إجمالي رؤوس الأموال المقيدة في البورصة.

من هذا البيان يتضح أن تراجع العائد الرأسمالي في مصر يفوق التراجع في الأسواق الصاعدة (مجتمعة) بنسبة كبيرة .. ومعنى ذلك أن الإقبال على الاستثمار في سوق الأوراق المالية من وجهة نظر الأجانب يعتمد على نشاط سوق التداول وما يمكن تحقيقه من عوائد رأسمالية صافية نتيجة لهذا النشاط وهو ما يتسق مع سلوك المضارب وأهداف الأموال الساخنة قصيرة الأجل حيث يكون التركيز على كيفية الخروج من السوق قبل الدخول فيه.

٤/٦ معدل التضخم وسوق الأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩٥ - ٢٠٠٠

تراجع معدل التضخم - في إطار برنامج التثبيت الاقتصادي - تراجعاً كبيراً على النحو التالي:

السنة	معدل التضخم السنوي %
١٩٩٥	١٠,١
١٩٩٦	٧,١
١٩٩٧	٥,٧
١٩٩٨	٣,٨
١٩٩٩	٣,٨
٢٠٠٠	٢,٩

المصدر : وزارة الاقتصاد، تقرير شهر نوفمبر ٢٠٠٠.

وفى هذا الصدد نشير إلى أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية فلا بد أن تكون حسابات التكلفة/العائد على أساس الأرقام الحقيقية (بعد استبعاد أثر التضخم) وليست الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشراً جيداً للحكم على أداء هذه الاستثمارات ذلك لأن هذا العائد يفقد جزءاً من قيمته نتيجة

الانخفاض في القوة الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة^(١٩)

وبأخذ معدلات التضخم سالفة البيان في الاعتبار يمكن القول أن نسبة التآكل من عوائد الاستثمار في الأوراق المالية تناقصت خلال الفترة ١٩٩٥ - ٢٠٠٠ بحيث وصلت في عام ٢٠٠٠ لنسبة ٢,٩ % بحيث أصبح المتعاملون بسوق الأوراق المالية مطمئنين نسبيا لهذا المعدل، لذلك انتهت إحدى الدراسات في هذا الشأن إلى أن الارتباط بين معدل التضخم وقيمة التداول عكسيا إلا أنه كان بمعنوية منخفضة، وغير معنوي في حالة مؤشر الأسعار^(٢٠).

ومن وجهة نظرنا، كان من المتصور مع ارتفاع قيمة التداول ببورصة الأوراق المالية وما يعنيه ذلك من سهولة تسهيل الأصول المالية .. أن تؤول حصائل البيع من الخصخصة والطروحات الخاصة إلى السوق الأولي لإقامة استثمارات جديدة .. من شأنها زيادة الإنفاق الاستثماري وبالتالي زيادة الطلب الكلي وما يترتب على ذلك من رفع معدل التضخم (على الأقل في فترات إعادة الاستثمار) .. وهذا يؤكد أن هذه الحصائل لم يعاد تدويرها في دائرتها الصحيحة (وهي السوق الأولي) وإنما ظلت تدور داخل سوق الأوراق المالية (السوق الثانوي) بالإضافة إلى أنه في تقديرنا تم تسريب جانب منها لخارج البلاد وهذا بالنسبة لطروحات القطاع الخاص .. أما بالنسبة لحصائل الخصخصة فقد استخدمت لتغطية التزامات بعيدا عن دائرة الاستثمار^(٢١).

(١٩) هالة السعيد، مرجع سابق ص ١٥.

(٢٠) هالة السعيد، مرجع سابق ص ٣٧.

(٢١) على النحو السابق ذكره في ص ٤٩ من هذه الدراسة.

٥/٦ سعر الصرف وسوق الأوراق المالية

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات.

وسعر الصرف يعتبر أهم العوامل التي تهتم بها الاستثمارات الأجنبية نظرا لتأثيره المباشر على القيمة النهائية للاستثمار عند تحويل العوائد إلى خارج البلد محل الاستثمار، حيث أن:

عائد الاستثمار في الأسواق الناشئة = العائد على الاستثمار + العائد الناتج عن تغيير قيمة العملة المقوم بها الاستثمار^(٢٢)

وبالنسبة لبورصة الأوراق المالية المصرية فإن لسعر الصرف تأثير مباشر على نشاط البورصة من خلال ردود أفعال المستثمرين الأجانب، فقد أظهرت الدراسة التي قامت بها الدكتورة هالة السعيد^(٢٣) وجود ارتباط عكسي معنوي بين سعر الصرف (النقدي والحقيقي) وسوق الأوراق المالية، وأكدت شواهد أزمة الدولار في النصف الثاني من عام ٢٠٠٠ ومطلع عام ٢٠٠١، مما نتج عنه نوع من عدم اليقين بشأن مدى استقرار السوق مما أدى إلى انخفاض التداول في سوق الأوراق المالية.

ومن ناحية أخرى، فإن حرية الدخول والخروج من سوق الأوراق المالية وما ارتبط بها من تدفقات أجنبية داخلية وأخرى خارجية أدى بدوره إلى ضغط

(٢٢) هالة السعيد، مرجع سابق ص ١٦، ١٧.

(٢٣) هالة السعيد، مرجع سابق ص ٣٧.

على سعر الصرف، بدأت بالضغط على الاحتياطي الدولارى في مصر .. ودفعت مصر فاتورة الدفاع عن استقرار سعر الصرف من الاحتياطي الدولارى مما أدى إلى انخفاضه بنسبة ٣٧% (من أكثر من ٢٠ مليار دولار إلى أقل من ١٥ مليار دولار^(٢٤)).

ففي ظل استقرار سعر الصرف كان الأجانب يخرجون بدولارات أكبر من التي دخلوا بها .. ومع بوادر اتجاه سياسة سعر الصرف إلى تحريك سعر الصرف وتخفيف قبضة البنك المركزى على الأسعار .. أخذت تعاملات الأجانب في التراجع .. وكان لذلك تأثيره السلبي على المستثمرين المحليين وبالتالي على أسعار الأوراق المالية.

والجدول رقم (١٥) يوضح تطور قيمة التدفق السنوي للاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية.

جدول رقم (١٥)

قيمة التدفق السنوي للاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية

(القيمة بالمليون دولار)

النسبة إلى رأس المال السوقي للأسهم المقيدة	حجم الاستثمار	السنة
٠,٠٣ %	١,٣	١٩٩٤/١٩٩٣
٠,٠٦ %	٤,١	١٩٩٥/١٩٩٤
٢,٣٢ %	٢٥٧,٦	١٩٩٦/١٩٩٥
٨,٣٢ %	١٤٦٢,٩	١٩٩٧/١٩٩٦
١,١- %	٢٤٨ -	١٩٩٨/١٩٩٧
٠,٧- %	١٧٤ -	١٩٩٩/١٩٩٨
٠,٤ %	٤٧٣	٢٠٠٠/١٩٩٩

المصدر: وزارة الاقتصاد، النشرة الاقتصادية، نوفمبر ٢٠٠٠

(^{٢٤}) النشرة الاقتصادية الشهرية - وزارة الاقتصاد - نوفمبر ٢٠٠٠.

من الجدول رقم (١٥) يتبين ما يلي:

١- أعلى صافي تدفق استثماري كان في عام ١٩٩٧/٩٦ وهو العام الذي شهد أعلى قفزات لأسعار الأوراق المالية حيث بلغ نحو ١٤٦٣ مليون دولار.

٢- سجل عام ١٩٩٨/٩٧، و عام ١٩٩٩/٩٨ تدفقا استثماريا ساليا للأجانب مما يشير إلى خروج كبير من سوق الأوراق المالية خاصة بعد حادث الأقرصر في نوفمبر ١٩٩٧.

٣- حقق عام ٢٠٠٠/٩٩ صافي تدفق نقدي موجب بلغ ٤٧٣ مليون دولار مع انتهاء سياسة الاستحواذ على صناعات تهم الأجانب خاصة في مجال الأسمنت^(٢٥).

ولا شك أن حرية دخول الأجانب للبورصة والخروج منها سيدهم المضاربة على أسعار الأسهم وبدون وجود آليات لاستقرار هذه الأموال (خاصة الأرباح المحققة وإعادة استثمارها على الأقل في البورصة لمدة معينة) فإن سعر الصرف يتعرض لمخاطر التقلب في ظل الاندفاع في اتجاه التحرير الاقتصادي وإهمال مخاطره .. وهو ما شاهدناه في الفترة الأخيرة حيث اقترب سعر صرف الدولار من ٤ جنيه مقابل ٣,٤ جنيه في منتصف عام ٢٠٠٠ تقريباً أي انخفض سعر الصرف بنحو ١٨% في غضون ستة أشهر وكانت شركات الصرافة هي كبش الفداء واتهامها بأنها المسئولة عن المضاربة على سعر الصرف وتعاليت صيحات بضرورة إغلاقها.

(٧) تقدير رأس المال المستثمر بالبورصة المصرية

تطور حجم التداول بالبورصة المصرية من ٢,٦ مليار جنيه عام ١٩٩٤ إلى نحو ٤٦ مليار جنيه عام ٢٠٠٠، ولتقدير رأس المال المستثمر بسوق

(٢٥) الفقرة (٤) من المبحث الثاني في هذا الباب.

الأوراق المالية الذي أنتج أرقام التداول خلال الفترة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠ فلايد من معرفة معدل الدوران للأموال المستثمرة بسوق الأوراق المالية .. وحيث أن سوق الأوراق المالية تقوم على التعامل النقدي أو الدفع مقابل الاستلام Delivery Versus Payment بالإضافة إلى أن المضاربة هي السمة الأساسية للتعامل في سوق الأوراق المالية، لذلك تم اختيار معدل دوران القاعدة النقدية^(٢٦) Reserve Money Velocity .

وفي ضوء ذلك تم تقدير الأموال المستثمرة بسوق الأوراق المالية على النحو الموضح بالجدول رقم ١٦ :

جدول رقم ١٦

تقدير تطور حجم الأموال المستثمرة بالبورصة

السنة	قيمة التداول بالمليون جنيه (١)	معدل دوران القاعدة النقدية (٢) (مرة)	راس المال المستثمر بالبورصة (٣) بالمليون جنيه
١٩٩٤	٢٥٥٧,٥	٤,٩٧	٥١٤,٥
١٩٩٥	٣٨٤٩,٤	٥,١٣	٧٥٠,٣
١٩٩٦	١٠٩٦٧,٥	٥,١٣	٢١٣٧,٩
١٩٩٧	٢٤٢١٩,٨	٥,١٤	٤٧١٢,٠
١٩٩٨	٢٣٣٦٤,٠	٥,١٣	٤٥٤٥,٥
١٩٩٩	٣٩٠٨٦,١	٥,٣٢	٧٦١٩,١
٢٠٠٠	٤٥٩٩١,٩		٨٦٤٦,٦

المصادر: (١) جدول رقم ٢ من الدراسة. (٢) النشرة الاقتصادية الشهرية لوزارة الاقتصاد نوفمبر ٢٠٠٠. (٣) خارج قسمة قيمة التداول على معدل دوران القاعدة النقدية.

(٢٦) معدل دوران القاعدة النقدية هو خارج قسمة الناتج المحلي الإجمالي على نقود الاحتياط ..

يلاحظ من البيان السابق أن عامي ٩٩، ٢٠٠٠ تحقق بهما طفرة كبيرة في راس المال المقدر استثماره بالبورصة .. وفي تقديرنا أن عمليات الاستحواذ والاندماجات التي جرت في هذين العامين كانت وراء ارتفاع رقم الأموال المستثمرة نحو ٤,٥ مليار جنيه عام ١٩٩٨ إلى ٨,٦ مليار جنيه عام ٢٠٠٠.

(٨) سوق الإصدار وتمويل استثمارات القطاع الخاص

الجدول رقم (١٦) يوضح تطور إصدارات القطاع الخاص من اسهم وسندات مقارنة بالاستثمارات المنفذة عن طريق القطاع الخاص خلال الفترة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠.

جدول رقم ١٦

إصدارات القطاع الخاص (اسهم وسندات) والاستثمارات الخاصة المنفذة ١٩٩٤-٢٠٠٠

السنة	الاستثمارات المنفذة (١)	إصدارات اسهم (٢)			سندات (٣)		جملة الإصدارات %	%
		تأسيس	زيادة	جملة %	قيمة الإصدار	%		
١٩٩٤	١١٧٠٠	٢١٤١	٢٧٠٨	٤٨٤٩	٤١,٤	٣٠	٤٨٧٩	٤١,٧
١٩٩٥	١٦٦٠٠	٤٥٩٢	٣٥٧٩	٨١٧١	٥٠,٨	٨٠	٨٢٥١	٥١,٢
١٩٩٦	٢٠٧٠٠	٩٥١٢	٦٠٤٦	١٥٥٥٨	٧٥,٢	٨٢٠	١٦٣٧٨	٧٩,١
١٩٩٧	٢٥٨٠٠	١١٦٨٤	٦٢٠١	١٧٨٨٥	٦٩,٣	١١٩٥	١٩٠٨٠	٧٤,٠
١٩٩٨	٣٩٠٠٠	٢٠٩٢٦	١٢٢٠١	٣٣١٢٧	٨٥	٥٣٥	٣٣٦٦٢	٨٦,٣
١٩٩٩	٤٤٧٠٠	٨٠٢٧	٨٥٣٠	١٦٥٥٧	٣٧	٢٣٥٠	١٨٩٠٧	٤٢,٣
٢٠٠٠	٤٨٧٠٠	م.غ	م.غ	م.غ	/٠.غ	٤٠٠	م.غ	م.غ

المصادر: (١) تقارير الخطط السنوية وتقارير البنك المركزي المصري من عيد الفتح الجبالي، كراسات استراتيجية، مشكلة السيولة والركود في الاقتصاد المصري، ع ٩٤- سنة ٢٠٠٠... (٢) الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات ... (٣) تقارير الهيئة العامة لسوق المال والتقارير الشهري للبورصة في ديسمبر ٢٠٠٠.

ومما تجدر الإشارة إليه أن إصدارات الأسهم سواء عند التأسيس أو الزيادة في راس المال عادة لا يتم دفعها عند الإصدار بالكامل، حيث يكون راس المال المدفوع في البداية في حدود ٢٥% من راس المال المصدر وبعد ذلك يتم

استدعاء باقي راس المال المصدر حسب مراحل التنفيذ بمذروعات الشركات ويؤكد ذلك نسب الائتمان الممنوح للقطاع الخاص لتمويل الاستثمارات خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٠ طبقاً للبيان التالي:

السنة	الائتمان / الاستثمارات المنفذة %
١٩٩٤	٦٢,٨
١٩٩٥	٧٧,٦
١٩٩٦	٧٤,٤
١٩٩٧	٧٦,٠٠
١٩٩٨	٦٢,٦
١٩٩٩	٦٦,٤
٢٠٠٠	٤١,٧

المصدر: عبد الفتاح الجبالي، مرجع سابق.

ومن الجدول رقم (١٤) يتضح أن إصدارات الأسهم تنامت حتى عام ١٩٩٨. إلا أن إصدارات عام ١٩٩٩ انخفضت بنسبة ٥٠% عما تم إصداره في عام ١٩٩٨. وفي المقابل زادت إصدارات السندات في عام ١٩٩٩ حيث بلغت ٢,٤ مليار جنيه. وهذا أعلى رقم لإصدارات السندات خلال الفترة. ويستفاد من ذلك أن نشاط التداول بسوق الأوراق المالية (السوق الثانوي) قد رافقه ارتفاع النشاط في السوق الأولى معبرا عنه بالاستثمارات المنفذة ومصادر تمويلها من أسهم وسندات ائتمان.

ثانياً

استشراف مستقبل دور سوق

الأوراق المالية فى مصر

سنقوم في هذا القسم من الدراسة باستشراف مستقبل ودور سوق الأوراق المالية في السيناريوهات التالية:

١- السيناريو المرجعي

٢- سيناريو الدولة الإسلامية

٣- سيناريو الرأسمالية الجديدة

٤- سيناريو الاشتراكية الجديدة

٥- سيناريو التآزر الاجتماعي

وتتمثل المحاور الرئيسية لمناقشة كل سيناريو فيما يلي

أولاً: هيكل سوق الأوراق المالية:

- من حيث السوق الأولى والسوق الثانوى.
- من حيث نوعية الأوراق المالية المطروحة والمتداولة.
- من حيث طبيعة المتعاملين: مؤسسات، أفراد.
- من حيث جنسية المتعاملين.
- الوحدات العاملة: العدد، النوعية.

ثانياً: البنية الأساسية للبورصة والقدرة على تعبئة المدخرات المحلية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

ثالثاً: التزامات مصر بالنسبة لتحرير التعامل في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: العلاقة بين نمو سوق الأوراق المالية ونمو الاقتصاد العيني.

خامساً: إيجابيات وسلبيات سوق الأوراق المالية كسوق ناشئة ودرجة سيولتها ومخاطر ربطها بأسواق المال الخارجية.

سادساً: دور الأجهزة الرقابية في التحقق من سلامة الأداء بسوق الأوراق المالية.

(١) السيناريو المرجعى

فى ضوء سمات هذا السيناريو يمكن تقدير صورة سوق الأوراق المالية على النحو التالى:

أولا : هيكل سوق الأوراق المالية

١. سوق الإصدار (السوق الأولى) وسوق التداول:

♦ بالنسبة للسوق الأولى يتوقع تأثرها سلبيا نتيجة لظروف الركود الحالية والمتوقع استمرارها فى السنوات الخمس القادمة نتيجة للمشاكل الخاصة بالسيولة وهيكل توزيعها ومشاكل تسوية ائتمان كبار العملاء مع البنوك وما لذلك من ظلال على منح أى ائتمان جديد وكذلك من غير المتوقع أن يتم طرح استثمار أولى على الجمهور فى صورة ائتمان عام سواء كان الائتمان على صورة أسهم أو سندات لوجود حالة من انعدام الثقة تجاه رجال الأعمال ويعزز ذلك ضعف المدخرات المحلية حيث تدور حول ١٥% من الناتج المحلى الإجمالى (تقرير الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية ٢٠٠٠ - مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة ٢٠٠١) وارتفاع تكلفة الاقتراض من البنوك (برغم تخفيض سعر الإقراض والخصم إلى نحو ١١%) واستمرار برنامج الخصخصة وانتهاج البيع بأسلوب المستثمر الاستراتيجى وهو ما قد يدفع إلى تفضيل شراء مشروعات قائمة بدلا من إقامة استثمارات جديدة وما يتطلبه ذلك من وقت بالإضافة إلى اختصار عدد من الإجراءات البيروقراطية.

♦ اعتبارا من عام ٢٠٠٥ ستصبح التجارة حرة مع جميع دول العالم المنظمة لاتفاقية التجارة متعددة الأطراف فى المجالين السلعى والخدمى

وهو ما يستلزم درجة تنافسية عالية من حيث الكفاءة الإنتاجية والسعرية ومنتصور أن تضطلع الاستثمارات الأجنبية بالنصيب الأوفى من الاستثمار الأولى في العديد من القطاعات المهمة مثل قطاع مواد البناء والذي بدأت ارهاصاته بالاستحواذ على نسبة كبيرة من قطاع إنتاج الأسمت وقطاع البنوك والاستعداد للسيطرة على قطاع الدواء.. وفي ظل هذا التصور يتوقع ارتفاع درجة التحالف بين القطاع الخاص المصري والشركات دولية النشاط.

♦ يتوقع في هذا السيناريو أن يتسع نطاق إقامة المشروعات بنظم B.O.O.T خاصة في مجال البنية الأساسية والخدمات العامة كالطرق.. وبالتالي فلن الاستثمارات التي ستقام بهذا الأسلوب سيكون عمرها مرهونا بمدة الامتياز التي ستمنح لهذه المشروعات وهو ما يتوقع معه ظهور ما يسمى بأسهم التمتع (يراجع المبحث التمهيدي في (أولا) من الباب الثالث).

♦ فيما يتعلق بالسوق الثانوي أو تداول الأوراق المالية، فانه في ظل السماح بعمليات الاستحواذ Acquisition للشركات التي سبق طرحها في اكتتابات عامة مثال شركة العامرية للأسمت، طرة للأسمت، الأسكندرية للأسمت، شركة شيبسي وانتهاج أسلوب البيع لمستثمر رئيسي في عمليات الخصخصة مثال شركة أسيوط للأسمت وشركة بنى سويف للأسمت بالإضافة إلي عدم طرح أسهم جديدة للسوق بأسلوب الاكتتاب العام .. في ظل تلك المعطيات فالمتوقع أن تكون الأوراق المالية محل التداول محدودة مما يجعل من البورصة المصرية قليلة العمق ضعيفة التداول خلال السنوات القادمة وحتى عام ٢٠٠٥ وفي ظل توقع سيطرة الاستثمارات الأجنبية على السوق الأولى بعد الالتزام بالاتفاقية الدولية متعددة الأطراف يتوقع سيطرتهم أيضا على سوق التداول بإعادة طرح

نسبة من الأسهم التى يحوزونها أو من خلال طرح مشروعات جديدة بأسلوب الاكتتاب العام.

٢. طبيعة الأوراق المالية المتداولة:

♦ حتى عام ٢٠٠٥ يتوقع أن تكون الأسهم العادية Common Shares أكثر الأوراق المالية تداولاً وهو مالا يختلف عن الوضع الراهن، لكن فى ظل توقع تزايد الاستثمارات الأجنبية فى الاقتصاد المصرى وبالتالى فى البورصة فان سوق السندات يتوقع تزايد نشاطه عن نسبة الـ ١٠% الحالية فى هيكل التداول خاصة سندات الشركات Corporate Bonds إلى جانب سندات الخزانة خاصة لو طرحت بعوائد متميزة تفوق عائد الودائع المصرفية ويعزز الأمر توقع تزايد النشاط المؤسسى فى البورصة خلافاً للوضع الحالى الذى تسيطر عليه تعاملات الأفراد.

♦ من المتوقع أن تنشأ سوق للخيارات والمشتقات حسبما ورد بمشروع قانون سوق رأس المال الجديد ولكن لن تدخل حيز التطبيق قبل مرور سنتين بعد اعتماد القانون أى اعتباراً من عام ٢٠٠٥ ونعتقد أن ذلك من شأنه زيادة المضاربات وتنشيط التداول بسوق الأوراق المالية.

٣. من حيث طبيعة المتعامل

♦ فى الجزء الأول من الدراسة تبين أن الأفراد يسيطرون على أكثر من ٥٠% من قيمة التداول واتضح كذلك اتجاه متوسط قيمة العملية خلال الفترة (١٩٩٧ - ٢٠٠٠) الى الارتفاع مما يشير إلى اتجاه التعاملات نحو التركيز فى عدد محدود من اللاعبين الكبار مثال المؤسسات المالية وكبار المستثمرين من الأفراد، ومع تدرى أوضاع التداول فى البورصة فالمتوقع أن تضطلع المؤسسات المالية بالشرط الأكبر من التداول وأن تتراجع

استثمارات صغار الأفراد بالبورصة خاصة مع استحداث أنظمة المعاشات التكميلية وتكوين صناديق لإدارتها طبقا لاحتياجات المؤمن له وسيكون الاستثمار في سوق الأوراق المالية أحد التوجهات الرئيسية لاستثمارات هذه الصناديق خاصة في مجال السندات والأسهم ذات العائد المستقر .Blue-Chips

٤. من حيث جنسية المتعاملين:

♦ تشهد سوق الأوراق المالية حاليا انحسارا في تعاملات الأجانب في سوق التداول بسبب ضعف سيولة سوق الأوراق المالية إلى جانب المشاكل المرتبطة بسعر الصرف، لكن في ضوء اتجاه الأجانب إلى الاستحواذ على العديد من القطاعات الاستراتيجية مثل قطاع الأسمنت والصناعات الغذائية وقطاع الدواء والبنوك والاتصالات فإنه يتوقع بعد فترة من عمليات الاستحواذ وما تتطلبه من تطوير تكنولوجي وإداري أن يتم إعادة طرح نسبة من أسهم هذه الشركات للجمهور لا تزيد عن ٣٠% حتى تظل السيطرة الإدارية على هذه الشركات وفي نفس الوقت يتم استعادة جانب من الاستثمارات التي تم إنفاقها للاستحواذ على هذه الشركات وتطويرها من خلال سوق التداول وهو ما يتوقع أن ترتفع معه تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية ثقة في الإدارات الأجنبية للقطاعات والشركات محل الاستحواذ.

٥. من حيث الوحدات العاملة بسوق الأوراق المالية:

♦ في ضوء توقع ارتفاع الوزن النسبي لتعاملات المؤسسات بالبورصة المصرية واتجاه أرقام التداول خاصة بالأوراق المالية المقيدة بالبورصة نحو الانخفاض نتيجة لعمليات الاستحواذ وانتهاج أسلوب البيع للمستثمر

الاستراتيجى فى عملية الخصخصة فى الفترة المقبلة يتوقع تراجع عدد الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وخاصة شركات الوساطة (السمسرة) والتي يبلغ إحصاءها الرسمى نحو ١٥٢ شركة حاليا منها نحو ٢٥ شركة فقط مساهمها من المؤسسات خاصة من البنوك وشركات التأمين والباقي شركات مؤسسة من قبل أفراد وبرؤوس أموال غير كافية (تتراوح بين ٢٥٠ ألف جنيه إلى ١,٥ مليون جنيه) ومع تراجع التداول بالبورصة تراجعت إيرادات غالبية الشركات وحققت أغلبها خسائر كبيرة الأمر الذى يهدد عددا كبيرا منها بالتوقف عن الاستمرار فى النشاط مما حدا بالعديد من هذه الشركات إلى التفكير فى الاندماج أو اجتماع عدد كبير منها تحت راية شركة قابضة ولذلك يتوقع انخفاض عدد شركات السمسرة الحالى إلى النصف تقريبا.

◆ بالنسبة لباقي الأنشطة مثل إدارة الصناديق وتكوين وإدارة المحافظ لا يتوقع نموا فيها إلا مع نشأة صناديق المعاشات التكميلية الجديدة.

◆ يتوقع حدوث نمو فى صناديق الاستثمار المباشر أو رأس المال المخاطر Venture Capital برؤوس أموال أجنبية خاصة فى حالة حدوث استقرار سياسي بالمنطقة من خلال تسوية الأوضاع فى فلسطين وسوريا ولبنان ومعلوم درجة احتفاء الدولة فى هذا السيناريو بالاستثمارات الأجنبية والتيسيرات التى تمنحها فى سبيل استفادها ويمكن أن يعزز ذلك تفعيل اتفاقية المشاركة مع أوروبا والدخول فى اتفاقية مماثلة مع الولايات المتحدة الأمريكية وربما يحدث تقدم بالنسبة لتفعيل اتفاقية السوق العربية المشتركة.

ثانياً: البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية:

♦ طبقاً لمشروع قانون سوق المال المتوقع إصداره في نهاية ٢٠٠١ أو مطلع ٢٠٠٢ فإنه سيتم دمج بورصتي القاهرة والإسكندرية تحت مسمى "البورصة المصرية للأوراق المالية" وهذا منطقي حيث أن الأوراق المالية في كل من بورصة القاهرة وبورصة الإسكندرية هي ذات الأوراق المالية، ويتوقع افتتاح فروع للبورصة المصرية في عدد من المحافظات مثل بورسعيد وأسيوط بغرض توسيع قاعدة المتعاملين في الأوراق المالية، لكن من غير المتوقع إنشاء بورصات جديدة خلافاً لها حيث لا توجد ضرورة فنية لذلك وإن كان يجوز في القانون الحالي لسوق المال والقانون المقترح إنشاء بورصات خاصة.

♦ يتوقع خلال الفترة القادمة إصدار قواعد جديدة لقيود الأوراق المالية بغرض تحقيق الحماية للمستثمرين سواء بالجدول الرسمي أو غير الرسمية وأهم السمات المتوقعة هو الربط بين القيد واستمراره مع نتائج الأعمال بحيث لن يسمح باستمرار قيد شركة لا تحقق أرباح قبل الضرائب أقل من ٥% من رأس المال المصدر والمدفوع وبالتالي سيتم وقف قيد أية شركة خاسرة من جداول البورصة إذا ما حققت خسارة، وفي ضوء رؤوس الأموال المقترحة في مشروع قواعد القيد الجديدة فإنه يتوقع انتقال بعض الشركات من الجدول الرسمي إلى الجدول غير الرسمي إذا لم توفق أوضاعها فيما يتعلق بالحد الأدنى من رأس المال المصدر وعدد الأسهم المصدرة، بل ويتوقع أن ينخفض عدد الشركات المقيدة بالجدولين الرسمي وغير الرسمي حيث من المتوقع أن لا تتمكن بعض الشركات من توفيق أوضاعها، والشركات الجديدة لن يسمح بقيدها

إلا إذا أصدرت ثلاث قوائم مالية منذ بدء النشاط وألا يقل صافى الربح قبل خصم الضرائب عن ٥% من رأس المال.

وكان من المفترض إصدار القواعد الجديدة للقيّد مع مطلع عام ٢٠٠١ لكن نظرا لأن عددا من الشركات الشهيرة فى التداول (مثال المصرية لخدمات التليفون المحمول، المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامى) لا تستوفى شروط القيد طبقا لقواعد القيد الجديدة، لذا رؤى التروى فى اعتمادها لحين استيفاء مثل هذه الشركات باقى شروط القيد وهو ما يتسق مع نهج اتخاذ القرارات طبقا لهذا السيناريو الذى يراعى مصالح بعينها والتميز بأسلوب الإدارة بالأزمات.

◆ قضية الشفافية والإفصاح تعتبر من أهم القضايا فى سوق الأوراق المالية وتعتبر من أهم المعايير التى تحدد كفاءة سوق الأوراق المالية، وطبقا لهذا السيناريو فانه من غير المتوقع حدوث تقدم جوهري فى هذا الشأن نظرا لتشابك المصالح بين النخبة السياسية الحاكمة وشرائح الرأسمالية الكبيرة والمتوسطة وبالتالي يتوقع استمرار هذه الشرائح فى الاستفادة من المعلومات الداخلية التى تسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية وستظل عملية الإفصاح محصورة فى أسلوب الإفصاح عن المعلومات بشكل روتينى (قوائم مالية ربع سنوية أو سنوية) وليس فى توقيتها أو نوعيتها.

◆ اعتبارا من ٢٠٠١/٧/١ ستدخل جميع الأسهم المقيدة بالبورصة نظام الحفظ المركزى **Book-keeping** وستودع البورصة المصرية نظام الصكوك والشهادات الورقية وتحل محلها كشوف حساب بأرصدة العملاء من الأسهم وذلك تطبيقا لقانون الإيداع والقيّد المركزى رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، وهذه خطوة مهمة للأمام لتطوير الأداء فى البورصة المصرية

حيث أن القيد المركزي للأسهم يقضى على عملية تزوير الأسهم بشكلها الورقى السابق.

◆ فترة المقاصة والتسوية حاليا تبلغ T+3 وهي فترة معقولة ومقبولة فى الأسواق الناشئة وتخفيض هذه المدة مرهون بدرجة التطوير فى القطاع المصرفى ودرجة الوعى المصرفى لدى المتعاملين فى بورصة الأوراق المالية والفترة المثالية للتسوية هي T+0 أى التسوية فى نفس اليوم، ومن غير المتوقع الوصول إلى ذلك وان كان يمكن توقع الوصول بفترة التسوية إلى T+2 فى نهاية السنوات الخمس القادمة، وتصبح T+1 مع الاقتراب من عام ٢٠٢٠ ولكن هذا التوقع يمكن أن يتغير تبعا لما يمكن للمستثمرين الأجانب أن يقبلوه حيث أن أحد خصائص السيناريو المرجعى "الإدارة بالأزمات" واسترضاء الأجانب.

◆ أدخلت إدارة البورصة اعتبارا من بداية شهر يونيو ٢٠٠١ نظاما جديدا للتداول (نظام E.F.A الكندى) وألغت العمل بنظام التداول القديم وقد كان مناسباً للمستخدمين له علاوة على أنه كان نظاما مصرياً خالصا وكان من الممكن تطويره محليا بما يتمشى وظروف التطور فى البورصة، لكن ما حدث جاء متسقا مع خصائص السيناريو المرجعى فيما يتعلق بالبحث العلمى والتكنولوجيا والذى يفضل النقل الأفقى للتكنولوجيا بالرغم من تمتع مصر بميزة نسبية فى مجال البرمجة .. وقد ترتب على تطبيق نظام التداول الجديد حدوث بعض الارتباك كانت البورصة فى غنى عنه كما أن توقيت فرضه على السوق كان سيئا جدا فحجم السوق متراجع (٢٥-٤٠ مليون جنيه يوميا فى المتوسط) بينما النظام القديم استوعب تداولاً يوميا بلغ نحو ٣٠٠ مليون جنيه فى المتوسط خلال عام ٢٠٠٠ والأهم من ذلك هو إهدار الجهد التقنى الذى بذله المصريون الذين أقاموا نظام

التداول السابق وهو ما أدى إلى شعور بالإحباط لدى العاملين في مجال برمجة الكمبيوتر وبالرغم من المشاكل التي سببها فرض هذا النظام على التداول (الذي يتردد أن تكلفته تجاوزت ١٠ مليون جنيه) فإنه من المتوقع استمرار العمل بهذا النظام تمثيا مع الأسلوب السلطوي للإدارة المصرية في كثير من المواقع.

◆ بالنسبة لأسعار التداول فإنها لا تزال مقيدة بالسقوف السعرية اليومية التي فرضت اعتبارا من مطلع عام ١٩٩٧ حيث يتراوح هامش التغير السعري اليومي ما بين $5\% - 5\% +$ وذلك للحد من المضاربات السعرية ويتوقع استمرار ذلك الوضع حتى مطلع عام ٢٠٠٥، لكن مع الالتزام بتحرير تجارة السلع والخدمات اعتبارا من عام ٢٠٠٥ فمن غير المتوقع استمرار هذا الوضع وسيكون مسموحا بالتقلبات السعرية التي تفرضها ظروف العرض والطلب Bid-Ask على غرار الوضع في أسواق الأوراق المالية الدولية.

◆ لقد أثبت صندوق ضمان التسويات نجاحه في ضبط عمليات التسوية منذ بدأ في يناير ٢٠٠٠ حيث يتدخل الصندوق بعد ميعاد التسوية المعتاد بيومين أي في T+5 بالحلول محل الشركة المتعثرة، ويتوقع أن تتخفف مدة تدخل الصندوق تبعا لتخفيض فترة التسوية.

◆ إلى جانب صندوق ضمان التسويات دخلت بوليصة التأمين ضد مخاطر المسؤولية المهنية حيز التطبيق اعتبارا من ٢٠٠٠/٧/١ وقد صارت هذه الوثيقة مهمة لمواجهة حالات إفلاس شركات السمسرة ويتوقع ارتفاع معدل استخدامها لصالح العملاء خلال الفترة القادمة نظرا لتوقع تعرض عدد غير قليل من شركات السمسرة لمخاطر الإفلاس، ويخطط مد مظلة

هذه البوليصة إلى شركات إدارة صناديق الاستثمار لمواجهة الأضرار التي تنجم عن سوء إدارة صناديق الاستثمار.

♦ وفي مجال المنظمات ذاتية التنظيم فإنه طبقاً لمشروع قانون سوق المال المقترح سوف ينشأ اتحاد يضم الجمعيات ذاتية التنظيم (الجمعية المصرية للأوراق المالية، جمعية سماسرة الأوراق المالية، جمعية صناديق الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية) ويتوقع أن تكون العضوية في هذا التنظيم أحد شروط الترخيص لإقامة أى شركة تعمل في مجال الأوراق المالية، على أن يتولى هذا التنظيم متابعة مدى التزام شركات الأوراق المالية بقواعد السلوك المهني من خلال وضع ميثاق شرف لممارسة المهنة يكون هو أساس المتابعة ويكون بذلك جهازاً للرقابة الذاتية تعاون الجهات الرقابية الرسمية: بورصة الأوراق المالية أو الهيئة العامة لسوق المال أو كليهما، ويتوقع كذلك أن تسعى شركات الأوراق المالية لإنشاء نقابة فرعية أو رئيسية ككيان أقوى تجاه الجهات الرقابية الرسمية للحد من بعض الممارسات التي قد يشوبها التعسف.

ثالثاً: التزامات مصر بالنسبة لتحرير التعامل في الأوراق المالية

كما سلفت الإشارة في الجزء الأول من هذه الدراسة "رصد الواقع" فإنه لا توجد قيود على ممارسة أى نشاط يتعلق بسوق الأوراق المالية، ويتوقع طبقاً لخصائص السيناريو المرجعي الالتزام بأية تغييرات تستجد في هذا الشأن، ونتيجة لذلك يتوقع أن تتوسع تعاملات المصريين في أسواق المال الخارجية وأن تنشأ كيانات بالداخل بغرض الاستثمار في هذه الأسواق وما قد يمثله ذلك من ضغوط إضافية على الصرف الأجنبي.

رابعاً: العلاقة بين نمو سوق الأوراق المالية ونمو الاقتصاد العينى

بناء على اتفاقيات رسمية مع كل من البنك الدولى وصندوق النقد الدولى نفذت الحكومة المصرية ما يعرف ببرنامج الإصلاح الاقتصادى والتكيف الهيكلى وقد انتهت المرحلة الأولى منه الخاصة بالتثبيت الاقتصادى لكن لم يدخل الاقتصاد المصرى فى أجواء التطوير الهيكلى وتسريع معدل النمو الاقتصادى على النحو الذى كان متوقفاً من برنامج الإصلاح الاقتصادى بل العكس يلاحظ شواهد كثيرة للركود والتباطؤ الاقتصادى بالرغم من البيانات الرسمية بخصوص معدل النمو الاقتصادى الذى بلغ نحو ٥,٥ % فى عام ٢٠٠٠/٩٩ (طبقاً لبيان الحكومة المقدم لمجلس الشعب عن الخطة والموازنة لعام ٢٠٠١/٢٠٠٢ فى ٢١ يناير ٢٠٠١).

وفى الجزء الأول الخاص برصد الواقع (ص ٣٠٨) ورد أن الآراء اختلفت بشأن العلاقة بين أسواق المال ونمو الاقتصاد العينى حيث يمكن أن يكون اتجاه العلاقة من القطاع المالى إلى القطاع العينى أو العكس.. وبالنسبة للحالة المصرية لم يثبت اتجاه معين بين نمو سوق الأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلى الإجمالى خلال الفترة الماضية (ص ٣١٠) لكن ما تجدر الإشارة إليه أن تداول الأوراق المالية فى بداية نشاط بورصة الأوراق المالية فى النصف الثانى من التسعينات اعتمد على أسهم شركات قطاع الأعمال التى جرى خصصتها (شركات المطاحن، شركات الأسمنت، الأسمدة والكيمائيات، الإسكان والمقاولات... الخ) وعمليات الطرح الخاص لعدد من شركات القطاع الخاص القائمة.. ومع طرح شركة التليفون المحمول فى عام ١٩٩٨ كإصدار أولى تم تمويل ٣٠% من رأس المال عن طريق الاكتتاب العام (تعادل ٣٠٠ مليون جنيه حيث رأس المال الكلى ١٠٠٠ مليون جنيه) وكذلك شركة مدينة الإنتاج الإعلامى تم تمويل ٣٠% من رأس المال أيضاً عن طريق الاكتتاب

العام (تعادل أكثر من نصف مليار جنيهه ويبلغ رأس المال الكلى حاليا نحو ١,٧ مليار جنيهه) وقد كان التداول عليهما كثيفا عامى ١٩٩٩ و ٢٠٠٠. والمستفاد من هذه الإشارة أن النمو فى الاقتصاد العينى كان المحرك الأساسى لسوق التداول أو بورصة الأوراق المالية ومع حدوث بعض التراجع فى مؤشرات الاقتصاد الكلى انعكس ذلك على أداء الشركات المتداول أسهمها فتراجعت نتائج أعمالها مما أدى الى انتكاس وتراجع حجم وقيمة التداول بالنسبة لسوق الأسهم تأسثرا بذلك الى جانب التأثير بتراجع العديد من البورصات العالمية فى الفترة الأخيرة فى الولايات المتحدة وأوربا واليابان حيث هبطت قيمة التداول فى الشهور الستة المنقضية من عام ٢٠٠١ الى نحو ٣٠-٤٠ مليون جنيهه يوميا فى المتوسط مقارنة بنحو ٢٠٠-٣٠٠ مليون جنيهه فى الفترة المناظرة من عام ٢٠٠٠ (طبقا لإحصاءات التداول - الهيئة العامة لسوق المال) وقد عوض نشاط سوق السندات الكثيف فى الفترة الأخيرة التراجع الكبير فى سوق الأسهم.

ويلاحظ كذلك أنه خلال عامى ٢٠٠٠ وحتى يونيو ٢٠٠١ لم يستطع القطاع الخاص أن يجتذب من خلال سوق الأوراق المالية مصادر لتمويل استثمارات جديدة سواء بطرح أسهم للاكتتاب العام أو طرح سندات نظرا للجدل المثار بشأن رجال الأعمال فى مصر حيث منى معظم المستثمرين بالبورصة بخسائر ضخمة من الاكتتاب فى الطروحات الخاصة لأسهم شركات القطاع الخاص بسبب تراجع نتائج أعمال الكثير من الشركات التى بيعت أسهمها للجمهور مصحوبة بتوقعات وردية عند الطرح على الجمهور وجاء تعثر مجموعة لكح القابضة فى سداد الفوائد المستحقة للسندات التى أصدرتها وتحمل بنك القاهرة (الضامن للإصدار) لهذه الفوائد وأصل السندات لتقضى على جانب كبير من الثقة لدى الجمهور فى رجال الأعمال أو القطاع الخاص المصرى وبالتالي ليس أمام القطاع الخاص من مصادر متاحة للتمويل سوى تمويله الذاتى

والاقتراض من البنوك وحتى عملية الاقتراض من البنوك لم تعد أمرا سهلا فى ظل تعثر الكثير من رجال الأعمال فى الوفاء بمستحقات البنوك الأمر الذى يجعل من عملية منح ائتمان جديد أمرا عسيرا وترجمة ذلك ضعف النمو الاقتصادى.

إزاء ما تقدم فانه طبقا للسيناريو المرجعى وباستمرار الظروف الاقتصادية والسياسية الراهنة وتنامى مظاهر الفساد وانشغال الحكومة بمسائل روتينية تنفيذية وإهمال القضايا الاستراتيجية اكتفاء بشعارات فقدت مصداقيتها يتضمناها بيان أمام مجلس الشعب أو تصريحات للصحف والإصرار على عدم التوازن بين متطلبات الأجل الطويل والأجل القصير وما ينتج عن ذلك من إهدار للموارد وتعقيد أوضاع الاقتصاد المحلى (مثال الإصرار على المضى قدما فى تنفيذ مشروعات توشكى ، شرق التفريعة، نفق الأزهر .. الخ) فانه يتوقع تراجع معدل النمو الاقتصادى وبالتالي سيكون لذلك آثاره السلبية على سوق الأوراق المالية حيث الراجح مما تقدم أن العلاقة تسير من القطاع العينى إلى القطاع المالى وانه حتى تأخذ العلاقة اتجاها دائريا أى من العينى إلى المالى وبالعكس فذلك يتوقف على مدى تطبيق اعتبارات الإدارة الرشيدة على مستوى الحكومة وشركات القطاع الخاص Corporate Governance (وهو ما يطلق عليه البعض "حوكمة الشركات") وإدراك أن الحياة أخذ وعطاء.

خامسا: إيجابيات وسلبيات سوق الأوراق المالية المصرية كسوق ناشئة

من استقراء واقع بورصات الأوراق المالية تبين أن البورصات التى تتسم بالكفاءة والسيولة والانضباط تتواجد بالمجتمعات ذات الخصائص التالية:

▪ الديمقراطية حيث تداول السلطة وحرية الصحافة ووسائل الإعلام وبالتالي توافر آليات الشافية والإفصاح التي تعتبر الشرط الأساسي لوجود سوق للأوراق المالية يتسم بالكفاءة والانضباط.

▪ الاستقرار السياسي.

▪ الاستقرار الاجتماعي.

▪ استخدام أدوات السياسة المالية والنقدية في تصحيح وتطوير مؤشرات الاقتصاد الكلى.

▪ بنية أساسية متطورة من حيث المقاصة والتسوية ونظم التداول.

▪ تنوع المتعاملين (أفراد- مؤسسات) سواء من المقيمين أو غير المقيمين مع وجود مؤسسات تزيد من عمق السوق واتساعه وسيولته مثال المتخصصون وصناع السوق.

وتتواجد هذه الخصائص بالبورصات العريقة مثل بورصة نيويورك، لندن، باريس، طوكيو... الخ.

وبالنظر إلى سوق الأوراق المالية في مصر كالاقتصاد يصنف حالياً كالاقتصاد ناشئ (كبديل لمصطلح اقتصاد ينتمى للعالم الثالث بعد الترويج لمفهوم العولمة) نجد أن خصائص السيناريو المرجعي تبعد كثيراً عن الشروط الضرورية والكافية لوجود سوق أوراق مالية كفاء. فعلى مستوى النظام السياسى فإن السلطة محل احتكار لحزب واحد هو الحزب الذى يرأسه رئيس الجمهورية ولا ينتظر أن تحدث انفراجه فى هذا الشأن فى ظل سريان ذلك السيناريو .. بل حالياً تجرى دراسة تعديل النظام الانتخابى للبرلمان (دراسة العودة لنظام الانتخاب بالقائمة بدلاً من نظام الانتخاب الفردى الحالى) بعد توتر العلاقة بين أعضاء مجلس الشعب الذين ينتمون للحزب الحاكم أو المعارضة والحكومة من

خلال استجوابات اعتبرت ساخنة مثل استجواب البورصة الذى تولاه أحد النواب المعارضين (العضو / كمال أحمد) فى شهر مايو ٢٠٠١ ونال استحسان معظم نواب البرلمان بالإضافة إلى استجوابات ألغيت خاصة بالنظام المصرفى كان من المتوقع أن تكون أكثر سخونة.. والأسلوب الجارى دراسته للنظام الانتخابى يستهدف برلمانا مستأنسا من قبل الحكومة مع استبعاد تيارات تمثل مصدر إزعاج للنظام الحاكم مثال ممثلى التيار الإسلامى.

وفيما يتعلق بالاستقرار السياسى فهو أمر مرهون بالتوصل إلى تسوية نهائية مرضية لكافة الأطراف وهذا الأمر فى ظل الموقف العربى الراهن فى يد إسرائيل والولايات المتحدة الأمريكية أكثر من باقى أطراف الصراع وهذا الموضوع وحده يزيد من مخاطر الاستثمار فى البورصة المصرية ويجعلها عرضة للكبوات طويلة المدى باستمرار والدليل على ذلك أنه منذ بدء الانتفاضة فى نهاية سبتمبر ٢٠٠٠ وحتى الآن فإن تعاملات الأجانب فى البورصة المصرية تراجعت كثيرا وأصبحت تركز فقط على عمليات الاستحواذ Acquisition أكثر من التداول، بل ان تعاملات المصريين أنفسهم (أفراد - مؤسسات) تراجعت بنحو ٨٠%. وعلى مستوى الاستقرار الاجتماعى فإن الحكومة تتصرف بعكس ما تطلقه من شعارات فالحكومة بالشعارات منحازة لمحدودى الدخل وبالفعل مع الأغنياء وقد أوجز ذلك الدكتور زكريا عزمى - رئيس ديوان رئيس الجمهورية وعضو مجلس الشعب عند مناقشة قانون التمويل العقارى بأنه "قانون باسم الفقراء لخدمة الأغنياء" واستمرار ذلك الوضع له تأثيره السلبى على الاستثمار فى سوق الأوراق المالية من قبل صغار المستثمرين تجاه شركات طبقة ما يسمى "رجال الأعمال" المتداول أوراقها المالية بالبورصة حيث يتزايد العزوف عن الاستثمار فى تلك الأوراق المالية من قبل المستثمرين لخشيتهن من التورط فيما لا يحمد عقباه خاصة وأن الحكومة

ممثلة في الجهات الرقابية لا تتحرك التحرك المناسب إذا ما حدث تلاعب في أسعار الأوراق المالية من قبل كبار رجال الأعمال.

وفيما يتعلق بمؤشرات الاقتصاد الكلي وهي من أهم العناصر الموضوعية التي لها تأثيرها على البورصة فإن الحكومة في الفترة الأخيرة لاتستخدم السياسات المالية والنقدية بطريقة تدفع تلك المؤشرات لأفضل مثال الإصرار على تطبيق المرحلتين الثانية والثالثة من ضريبة المبيعات رغم ظروف الكساد الذي يخيم على الأسواق وفي نفس الوقت تمت الموافقة على تأجيل العمل بقانون الشيك لاعتبارات الكساد بالسوق!! ونفس الشيء بالنسبة لاستخدام سعر الفائدة لم تحسن الحكومة ممثلة في البنك المركزي في استخدامه لتنشيط الاستثمار وبالتالي الطلب الكلي .. ثم أسلوب التعامل مع قضية سعر الصرف والتي أدت إلى عودة ظاهرة الدويرة من جديد. كل هذه العناصر بالمنظور البورصوى تصب في خانة السلبيات التي تؤثر جوهريا في كفاءة البورصة وكيفية تحقيق وظائفها التمويلية والتنموية تبعا لذلك.

وعلى صعيد الارتباط بأسواق الأوراق المالية الأجنبية فان سوق الأوراق المالية في مصر تأثرت في البداية من خلال شهادات الإيداع الدولية Global Depository Receipts لنسبة من الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية مثال أسهم البنك التجاري الدولي، بنك مصر الدولي، أوراسكوم تيليكوم، السويس للأسمنت، القابضة للاستثمارات المالية (لكح- جروب).. الخ.. حيث كان لها تأثير على أسعار الأسهم بالبورصة المحلية كما أن التعامل بشهادات الإيداع ساهم في زيادة الطلب على الدولار لتمويل المشتريات ببورصة لندن من هذه الأسهم. ومحصلة تجربة شهادات الإيداع إجمالا جاءت سلبية سواء على صعيد النقد الأجنبي أو على صعيد أسعار الأسهم المحلية، ويتوقع خلال فترة التقدير زيادة في عمليات الإصدار سواء ببورصة لندن أو بورصة الولايات المتحدة

الأمريكية American Depository Receipts مع طرح أسهم الشركة المصرية للاتصالات وأسهم شركات الكهرباء بالإضافة إلى ما يمكن أن يطرح بمعرفة الأجانب من الأسهم المصرية التى تم امتلاكها عن طريق أسلوب الاستحواذ مما يتوقع معه تنامى درجة الانخراط مع البورصات الخارجية وتزايد الآثار السلبية على البورصة خاصة وأن مؤشرات الاقتصاد الكلى فى حالة تراجع فى السنوات الأخيرة ويتوقع استمرار ذلك الاتجاه فى ظل استمرار ذلك السيناريو ويدعم ذلك التوقع اقتراب فترة سريان الاتفاقية متعددة الأطراف مع بداية عام ٢٠٠٥ والدخول فى اتفاقية الشراكة المصرية الأوروبية ومازال الجدل بشأن صافى منافعها مثارا ومستمرا.

سادسا : دور الأجهزة الرقابية فى التحقق من سلامة الأداء بسوق الأوراق المالية

الأجهزة الرقابية لسوق الأوراق المالية تتمثل فى الهيئة العامة لسوق المال وبورصة الأوراق المالية، وقانون سوق المال الحالى أو الجديد المتوقع إصداره مع مطلع عام ٢٠٠٠ يكفل للأجهزة الرقابية تحقيق الانضباط فى سوق الأوراق المالية .. لكن هذه الأجهزة ليست بمعزل عما يجرى حولها من ظروف اقتصادية وسياسية واجتماعية وتشريعية تؤثر فيها إيجابا وسلبا .. وفى ظل توقع ازدياد الوزن النسبى للأجانب فى البورصة المصرية استحوذا وتداولاً .. ومع محاكاة قواعد العمل فى بعض البورصات خاصة البورصة الأمريكية من خلال المنح التى ترصدها المعونة الأمريكية لتطوير العمل بالبورصة المصرية .. فالمتوقع أن تؤدى الأجهزة الرقابية دورا أفضل فى مراقبة سلامة الأداء بسوق الأوراق المالية بما يتسق مع تواجد الأجانب فى الاقتصاد والبورصة.

(٢) سيناريو الدولة الإسلامية

أولا هيكل سوق الأوراق المالية

١. سوق الإصدار وسوق التداول

♦ فى هذا السيناريو فإن الدور الأساسى فى التنمية يقوم به القطاع الخاص وتخصيص الموارد يعتمد على اقتصاديات وآليات السوق، وستكون التوجهات الأساسية للإنتاج والاستثمار للمشروعات التى تكون منتجاتها (سلع وخدمات) تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

♦ مصادر تمويل المشروعات فى سوق الإصدار سوق تعتمد على المساهمات (مغلقة / اكتتاب عام) وأساليب التمويل الشرعية مثل المضاربة كبديل للاقتراض المصرفى..

♦ يتوقع أن يجتنب هذا النهج فى الاستثمار مدخرات كثير من الأفراد الذين لا يزالون مترددين بشأن الودائع المصرفية لشبهة الربوية برغم الفتاوى الأخيرة بمشروعيتها، علاوة على أن مشروعية منتجات الشركات سوف تحقق إقبالا على المساهمة فيها، وسوف يلعب الإعلام فى ظل هذا السيناريو دورا حاشدا ومعينا للجماهير من خلال التأكيد على مفهوم الاستخلاف على المال وخطورة الاكتماز فى الدنيا والآخرة والتركيز على أن الزبد يذهب جفاء وأن ما ينفع الناس يمكث فى الأرض.

♦ يتوقع حدوث إحجام من الاستثمارات الأجنبية سواء فى سوق الإصدار أو سوق التداول .. الأمر الذى سوف يؤثر على عملية الخصخصة فيما تبقى

من شركات قطاع الأعمال العام.. وهو ما سيؤدى إلى اضطلاع الدولة بدور أكبر لإدارتها وتوجيه جانب من الاستثمارات العامة نحوها من حيث الإحلال والتجديد.

♦ فى سوق التداول .. يتوقع أن تقوم الدولة بالمعاونة فى إنشاء تكوينات مثال شركات صانع السوق بغرض الحد من أى تلاعبات فى أسعار الأوراق المالية لتهديب آليات السوق من المبالغة فى تسعير الأوراق المالية أو تدهور أسعارها بلا مبرر اقتصادى وذلك فى إطار ترشيد التعامل فى الأوراق المالية وحماية المدخرين هذا بالإضافة إلى تهيئة الظروف التى تساعد على تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية وبدرجة كبيرة من العدالة وذلك بربطها بأداء الشركات الفعلية وحقائق مراكزها المالية.

٢. طبيعة الأوراق المالية المتداولة

♦ فى إطار هذا السيناريو لا يسمح بتداول الأوراق المالية إذا كانت تمثل نقودا أو ديونا فقط أو كليهما.. أى أن السندات بشكلها المتعارف عليه فى أسواق المال التقليدية لن يسمح بتداولها، وعلى ذلك فإن السندات التى سيكون السيناريو مضطرا للتعامل معها هى أرصدة السندات السائدة وقت بداية السيناريو (السندات الحكومية وسندات الشركات) حتى تواريخ استحقاقها.. على أن تحل محلها صكوك تمويل أخرى ذات عائد متغير على صورة مباحات ومضاربات شرعية.

♦ غير مسموح فى هذا السيناريو بعمليات الخيارات والمشنقات وعمليات البيع على المكشوف Short - Selling. باعتبارها تعاملات صورية لاتهدف سوى المضاربة على الأسعار فى سوق الأوراق المالية تؤدى إلى

الاضطرابات في سوق الأوراق المالية (القوانين الاقتصادية من منظور إسلامي، مركز صالح كامل، جامعة الأزهر ندوة رقم (١) ص ٨٢).

♦ الأسهم - في هذا السيناريو - هي أساس سوق الأوراق المالية حيث يتم بيعها وشرائها بتغطية نقدية كاملة Full - Cash - Cover ولا تجوز التجارة بالهامش Margin Trading.

٣. من حيث طبيعة المتعامل

♦ يتوقع نشاط كبير للأفراد في سوق التداول .. حيث سيكون سوق الأوراق المالية سوق أسهم بالأساس .. خاصة إذا ما تحقق التوقع الخاص بوجود مؤسسات مالية تحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية تبعاً لمستوى أداء الشركات والمراكز المالية المعلنة.

♦ يتوقع سرعة تكيف صناديق الاستثمار وشركات تكوين وإدارة المحافظ مع تطورات هذا السيناريو بإعادة النظر في هيكل الأصول المالية، ويتوقع التوسع في صناديق رأس المال المخاطر بما يتفق مع أهداف هذا السيناريو في توظيف المدخرات في المشروعات الاستثمارية.

٤. من حيث جنسية المتعاملين

♦ يتوقع انحسار تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية لاعتبارات سياسية في الأساس تتمثل في الاختلاف الإيديولوجي مع توجهات هذا السيناريو بصفة عامة.

♦ ويتوقع أن تتدفق استثمارات - تعويضها - من الدول العربية والإسلامية خاصة لو أمكن إحكام الرقابة على التداول وترشيد المضاربات على أسعار الأوراق المالية وإقامة المؤسسات الموازنة لأسعار التداول.

♦ وعلى ذلك فإن المصريين والمستثمرين من الدول العربية والإسلامية يتوقع أن يكونوا هم العملاء الأساسيين لسوق الأوراق المالية في هذا السيناريو .

٥ . من حيث الوحدات العاملة بسوق الأوراق المالية

♦ فيما يتعلق بنشاط الوساطة في الأوراق المالية، فإن شروط ممارسته في هذا السيناريو لا تختلف عن الشروط الموجودة في السيناريو المرجعي أو في أسواق الأوراق المالية عموماً.. وإن كان السيناريو الإسلامي لا يشترط أن تكون ممارسة نشاط الوساطة (السمسة) في الأوراق المالية على صورة شركة مساهمة، حيث يمكن ممارسته بصورة فردية، وبرغم ذلك فإنه لا يتوقع خروجاً على النظام السائد في هذا الشأن وهو الشركات المساهمة باعتبار ذلك مناسباً لظروف التداول في العصر الراهن.. فإذا كانت شركات الوساطة في الأوراق المالية تبلغ ١٥٢ شركة .. فإن أمر انخفاض هذا العدد أو زيادته مرهون بالنشاط في سوق الأوراق المالية وبتنوع أنشطة شركات الوساطة كإضافة نشاط الاستشارات وتأسيس الشركات باعتبارها أنشطة متصلة بنشاط الوساطة.. لكن يتوقع انخفاض عدد الشركات العاملة في هذا المجال.. حيث أن السوق في بدايته سوف يشهد فترة ترقب تمهيدا للتحويل تبعاً لمقتضيات هذا السيناريو بما يمكن أن يترتب عليه تراجع في عمليات التداول .. بل أن هناك شركات وساطة في الأوراق المالية تتمتع بتراخيص في مجال السندات يتوقع إلغاء هذه التراخيص لمخالفتها لتوجهات السيناريو في سوق الأوراق المالية، لكن مع استقرار السيناريو واتضاح سياساته يتوقع عودة النشاط للسوق بعد

عدة أعوام بالطبع .. وهنا ربما تسنح الظروف بدخول شركات وساطة جديدة (مع ملاحظة أن العدد سينخفض في بداية النموذج).

♦ يتوقع حدوث نمو في أنشطة صناديق الاستثمار المباشر أو رأس المال المخاطر برعوس أموال محلية وعربية ومن أقطار إسلامية.

♦ لا يتوقع في بداية السيناريو نموا في عدد صناديق الاستثمار المفتوحة وشركات إدارة المحافظ .. لكن المتوقع هو إعادة النظر في هيكل الأصول المالية نظرا للتغير المتوقع في طبيعة الأوراق المالية المتداولة حيث تكون الأسهم هي الأصول المالية شائعة التداول وانحسار التعامل في السندات ولكن بعد عدة سنوات من استقرار السيناريو وتجاوز شركات السوق الأولى فترة الإنشاء وتحقيق دخول .. يمكن مع إضافة أوراقها المالية للسوق الثانوية (التداول) أن يحدث نمو في عدد هذه النوعية من صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ.

ثانيا: البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية

▪ بورصة الأوراق المالية

يتوقع أن تتمتع بسلطات واسعة لضمان مصلحة المجتمع ومصلحة المتعاملين وضمان سمعة حسنة ولها في سبيل ذلك:

أ. تنفيذ اللوائح والقوانين المنظمة لعمل السوق

ب. مراقبة مدى التزام أعضاء السوق بتلك القوانين واللوائح

ت. اتخاذ ما تراه من إجراءات لدعم فاعلية السوق وتصحيح أى انحراف أو تقصير في تطبيق اللوائح.

ويتوقع أن تؤدي البورصة دورها من خلال عدد من اللجان (الإدارات) :

- لجنة قبول منفذى عمليات التداول

- لجنة التسعير

- مركز المعلومات وإشهارها

- لجنة المراقبة والحماية والتدقيق المالى

- لجنة التحكيم

- لجنة التأديب

(القوانين الاقتصادية من منظور إسلامى - مركز صالح كامل - جامعة

الأزهر - سلسلة الندوات (١) ص ٧٩)

▪ قواعد قيد الأوراق المالية

لا تختلف كثيرا عما سيكون عليه الوضع فى السيناريو المرجعى.. سوى أن التعامل فى سوق الأوراق المالية سيقصر على الأوراق المالية المقيدة أى أن كل التداول سيكون داخل المقصورة .. وبالتالى لن يكون هناك تداول خارج المقصورة OTC.

▪ الشفافية والإفصاح

تحظى مسألة الشفافية والإفصاح باهتمام السيناريو الإسلامى بتجميع المعلومات وتنظيمها وإشهارها (من خلال مركز المعلومات ولجنة المراقبة والحماية والتدقيق المالى) بغرض تمكين المتعاملين من اتخاذ قرار مسبب بالإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه وبغرض تحقيق العدالة فى التعامل والقضاء على الشائعات والأخبار المضللة .. ولتحقيق ذلك فإن البورصة ستقوم بإلزام الشركات المتداول أوراقها المالية بتقديم كافة المعلومات والإيضاحات المؤثرة فى سعر الورقة المالية.

▪ فيما يتعلق بطبيعة الورقة المالية (صكوك / حسابات بالحفظ المركزي) لا يتوقع أن يكون - في إطار هذا السيناريو- اعتراض على أن تكون المساهمات على صورة كشوف حساب بالحفظ المركزي.. باعتبار أن ذلك يغلق باب تزوير الأسهم بشكلها الورقي.

▪ فيما يتعلق بعمليات المقاصة والتسوية.. لا يتوقع أن يكون هناك اعتراض على نظام المقاصة والتسوية الحالي والذي يقوم مبدأ التسليم مقابل الدفع Delivery Versus Payment .. أي تسليم النقود مقابل الأسهم وهو ما يتفق مع توجهات السيناريو من رفض لعمليات البيع المكشوف والخيارات والمشتقات.. وأن المدة الحالية للتسوية T+3 لا يتوقع تخفيضها إلا من خلال تطوير تكنولوجيا لا يقتصر على جهة المقاصة أو البورصة وحدها ولكنه يمتد إلى المصارف والمؤسسات المالية وسلوك المتعاملين.

▪ بالنسبة لنظام التداول.. فإنه في ضوء تحريم عمليات الخيارات والمشتقات والبيع المكشوف .. فإن نظام التداول المطلوب سيكون أبسط في وظائفه .. وبالرغم من أن نظام التداول الذي تم إستحداثه بالبورصة اعتبارا من مايو ٢٠٠١ به وظائف كثيرة خاصة ما يتعلق بالخيارات والمشتقات على اعتبار أنه طبقا للسيناريو المرجعي كان التطور متجها إليها.. لذلك فإنه من المتوقع الإبقاء على نظام التداول القائم مع تعطيل الوظائف الأخرى لعدم الحاجة إليها في ظل هذا السيناريو.. وأن أي تطوير مستقبلي على نظام التداول يتوقع أن يتم بأيدٍ مصرية كنوع من الاعتماد على الذات ونظرا لقدرتها على تحقيق ذلك تجنباً لأي إنفاق غير رشيد في هذا الخصوص.

▪ بالنسبة لضمان التسويات .. لا يتوقع حدوث تراجع عن صندوق ضمان التسويات نظرا لنجاحه في ضبط عمليات التسوية منذ بدايته في يناير ٢٠٠٠

حيث لا يصطدم بأية موانع شرعية حيث يتفق مع غايات السيناريو من ضمان مصلحة المتعاملين تطبيقاً لقاعدة "متى كانت مصالح المسلمين فثمة شرع الله".

- بالنسبة لبوليصة التأمين ضد المسؤولية المهنية .. فالأمر يتوقف على موقف السيناريو من شرعية عملية التأمين.. وإن كان المتصور عدم الاعتراض عليها بحسبانها ضد أخطاء الوسطاء المهنية ولصالح المتعاملين.. حيث أن أخطاء الوسطاء الناتجة من مخالفة أوامر العملاء وحققت هذه الأخطاء خسائر للعملاء يجب على الوسيط تحملها كأن يشتري بئمن أعلى من أمر العميل أو يبيع بئمن أقل من أمر العميل .. فهنا يمكن من خلال هذه الوسيلة سداد حقوق العملاء بصرف النظر عن الموقف المالي للشركة.
- في مجال المنظمات ذاتية التنظيم .. لا يتوقع أن يكون للسيناريو اعتراضات على وجودها .. بل بالعكس سيكون هناك ترحيب بها باعتبارها من عناصر الارتقاء بالكفاءة المهنية للعاملين في الأوراق المالية وهو مما يزيد الإقنآن في العمل تطبيقاً لأحكام الشريعة.

ثالثاً : التزامات مصر بالنسبة لتحرير التعامل في الأوراق المالية

طبقاً لخصائص هذا السيناريو، فإنه وإن كان يقوم على اقتصاديات السوق وآلياته.. إلا أن التعامل مع العالم الخارجي لن يكون مفتوحاً بلا حساب بل يتوقع أن يقوم هذا التعامل على الانتقاء .. بحيث يمكن فرض قيود على جنسيات معينة في التعامل بسوق الأوراق المالية تناسب الإسلام والمسلمين العداء .. فتكون هناك حساسية مثلاً تجاه إسرائيل أو الولايات المتحدة الأمريكية.. وبطبيعة الحال يمكن أن تتعرض مصر لعقوبات منظمة التجارة العالمية WTO في حالة فرض أية قيود في مجال الخدمات المالية عموماً ومجال الأوراق المالية على وجه

الخصوص .. وسيكون الوازع فى إتباع هذا الانتقاء فى إطار السيناريو الإسلامى أن تستخدم البورصة فى السيطرة على شركات بعينها متداول أوراقها فى البورصة بما يهدد الأمن القومى.

رابعاً: العلاقة بين نمو سوق الأوراق المالية والاقتصاد العينى

يقوم هذا السيناريو على التركيز على خطط التنمية الاقتصادية التى تعتمد فى ناحية التمويل على المشاركات وعلى السوق المحلية وعلى الفائض الذى يمكن تعبئته محلياً واستخدامه الفعال فى تحقيق التنمية بإنشاء وتنمية المؤسسات التى تكون مهمتها تجميعه، بدلاً من التركيز على الاقتراض من المؤسسات الدولية وحركة رؤوس الأموال الخارجية لارتفاع أعبائها وشروطها المجحفة التى تتعارض مع المصالح القومية الاقتصادية وأولويات خطة التنمية.

وفى هذا السيناريو من المتوقع أن يتم تصميم أجهزة سوق الأوراق المالية بحيث تكون متحيزة للنشاط الإنتاجى دون أنشطة المضاربات وعلى جانب النشاط الحقيقى وليس النشاط الصورى بحيث تتم معاملات سوق الأوراق المالية بدرجة عالية من الكفاءة والأمانة والعدالة فى تسعير الأوراق المالية وتجنب عمليات الغش والشائعات والاحتكار بفرض التلاعب فى أسعار الأوراق المالية صعوداً وهبوطاً.

وعلى ذلك يتوقع - فى إطار سعى السيناريو إلى التكافل الاجتماعى والقضاء على البطالة - أن تؤدى سوق الأوراق المالية دوراً فعالاً فى تنشيط عمليات الاستثمار .. لكن حجم هذا النشاط الاستثمارى رهن فى الأساس بحجم ونسبة الادخار المحلى من الناتج المحلى الإجمالى .. حيث طبقاً للظروف الدولية التى ستحيط بمصر فى حال تطبيق ذلك السيناريو، لن يكون ممكناً تجنب استثمارات خارجية كبيرة.

خامسا : تقييم دور سوق الأوراق المالية

فى إطار المبادئ الأخلاقية للسيئاريو فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح على النحو سالف الذكر فى موضع سابق، والسعى إلى الكفاءة والعدالة فى تسعير الأوراق المالية وتجنب المضاربات الصورية على أسعار الأوراق المالية وفى إطار ما يتضمنه السيناريو من توجيه الاهتمام للسوق الأولية بتسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابى على الاقتصاد القومى ومنها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية.. واستخدام سوق الأوراق المالية فى إجراء الإكتتابات العامة لضمان توزيع الأسهم على أكبر عدد ممكن من المدخرين الأفراد من موظفين وعمال وزراع.. الخ.

ويتوقع فى هذا السيناريو أن تتم تقييم تجربة شهادات الإيداع الدولية .. حيث أن خلاصة تجربتها المضاربة الشديدة على الأسعار بما يسبب تقلبات موازية بأسعار الأسهم المحلية ومالها من آثار سلبية على النقد الأجنبى.. وهو ما يتعارض مع أهداف السيناريو .. بما قد يتوقع معه عودة الشهادات إلى مصر مرة أخرى وتحويلها لأسهم مرة أخرى.. خاصة وأن الأجانب سيكون لهم موقف سلبى من هذا السيناريو.. خاصة وأن هناك نوعية من الأسهم بعض منتجاتها مخالفة للشريعة (الأهرام للمشروبات) من المتوقع إلغاء قيدها وشطبها من جداول البورصة.

لكن إيجابيات وسلبيات سوق الأوراق المالية ستتوقف على عوامل هامة مثل درجة الإستقرار السياسى ودرجة الحرية السائدة إلى جانب الإستقرار الاجتماعى.. والظروف الدولية السائدة فى ظروف تفعيل السيناريو والتي يتوقع ألا تكون مواتية مثال الصراع العربى الإسرائيلى والضغط الدولية لإفشال

السيناريو .. لكن مما سيحد من هذه العناصر أن السيناريو في الأساس سوف يعتمد على الموارد والمدخرات المحلية.

سادسا: دور الأجهزة الرقابية في التحقق من سلامة أداء سوق الأوراق المالية

في هذا السيناريو تكون إدارة البورصة بلجانها المختلفة سألقة البيان هي المنوط بها أداء الدور الرقابي على سلامة الأداء في سوق الأوراق المالية.. ومن المتصور في سوق الأوراق المالية في هذا السيناريو أن تكون الرقابة على درجة عالية من الصرامة حرصا على مصالح المتعاملين بما يضمن الكفاءة والعدالة في التسعير بعيدا عن التناجش (الزيادات الصورية) خاصة أن الأسهم ستكون - كما سأفت الإشارة - هي المادة الأساسية لسوق الأوراق المالية وأن التعاملات يسودها الأساس النقدي أو التسليم مقابل الدفع DVP مع استبعاد الخيارات والمشتقات والبيع المكشوف.

(٣) سيناريو الرأسمالية الجديدة

اولا : هيكل سوق الأوراق المالية

سوق الإصدار وسوق التداول

- يتوقع طبقا لتوجيهات السيناريو-أن ينشط السوق الأولى أو سوق الإصدار، فالدولة فى هذا السيناريو منحازة بشكل اساسى للطبقة الرأسمالية المنتجة. ومن المؤكد انتهاجها لسياسات محفزة للقطاع الخاص فى الداخل والخارج بجذب رأس المال المصرى والعربى للمستثمر فى الخارج بالإضافة إلى رأس المال الأجنبي. ويعزز ذلك أن هذا السيناريو ينطلق من تقبل العولمة كأمر واقع.
- يتوقع استمرار تنفيذ برنامج الخصخصة إلا أنه سيخضع للمراجعة بقصد تأجيل خصخصة بعض المشروعات أو بقصد استبعاد بعض المشروعات من برنامج الخصخصة باعتبارها ضرورية للتنمية ولتركيز اهتمام القطاع الخاص على إقامة مشروعات جديدة.
- دور الدولة فى هذا السيناريو يقوم على إدراك أن العبء الاساسى للتنمية معقود لرأس المال الخاص الوطنى والاجنبى، وأن الدور الرئيسى فى تخصيص الموارد تقوم به آليات السوق بضوابط من الدولة وفى هذا الإطار يتوقع استمرار عمليات الاستحواذ من قبل الأجانب فى الشركات التى يرغبون السيطرة عليها مثال شركات الأسمنت، الأدوية والبنوك .. الأمر الذى يتوقع تأثيره السلبي على تداول الأسهم محل الاستحواذ من حيث التداول نظرا لانخفاض النسبة الحرة المتداولة free-float وكذلك تراجع أسعار هذه الأسهم وتأسيسا على السوابق التى حدثت فى عمليات الاستحواذ

السابقة بل وفي حالة الاستحواذ الكامل (١٠٠%) فإنه يمكن توقع انسحاب الورقة المالية من جداول القيد بالبورصة .. وبطبيعة الحال فإن ذلك يؤثر على عمق السوق بانخفاض عدد الشركات المالية المقيدة، لكن سيتوقف الأمر على إمكانية التعويض التي تتحقق من قيد اسهم شركات جديدة يفرزها سوق الإصدار.

طبيعة الأوراق المتداولة

في ضوء منطلقات هذا السيناريو يتوقع ألا تكون هناك أية موانع في تداول أى نوعية للأوراق المالية: اسهم - سندات (حكومية-شركات)، إدخال الخيارات والمشتقات .. وكافة الأدوات المستخدمة في البورصات العالمية .. وانما سيتوقف الأمر على توقيت دخول الأدوات الجديدة (خيارات-مشتقات، التجارة الهامشية في الأوراق المالية... الخ) تبعاً لدرجة استقرار السيناريو .. وبطبيعة الحال فإن الأدوات الجديدة سوف تبدأ في الظهور بعد عدد من السنوات من تشغيل السيناريو وذلك في ضوء دراسة تجارب بعض البورصات الناشئة مثال بورصات دول جنوب شرق آسيا .. ومسئولية مثل هذه الأدوات عن أزمات البورصات بها .. وتحديد سبل وتوقيت ودخولها مع تقليل مخاطرها في أحداث أزمات مالية.

من حيث طبيعة المتعاملين

في ضوء توجهات السيناريو من عدم الاهتمام بإعتبرات توزيع الدخل على الأقل في سنوات تشغيله الأولى .. فالمتوقع أن يخرج عدد كبير من صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية في بداية تشغيل السيناريو واقتصار التعامل في البورصة أو سوق التداول على كبار العملاء، وفي نفس الوقت يتوقع تنامي

الدور الأساسى فى التداول على (صناديق استثمار-بنوك- شركات تأمين- شركات إدارة المحافظ) ..

من حيث نسبة المتعاملين

يتوقع فى ظل توجهات السيناريو نحو الديمقراطية والتحيز للقطاع الخاص أن يكون هناك ترحيب بتعاملات غير المقيمين (عرب وأجانب) بسوق الأوراق المالية الى جانب المقيمين (أفراد ومؤسسات) .. وان كانت تعاملات الغير مقيمين سوف تتسم بالتحفظ فى بداية تشغيل السيناريو للتأكد من وضوح السياسات الاقتصادية للسيناريو .

من حيث الوحدات العاملة بسوق الأوراق المالية

- بالنسبة لشركات الوساطة فى الأوراق المالية يتوقع انخفاض عددها اندماجا أو خروجها من السوق لانحسار عدد المتعاملين (مؤسسات-أفراد) فى بداية تشغيل السيناريو بسبب خروج عدد كبير من صغار المستثمرين من حلبة التداول .
- يتوقع زيادة عدد صناديق الاستثمار بعد فترة من تشغيل السيناريو تبعا لوضوح اتجاه السياسات الاقتصادية للسيناريو واستقرارها .. وانعكاس ذلك على الأداء فى سوق الأوراق المالية .. خاصة وان السيناريو سيكون مرحبا بصناديق المعاشات التكميلية الى جوار المعاشات الإلجبارية.
- يتوقع التوسع فى صناديق الاستثمار المباشر أو رأس المال المخاطر محلية أو اجنبية بما يحقق أهداف تنشيط سوق الإصدار (السوق الأولى) اتساقا مع تحيز الدولة للرأسمالية المنتجة.

ثانياً: البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية

قواعد قيد الأوراق المالية:

لا يتوقع أن يختلف الوضع عما سبق ذكره في السيناريو المرجعي بشأن شروط القيد الجديدة واهمها الا تقيد سوى الشركات الربحة وان يكون مضى عليها مدة لا تقل عن ثلاث سنوات.

قضية الشفافية والإفصاح

في ضوء نهج النخبة الحاكمة في إتاحة مجال واسع للممارسة الديمقراطية يتوقع ان تشهد عملية الشفافية والإفصاح تقدماً كبيراً على النحو الذى يحقق مصالح المتعاملين.

بالنسبة لحفظ الأسهم مركزياً

لايختلف الوضع عن السيناريو المرجعي من حيث المضى قدماً في مسألة حفظ الأسهم مركزياً.

المقاصة والتسوية

في بداية تشغيل السيناريو (الخمس سنوات الأولى) فإن فترة +3 للتسوية سوف تكون مرضية، لكن في إطار اهتمام السيناريو بالتطوير التكنولوجى .. فإنه يمكن استغلال ذلك في تخفيض فترة التسوية لأقل من ذلك.

نظام التداول

نعتمد أن نظام التداول الذى بدأ اعتباراً من يونيو ٢٠٠١ .. يمكن أن يكون مناسباً في إطار هذا السيناريو لشموله أدوات بورصية تناسب المرحلة القادمة

من خيارات ومشتقات، وفى حالة الرغبة فى تطوير نظام التداول فإن ذلك يمكن تحقيقه بالقدرات المحلية التى يتوقع أن تكون قد بلغت مستوى أرقى فى ظل اهتمام السيناريو بالبحث العلمى والتطوير التكنولوجى.

بالنسبة لأسعار التداول

يتوقع بعد فترة من تشغيل السيناريو إلغاء القيود على أسعار التداول والتخلص من السقوف السعرية الحالية التى تحدد أقصى ارتفاع بنسبة ٥% وادنى انخفاض بنسبة ٥% أيضا اعتمادا على التقدم فى مسألة الشفافية والإفصاح والارتقاء بمستوى الرقابة على أداء سوق الأوراق المالية.

بالنسبة لصندوق ضمان التسويات

يتوقع استمراره.

بالنسبة لبوليصة التأمين ضد مخاطر المسؤولية المهنية

يتوقع استمرارها وتطويرها.

بالنسبة للمنظمات ذاتية التنظيم

يتوقع دعمها ومعاونتها فى تطوير السلوك المهنى للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

ثالثا: التزامات مصر بالنسبة لتحرير التعامل فى الأوراق المالية

يتوقع طبقا لهذا السيناريو استمرار مصر فى هذه الالتزامات مع الحرص على تحسين الشروط المصاحبة لعملية التحرير من خلال التكتل مع النخب

الحاكمة في الدول النامية الأخرى لإطالة الفترات الانتقالية في اتفاقات منظمة التجارة العالمية.

رابعاً: العلاقة بين نمو سوق الأوراق المالية ونمو الاقتصاد العيني

منطلقات هذا السيناريو تشير إلى الحرص على نمو الاقتصاد العيني من خلال التحيز للقطاع الخاص الإنتاجي على ما سلف بيانه، وعلى ذلك يتوقع أن تنشط السوق الأولية في إطار سوق الأوراق المالية بغرض تعبئة المدخرات لتمويل مشروعات القطاع الخاص من خلال أسهم تطرح للاكتتاب العام أو السندات وتمويل مشروعات الحكومة في مجال البنية الأساسية مما يعتقد أن القطاع الخاص غير قادر على إقامته.. وفي إطار هذا السيناريو أيضاً يكون النشاط في سوق التداول محفزاً على تنشيط السوق الأولى طالما تؤدي البورصة وظيفتها في تسييل الأصول المالية جزئياً أو كلياً بما يسمح بإعادة الاستثمار في السوق الأولى.

خامساً: تقييم سوق الأوراق المالية كسوق ناشئة

- يتوقع لسوق الأوراق المالية مع تشغيل هذا السيناريو أن تؤدي دوراً إيجابياً بالنسبة لسوق الإصدار كما سلف البيان، كما يتوقع انضباط أكبر في سوق التداول في ظل الحرص على عملية الشفافية والإفصاح وتطوير الأسلوب الرقابي للسوق.
- المشكلة سنكمن في المضاربات التي يجيدها الأجانب في تعاملاتهم حتى لاتحدث هزات مؤثرة بالسوق.. ويتوقع في إطار هذا السيناريو فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية المحققة من عمليات البيع إذا لم تمكث الاستثمارات في سوق التداول مدة معينة، وستكون استخدامات السيناريو للسياسة النقدية (سعر الفائدة وسعر الصرف) دوراً مهماً في ضبط

المضاربات فى سوق الأوراق المالية فى ضوء دراسة تجريبية النمو
الأسبوية.

- يتصور مع تشغيل هذا السيناريو استمرار العمل بنظام شهادات الإيداع الدولية بل وإصدار أسهم مصرية فى أسواق المال الدولية نظرا لأن منطلق هذا السيناريو التسليم بالعولمة كأمر واقع يجب التآلف معه، وهذا الأمر سيشكل ضغوطا على أسعار الأسهم المحلية وأيضاً على سعر الصرف، وقد يحد من ذلك نجاح السيناريو فى الحفاظ على التوازن الكلى فى الاقتصاد وتفادى التضخم والعجز الكبير فى الموازنة العامة للدولة وتحسين وضع الميزان التجارى بزيادة المقدرة التصديرية.

سادساً: دور الأجهزة الرقابية

- يتوقع - فى ظل خصائص هذا السيناريو- التعامل مع سوق الأوراق المالية والبورصات تعاملًا جدياً باعتبارها المرآة التى تعكس كافة حقائق الحياة الاقتصادية .. وباعتبارها من أهم وسائل اجتذاب التمويل اللازم للحكومة وللقطاع الخاص لتمويل المشروعات والتقدم فى عملية التنمية.
- لذلك فالمتوقع أن يتطور أداء الأجهزة الرقابية سواء كانت البورصة أو الهيئة العامة لسوق المال.. بما يحقق ضبط التعامل فى الأسواق بالقضاء على تسرب المعلومات الداخلية قدر الإمكان.. والتقدم فى مسألة الشفافية والإفصاح.. وأن تتوافر القدرات الفنية والآلية التى من خلالها يتم ضبط أية مخالفات فى مهدها.. وفى حال ضبطها تكون هناك عقوبات صارمة للحد من هذه المخالفات لضمان صالح المتعاملين.

(٤) سيناريو الاشتراكية الجديدة

أشرنا في الجزء الخاص برصد واقع سوق الأوراق المالية في مصر إلى أن سوق الأوراق المالية إحدى لوازم اقتصاد السوق. وسيناريو الاشتراكية الجديدة تتبلور منطلقاته الاقتصادية فيما يلي:

١. رفض تحرير الاقتصاد وإطلاق قوى السوق.
٢. إمكانية الانسحاب من بعض الاتفاقات والمنظمات الدولية على أساس أن ما تنطوي عليه من التزامات جائر أو سابق لأوانه في الظروف المصرية.
٣. الدور الأساسي في رسم توجهات التنمية وتحريك عجلاتها يقع على الدولة، وتمارس الدولة دورها التنموي بمزيج من التخطيط وآليات السوق الخاضعة لرقابة وتحكم الدولة.
٤. بداية السيناريو يفترض أن تشهد عملية إعادة توزيع كبرى للثروة والدخل.
٥. يتوقع أن تشهد بداية السيناريو - أيضا - توسعا كبيرا في الملكية العامة مع تشجيع رأس المال الوطني على الاستثمار العيني في مجالات تحددها خطة الدولة، مع إمكانية الاستعانة برأس المال الأجنبي في حالات محددة كالصناعات الحديثة ذات الكثافة التكنولوجية أو عالية المخاطر.
٦. متصور إعادة تأميم بعض المشروعات الإستراتيجية التي سبق خصصتها.
٧. تحقيق التنمية المستقلة بتنمية القدرات الوطنية وتخفيض درجة الاعتماد على الخارج مع تنمية القدرة التصديرية كأحد عناصر إستراتيجية التنمية.

بطبيعة الحال فإن منطلقات السيناريو.. لا يصلح معها وجود سوق للأوراق المالية.. بل أن سوق الأوراق المالية القائمة سوف تصاب بالضمور والتجمد مثلما حدث بعد تجربة التأميمات في الستينات.

(٥) سيناريو التآزر الإجماعى

هذا السيناريو يقترب من مفهوم "تحالف قوى الشعب" الذى تضمنه الميثاق الوطنى فى الستينات.. وأهم منطلقات هذا السيناريو فى النطاق الاقتصادى يمكن إيجازها فى التالى:

١. التحفظ فى الانفتاح على العالم والتحفظ على حرية الأسواق والعمولة.
٢. بطء تحرير الاقتصاد.
٣. محاولة تحسين شروط العديد من الاتفاقيات الدولية بالتعاون مع الدول العربية ودول العالم الثالث.
٤. المزاجية بين دور ريادة كبير للدولة فى التنمية ودور نشط للقطاع الخاص المنتج وبالتالي المزاجية بين آليات التخطيط وآليات السوق.
٥. دور السوق أكبر مما هو متاح فى سيناريو الاشتراكية الجديدة وأقل مما هو متاح فى سيناريو الرأسمالية الجديدة.
٦. المزاجية بين تنشيط الادخار والاستثمار المحلى واجتذاب رأس المال الأجنبى باعتباره مكملا للادخار والاستثمار المحلى.
٧. المرجح أن يتم الإقلاع عن سياسة الخصخصة.. وبذل جهود كبيرة فى رفع مستوى أداء القطاع العام (المتبقى من برنامج الخصخصة).
٨. الاهتمام بعدالة التوزيع وتكافؤ الفرص وترشيد الاستهلاك.
٩. سياسة التنمية تقوم على إشباع الحاجات الأساسية والتصنيع المستند إلى حماية مؤقتة ومرتجة إلى جانب التصدير.

١٠. حرصا على الموارد المحدودة من الطاقة سيتم الحد من قيام صناعات كثيفة الاستهلاك للطاقة.

في ظلال منطلقات سيناريو التآزر الاجتماعي.. فإنه في الفترة الأولى لتشغيل السيناريو.. (السنوات العشر الأولى على الأقل) لا تكون هناك حاجة ماسة لوجود سوق للأوراق المالية.. فالدولة لها الريادة في عملية التنمية وأن القطاع الخاص المنتج لن يكون بالضرورة على صورة شركات مساهمة (وهو النوعية من الشركات التي يتم قيدها بالبورصات بل يمكن أن تتخذ نمط المشروعات الصغيرة التي يمكن أن تكون على صورة مؤسسات فردية أو شركات أشخاص (توصية بسيطة - تضامن) حيث أن تشجيع التكنولوجيات الملائمة للمشروعات الصغيرة من القضايا ذات الأولوية في هذا السيناريو نظرا لاهتمام السيناريو بالعدالة الاجتماعية وتكافؤ الفرص وإشباع الحاجات الأساسية.

في الفترة الثانية (السنوات العشر الأخيرة) وفي ضوء نتائج الفترة الأولى.. يتوقع تحرير أكبر للاقتصاد واضطلاع القطاع الخاص بدور أكبر على حساب دور الدولة.. ولكن في إطار من رقابة الدولة بما لا يخل بأهداف السيناريو. ونعتقد أن ضغوط الاقتصاد الدولي سوف تلعب دورا مهما في اتجاه التحرير الاقتصادي وتفعيل أكبر لدور آليات السوق. هنا يمكن أن يكون لسوق الأوراق المالية دور في تعبئة التمويل اللازم للمشروعات بما يعيد الحياة لسوق الإصدار. وربما تجد الدولة أنه لتأكيد قبولها لتحرير أكبر في الاقتصاد أن تقوم بخصخصة بعض شركات القطاع العام. وفي هذه الحالة سيكون التعامل مع البورصة أشبه بما تم مع ما سمي ببرنامج الإصلاح الاقتصادي في التسعينات. ويكون السيناريو مشابه لما ورد في رصد جوانب سوق الأوراق المالية في القسم (أولا) من الباب الثالث.