

## العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ونجاح برنامج الخصخصة في مصر خلال الفترة من 2001-1992

The relationship between the efficiency of stock market and the success of privatization program in Egypt during 1992-2011

د/ محمد عثمان عبد الواحد السيد<sup>1</sup>

### مستخلص:

تعد كفاءة سوق الأوراق المالية أحد متطلبات تطبيق سياسة الخصخصة الناجحة كما تساعد الخصخصة على توسيع سوق الأوراق المالية ، وكذلك تؤدي إلى تعميق السوق، ولما كان تطبيق برامج الخصخصة بمفهومها الضيق من خلال البيع المباشر للمستثمرين الرئيسيين دائماً مثار جدل، ينادى البعض بضرورة تطبيق تلك البرامج من خلال الطرح العام، ولكن دائماً ما تثار اشكالية مدى العلاقة بين نجاح تطبيق برنامج الخصخصة وكفاءة سوق الأوراق المالية. لذا تهدف الدراسة الى بحث مدى العلاقة المتبادلة بين كفاءة سوق الأوراق المالية وبرنامج الخصخصة لتحديد مدى نجاح سوق الأوراق المالية في مصر في المساهمة في نجاح عملية الخصخصة وتحديد مدى نجاح عملية الخصخصة ذاتها في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية، وفي سبيل ذلك يتبع المنهج الوصفي التحليلي المبني على الاستقراء لبحث العلاقة المتبادلة بين كفاءة سوق المال وتطبيق برامج الخصخصة خلال الفترة من عام 1992 إلى عام 2011، وصولاً الى تفسيرات تمكن من وضع قواعد ارشادية من شأنها تنمية تلك العلاقة الايجابية المتبادلة، وقد توصلت تلك الدراسة الى أن سوق الأوراق المالية في مصر قد ساهم بفاعلية في إنجاح عملية الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية ، كما أن الخصخصة نفسها من خلال أسلوب الطرح العام نجحت في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال توسيع حركة التعامل فيه وتعميقه، ومن ثم فإن هناك علاقة متبادلة بين نمو سوق المال ونجاح برنامج الخصخصة وأن اعتماد الحكومة على أسلوب البيع لمستثمر رئيسي سواء من خلال الطرح الخاص أو البيع المباشر بصورة أكبر من أسلوب الطرح العام.

الكلمات المفتاحية: سوق الاوراق المالية – الخصخصة – كفاءة سوق المال – الاستثمار – الأوراق المالية

### **Abstract:**

The efficiency of the stock market is one of the most important requirements to implement a successful privatization policy. Privatization also helps in expanding the stock market, as well as deepening the market, and since the application of privatization programs in its narrow concept through direct selling to major investors has always been a subject of controversy, some advocate the need to implement those programs from the public subscription, but the problem of the extent of the relationship between the success of the privatization program and the efficiency of the stock market is always raised. Therefore, the study aims to examine the extent of the mutual relationship between the efficiency of the stock market and the privatization program to determine the extent of the success of the stock market in Egypt in contributing to the success of the privatization process and determine the extent of the success of the privatization process itself in revitalizing the Egyptian stock market, and for this it

<sup>1</sup> مدرس المالية العامة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية ، مصر

follows the descriptive analytical approach built on extrapolation to discuss the mutual relationship between the efficiency of the money market and the application of privatization programs during the period from 1992 to 2011, leading to interpretations that enable the development of guiding rules that would develop that positive, mutual relationship, and that study has concluded that the stock market In Egypt, it has actively contributed to the success of the privatization process and the expansion of the ownership base, and the privatization itself through the public offering method has succeeded in revitalizing the stock market by expanding and deepening the movement of trading in it, and then there is a correlation between the growth of the capital market and the success of the privatization program, and that The government's reliance on the method of selling to a major investor, whether through private placement or direct selling, more than the public offering method.

**Key Words:** Stock market, Privatization, Efficiency of the stock market, Investment, Securities

#### **1-مقدمة:**

هناك إرتباط وثيق بين نجاح برنامج الخصخصة وتطوير سوق رأس المال، فتنفيذ برنامج الخصخصة وبيع شركات القطاع العام يحتاج بداية إلى إصلاح سوق رأس المال حتى تكون هناك سوق حقيقية للتداول عند طرح أسهم الشركات المطروحة، ويعتبر توافر السوق الكفاء أحد متطلبات تطبيق سياسة الخصخصة كما أن وجود سوق منظم لتداول الأوراق المالية يؤدي إلى إمكانية تسهيل الأصول المالية بسهولة مما يعطى الأوراق المالية أحد أبرز سماتها وهي جذب الشركات الراغبة فى الحصول على التمويل، وعلى الجانب الأخر تساعد الخصخصة على توسيع السوق من خلال السماح بدخول مستثمرين جدد محليين ودوليين، وكذلك تؤدي إلى تعميق السوق من خلال إتاحة الفرصة لدخول شركات ذات مراكز مالية قوية، ويؤدي ذلك إلى أن تصبح سوق الأوراق المالية إنعكاساً حقيقياً لقوى العرض والطلب على الأموال والإستثمارات والمعلومات المتاحة فى السوق المالى بما يحقق استمرارية وعدالة السوق.

#### **1-1 مشكلة الدراسة:**

لكى تنجح برامج الخصخصة سواء فى الدول المتقدمة أو الدول النامية لا بد من توافر مجموعة من العوامل التى تهيء لتلك التجربة المناخ الملائم للنجاح منها الثقافة المجتمعية والقبول المجتمعى للفكرة من الأساس والأيدولوجية الإقتصادية المطبقة وكذلك مدى توافر الآليات التى يمكن من خلالها التطبيق الفعال لبرنامج الخصخصة، ولما كان تطبيق برامج الخصخصة بمفهومها الضيق من خلال البيع المباشر للمستثمرين الرئيسيين دائماً مثار جدل ومحل سخط من قبل المجتمعات بالأخص النامية ينادى البعض بضرورة تطبيق تلك البرامج من خلال الطرح العام بأسواق الأوراق المالية تفادياً لمشكلات البيع المباشر للمستثمر الرئيسى ولكن دائماً ما تثار اشكالية مدى العلاقة بين نجاح تطبيق برنامج الخصخصة وكفاءة سوق الاوراق المالية بالأخص فى الدول النامية، لذا فى محاولة لتقييم مدى نجاح برنامج الخصخصة المطبق فى مصر تسعى تلك الدراسة فى محاولة للإجابة على التساؤلات الآتية:-

- هل حدثت طفرة نوعية فى سوق الأوراق المالية المصرى مقارنة بما كان سائداً فى بداية فترة التسعينات وما قبلها؟

- هل كان لصفقات الخصخصة المنفذة من خلال سوق الأوراق المالية دوراً في تنشيط سوق الأوراق المالية المصري وزيادة عمقه واتساعه؟
- هل نجح سوق الأوراق المالية المصري فعلياً في استيعاب كل إصدارات واكتتابات صفقات الخصخصة المنفذة من خلاله أم كان هناك مساوئ وأساليب الطرح العام؟

#### 2-1 هدف الدراسة :

- يتمثل هدف الدراسة في دراسة العلاقة المتبادلة بين كفاءة سوق الأوراق المالية وبرنامج الخصخصة في مصر وقد سعى الباحث الى تحقيق هذا الهدف من خلال مجموعة من الاهداف الفرعية تتمثل في:
  - دراسة مراحل تطور تطبيق برنامج الخصخصة المصري وكذلك تطور سوق الأوراق المالية في مصر.
  - تقييم دور سوق الأوراق المالية في نجاح برنامج الخصخصة المصري وكذلك تقييم دور برنامج الخصخصة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر.
  - مقترحات بشأن تفعيل العلاقة بين تنفيذ عمليات الخصخصة ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
- حيث يسعى الباحث لتحديد مدى نجاح سوق الأوراق المالية في مصر في المساهمة في نجاح عملية الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية لأسهم الشركات التي تم طرحها للبيع، وعلى جانب آخر تحديد مدى نجاح عملية الخصخصة ذاتها في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية من خلال توسيع حركة التعامل فيه وتعميقه.

#### 3-1 منهجية الدراسة و مصادر البيانات :

- في ضوء إشكالية الدراسة وفي سبيل تحقيق هدف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها ينتهج الباحث المنهج الوصفي لدراسة تطورات تنفيذ برنامج الخصخصة وكذلك تطور سوق الأوراق المالية والمنهج الوصفي التحليلي المبني على الاستقراء لبحث العلاقة المتبادلة بين كفاءة سوق المال وتطبيق برامج الخصخصة من خلال استعراض وتحليل المؤشرات الاقتصادية المعنية بتقييم تلك العلاقة وسعيًا في اثبات صحة الفروض الآتية:

- نجاح سوق الأوراق المالية في مصر في تسويق صفقات الخصخصة المنفذة من خلاله.
  - نجاح تطبيق برنامج الخصخصة المصري في تنشيط سوق الأوراق المالية المصري.
  - هناك علاقة متبادلة بين نمو و تطور سوق رأس المال ونجاح برنامج الخصخصة.
- وصولاً الى تفسيرات ونتائج يستخدم على أثرها المنهج الاستنباطي في وضع قواعد ارشادية من شأنها تنمية تلك العلاقة الايجابية المتبادلة ، وقد تم تجميع المعلومات اللازمة لتحقيق ذلك من البيانات الكمية والكيفية الواردة في الوثائق والتقارير والمواقع الالكترونية و المؤسسات المحلية والدولية مثل: الهيئة العامة لسوق المال المصرية، البورصة المصرية، وزارة المالية، البنك المركزي، المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال العام، الهيئة العامة للرقابة المالية، وزارة الاستثمار، البنك الدولي، الأمم المتحدة، وكذلك البيانات الواردة في الدراسات والابحاث السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة.

#### 4-1 حدود الدراسة:

- تتطرق الدراسة الى تتبع مراحل تطبيق برنامج الخصخصة المصري خلال الفترة من عام 1991 وحتى عام 2011 وكذلك تتبع تطور سوق المال المصري خلال الفترة من عام 1883 وحتى عام 2011 ثم تقييم بعض المؤشرات الخاصة بسوق الاوراق المالية المصري و برنامج الخصخصة المصري خلال الفترة من عام 1992 الى عام 2011 ، ويرجع اختيار تلك الفترة لأنه بحلول عام 2011 لم يتبقى الكثير من الاصول العامة يمكن خصخصتها حيث تم خصخصة 282 شركة من أصل 314 شركة وبالتأكيد لا يصلح المتبقى كلة للخصخصة من خلال الطرح العام.

#### 5-1 خطة الدراسة:

- في سبيل تحقيق هدف الدراسة و الإجابة على تساؤلاتها واتباع منهجيتها ،تتناول تلك الورقة ما يلي بالإضافة الى مقدمة الدراسة :
- الدراسات السابقة.
- مراحل تطبيق برنامج الخصخصة المصري
- تطور سوق الأوراق المالية في مصر.
- تقييم كفاءة سوق المال في مصر.

- تقييم دور سوق الأوراق المالية في نجاح برنامج الخصخصة المصري.
- تقييم دور برنامج الخصخصة في كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر.
- نتائج وتوصيات الدراسة.

## 2- الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت قضية الخصخصة من حيث التعريف والمفهوم والأشكال، وهناك العديد من الدراسات التي اقتصرت بتقييم تجارب الخصخصة سواء في الدول النامية او المتقدمة وتحديد كيفية نسخ تلك التجارب الناجحة للدول التي على أعتاب تطبيق برامج الخصخصة ولكن في الواقع هناك ندرة في عدد الدراسات التي أهتمت بدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية و تطبيق برنامج الخصخصة وكيف يؤثر تطور السوق على نجاح البرنامج و العكس نستعرض منها الآتي:

1-2: في دراسة بعنوان الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)<sup>(1)</sup>، هدفت الى دراسة أساليب الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية وكيفية تحديد أسعار الأسهم مع التطرق لمبررات هذه الطريقة وشروط نجاحها، وكذلك السبل التي تتبعها البورصات عند تحويل الملكية عن طريقها، وكيفية تحديد أسعار الأصول المراد التنازل عنها، وصولاً الى صياغة بعض الشروط من أجل تطبيق هذا النوع من الخصخصة، واستخدمت الدراسة المناهج الوصفي والتحليلي والمقارن، واستنتجت الدراسة أن المكان الطبيعي لتحويل ملكية المؤسسات العامة هي أسواق رأس المال، إلا أن ذلك لا ينفى وجود مؤسسات لا تصلح لها البورصة لخصخصتها وبالخصوص المؤسسات صغيرة الحجم، حيث لا يمكن تقسيم أصولها إلى عدد كافي من الأسهم، كما أن الكيفية المثلى التي تحدد بها أسعار الأسهم هي آلية السوق، كما أن هذه الطريقة لا تلاقي الكثير من الانتقادات من طرف الطبقات العمالية وعامة الشعب، باعتبارها تساعد على توسيع الملكية الجماهيرية، بالإضافة إلى أن هذه الطريقة تعمل على المحافظة على الأصول من جهة وتساعد على في تطوير وتنشيط أسواق رأس المال.

2-2: في دراسة بعنوان قياس العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والقطاع الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 2000-2015<sup>(2)</sup>، هدفت الى دراسة دور الأسواق المالية في التحول من القطاع العام الى القطاع الخاص و توضيح نوع العلاقة بين الأسواق المالية و الخصخصة، واستخدمت الدراسة المنهج التجريبي من خلال منهج جوهانسن للتكامل المشترك و اختبار السببية (كرانجر) لاختبار تلك العلاقة في الولايات المتحدة الأمريكية من عام 2000-2015، واستنتجت الدراسة وجود متجه للتكامل المشترك بين مؤشرات الاسواق المالية و الخصخصة مما يعنى أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل باتجاهيين بين تلك المؤشرات في السوق الأمريكي، كما انه هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين مؤشرات الأسواق المالية و الخصخصة في أمريكا، فقد أكد اختبار السببية الدور الفعال لسوق المال الأمريكي من خلال تأثيره المباشر على متغيرات القطاع الخاص.

2-3: في دراسة بعنوان المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية<sup>(3)</sup>، هدفت الى توضيح مدى مشاركة القطاع الخاص ( مساهماً أو مشترياً ) في الشركات المدرجة ضمن برنامج الخصخصة من خلال طرح هذه الشركات بسوق الأوراق المالية ، بهدف زيادة الكفاءة الاقتصادية للمشروعات و توسيع قاعدة الملكية وزيادة المنافسة سعياً للحد من الاحتكار وأثاره السلبية ، واستخدمت الدراسة المنهج الاستقرائي و المنهج التجريبي للإجابة على التساؤل الآتي: هل هناك علاقة طردية بين قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية وتطبيق برنامج الخصخصة الذي تقوم به الحكومة من خلال طرح أسهم عدد من الشركات داخل سوق الأوراق المالية ، واستنتجت الدراسة الآتي: إن العلاقة بين سعر الصرف و المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية علاقة طردية من الناحية النظرية فقط ، أما من الناحية العملية فلا توجد علاقة ولكن قد تكون هذه العلاقة النظرية ناتجة عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية وسوق العملات ، نتيجة للمضاربات التي تحدث داخل هذا السوق ،

(1) حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية، المبررات و شروط النجاح مجلة الباحث، عدد(7)، 2009-2010، ص259-304.

(2) توفيق عباس عبد عون، غصون كاظم عبيد ال جار الله ، قياس العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والقطاع الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 2000-2015، مجلة الإدارة والاقتصاد، مجلد(7)، يونيو 2018، ص255-276.

(3) أحمد فتحي عبد السميع حسن ، المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية ، رسالة ماجستير ، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 2009.

وانتقال المضاربين من سوق إلى الآخر ، ويتضح ذلك من نتائج تحليل الارتباط بين سعر الصرف والمتغيرات الاقتصادية الأخرى حيث أن هناك علاقة ارتباط طردية بين سعر الصرف وكل من معدل التضخم وبرنامج الخصخصة ، وعلاقة عكسية مع سعر الفائدة بكل فئاتها ، تستمد الأسواق المالية أهميتها من خلال الدور متعدد الأوجه الذي تقوم به ، حيث أنها أداة فعالة غير محدد داخل الاقتصاد القومي ، تؤثر وتتأثر بمختلف أوجه النشاط الإقتصادي فيه ، ولذلك فإنها على علاقة به وتتأثر بالتغيرات التي تطرأ عليه ، كما أنها تلعب دوراً بالغ الأهمية في تجميع المدخرات غير العاملة داخل الاقتصاد وتقوم بتحويلها إلى مدخرات عاملة ، يستفيد منها الاقتصاد القومي للإسراع بعملية التنمية الاقتصادية ، تعد سوق الأوراق المالية من أهم أدوات برنامج الخصخصة ، وأن الفترات التي تم فيها طرح أسهم لأحدى شركات برنامج الخصخصة هي فترات الرواج التي أحدثت الانتعاش داخل السوق .

2-4: فى دراسة بعنوان الأسواق المالية و دورها فى تنشيط إستراتيجية الخصخصة " دراسة لواقع التجربة المغربية" (1) هدفت الى الاجابة على التساؤل الآتى: ما هو دور الأسواق المالية فى تنشيط و تفعيل برنامج الخصخصة و كيف قامت بهذا الدور فى المغرب، و استخدمت الدراسة المنهج الوصفى التحليلى ، واستنتجت الدراسة الآتى: الخصخصة كحتمية أملت ظروف العولمة وضغوطات المؤسسات المالية الدولية، للسوق المالية دور كبير فى تنفيذ و نجاح استراتيجيه الخصخصة وذلك من خلال إمكانية استعمال السوق المالي كتقنية تتمتع بمجموعة من المزايا منها توسيع قاعدة الملكية و زيادة عدد المستثمرين ، وتقليل الاحتكارات ، حيث أن تمتع السوق المالي بالكفاءة والنشاط يؤدي الى نشوء اثر ايجابي فى تسريع و تنفيذ وتنشيط برامج الخصخصة ، كما أن تخصيص المؤسسات العامة عن طريق الاكتتاب فى البورصة و تداول أوراقها المالية يكون لها دور بارز فى نمو و تنشيط السوق المالي، ان مساهمة السوق المالي فى تنشيط و تفعيل إستراتيجية الخصخصة فى المغرب يبقى مقبولاً نظراً لمساهمته فى خصخصة عدد محدود من المؤسسات العمومية التي مستها برامج الخصخصة حتى نهاية عام 2013، تعتبر مشكلة تحديد الأسعار اكبر عائق أمام تطبيق برنامج الخصخصة و ذلك لصعوبة التقييم الدقيق للمؤسسات المعروضة للخصخصة، هناك علاقة طردية متبادلة بين الخصخصة و السوق المالي حيث نجد أن عملية الخصخصة مرهونة بمدى و جود أسواق مالية عميقة و نشطة و ذلك أن برامج الخصخصة تساهم فى توسيع و تنشيط هذه السوق من خلال زيادة عدد عمليات الإدراج فى السوق و تنوع الأوراق المالية المتداولة و رسملة السوق و أحجام التداول الشيء الذي يساهم بالإضافة إلى تحفيزات أخرى فى دخول شركات القطاع الخاص و انتعاش البورصة و جعلها أكثر استعداد لتعزير و زيادة عمليات خصخصة جديدة، تتعدد شروط نجاح عملية الخصخصة بالبورصة حيث نجد أن هناك أسلوبين هما أسلوب العرض بالبيع بالسعر المحدد و أسلوب العرض الخاص بالسعر الأدنى فى تحويل ملكية المؤسسات العمومية ، كما أن التشريعات و اللوائح التنظيمية و توفير مناخ استثماري ملائم و وجود سوق نشطة و متطورة تعتبر الحجر الأساس فى نجاح عملية الخصخصة بالبورصة، إن نجاح عملية الخصخصة مرهونة بمدى وجود أسواق مالية متطورة و نشطة و منظمة فتتطلب الخصخصة و بيع مؤسسات القطاع العام يحتاج بداية إلى سوق رأس المال، و توفر سوق ذات كفاءة عالية أو على الأقل متوسطة يعتبر من متطلبات إستراتيجية الخصخصة حيث أن العلاقة بينهما و طيدة فسوق المال قادرة على تسهيل عملية التخصيص و ذلك لان الخصخصة تساعد على توسيع السوق من خلال السماح بدخول مستثمرين جدد ، وهذا ما يؤدي إلى تعميق السوق من خلال إتاحة الفرص لتحويل شركات ناجحة ذات مراكز مالية قوية ، و يؤدي ذلك إلى أن يصبح سوق إصدار الأوراق المالية انعكاساً حقيقياً لقوى العرض والطلب على الأموال و الاستثمارات و المعلومات المتاحة.

ومن الدراسات السابقة يتضح انها تتفق مع فكرة العلاقة الإيجابية المتبادلة بين تنفيذ برنامج الخصخصة وكفاءة سوق الأوراق المالية فى ضوء بعض الخبرات الدولية فى مصر والمغرب و الولايات المتحدة الأمريكية ولكن افتقرت تلك الدراسات الى الحداثه من جانب وإلى القياس الواسع الذى يمكن على أثره استنباط تلك العلاقة الإيجابية المتبادلة حيث اقتصرت الدراسات السابق استعراضها على بيان جانب واحد فقط من جانبى تلك العلاقة ،ومن ثم تضيف تلك الدراسة الى الأدبيات

(1) بوتة نسرين ، الأسواق المالية و دورها فى تنشيط إستراتيجية الخصخصة " دراسة لواقع التجربة المغربية "، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2014-2015.

الخاصة بدراسة العلاقة المتبادلة بين برامج الخصخصة وسوق الأوراق المالية من خلال تقييم دور سوق الأوراق المالية في نجاح برنامج الخصخصة المصري من جانب وكذلك تقييم دور برنامج الخصخصة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر من جانب آخر خلال الفترة من عام 1992-2011.

### 3- مراحل تطبيق برنامج الخصخصة المصري:

بدأ برنامج الخصخصة في مصر عام 1991 بإعلان رئيس الجمهورية بإعتماد الحكومة تنفيذ برنامج الخصخصة كسياسة رسمية اتفقا مع متطلبات التكيف الهيكلي الموضوعة من قبل صندوق النقد الدولي، فصدر قانون قطاع الأعمال العام رقم 203 لسنة 1991 الذي هدف إلى:

(أ) فصل الملكية عن الإدارة.

(ب) المساواة في المعاملة بين القطاعين العام والخاص.

(ج) تشجيع القطاع الخاص على المساهمة في الشركات التابعة.

وبمقتضى هذا القانون أخذت شركات القطاع العام شكل الشركات قابضة والتابعة، وجميعها أخذت شكل الشركات المساهمة، وقد حلت الشركات القابضة محل هيئات القطاع العام التي كانت خاضعة لأحكام القانون رقم 97 لسنة 1983، كما حلت الشركات التابعة محل الشركات التي كانت تشرف عليها هذه الهيئات، وتمت معاملتها نفس معاملة الشركات التي تعمل في ظل القانون رقم 159 لسنة 1981، وذلك حتى يتحقق مبدأ عدم تمتع الوحدات المملوكة للدولة بأية مزايا لاتعطي للقطاع الخاص ولهذا نص القانون الجديد على إنشاء الشركات القابضة بميزانيات مستقلة وجمعية عمومية مستقلة تقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية للشركة بما تتضمنه من أسهم وسندات كما اعتبرت هذه الأموال أموالاً خاصة، وإندرج تحت هذا القانون في بدايته 314 شركة تابعة لعدد 27 شركة قابضة تمثل 27 نشاط، وتم اعتبار هذه الشركات بمثابة القاعدة التي خضعت لبرنامج الخصخصة فاشتملت على شركات تعمل في قطاعات صناعية وتجارية وخدمية، وقد قدرت القيمة الدفترية لتلك الشركات التابعة (314 شركة) بنحو 8 مليار جنيه أى أقل من 15% من القيمة الإجمالية للقطاع العام والتي قدرت بنحو 600 مليار جنيه، وقد سمح القانون رقم 203 لسنة 1991 بالبيع الجزئى أو الكلى لشركات القطاع العام لأول مرة، وأصبح لكل شركة قابضة سلطة بيع أو تأجير أى أصول أو شركات تابعة لها، كما سمح بتصفية المشروعات العامة، وتم تمويل برنامج الخصخصة من خلال ما حصلت عليه الحكومة من الهيئات والمنظمات الدولية بهدف تطوير إدارة الاستثمارات العامة وزيادة كفاءتها، كما قدمت وكالة التنمية الأمريكية خدمات فنية تتضمن إنشاء وحدات للخصخصة فى الشركات القابضة والمساعدة فى اختيار الشركات المرشحة للخصخصة وتقديم الدعم المالى والإدارى، ويعتبر برنامج الخصخصة المصرى جزءاً من برنامج شامل للإصلاح الاقتصادى والتعديل الهيكلى.

ويمكن التمييز بين خمس مراحل زمنية مر بها برنامج الخصخصة المصرى كالتالى<sup>(1)</sup>:

#### ■ المرحلة الأولى: من بداية البرنامج عام 1991 حتى عام 1993:

تميزت هذه المرحلة بالبطء حيث اقتصرت على تصفية ست شركات، فقد ركزت الحكومة على تهيئة رأى العام لعملية الخصخصة، وتوفير المناخ القانونى الملائم، وتصنيف الشركات العامة، حيث صدر القانون رقم 203 لعام 1991، وصدر القانون رقم 95 لعام 1992 الخاص بتنظيم سوق رأس المال،

(1) أنظر:

- أحمد السيد النجار، الاستثمارات الأجنبية فى مصر، الوعد والحصاد وفرص تغيير المسار، مركز الأهرام الدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة، 2009، ص 94-99.

- صالح محمد حسنى الحملاوى، التجربة المصرية فى الخصخصة وأثارها المحتملة، المؤتمر العلمى السنوى الثالث ما بعد الإصلاح المالى فى مصر، رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين، كلية التجارة، جامعة الزقازيق فرع بنها، نوفمبر 1998، ص 20-25.

- عمر عبد الحى صالح البيلى، الآثار الاقتصادية للخصخصة مع الإشارة للتجربة المصرية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج، جامعة جنوب الوادى، المجلد الثانى عشر، العدد الأول، يونية 2000، ص 418 - 424.

- مصطفى محمد على سيد المنياوى، دراسة تحليلية للمشكلات المحاسبية لتقييم الشركات عند تغير الملكية مع التطبيق على برنامج خصخصة شركات قطاع الأعمال العام فى مصر، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة الاسكندرية، 2008، ص 34 - 39.

-Jean Tesche, and Sahar Tohamy, Economic Liberalization and Privatization in Hungary and Egypt, Economic Research forum (ERF), working paper no. 9410, 02/1994, PP. 17 - 19.

-African Development Bank Group, Egypt: Economic Reform and adjustment programme, Project Performance structural Evaluation report (PPER), 15/05/2000, pp. 4 - 5, 14.

وسمح للعاملين في أي شركة من شركات قطاع الأعمال العام بتأسيس اتحاد يسمى "اتحاد العاملين المساهمين" لتملك بعض أسهم الشركة المنشأ بها وتوزيع الأرباح التي تدرها على أعضائه وفقاً لنظامه الأساسي، ووفقاً لإتفاق تم مع صندوق النقد الدولي في أغسطس 1993 تم اختيار 125 شركة من أصل 314 شركة خاضعة للقانون رقم 203 لعام 1991 للخصخصة، و75 شركة لإعادة هيكلتها ثم بيعها ، و51 شركة لتصفيتها.

#### ■ المرحلة الثانية من عام 1994 حتى نهاية 1995 :

تحت ضغط اتفاقيات عام 1993 مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي قامت الحكومة المصرية خلال عامي 1994، و1995 بالتعامل في 25 شركة (بيع 21 شركة وتصفية 4 شركات) بقيمة بلغت حوالي 88.1 مليار جنيه من بينهم عمليات شركة بيبسي كولا وشركة كوكاكولا وشركة النصر لصناعة الغلايات (المراجل البخارية)، إلا أن البنك والصندوق الدوليين إستمرا في إنتقاد بطء برنامج الخصخصة المصري .

#### ■ المرحلة الثالثة: من عام 1996 حتى نهاية 1998 :

تميزت هذه المرحلة بتسارع وتيرة الخصخصة نتيجة انتقاد بعض المؤسسات الدولية المراقبة لتنفيذ برنامج الخصخصة المصري فوافق مجلس الوزراء على خطة أكثر جرأة أعدها وزير قطاع الأعمال العام تضمنت مجموعة من القرارات التي تستهدف الإسراع بعملية الخصخصة، وخاصة فيما يتعلق بتنشيط البورصة المصرية وإجراءات السماح للاستثمار الأجنبي والقوانين المنظمة للبنوك والاستثمار بصفة عامة، وتم بيع 8 شركات لمستثمر رئيسي، و 15 شركة لاتحادات العاملين و 45 شركة بالاكنتاب العام، وقد شهد عام 1998 وسيلة مبادلة الديون بأسهم لأول مرة في مصر، حيث تم بيع شركة النصر للمسابوكات إلى بنك الاستثمار القومي، كما شهد أيضا تجربة ناجحة للبيع عن طريق المروجين الضامنين للاكنتاب، حيث قام بنك مصر بترويج 54% من أسهم بسكو مصر .

#### ■ المرحلة الرابعة: من عام 1999 حتى عام 2003 :

تميزت هذه المرحلة بتركز البيع لمستثمرين رئيسيين والبيع لاتحاد العاملين المساهمين، وخاصة خلال عامي 1999، 2000 مثل: الشركة العربية الخارجية، الشركة المصرية للمعدات التليفونية، شركة النوبارية لإنتاج البذور، شركة الإسكندرية لأسمنت بورتلاند، شركة أسمنت بنى سويف، شركة أسمنت أسيوط، كما شهد عام 2001 بيع شركة بورتلاند حلوان (أسمنت حلوان).

#### ■ المرحلة الخامسة: من عام 2004 حتى عام 2011 :

تميزت هذه المرحلة بتسارع وتيرة الخصخصة أيضاً فقد تم خصخصة خلال الفترة من يوليو 2004 حتى يوليو 2010 ما يقرب من 203 شركة أي ما يعادل 49% من إجمالي عد الشركات التي تمت خصخصتها منذ بداية برنامج الخصخصة (413 شركة)، فقد تم بيع مجموعة من الشركات الضخمة مثل: شركة مصر شيبين الكوم للغزل والنسيج، شركة طنطا للكتان والزيوت، الشركة المصرية للزجاج المسطح، شركة النصر لزجاج والبللور، وعمر أفندي، والمصرية للاتصالات، كما تطرقت الخصخصة لقطاع البنوك مثل: بنك الإسكندرية والبنك المصري - الأمريكي، ولكن تباطؤ سير برنامج الخصخصة بعد ذلك بسبب مشروع قانون الصكوك الشعبية والأزمة المالية العالمية في 2008 / 2009 ومع قيام ثورة يناير 2011 ، أعلنت الحكومة المصرية في يوليو 2011 إلغاء برنامج الخصخصة وتشكيل لجنة لمراجعة عقود الشركات التي تمت خصخصتها بالإضافة إلى إلغاء وزارة الاستثمار، ثم بعد ذلك أكدت الحكومة في أواخر يناير 2012 أنه ليس هناك إلغاء لبرنامج الخصخصة بشكل كامل، على الرغم من عدم وجود أي خطط لبيع أي شركات أو ممتلكات للدولة من خلال برنامج الخصخصة ، والجدول التالي يوضح تطور برنامج الخصخصة بدأ من بداية التنفيذ وحتى يناير 2011:

#### جدول (1)

الشركات التي تم خصخصتها أو تصفيتها من 1991 إلى 2011/01/31

طريقة البيع	عدد الشركات	قيمة البيع مليون جنيه مصري
بيع أغلبية في البورصة	38	064.6
بيع أقلية في البورصة	23	003.11
تصفية	34	-
بيع كأصول	44	437.3
بيع لمستثمر رئيسي	85	208.32
بيع لاتحاد العاملين المساهمين	33	932

-	25	مصانع أو وحدات مباحة أو مؤجرة
644,53	282	إجمالي

المصدر: النشرة الشهرية ، البورصة المصرية ، يناير 2011، ص24،

#### 4- تطور سوق الأوراق المالية في مصر:

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم وأقدم الأسواق على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط، وقد مرت السوق المصرية للأوراق المالية بمراحل ازدهار عديدة تارة مراحل ركود عديدة تارة أخرى ارتبطت أغلبها بالفلسفة الاقتصادية السائدة خلال هذه المراحل، والتي تباينت بين الحرية الاقتصادية إلى التخطيط الاقتصادي الشامل، إلى ان استقر الوضع الراهن إلى التوجه لإقتصاد السوق، ويمكن تقسيم تطور السوق المصرية للأوراق المالية إلى أربع مراحل زمنية:<sup>(1)</sup>

##### ■ المرحلة الأولى (1883 – 1958)

شهدت تلك المرحلة تأسيس السوق، وقد كان السوق في بدايته محدود، ولكن سرعان ما بدأ في الانتعاش مع صدور لائحة البورصة عام 1907، غير أنه مع بداية الحرب العالمية الأولى عام 1914 شهدت السوق ركوداً، وتعددت حالات الإعسار والإفلاس، وبعد انتهاء الحرب بدأت السوق في استعادة نشاطها ببطء، وبعد صدور اللائحة العامة للبورصات عام 1933 شهدت البورصة المصرية نشاطاً ملحوظاً لدرجة أنها صنفت كخامس أنشط بورصة في العالم، ومع بداية الحرب العالمية الثانية عام 1939 بدأ السوق في الركود مرة أخرى، ومع نهاية الحرب بدأ السوق في الانتعاش مع تزايد حاجة الشركات إلى الموارد المالية ولكن مع خروج مصر من الكتلة الاسترلينية عام 1947 وإصدار القانون رقم 80 للنقد الأجنبي والذي بموجبه تم فرض الرقابة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية، بدأت حركة استرداد الأوراق المالية المصرية الموجودة بالخارج، ومع طرح هذه الأوراق في السوق المصرية تزايد عرض الأوراق المالية بشكل تجاوز قدرة المدخرات المحلية، والأمر الذي أدى إلى هبوط الأسعار بنسبة 20% خلال عام 1951 عن مستواه السائد عام 1948، ومع نهاية عام 1951 بدأت السوق المصرية في الانتعاش مرة أخرى نتيجة لقيام الحرب الكورية التي أدت إلى تزايد الطلب على القطن المصري وبعض السلع الأخرى بشكل أدى إلى تزايد أرباح بعض الشركات ومن ثم أسعار أسهمها، لكن مع حدوث العديد من الاضطرابات السياسية في مصر قبل ثورة يوليو 1952 تراجعت سوق الأوراق المالية وبقيام الثورة بدأت الحكومة في تشجيع القطاع الخاص لإنشاء الشركات المساهمة، كما صدر القانون رقم 326 لسنة 1953 بشأن التعامل في الأوراق المالية وبموجبه تم منح السماسرة فقط حق التعامل في الأوراق المالية وهو ما أدى إلى تنشيط الوساطة في سوق الأوراق المالية حيث وصل عدد الشركات المقيدة في السوق في عام 1953 إلى 211 شركة، وفي فبراير 1957 صدرت قوانين تمصير البنوك وشركات التأمين والوكالات التجارية، وفي إطار عملية التمصير دخل المصريون في هذه المجالات محل الأجانب الأمر الذي أنعش حركة تداول الأوراق المالية، كما صدر أيضاً القانون رقم 161 لسنة 1957 بشأن اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وذلك لمواكبة التطور الكبير في النشاط الاقتصادي والنمو المتزايد في إنشاء الشركات المساهمة، وفي عام 1958 صدرت لائحته التنفيذية بالقرار رقم 46 لسنة 1958، وقد جاء القانون رقم 161 لسنة 1957 بخلاف القوانين السابقة المنظمة لسوق الأوراق المالية متضمناً لجوانب عديدة في سوق الأوراق المالية حيث تضمن أحكاماً بشأن: أعضاء البورصة العاملين والمتعاملين، إدارة البورصة، قواعد قيد الأوراق المالية، وأخيراً تداول الأوراق المالية وإجراءاتها التنفيذية، وكل ذلك أدى إلى تزايد الطلب على الأوراق المالية وتضاعف أسعارها، ومع نهاية تلك المرحلة في عام 1958 بلغ عدد الشركات المسجلة بالبورصة 925 شركة.

##### ■ المرحلة الثانية (1959 – 1973)

(1) انظر:

- عاطف وليم أندرواس تادرس، دور السياسات المالية في تنمية سوق الأوراق المالية في الدول النامية خلال فترات التحول لاقتصاد السوق مع إشارة خاصة لمصر خلال الفترة 1981 – 1998 ، رسالة دكتوراة، قسم المالية العامة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2004، ص270، ص277، ص281.
- ريم على محمد الكامل ، دور البورصة في تدعيم برنامج الخصخصة ، رسالة ماجستير ، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2008 ، ص175-177، ص179.
- أمل صديق عفيفي ، ترجمة د/جمال عبد المقصود، الخصخصة في مصر توصيف وتقييم ، الهيئة العامة للكتاب ، 2003، ص390-392.



نظراً لتوجه الحكومة انذاك للمنهج الإشتراكي فصدر القانون رقم 7 فى يناير 1959 وبمقتضاه تم تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بحيث لا تتجاوز 10% زيادة عن الأرباح التى تم توزيعها فى عام 1958 باعتباره عام الأساس، وكان من نتيجة ذلك أن انخفضت أسعار الأسهم بحدة، كما صدرت قوانين تأميم الشركات فى يوليو 1961، الأمر الذى أدى إلى تأميم أكثر من 95% من النشاط الاقتصادى ووقوع نكسة 1967 وخوض مصر لحرب الإستنزاف مع الكيان الصهيونى الأمر الذى أصاب سوق الأوراق المالية فى مصر بالركود التام ، مما أدى إلى تجميد السوق الأولية، وأصبح عدد الشركات المساهمة التابعة للقطاع الخاص المسجلة بالبورصة نحو 36 شركة صغيرة الحجم بعد أن كان هذا العدد قد وصل إلى 925 شركة عام 1958، كما تراجع حجم التداول فى سوق الأوراق المالية فى مصر إلى نحو 1.9 مليون جنيه عام 1971 بعد أن كان حجمه نحو 9.43 مليون جنيه فى عام 1958، فضلاً عن مغادرة خبراء البورصة المحليين والأجانب البلاد، كما ألغت العديد من الجامعات والمؤسسات الأكاديمية تدريس مادة البورصات وأسواق المال من مناهجها، الأمر الذى حد من ظهور كوادر وطنية كان يمكن أن تسهم بشكل فعال فى النهوض بالسوق وإنعدام الحافز لدى المتبقى من رجال الأعمال ممن نجحت ممتلكاتهم من عمليات التأميم فى إدارة أى نشاط اقتصادى فى مصر ، ولكن ظلت البورصات المصرية مفتوحة فى كل من القاهرة والإسكندرية، وانحصر التداول خلال تلك الفترة فى بعض أنواع السندات الحكومية التى كانت الحكومة تبيعها للبنوك لتمويل الانفاق العام، وبالتالي لم تمارس السوق فى تلك الفترة أى دور فعال فى حشد المدخرات وتوفير التمويل للاستثمارات.

### ■ المرحلة الثالثة (1974 – 1990)

بعد الانتصار المجيد بدأت الحكومة نحو اتباع فلسفة السوق الحر و بدأت بتطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادى بصدور القانون رقم 43 لسنة 1974 الذى عمل على تشجيع مشاركة القطاع الخاص فى النشاط الاقتصادى، وقد هدف القانون إلى تشجيع الاستثمار العربى والأجنبى و حرص على عدم فرض قيود على حركة تحويل أرباح الإستثمارات للخارج، كما تم تعديل القانون 43 بالقانون 32 لسنة 1977، والذى أفضى إلى إلغاء العديد من القيود على سوق الصرف الأجنبى لتشجيع المستثمرين الأجانب على الاستثمار فى البورصة المصرية، وبصدور قانون الاستثمار بدأ النشاط يعود للبورصة، فارتفع عدد الشركات المسجلة فى عام 1975 إلى 55 شركة برأسمال قدره 49 مليون جنيهاً، وخلال تلك الفترة تزايد عدد البنوك العاملة فى مصر سواء كانت وطنية أو أجنبية، كما صدر قرار وزير الاقتصاد والتعاون الدولى رقم 318 لسنة 1977 لتنظيم تعامل سماسرة الأوراق المالية ببورصتى القاهرة والإسكندرية فى الأوراق المالية الأجنبية، وصدر القرار الجمهورى رقم 520 لسنة 1979 بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال، الذى خول للهيئة العديد من الاختصاصات والمسؤوليات لتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدر القانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة، والذى ألزم شركات المساهمة والتوصية بالأسهم قيد أسهمها وسنداتهما فى سوق الأوراق المالية، كما أقر القانون رقم 159 تيسيرات هامة فى إجراءات تأسيس الشركات المساهمة وأعطى القانون الشركات من شروط تجنيد 5% من ارباحها لشراء سندات حكومية الا أنه أبقى على شرط توزيع ما لا يقل عن 10% من الأرباح على العاملين بحيث لا تزيد عن مجموع الأجور السنوية لهم، كما نص القانون على إشراك العاملين فى الإدارة و تبسيط إجراءات التداول ونقل ملكية الأسهم، ومن ناحية أخرى صدر القانون رقم 157 لسنة 1981 بشأن الضرائب على الدخل، وقد تضمن هذا القانون العديد من المزايا والإعفاءات الضريبية سواء فيما يتعلق بالدخول الناتجة عن نشاط الشركات المساهمة او الدخل المستمدة من حيازة الأصول المالية كالأسهم والسندات، الأمر الذى أسهم فى زيادة عدد الشركات المسجلة بالبورصة، وفى إطار تشجيع الاستثمار صدر القانون رقم 230 لسنة 1989 وبموجبة تم إلغاء القانون 43 لسنة 1974 المعدل بالقانون 32 لسنة 1977 وقد تضمن المزيد من حوافز الاستثمار، فزادت عدد الشركات المسجلة فى بورصتى القاهرة والإسكندرية إلى 369 شركة عام 1993 بنسبة 55% من إجمالى عد الشركات المسجلة خلال ذلك العام بعد أن كان عدد الشركات المسجلة فى البورصة عام 1971 يبلغ فقط 36 شركة و353 شركة فى عام 1986/85 ، ورغم التطور الملحوظ فى سوق الأوراق المالية خلال تلك الفترة إلا أنها شهدت العديد من المشكلات مثل: ضآلة الأوراق المالية المعروضة وضعف الاصدارات الجديدة ، غياب صانعى السوق ومؤسسات ترويج الإكتابات ، ضيق حجم السوق، محدودية المؤسسات الوسيطة، ضعف البنية التحتية التنظيمية والتشريعية للسوق، عدم توفير الحماية الكافية لصغار المستثمرين ، وذلك إلى جانب عوامل أخرى

تتصل بمؤشرات الاقتصاد الكلى وأهمها ارتفاع قيمة كل من معدلات التضخم وعجز الموازنة وعجز الميزان التجارى وسالبيه أسعار الفائدة الحقيقية.

#### ■ المرحلة الرابعة (1991-2011)

فى ظل هذه المرحلة صدرت العديد من التشريعات التى أسهمت فى تنشيط السوق أهمها: قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، قانون قطاع الأعمال العام رقم 203 لسنة 1991 والذى عمل على حل مشاكل شركات القطاع العام وإعادة تأهيلها فى إطار خطة شاملة لخصخصة المشروعات العامة ، القانون رقم 8 لسنة 1997 بشأن ضمانات وحوافز الاستثمار، قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠، القانون رقم 95 لسنة 2005 بشأن الضرائب على الدخل والذى أعفى إيرادات رؤوس الأموال المنقولة عن توزيعات الأرباح ونتاج البيع والشراء فى البورصة من الضريبة على الدخل، وبدأ من أكتوبر 1995 تم إدخال نظام آلى فى سوق الأوراق المالية يتم من خلاله إدخال الأوامر فى النظام المركزى، وطلب من كل سمسار أن يدخل بياناته من خلال نافذة خاصة به دون الاعتماد على أى من موظفى السوق، ومنع إدخال البيانات يدويا وأصبحت الأوامر نافذة المفعول بمجرد إدخالها ألياً، وبدأ أولوية التنفيذ تعتمد على أسعار الأوامر وليس على أسبقية إدخالها فى الكمبيوتر، وفى عام 1996 بدأ العمل بنظام المقاصة والتسوية مع إنشاء شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى وذلك لتحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية وتغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات ما يستتبع ذلك من الخصم والإضافة وفقاً لما تم تنفيذه ، وألغيت ضريبة الـ 2% على الأرباح الرأسمالية، وأنتزعت هيئة سوق المال أن يصحب جميع العروض المقدمة للجمهور إعلان فى أكبر الصحف التى توافق عليها الهيئة تحتوى على المعلومات الآتية: ملخص للميزانية وقائمة الدخل ، وصف موجز لأهم ملامح الشركة يبين نوع النشاط الرئيسى وسنه التأسيس والشكل القانونى،،، إلخ، هيكل الملكية ، تصور لمبيعات الشركة وصافى أرباحها، كما تم السماح للأجانب لأول مرة بالاشتراك فى طرح العام للجمهور عن طريق صناديق الاستثمار الدولية، والجدول رقم (1) بالملحق يوضح أهم التطورات الناشئة فى سوق الأوراق المالية فى عام 2010 مقارنة مما كان قائماً عام 1996.

#### 5- تقييم كفاءة سوق المال فى مصر:

يقصد بالكفاءة فى سوق الأوراق المالية على انها تلك السوق التى تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة فى أسعار الأوراق المالية للتغيرات فى نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي فى نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤاً إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة فى السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب<sup>(1)</sup> :  
-وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين فى السوق .

-توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول اوراقها فى السوق

-الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين فى السوق وفى وقت واحد.

#### خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة<sup>(2)</sup>:

وفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التى يتميز بها السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون فى تلك السوق بالرشادة فى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.

- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أى تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة .

(1) سعيد عبد العزيز عثمان ، اقتصاديات المشروعات والخدمات العامة، دار فاروس للنشر، 2011 ، ص123

(2) مفتاح صالح، معارف فريدة، دراسة لواقع اسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها،مجلة الباحث،جامعة محمد خضير، 2010/2009، عدد 7، ص5-10.

-حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول .  
-وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

-في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية ، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى 4 معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في :  
-إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.  
-توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

### وفي مصر بلغت تقييمات درجة كفاءة سوق الأوراق المالية علي النحو الآتي:

#### 1-5 فيما يتعلق بتحقيق العدالة والأمان للمستثمرين:

عملت اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 وتعديلاتها على تجريم انتفاع وتربح بعض المتعاملين من معلومات تتاح لهم فقط دون أن تتاح للفئات الأخرى في السوق، إلا أن فاعلية هذه الإجراءات تتوقف على آليات الكشف عن تلك الممارسات واتخاذ القرارات الفورية حيالها مما تقرر انشاء صندوق للتسوية المالية بين المتعاملين في عام 1997، لمواجهة مشكلات تعثر الصفقات التي قد تنشأ نتيجة لفشل أحد طرفي المعاملة في الوفاء بالتزاماته تجاة الطرف الأخر، وفي الوقت ذاته تم إنشاء صندوق لمواجهة المخاطر غير التجارية التي تقع من شركات الأوراق المالية وتشمل مخاطر السرقة والغش والتدليس وغيرها، كما تقوم هيئة سوق المال للرقابة المالية حالياً، بالرقابة على شركات الأوراق المالية وتمنعها من التلاعب في السوق ومن شأن الإجراءات السابقة أن تعزز من ثقة المستثمرين في السوق المصرية وتشجعهم على الولوج إليها، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على كفاءة السوق وسيولتها.

#### 2-5 فيما يتعلق بكفاءة التشغيل:

تعرف أيضاً بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي فرد أو جهة ( التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى<sup>(1)</sup> ، وفي مصر تبلغ عمولة السمسرة في مصر نحو 0.005 من قيمة الصفقة، كما أنها قابلة للتفاوض وقد تصل إلى 0.002 ، فضلاً عن أن الأرباح الناتجة من الاستثمار في الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي فإن تكلفة المعاملات في البورصة المصرية تعد منخفضة وتسمح بتحقيق قدر كاف من كفاءة التشغيل.

#### 3-5 فيما يتعلق بكفاءة التسعير:

تعرف أيضاً بالكفاءة الخارجية، وهي تعبر عن توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك الإنتشار السريع وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة، كما تسعى أن يمتلك كافة المشاركين نفس الفرص في تحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين، وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، وهذا يتحقق بتوظيف حرية دخول الأسواق، والتنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بصورة لا تسمح لهم بالحصول على أرباح احتكارية<sup>(2)</sup> ، وفي مصر:

1- أجرت دراسة في 1997 لأختبار أثر التغيرات التي أحدثها قانون رأس المال على كفاءة السوق، بناءً على عينه من أسعار أسهم الشركات المسجلة ببورصة القاهرة وذلك على مدار أربع سنوات من بداية سنة 1992 وحتى نهاية سنة 1995 وقد أثبتت الدراسة أن السوق المصرى هو سوق غير

(1) يوسف مسعداوي، اقتصاديات المشروعات والخدمات العامة، كفاءة الاسواق المالية العربية، راسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 42، 2014، ص 126

(2) المرجع السابق ذكره مباشرة، ص 126،

كفاء، ولا يوجد أي اختلاف معنوي في مستوى كفاءة السوق المصرى بعد تطبيق سياسات الإصلاح المالى والاقتصادى<sup>(1)</sup>

2- أجريت دراسة في 1999 لاختبار كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر من خلال بحث الكفاءة المعلوماتية للسوق والعلاقة بين العائد وتقلبات الأسعار والمخاطرة، حيث قامت الدراسة برصد تطور العائد في السوق المصرية، وانتهت إلى وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة تحولت إلى علاقة عكسية بعد وضع حدود على تغير سعر السهم في يوم واحد (5% زيادة أو إنخفاض)، وقد أشارت الدراسة إلى إنخفاض وبطء درجة استجابة أسعار الأوراق المالية في السوق للمعلومات، الأمر الذى يعنى ضعف الكفاءة التسعيرية للسوق، وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى الأسباب التالية: محدودية المعلومات المتاحة عن الشركات المتداول أسهمها في السوق المصرية، ضعف الدور الذى يلعبه الوسطاء الماليين المتخصصين (مثل صناديق الاستثمار) في توفير وتداول المعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية، وجود عدد كبير من الأسهم غير النشطة وسيطرة الشركات المغلقة على السوق<sup>(2)</sup>.

3- أجريت دراسة عام 2000 لأختبار مدى استجابة سوق الأوراق المالية للتغير في معدل التضخم من خلال الفترة من يناير 1992 وحتى ديسمبر 1998 من خلال تحليل الانحدار أسفرت عن أن استجابة سوق الأوراق المالية للتغير في التضخم تعد ضئيلة للغاية عكس أن النظرية الاقتصادية والتي تقضى بضرورة وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة وهو ما يعكس ضالته كفاءة التسعير في البورصة المصرية<sup>(3)</sup>.

4- أجريت دراسة في 2001 لأختيار الصيغة الضعيفة للسوق الكفاء في سوق الأوراق المالية ووجدت أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرى تتحرك بصورة غير عشوائية عند معظم الفواصل الزمنية وذلك بالنسبة لكل من المؤشر العام المصرى والأسهم الفردية، وأن المستثمر يستطيع وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار أغلب الأسهم الفردية، والتنبؤ بما ستكون عليه هذه الأسعار في المستقبل وهو ما يعنى أن السوق المصرى هو سوق غير كفاء حتى بعد العمليات الاصلاحية التى تمت به بالرغم من وجود تحسن ملحوظ بالسوق المصرى بعد العمليات الاصلاحية التى تمت به ووجود بعد التحرك العشوائى بالأسعار وإن كان عند الفواصل الزمنية القصيرة، إلا أن هناك بعض جوانب الضعف التى تؤثر على أداء السوق فهناك ارتباط كبير بين عوائد السوق المصرى عند أغلب الفواصل الزمنية وخاصة الطويلة، وهذا يشير إلى وجود انحرافات وتقلبات كبيرة في الأسعار، كما أن الأسعار داخل السوق المصرى لا تتحرك بعشوائية تبعاً للمعلومات التى تصل إلى السوق بصورة عشوائية<sup>(4)</sup>.

وتعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة لكل من الحكومة وشركات الوساطة في الأوراق المالية والشركات المتداول اوراقها في السوق فالجهات الحكومية مثل البنك المركزى، ووزارة المالية تصدر تقارير سنوية وشهرية تغطى معظم المؤشرات الاقتصادية عن الاقتصاد المصرى، كما تصدر هيئة الرقابة المالية و البورصة المصرية أيضاً تقارير سنوية وربع سنوية وشهرية وأسبوعية ويومية تغطى نشاط سوق الأوراق المالية، وهذه التقارير متاحة بالمجان على شبكة المعلومات الدولية ولكن يفتقر عدداً من هذه التقارير إلى التحليلات القطاعية والتحليلات التنبؤية فضلاً عن عدم احتواء تلك التقارير على بيانات لفترات زمنية طويلة نسبياً وهو ما يعيق من عمل الدراسات الاقتصادية خاصة وأنه طلب الحصول على بيانات لفترات زمنية طويلة نسبياً من الجهات المختصة قد يستغرق فترة طويلة وقد لا توافق الجهة المختصة في النهاية على توفيره وارتفاع تكلفة الحصول على تلك البيانات إذا تم شرائها

(1) انظر:

- عاطف وليم أندرواس تادرس، دور السياسات المالية في تنمية سوق الأوراق المالية في الدول النامية ، مرجع سبق ذكره، ص 318  
(<sup>2</sup>) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000، ص 170-175.

(<sup>3</sup>) هناء عبد العزيز عبد اللطيف، قياس نشاط وكفاءة أداء سوق الأوراق المالية في مصر، دراسة مقارنة مع الأسواق الواعدة، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001، ص 58-59، ص 112 ص 114.

(<sup>4</sup>) Bassam I ،Azab. The performance of the Egyptian stock market ،The Birmingham business school·The university of Birmingham ،9/2002، pp20-28.

من شركة مصر لنقل المعلومات، بينما شركات الوساطة في الأوراق المالية فقلما ما تنشر اية بيانات أو معلومات خاصة وأن القانون لا يجبرها بذلك ، ولكن بدأ منذ النصف الثاني من التسعينيات قامت بعض الشركات بنشر تقرير سنوي عن المؤشرات المالية للشركات المتداولة في البورصة وهو مؤشر إيجابي إلا أن التقرير لا يتضمن أى تحليلات عن المستقبل وهو الأهم لاتخاذ القرار الاستثماري، أما عن الشركات المتداولة في السوق فعليها بنص القانون توفير جميع البيانات والمعلومات للمستثمرين من خلال الإفصاح المالي في الجرائد واسعة الانتشار حيث على تلك الشركات نشر قوائم مالية وقوائم الدخل والميزانية إلا أن هناك ضعف في مستوى رقابة هيئة الرقابة المالية فيما يتعلق بانتظام ودورية ذلك الإفصاح فضلاً عن أن الميزانيات المنشورة دائماً ما تكون بالتكلفة التاريخية وليس بالقيمة السوقية وهو ما يحجب الصورة الحقيقية للوضع الحقيقي للشركة المدرجة بالسوق عن المستثمرين، وأخيراً نجد أن أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم غالباً ما لا تتفق مع الأوضاع الحقيقية للشركات صاحبة تلك الأسهم خاصة وأن القانون المطبق في ذلك الشأن هو أول ما يدعم ذلك فعلى سبيل المثال الزام القانون بضرورة الإفصاح عن القرارات الجوهرية لمجلس إدارة الشركات المدرجة بالسوق دون إنعقاد الجمعية العمومية يعد أداة خطيرة تمكن البعض من التحكم في السوق فقد يفصح مجلس الإدارة عن أن شركته تعاقبت على توريد سلع ما بكميات كبيرة في الداخل والخارج فيعمد المستثمرين إلى الشراء بأقصى سعر ممكن طمعاً في اقتسام أكبر جزء من عائد الشركة بعد تنفيذ صفقاتها الجديدة فيرتفع سعر السهم في السوق في حين أن الشركة قد تعلن بعد ذلك انها قد ألغت صفقات التوريد التي سبق وأن أعلنت عنها متعلقة بأى سبب ومن ثم يكون ارتفاع السعر في السوق غير مرتبط بالوضع الحقيقي للشركة ويحقق قلة مكاسب طائلة ويحقق كثرة خسائر باهظة، علاوة على ذلك يشوب سوق الأوراق المالية في مصر العديد من المساوئ اهمها على الإطلاق إستجابة للشائعات بشكل سريع جداً، وهو ما يحقق استفادة للبعض على حساب خسارة البعض الأخر.

#### **6- تقييم دور سوق الأوراق المالية في نجاح برنامج الخصخصة المصري،**

في الواقع لم يكن برنامج الخصخصة المصري مقر بقانون عكس قانون التأميم فالقانون رقم 203 لسنة 1991 فلم يحدد القانون قواعد تحول الشركات العامة إلى شركات خاصة ولم يضع ضوابط البيع والشراء بما يحقق توسيع قاعدة الملكية فضلاً عن أنه لم يصاحب برنامج الخصخصة وضع تفضيلات للاستثمار في سوق الأوراق المالية تضاهي نظائرها في قطاع البنوك والتي تجذب الأفراد نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية كما أنه لم يتم وضع قيود على تملك الأجانب للمشروعات الاستراتيجية والهامة، وإن كل ما تم تحديده فيما يتعلق بخصخصة المشروعات العامة من خلال البيع في سوق الأوراق المالية هو وضع ارشادات بإجراءات بيع الشركات العامة التي تطرح من خلال بورصة الأوراق المالية على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

- تعقد الجمعية العمومية العامة غير العادية للشركة القابضة للنظر في اقتراح بيع أكثر من 51% من رأس مال الشركة التابعة من خلال البورصة أو لمستثمر رئيسي حسب الحالة ويتخذ القرار بالإجماع وإذا كان البيع لأقل من 50% يكون القرار لمجلس إدارة الشركة القابضة.
- تقوم الشركة القابضة بإعداد القوائم المالية، قوائم المركز المالي وقوائم الدخل والموازنات الخاصة بالشركات المدرجة في جدول التنفيذ طبقاً لمتطلبات القانون 95 لسنة 1992 وكذلك التقييمات التي أعدت واعتمدت عن الشركة المطروحة وذلك للعرض على اللجنة الرباعية.
- تدعى اللجنة الرباعية التي تضم ممثلين للشركة القابضة والشركة التابعة موضوع الخصخصة، وللجهاز المركزي للمحاسبات ولهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية وللمكتب الفني لوزير قطاع الأعمال العام وذلك للنظر في التقييمات التي أعدت عن الشركة وتحديد قيمة السهم الذي سي طرح في بورصة الأوراق المالية ويصدر قرار اللجنة الرباعية بالإجماع.
- تقوم الشركة القابضة مع المروج وشركة الوساطة المالية التي ستقوم بتنفيذ العملية.
- تقوم الشركة القابضة مع المروج بإعداد إعلان طرح الشركة التابعة للبيع من خلال بورصة الأوراق المالية طبقاً للضوابط المعمول بها في سوق الأوراق المالية ويتم اعتمادها منها.
- ينشر الإعلان بعد اعتمادها في الصحف اليومية واسعة الانتشار.

(1) المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال العام، دليل الإجراءات والاستثمارات العامة لبرنامج الحكومة لتوسيع قاعدة الملكية وإعادة الهيكلة وحوافز العاملين ولإدارة، 1996.

- يتم تلقي طلبات المستثمرين وتنفيذ عملية نقل الملكية من خلال بورصة الأوراق المالية.
- تقوم الشركة القابضة بتحصيل قيمة البيع من شركة السمسرة المنفذة.
- تودع حصيلة البيع في حساب خاص بالشركة القابضة حيث يتم تحويل الثلثين إلى حساب الحصيلة بالبنك المركزي تمهيداً لتحويله إلى وزارة المالية، ويبقى ثلث الحصيلة لدى الشركة القابضة لاستخدامه لإجراء الإصلاح المالي والعمالي للشركات المتعثرة، ولكن بتاريخ 16 نوفمبر 1999 وافق مجلس الوزراء على إنشاء صندوق تمويل برنامج هيكل شركات قطاع الأعمال العام، على أن تقوم الشركات القابضة بإيداع حصيلة الخصخصة كاملة فيه ومن خلاله يتم تحويل 50% من الحصيلة المالية والباقي يستخدم في تمويل برنامج إعاد الهيكلة لشركات قطاع الأعمال العام وفقاً لخطط إعادة الهيكلة المحددة سلفاً.

### وبتحليل بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام 1992 وحتى عام 2011 كما هو موضح من الجدول رقم (2) بالملحق نجد:

1- ارتفاع قيمة رأس مال سوق الأوراق المالية بدأ من عام 1994 وحتى عام 2000 تم انخفاضها في عام 2001 ثم ارتفاعها بدأ من عام 2002 وحتى عام 2007 ثم انخفاضها عام 2008 ثم ارتفاعها عام 2009 ثم انخفاضها بدأ من عام 2010 وحتى عام 2011 ويرجع ذلك الانخفاض إلى تأثير السوق في مصر بأحداث 2001/9/11 بالولايات المتحدة الأمريكية وبالأزمة المالية العالمية التي بدأت في أواخر عام 2008 وبداية عام 2009 وبأزمة دبي المالية في عام 2009 وبالثورة المصرية في 2011/1/25 وعدم الاستقرار الذي تبعها حتى الآن والى انخفاض عدد الشركات المقيدة بالبورصة بدأ من عام 2003 وما تبعها من انخفاض في عدد الأوراق المقيدة ومن ثم انخفاض في القيمة السوقية بالإضافة إلى إغلاق بورصة الأوراق المالية لفترات زمنية طويلة نسبياً بعد 2011/1/25 وبدء إجراءات محاكمات رموز النظام السابق وإحجام العديد من المستثمرين عن الاستثمار في السوق نظراً للخسائر التي حققتها إبان فترات الأزمة المالية العالمية والثورة أو الخسائر التي حققتها نظائهم إبان تلك الفترة، وعموماً فإن ارتفاع قيمة رأس مال السوق لأغلب فترات الدراسة تعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تغطية رأس المال اللازم للاستثمار وكذلك اتساع حجم السوق وقوته.

2- ارتفاع عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 1992 وحتى عام 1995 ثم انخفاضها في عام 1996 ثم ارتفاعها مرة أخرى بدأ من عام 1997 وحتى عام 2002 ثم انخفاضها بدأ من عام 2003 وحتى عام 2011 وعموماً تدل زيادة عدد الشركات المقيدة على زيادة حجم السوق ولكن الانخفاض الذي تم في عدد الشركات المقيدة بالبورصة بدأ من عام 2003 يرجع بالأساس إلى الإجراءات الإصلاحية التي اتخذتها الدولة تجاه إصلاح سوق الأوراق المالية حيث شطب الشركات المقيدة والتي لا يتم التداول على أسهمها (شركات ذات تعاملات غير نشطة) وكذلك ارتفاع المبالغ المالية المطلوب لقبول قيد الشركات في البورصة والتي قد تصل إلى نصف مليون جنيه سنوياً فضلاً عن أن قانون الضرائب الذي بدأ تطبيقه بدأ من عام 2005 ألغى ميزة هامة كانت مقره قبل العمل بذلك القانون وهي أن للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الحق في خصم مقدار الفائدة على رأس مالها من وعاء الضريبة على دخلها سنوياً ومن ثم فإن إلغاء هذه الميزة وفي ظل ارتفاع تكلفة القيد شكل دافعاً كبيراً على خروج الشركات من البورصة وانخفاض عدد الشركات المقيدة ولكن على الرغم من ذلك الانخفاض إلا أن هناك مؤشر إيجابياً يتمثل في زيادة عدد الشركات التي يتداول أسهمها كنسبة من إجمالي الشركات المقيدة وهو ما يدل على زيادة نشاط السوق.

3- ارتفاع قيمة التداول للأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية بدأ من عام 1994 وحتى عام 1997 ثم انخفاضها في عام 1998 ثم زيادتها مرة أخرى بدأ من عام 1999 وحتى عام 2000 ثم انخفاضها مرة أخرى في عام 2001 ثم زيادتها في عام 2002 ثم انخفاضها في عام 2003 ثم زيادتها بدأ من عام 2004 وحتى عام 2008 ثم انخفاضها بدأ من عام 2009 وحتى عام 2011 وترجع الانخفاضات في قيمة التداول في عام 1998 نظراً للأزمة التي شهدتها السوق المصري في عام 1997 وفي عام 2001 نظراً لخروج للأجانب من السوق متأثراً بأحداث 2001/9/11 في

الولايات المتحدة الأمريكية وفي 2009 وحتى 2011 نظراً لتأثير الأزمة المالية العالمية في أواخر عام 2008 وبدايات عام 2009 وازمة دبي المالية في عام 2009 ولاندلاع الثورة المصرية في 2011/1/25 وما أعقب ذلك من إغلاق للبورصة وخوف وترقب لحالة السوق وعموماً كلما زادت قيمة التداول ونسبتها للنتائج المحلي كلما دل ذلك على سيولة السوق وشركة تطوره ونموه وكذلك زيادة اتساعه وعمقه وقوته وهو ما تحقق على فترات طويلة خلال الفترة من عام 1992 وحتى عام 2011 باستثناء بعض السنوات التي تأثرت فيها البورصة بالظروف المحيطة.

4- شهدت بعض الفترات ارتفاع معدل الدوران خاصة في الفترات من عام 1992-1994 ومن عام 1997-96 ومن عام 2000-99 وعام 2002 ومن عام 2004 وحتى عام 2010 وهو ما انعكس إيجابياً على زيادة طلب المدخرين على حيازة الأصول المالية والتشجيع على التوسع في المنشأة للإنتاجي للشركات المتعاملة في البورصة ولكن شهدت فترات أخرى انخفاض في معدل الدوران خاصة في السنوات عام 1996، 1998، 2001-2003، 2011.

5- مازال عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية أقل من عائد الاستثمار في سوق النقد كما أن الاعتماد على الافتراض في أغلب الأحيان يعد بديل تمويلي أرخص من إصدار الأسهم لأن فوائد القروض تخصص من وعاء الضريبة على دخل الشركة المقترضة بينما توزيعات عوائد الأسهم تعفي من الضريبة فقط ولكن لا تخصص من الوعاء الضريبي فضلاً عن اعتماد الدولة على سوق النقد في تدبير احتياجاتها التمويلية وهو ما ينقل عنصر الضمان لسوق النقد ولكن يعد متوسط العائد على الكوبون في السوق المصري أكبر من متوسط العائد السائد في الأسواق الناشئة والبالغ 8،1% في عام 2010 و 85،3% في عام 2011 كما بدأ ذلك العائد يفوق معدلات الفائدة على الودائع ومعدلات العائد على اذون الخزانة بدأ من عام 2011.

6- في حين شهد سوق الأوراق المالية مستويات مرتفعة من التقلب خلال الفترة من عام 1992 وحتى عام 2000 شهد السوق أيضاً بدأ من عام 2004 وحتى عام 2011 انخفاض في معدلات تقلب السوق لدرجة أنها وصلت إلى 1% في بعض السنوات كما في أعوام 2007 و 2008 بعد أن كانت تصل إلى 4% و 5% كما في أعوام 1994، 1996، 1998 وهو ما يعني زيادة عمق السوق وانخفاض درجة ضحاكته.

7- ارتفاع عدد العمليات في البورصة المصرية خلال الفترة من عام 1994 وحتى عام 2009 باستثناء عامي 1997 و 2001 وكذلك انخفاض عدد العمليات خلال عامي 2010 و 2011 وارتفاع عدد العمليات في الأصل يعبر عن زيادة في أوامر الشراء والبيع للمحليين والأجانب على حد سواء وهو ما يعني زيادة في عمق واتساع السوق.

8- نجح سوق الأوراق المالية في مصر في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر ولكنه فشل في الاحتفاظ بالمستثمرين الأجانب وبالعملة الأجنبية لأطول فترة ممكنة فصافي تعاملات الأجانب كان بالسالب في أعوام 1998، 2002، 2007، 2008، 2011 حيث كانت عمليات البيع أكبر من عمليات الشراء كما أن صافي تعاملات الأجانب انخفضت بشدة بدأ من عام 1997 وحتى عام 2011.

9- ارتفاع قيمة الإصدارات بدأ من عام 2002 وحتى عام 2008 وهو ما يدل على زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق.

10- ارتفاع مضاعف الربحية بدأ من عام 2001 وحتى عام 2007 ثم انخفاضه بدأ من عام 2008 وحتى عام 2010 ثم معاودته للارتفاع مرة أخرى في عام 2011.

11- ارتفاع نقاط مؤشرات البورصة المصرية باستثناء الفترة من عام 2009 وحتى عام 2011 نتيجة الظروف التي تعرض لها السوق في تلك الفترة والسابق ذكرها كما احتلت مصر مراكز متميزة كأفضل الأسواق الناشئة في العالم بدأ من عام 2007 وفقاً لمؤشر IFCG/S&P.

وترجع أغلب تلك المؤشرات الإيجابية التي حدثت في سوق الأوراق المالية وإن لم تكن كلها إيجابية على الإطلاق ولكن على الأقل هناك طفرة نوعية حدثت في سوق الأوراق المالية وهي الفترة التي

صاحبها تنفيذ لبعض صفقات الخصخصة من خلال أسلوب الطرح العام مقارنة بما كان سائداً في بداية فترة التسعينات وما قبلها و التي لم تشهد تنفيذاً لعمليات الخصخصة من خلال أسلوب الطرح العام حيث بذلك المزيد من الجهود لإعادة إحياء سوق رأس المال من خلال القوانين المشجعة والمحفزة وإصلاح وتحسين بيئة الاستثمار لجذب المزيد من الاستثمارات وتسهيل إجراءات تأسيس الشركات وزيادة رؤوس الأموال وتم استحداث التداول المباشر عن طريق الانترنت والسماح باتفاقيات إعادة شراء السندات والشراء بالهامش ووضع ضوابط ومعايير لحوكمة الشركات وإصدار معايير محاسبية جديدة تتفق مع المعايير الدولية للتقارير المالية وتنظيم عمليات التوريد وتفعيل عمل الجهات الرقابية وتطوير لوائح عمل صناديق للاستثمار وإنشاء بورصة النيل وهي سوق لقيود وتداول الشركات الصغيرة والمتوسطة إبرام اتفاقيات لتبادل المعلومات، أيضاً زادت درجة نشاط السوق فبعد أن كان هناك 13 شركة للسمسرة في الأوراق المالية ولم تكن صناديق الاستثمار معروفة في عام 1992 وصلت عدد شركات السمسرة إلى 148 شركة في عام 2010 و 87 صندوق استثمار و 18 شركة رأس مال مخاطر و 42 شركة لترويج وتغطية الاكتتابات و 6 جهات لنشر المعلومات و 41 أمناً حفظ، كما شهد سوق الأوراق المالية تزايداً ملحوظاً في درجة انفتاحه على أسواق المال الأجنبية حيث يعد سوق المال المصري هو والسوق الأردني من أكبر الأسواق العربية ارتباطاً بالأسواق الأجنبية وذلك كما يتضح من الجدول رقم (3) بالملحق:

#### 7- تقييم دور برنامج الخصخصة في كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر:

كان لبرنامج الخصخصة المنفذ من خلال سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تنشيط السوق وزيادة طاقته الاستيعابية وزيادة عمقه واتساعه فعلى سبيل المثال شهد سوق الأوراق المالية في عام 2005 طفرة تحسنية بسبب تطبيق برنامج الخصخصة من خلال البورصة المصرية، فقد شهد العام تنفيذ ما يزيد عن 30 صفقة خصخصة من خلال البورصة بلغت عائداتها نحو 14،9 مليار جنيه وهو ما يمثل نحو 94% من إجمالي عائدات الخصخصة خلال عام 2005، كما شهدت البورصة لأول مرة منذ خمس سنوات طرح شركات حكومية للاكتتاب العام بإجمالي عائدات بلغت ما يزيد عن 6،7 مليار جنيه وهي سيدي كرير للبتروكيماويات "سيد بيك" حيث طرح 20% من رأسمال الشركة في يونيو وذلك في أول طرح عام منذ سنوات مما ساهم في زيادة إقبال المستثمرين سواء الأجانب أو المحليين على الاسهم والبورصة المصرية بشكل عام، وقد انعكس ذلك في مؤشرات التداول بالسوق من حيث القيمة والكمية، ثم جاء طرح شريحة من أسهم شركة الإسكندرية للزيوت المعدنية "أموك"، حيث تم بيع 20% من أسهم أموك في سبتمبر بسعر ثابت بلغ 45 جنيهاً لصغار المستثمرين وبلغ سعر السهم في بداية التعاملات 82 جنيهاً وبلغت نسبة التخصيص 7،3% وأخيراً جاء طرح شريحة مقدارها 20% من أسهم المصرية للاتصالات في البورصة المصرية وبورصة لندن، والأخيرة وحدها هي أكبر طرح عام في تاريخ منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا حي ارتفعت عائداته عن 1،5 مليار جنيه، وقد كشفت تلك الاكتتابات عن وجود تعطش شديد لقوى الطلب في السوق للإصدارات الجديدة حيث توجد سيولة كبيرة ظهرت من خلال معدلات تغطية الاكتتابات التي بلغت ما يزيد عن 34 مرة في اكتتاب الإسكندرية للزيوت المعدنية، و 60 مرة في الطرح الخاص للمصرية للاتصالات، كذلك شهد عام 2006 نشاطاً متزايداً لبرنامج الخصخصة تزامن مع إسدال الستار على أكبر صفقة في تاريخ الجهاز المصرفي من خلال الإعلان عن خصخصة بنك الإسكندرية (أول بنك حكومي يتم خصخصته في مصر) على أن يتم طرح 20% منه للاكتتاب العام في البورصة، وقد تم بيع 80% من بنك الإسكندرية لمجموعة سان باولو الإيطالية في إطار برنامج إعادة هيكلة الجهاز المصرفي<sup>(1)</sup>، والجدول التالي يوضح حالات الخصخصة بأسلوب الطرح العام بدأ من يناير 2005 وحتى مايو 2006.

جدول رقم (2)

حصار برنامج الخصخصة بأسلوب الطرح العام بدأ من يناير 2005 وحتى يونيو 2006

مسلسل	اسم الشركة والاصل	النسبة المبيعة	القيمة البيعية بالمليون جنيه	تاريخ البيع
1	المصرية للاغذية - بسكو مصر	36%	108	يناير 2005
2	امان لتداول الاوراق المالية	15%	260	يناير

(1) ريم على محمد الكامل، دور البورصة في تدعيم برنامج الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص 202-203،



3	البنك الاهلي سوستيه جنرال	18%	5,535	فبراير
4	اسمنت السويس	30%	1878	مارس
5	ارض زهراء المقطم	100%	360	ابريل
6	فندق امون	100%	2,20	ابريل
7	مصنع الغزل الجديد	100%	39	مايو
8	الإسكندرية بورتلاند	7%	34,24	مايو
9	جنوب الوادي للاستثمار	21%	51	مايو
10	بنك مصر امريكا	100%	5,239	مايو
11	الورق الاهليه	100%	135	مايو
12	القاهرة للزيوت والصابون	40%	38	يونيو
13	سيدي كرير للبتروكيماويات	20%	1626	يونيو
14	البنك المصري التجاري	30%	6,18	يونيو
15	حصة متبقية في القومية للسياحة	30%	290	يونيو
16	الشرقية للدخان	14%	674	يوليو
17	المصرية للاسمدة	49%	1971	يوليو
18	مصنع غزل سمند	100%	5,11	يوليو
19	المصرية للاسمدة	46%	1971	يوليو
20	بنك مصر الدولي	29%	873	اغسطس
21	بنك قناة السويس	10%	48	اغسطس
22	الإسكندرية للزيوت المعدنية	20%	901	سبتمبر
23	اسيك للاسمنت	10%	100	سبتمبر
24	حصة القومية للاسمنت في اسيك	10%	100	سبتمبر
25	شركة الإسكندرية للزيوت المعدنية (اموك)	20%	901	سبتمبر
26	بنك مصر رومانيا	33%	197	اكتوبر
27	بنك مصر الدولي	26%	873	اكتوبر
28	بنك قناة السويس	17%	48	اكتوبر
29	مصنع الجيلاتين (النصر للجلود)	100%	7	نوفمبر
30	مصنع البلاستيك (البلاستيك الاهليه)	100%	2,8	نوفمبر
31	حديد الدخيلة	5%	439	نوفمبر
32	المصرية للاتصالات	20%	5122	ديسمبر
33	البنك المصري الامريكي	34%	985	يناير-2006
34	مدينه نصر للإسكان	10%	31	يناير
35	مطاحن شرق الدلتا	9%	17	يناير
36	البنك التجاري الدولي	19%	1303	فبراير
37	بنك الدلتا الدولي	19%	293	فبراير
38	بنك القاهرة الشرق الاقصى	39%	203	مارس
39	البويات والصناعات الكيماوية باكين	8%	82	ابريل
40	الإسماعيلية مصر للتبريد	70%	4	ابريل
41	مصر الفيوم للتنمية السياحيه	10%	6,0	ابريل
42	مجمع الحراريات بحلوان	100%	65	ابريل
43	مصنع البلاستيك (الاهليه للصناعات المعدنية)	100%	38	ابريل
44	العربية المشتركة للسياحة والفنادق	43%	9,0	مايو
45	مضرب كفر بهوت	100%	85,18	يونيو

المصدر:

-ريم على محمد الكامل ، دور البورصة في تدعيم برنامج الخصخصة ، رسالة ماجستير ، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2008 ، ص 144 ،  
- بنك الاسكندرية، البورصة المصرية تجنى ثمار التطوير، النشرة الاقتصادية ، المجلد السابع والثلاثون ، 2005 ص 91-92،

ومن الجدول السابق يتضح ارتفاع قيمة رأس مال سوق الأوراق المالية وكذلك قيمة التداول وقيمة الإصدارات وكذلك نسبة السيولة والدوران وربحية السوق وعدد العمليات وحقت صافي مشتريات الأجانب قيم موجبة خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2006، ومن ثم وفي ضوء ما سبق ومن خلال متابعة تطور سوق الأوراق المالية نستخلص أن لبرنامج الخصخصة المنفذ من خلال طرح العام أثر إيجابي في تنشيط السوق وارتفاع قيمة الأوراق المالية المتداولة كما أن السوق قد نجح فعليا في

استيعاب أغلب ولكن ليس كل إصدارات واكتتابات برنامج الخصخصة المتقدمة من خلال الطرح العام فعلى سبيل المثال<sup>(1)</sup>.

أ- في عام 1993 تم طرح 5،5 مليون سهم من أسهم شركة مصر لصناعة الكيماويات ولكن جاءت الطلبات لشراء 5،6 مليون سهم مما أدى إلى استحداث أسلوب تخصيص الأسهم لأول مرة في مصر،

ب- في 21 يونيو 1995 تم طرح 10% من أسهم الشركة الشرقية للدخان (2،5 مليون سهم) من خلال أسلوب المزاد حيث تم عرض 1،2 مليون سهم للجمهور و 350 ألف سهم لصناديق الاستثمار و 50 ألف سهم لكبار عملاء الشركة وتم تحديد حد أدنى لسعر بيع الأسهم وهو 40 جنيه للسهم الواحد مع وضع حد أقصى لعدد الأسهم 500 سهم للفرد الواحد وتم البيع لمن يقدم أعلى سعر شراء ثم الذي يليه ثم مصري، والمشكلة الوحيدة التي واجهت ذلك الأسلوب هو أنه في النهاية تساوي من اشترى السهم بـ 65 جنيه مع من اشترى السهم بـ 43 جنيه فالجميع حصل على الكمية التي طلبها ولا توجد أي مزايا تفصيلية في العوائد.

ج- في مايو عام 1996 تم طرح الشركة 15% من أسهم شركة مدينة نصر للإسكان والتعمير بسعر 65 جنيه للسهم الواحد ولكت جاءت الطلبات لتغطي نسبة الطرح البالغة 15% بمعدل 4 مرات الضعف لذا تم طرح 75% من الأسهم وليس 15% كما كان محددًا في شكل 400 ألف سهم لاتحاد العاملين و 10% من الأسهم و مليون سهم لصناديق الاستثمار و 1600000 سهم للأفراد.

د- في أكتوبر 1997 تم طرح أسهم شركة المشروعات الصناعية والهندسية وبلغ المطلوب شرائه 4 أضعاف أسهم الشركة أصلاً.

هـ- تم طرح 522،5 مليون سهم من أسهم الشركة المصرية للأسمت بلغت طلبات للاكتتاب على 658،6 مليون سهم.

بالإضافة الى طرح 20% من أسهم شركة سيدي كرير للبتروكيماويات وشركة أموك للزيوت المعدنية و 20% من أسهم الشركة المصرية للاتصالات كما سبق وأن أوضحنا.

ولكن على الرغم من ذلك كانت هناك مساوئ لأسلوب الطرح العام في تنفيذ برنامج الخصخصة ولكنها لا تضاهي مزايا تنفيذ برنامج الخصخصة بذلك الأسلوب ومنها على سبيل المثال<sup>(2)</sup>:

- 1- تأثر سوق الأوراق المالية بالأزمات الدولية والمحلية سريعاً.
- 2- افتقار التشريعات المنظمة للخصخصة وللسوق المالية إلى تحديد الحدود القصوى لتملك الأجانب وكذلك حدود الدخول والخروج من السوق فكان كلما يتأثر السوق سويًا بالعوامل المحيطة يخرج الأجانب من السوق ويتبعهم في ذلك صغار المستثمرين مما يعرض السوق لهزات عنيفة وانخفاضات حادة في الأسعار.

(1) انظر:

- منى قاسم، الإصلاح الاقتصادي في مصر، دور البنوك في الخصخصة وأهم التجارب الدولية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مكتبة الأسرة، 1998، ص 99.

- نهلة محمد على، إدارة التحول الى القطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، دراسة حالة في أساليب تقييم الشركات، رسالة دكتوراة، قسم الإدارة العامة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2006، ص 199، ص 104، ص 107، ص 185.

- محمود السيد عرفات سليمان، أثر الخصخصة على السياسات الضريبية، دراسة مقارنة وتطبيقية على الاقتصاد المصري، قسم الاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2009، ص 80-81.

(2) انظر:

- نهلة محمد على، إدارة التحول الى القطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، مرجع سبق ذكره، ص 15، ص 108، ص 148، ص 190.

- Shahira Abdel Shahid، Privatization status and performance of privatized companies in Egypt،

June 2002،

- 3- المغالاة في تحديد بعض أسعار الشركات العامة التي تم خصصتها من خلال الطرح العام كما حدث في شركة مطاحن الإسكندرية والمقاولات المصرية، العربية للشحن والتفريغ، المتحدة للشحن والتفريغ.
- 4- إجهاد الأفراد عن الشراء في بعض الأحيان نتيجة سوء اختيار أسلوب الطرح العام كأسلوب للخصخصة حيث في بعض الأوقات حدث إجهاد من الأفراد على الشراء، مثل ما حدث عند طرح أسهم شركة النصر للأعمال المدنية فقامت شركة مدينة نصر للإسكان والتعمير بشراء 51% من أسهم تلك الشركة وهو ما اعتبره مساهمو شركة مدين نصر تحدياً لرغبتهم وقاموا ببيع أسهمهم عوضاً مما أدى إلى انخفاض سعر سهم شركة مدينة نصر في ذلك الوقت بـ 20%.
- 5- تفتت الملكية حيث كان يطرح 10% في الغالب من أسهم الشركات ومع زيادة الطلب على الاكتتابات كان في بعض الأحيان يحصل بعض المكتتبين على سهم واحد فقط من أسهم الشركة التي أرادوا الاستثمار فيها منها حدث في شركة البويات والصناعات الكيماوية وشركة الإسكندرية للأدوية وهو ما أدى أيضاً إلى شعور الأفراد بالإحباط تجاه المشاركة في شراء أسهم شركات الخصخصة.
- 6- مازلت نسبة تركيز السوق مرتفعة (سيطرة عدد قليل من الشركات (10) على السوق) فبالرغم من انخفاض تلك النسبة بدأ من عام 1996 (بلغت 1,42% في 1996 ثم 8,33% في عام 1997 ثم 5,33% إلى عام 1998 ثم 8,29% في عام 1999 إلا إنها عاودت للارتفاع في الفترة الأخيرة وبلغت ما يزيد عن 53% عامي 2010 و 2011.
- 7- هناك شركات فشل معها أسلوب الطرح العام تماماً مثل بنك الإسكندرية التجاري والبحري وشركة الأهرام للمشروبات والأخيرة ثم طرح 30% من أسهمها بسعر 67 جنيهه للسهم الواحد ويحد أدنى للشراء 25 سهم للفرد الواحد ولكن لم تلقى عملية الاكتتاب إقبالاً سوى في 25% من الأسهم خاصة وأن نشاط تلك الشركة محرم شرعاً وفقاً لقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية.
- 8- مازالت هناك بعض الممارسات السيئة نتيجة نقص الخبرات والكفاءات أثرت سلباً على أداء البورصة المصرية مثل قيام الأفراد بالتقدم بطلبات شراء بأسماء الأقارب والأصدقاء حتى يتمكنوا من الاستحواذ على أكبر عدد من الأسهم كما أن هناك مضاربات غير الرشيدة في الأسهم وتحكم لبعض كبار رجال الأعمال بالتعاون مع بعض رجال السلطة بتحريك الأسعار نحو التزايد غير المبرر ثم يقوموا ببيع أسهمهم ثم ينخفض السعر بعد ذلك لاحقاً لأن الزيادة في الأصل غير مرتبطة بارتفاع الكفاءة والأداء التشغيلي والمالي ومن ثم سرعان ما تهبط أسعار الأسهم فيحقق بعض المستثمرين خاصة الصغار خسائر فادحة في حين حصل حفنة قليلة من المستثمرين على مكاسب هائلة.
- 9- مازالت استجابة الحكومة للتفاعل مع الأزمات التي تؤثر على سوق الأوراق المالية ضعيفة فعلى سبيل المثال تتباطئ الحكومة دائماً في اتخاذ قرار بإغلاق السوق في حالة وجود اختلالات كزيادة البيع أو الشراء عن حد معين وهو ما يتنافى مع تحقيق عدالة السوق.
- 10- إنخفاض أسعار أسهم بعد الشركات بعد طرحها للاكتتاب العام والجدول التالي يوضح انخفاض أسعار 41 شركة تم خصصتها من خلال أسلوب الطرح العام بعد خصصتها ويتضح منه وجود انخفاضات ضخمة وحادة لبعض الشركات مثل النصر للملابس والمنسوجات والزيوت المستخلصة والعربية المتحدة للشحن والتفريغ والكابلات الكهربائية المصرية والإسكندرية للغزل والنسيج والعربية لحليج الأقطان ومصر للأسواق الحرة ومصر الجديدة للإسكان والتعمير، وذلك كما يتضح من الجدول رقم (4) بالملحق، ولكن على النقيض هناك العديد من الشركات التي زادت أسعار أسهمها عن سعر الطرح وذلك كما يتضح من الجدول رقم (5) بالملحق.
- 11- عدم اختيار التوقيت المناسب لعمليات الطرح في بعض الأحيان حيث كان يتم طرح أكثر من شركة عامة للاكتتاب العام في توقيت واحد.

هذا وقد نتجت تلك السلبيات نظراً لوجود بعض العقبات أساساً تعرقل في سير عمل سوق الأوراق المالية أهمها يتمثل في<sup>(1)</sup>:

أ- غياب دور المؤسسات المالية في سوق رأس المال، وتلك المؤسسات هي (البنوك العقارية، بنك التنمية الصناعية، بنوك الاستثمار والأعمال، بنك الاستثمار القومي، قطاع التأمين) ويمكن لهذه المؤسسات أن تلعب دوراً هاماً في تنشيط سوق رأس المال بصورة جيدة بعيدة عن الاندفاع نحو الاستفادة بصورة غير سليمة من هذا السوق مثل المضاربات الضارة.

ب- الممارسات غير المشروعة داخل سوق رأس المال، وتتعدد صورة هذه الممارسات ويمكن بيان أبرز أنواعها فيما يلي:

ب-1- فتح حسابات متعددة للتداول وهو أحد الطرق التي يلجأ إليها صانعو السوق الخفي لتحقيق مكاسب كبيرة على حساب المستثمرين الصغار ولإضفاء شرعية على الفعل غير المشروع للتداول.

ب-2- أسلوب الصدمات السعرية حيث يقوم عدد من الأفراد بالاتفاق فيما بينهم على القيام بمضاربات واسعة على سهم رخيص تحطم نظرية العرض والطلب وتدفع المستثمرين للبيع أو الشراء بكميات كبيرة.

ب-3- المضاربات الوهمية وهي من أقدم الممارسات الضارة في البورصات وتعتمد على البيع الصوري للأصول سواء كانت في بورصة أسهم أو سلع أو عقارات.

د- التلاعب في نقل المعلومات.

ب-4- تسريب معلومات خاطئة وشائعات.

ب-5- تلاعب شركات السمسة وخصوصاً بصغار المستثمرين عن طريق استخدام المعلومات الداخلية أو التلاعب في تحريك أسعار الأسهم صعوداً بالتعاون بين الشركات صاحبة الأسهم.

ب-6- البيع الصوري أو المظهري مثل قيام الشخص بالبيع لابنه أو أحد أفراد أسرته من أجل تنشيط البيع على ورقة معينة.

ب-7- استغلال ثقة العملاء من قبل المسار الذي يقوم بإبرام الصفقات نيابة عنهم دون أن يكون في ذلك مصلحة لهم.

3- انعدام أو غياب الشفافية الذي يرجع للعديد من العوامل منها الفساد والجهل وضعف أو غياب الإطار القانوني اللازم لحماية المواطن من انعدام تطبيق القانون بالإضافة إلى وجود معوقات سياسية واجتماعية تتمثل في غياب الدور الفعال لمؤسسات المجتمع المدني واختفاء أو تحي مبدأ المساءلة.

**وباختصار فإن المشكلة تتلخص بشكل كبير في انخفاض كفاءة التسعير في ظل وجود امية استثمارية.**

#### **8- نتائج وتوصيات الدراسة:**

لم يكن برنامج الخصخصة المصري مقر بقانون عكس قانون التأمين فلم يحدد قواعد تحول الشركات العامة إلى شركات خاصة ولم يضع ضوابط البيع والشراء بما يحقق توسيع قاعدة الملكية فضلاً عن أنه لم يصاحب برنامج الخصخصة وضع تقضيلات للاستثمار في سوق الأوراق المالية تضاهي نظائرها في قطاع البنوك والتي تجذب الأفراد نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية كما أنه لم يتم وضع قيود على تملك الأجانب للمشروعات الاستراتيجية والهامة، وإن كل ما تم تحديده فيما يتعلق بخصخصة المشروعات العامة من خلال البيع في سوق الأوراق المالية هو وضع ارشادات بإجراءات بيع الشركات العامة التي تطرح من خلال بورصة الأوراق المالية.

(1) صبري إبراهيم الشافعي، سوق رأس المال كأحد مقومات التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه، قسم الاقتصاد والمالية العامة، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2010، ص ص 328 – 360.

وقد أفادت مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام 1992-2011 وإن لم تكن كلها إيجابية على الإطلاق إلى حدوث طفرة نوعية في سوق الأوراق المالية وهي الفترة التي صاحبها تنفيذ لبعض صفقات الخصخصة من خلال أسلوب الطرح العام مقارنة بما كان سائداً في بداية فترة التسعينات وما قبلها والتي لم تشهد تنفيذ لعمليات الخصخصة من خلال أسلوب الطرح العام على الجانب الآخر كان لبرنامج الخصخصة المنفذ من خلال سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تنشيط السوق وزيادة طاقته الاستيعابية وزيادة عمقه واتساعه فقد كان لبرنامج الخصخصة المنفذ من خلال الطرح العام أثر إيجابي في تنشيط السوق وارتفاع قيمة الأوراق المالية المتداولة ولكن السوق قد نجح فعليا في استيعاب أغلب ولكن ليس كل إصدارات واكتتابات برنامج الخصخصة المتقدمة من خلال الطرح العام، ولكن على الرغم من ذلك كانت هناك مساوئ لأسلوب الطرح العام في تنفيذ برنامج الخصخصة ولكنها لا تضاهي بالتأكيد مزايا تنفيذ برنامج الخصخصة بذلك الأسلوب، وقد نتجت تلك السلبيات نظراً لوجود بعض العقبات التي تعرقل سير عمل سوق الأوراق المالية.

ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية في مصر قد ساهم بفاعلية في إنجاح عملية الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية من خلال تملك المستثمرين لأسهم عدد لا بأس به من الشركات التي تم طرحها للبيع كما أن الخصخصة نفسها من خلال أسلوب الطرح العام نجحت في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال توسيع حركة التعامل فيه وتعميقه ومن ثم فإن سوق الأوراق المالية في مصر قد نجح في تسويق أسهم الخصخصة بل أن هناك علاقة متبادلة بين نمو سوق المال ونجاح برنامج الخصخصة وأن اعتماد الحكومة على أسلوب البيع لمستثمر رئيسي سواء من خلال الطرح الخاص أو البيع المباشر بصورة أكبر من أسلوب الطرح العام<sup>(1)</sup> ليس له سوى تبرير واحد ليس بالطبع عدم كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر ولكن رغبة القائمين في الحكم والمشرفين على تنفيذ برنامج الخصخصة في التربح من وراء الخصخصة<sup>(2)</sup> في شكل بيع أغلب الأصول لمستثمر رئيسي بأسعار أقل من الأسعار السوقية الحقيقية وفي بعض الأحيان كانت أقل من أسعار المخزون الراكد في الشركة المباعة.

والآن في الواقع لم يتبقى الكثير من الاصول العامة يمكن خصصتها حيث تم خصخصة 282 شركة من أصل 314 شركة وبالتأكيد لا يصلح المتبقى كلة للخصخصة من خلال الطرح العام ولكن اذا أرادت الدولة انتهاز ذلك الاسلوب فعليها مراعاة الاتي:

1. دراسة حالة سوق الأوراق المالية قبل تحديد السعر، فإن كان السوق نشط ارتفعت الأسعار، أما إذا كان يمر بحالة ركود فإن الأسعار لا بد أن تميل للانخفاض.
2. لا بد من مراعاة حسن اختيار التوقيت المناسب لعملية الطرح، وكذلك التدرج في دفع شرائح الشركات المزمع طرحها للبيع في السوق بما تسمح به مقدرة السوق الاستيعابية تفادياً لما قد يحدث من هبوط في الأسعار من جراء تحميل السوق بأكثر من طاقتها، فالبورصة عندما تهبط مستويات الأسعار فيها فإن أي عملية طرح جديدة يمكن أن تصاب بخسارة شديدة.
3. ضرورة زيادة الفترة الزمنية بين طروحات الشركات بما يتناسب مع حاجة السوق وبحيث لا تكون الاكتتابات الجديدة والشركات المطروحة عبئاً على السوق وليست إضافة له خاصة في فترات ركود التداول حيث أن الاكتتابات المتوالية من جانب الشركات المصدرة تعمل على سحب جزء كبير من السيولة المتاحة في السوق مما يؤدي إلى انكماش التداول خاصة مع ضخامة حجم الاكتتابات الجديدة وإجرائها دون فواصل زمنية مما يجمد حجم ضخم من الأموال في أوراق مالية لا يتم إصدارها والتعامل عليها داخل السوق إلا بعد مضي فترة طويلة على الانتهاء من الاكتتاب نتيجة طول الإجراءات.
4. تقليل الفترة الزمنية ما بين عملية الاكتتاب وطرح الأسهم المكتتب فيها للتداول لعدم تجميد الأموال في البورصة والحد من السيولة المتاحة مع تيسير إجراءات وتنظيم الطروحات الجديدة لصالح السوق بحيث لا يتم أكثر من اكتتاب ضخم إلا على فترات زمنية متباعدة بصورة مناسبة لعدم الإضرار بالسوق.

(1) انظر الجدول رقم (6) بالملحق،

(2) انظر الجدول رقم (7) بالملحق،

5. وضح حدود قصوى لتملك الأجانب وهذه القيود غير مقصورة على الدول النامية فقط كما قد يتبادر إلى الذهن، حيث اتبعت عدد من الدول المتقدمة نفس الأسلوب، ومن أمثلة ذلك عدم سماح اليابان للمستثمرين الأجانب شراء أسهم شركة الاتصالات اليابانية (NTT) عند بيعها للقطاع الخاص، كما أن برنامج الخصخصة في فرنسا تضمن حظرا لعدم تجاوز ملكية الأجانب للأسهم المباعه عن نسبة (20%) من الكميات المطروحة للبيع.
  6. الاعتماد على أسلوب الشريحتين في الطرح حيث تطرح نسبة من الاسهم طرح خاص وعندما تتحسن النتائج المالية للشركة يتم بيع النسب المتبقية من خلال الطرح العام.
  7. ضرورة استكمال الإطار القانوني ورفع كفاءة الهيئات الرقابية، ورفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والرقابية والقضائية، وإنشاء دوائر خاصة لمحاكم تختص بقضايا اسوق المال.
  8. العمل على تطبيق معايير المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال IOSCO .
  9. توعية المساهمين للمشاركة بفاعلية والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة، وإعلامهم بالقواعد، بما في ذلك إجراءات التصويت، التي تحكم اجتماعات الجمعية.
  10. إصدار بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية شهادة تفيد الالتزام او عدم الالتزام بقواعد إدارة الشركات لكل الشركات المقيدة عند صدورها ذلك لتشجيع الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد وممارسات إدارة الشركة.
  11. يجب على بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية أن تنشر في نهاية كل شهر في مطبوعاتها سواء كانت ورقية أم إلكترونية أسماء الشركات المقيدة التي تتمسك بممارسات وقواعد إدارة الشركات ، وتلك الشركات التي لم تلتزم بها، وهذا على النحو المعمول به في بورصات عديدة مثل البورصة الألمانية ، وبورصة كوالالمبور للأوراق المالية.
- وفى ضوء ذلك يقترح الباحث أن تتركز الدراسات المستقبلية المتعلقة بتقييم تجربة الخصخصة في مصر الى التطرق لمفهوم الخصخصة بمفهومها الواسع (خصخصة الإدارة وليس الملكية) وكذلك تقييم مدى نجاح عمليات الخصخصة المنفذة من خلال أسلوب البيع المباشر وأخيرا تقييم أداء الشركات التي تم خصخصتها سواء بالطرح العام أو البيع المباشر للوقوف على مدى النجاح الإقتصادي و الإجتماعي للتجربة من عدمه.

## المراجع

### المراجع العربية

- أحمد السيد النجار، الانهيار الاقتصادي فى عصر مبارك ،مركز المحروسة للنشر والخدمات الصحفية والمعلومات، 2008.
- أحمد السيد النجار، الاستثمارات الأجنبية فى مصر، الوعد والحصاد وفرص تغيير المسار، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة، 2009.
- أحمد فتحى عبد السميع حسن ، المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على قرارات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية المصرية ، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 2009.
- البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى الاعداد من 2008/2007-2010-2011.
- البورصة المصرية ،التقرير السنوى ، الاعداد من 2004-2011.
- البورصة المصرية ، النشرة الشهرية ، يناير 2011.
- المكتب الفنى لوزير قطاع الأعمال العام ، دليل الإجراءات والاستثمارات العامة لبرنامج الحكومة لتوسيع قاعدة الملكية وإعادة الهيكلة وحوافز العاملين ولإدارة، 1996.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، اهم ملامح تطوير سوق المال المصرى خلال 15 عاما 96-2010، الادارة المركزية للمكتب الفنى وتوعية المستثمر.
- أمل صديق عفيفى ، ترجمة جمال عبد المقصود، الخصخصة فى مصر توصيف وتقييم، الهيئة العامة للكتاب، 2003.
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000.
- بنك الإسكندرية، البورصة المصرية تجنى ثمار التطوير، النشرة الاقتصادية ، المجلد السابع والثلاثون، 2005.

- بوتة نسرين ، الأسواق المالية و دورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة " دراسة لواقع التجربة المغربية " ، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر- بسكرة ،-2014-2015
- توفيق عباس عبد عون، غصون كاظم عبيد ال جار الله ، قياس العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والقطاع الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 2000-2015، مجلة الإدارة والاقتصاد، مجلد(7)، يونيو 2018
- حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية، المبررات و شروط النجاح مجلة الباحث، عدد(7)، 2009-2010
- ريم على محمد الكامل، دور البورصة في تدعيم برنامج الخصخصة ، رسالة ماجستير ، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، 2008.
- سعيد عبد العزيز عثمان، اقتصاديات المشروعات والخدمات العامة، دار فاروس للنشر، 2011
- صالح محمد حسنى الحملاوى، التجربة المصرية في الخصخصة وأثارها المحتملة، المؤتمر العلمي السنوى الثالث، ما بعد الإصلاح المالي في مصر ، رؤية مستقبلية في ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق فرع بنها ، نوفمبر 1998.
- صبري إبراهيم الشافعي، سوق رأس المال كأحد مقومات التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه، قسم الاقتصاد والمالية العامة، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2010.
- عاطف وليم أندرواس تادرس، دور السياسات المالية في تنمية سوق الأوراق المالية فى الدول النامية خلال فترات التحول لاقتصاد السوق مع إشارة خاصة لمصر خلال الفترة (1981 – 1998) رسالة دكتوراه، قسم المالية العامة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2004
- عبد الفتاح الجبالى ، الشفافية فى عمليات الخصخصة، نحو مجتمع أكثر شفافية فى مصر، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة، 2010.
- عمر خالد علي، "مذكرة تفصيلية لنماذج فساد الخصخصة"، المركز المصري للحقوق الاقتصادية والاجتماعية، أغسطس 2011.
- عمر عبد الحى صالح البيلى، الآثار الاقتصادية للخصخصة مع الإشارة للتجربة المصرية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج ، جامعة جنوب الوادى، المجلد الثانى عشر، العدد (1) ، يونية 2000.
- محمود السيد عرفات سليمان، أثر الخصخصة على السياسات الضريبية، دراسة مقارنة وتطبيقية على الاقتصاد المصري، قسم الاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2009.
- مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، تقرير الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية، القاهرة، 2006، 2011.
- مصطفى محمد على سيد المنياوى، دراسة تحليلية للمشكلات المحاسبية لتقييم الشركات عند تغير الملكية مع التطبيق على برنامج خصخصة شركات قطاع الأعمال العام فى مصر، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة جامعة الاسكندرية، 2008.
- مفتاح صالح، معارفي فريدة، دراسة لواقع اسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خضير، 2010/2009
- منى قاسم، الإصلاح الاقتصادي في مصر، دور البنوك في الخصخصة وأهم التجارب الدولية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مكتبة الأسرة، 1998.
- نهلة محمد على ، إدارة التحول الى القطاع الخاص فى جمهورية مصر العربية ، دراسة حالة فى أساليب تقييم الشركات ، رسالة دكتوراه ، قسم الادارة العامة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 2006.
- هناء عبد العزيز عبد اللطيف، قياس نشاط وكفاءة أداء سوق الأوراق المالية فى مصر، دراسة مقارنة مع الأسواق الواعدة، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001.
- هيئة الرقابة المالية ، التقرير السنوى ، 2011.
- وزارة المالية ، التقرير المالى الشهرى ، الاعداد من مارس 2005- مارس 2012.
- وزارة الاستثمار، تقرير أداء البورصة المصرية خلال أبريل 2010، 2010.
- يوسف مسعداوي، اقتصاديات المشروعات والخدمات العامة، كفاءة الاسواق المالية العربية، راسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 42، 2014

#### المراجع الاجنبية

- African Development Bank Group، "Egypt: Economic Reform and adjustment programme:، Project Performance structural Evaluation report (PPER)، 15 May 2000، p،p، 4 – 5 ، 14
- Bassam I ،Azab، the performance of the Egyptian stock market ،-The Birmingham business school·The university of Birmingham ،9/2002،

- Jean Tesche, and Sahar Tohamy, "Economic Liberalization and Privatization in Hungary and Egypt", Economic Research forum (ERF), working paper 9410, February 1994, P.P, 17 – 19
- Shahira Abdel Shahid- Privatization status and performance of privatized companies in Egypt, June 2002,
  - <http://www.egx.com>
  - <http://data.bankaldawli.org>
  - <http://data.un.org> -
  - <http://docdigger.com>-



## الملحق

جدول رقم (1)  
تطورات سوق الأوراق المالية في عام 2010 مقارنة بعام 1996

2010	1996	ملامح التطور
<b>الإطار التنظيمي</b>		
أنشأت الهيئة العامة للرقابة المالية عام 2009 محل الهيئة العامة لسوق المال	أنشأت الهيئة العامة سوق المال بالقرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979،	جهة الرقابة
- يمكن للجهات المصدرة المؤهلة الوصول مباشرة إلى السوق بعد الالتزام بمتطلبات الإصدار وقواعد القيد	متاح مع وجود عدد من القيود	الوصول إلى سوق المال
- يمكن للشركات الأجنبية إصدار أوراق ايداع مصرية تقيد بالبورصة المصرية،		
يمكن للشركات إصدار شهادات ايداع دولية و GDRs/ADRs	محدود للغاية	الوصول إلى السوق الدولية
تطبيق معايير الإفصاح والالتزام بالشفافية ومتطلبات الحوكمة	قدر ضئيل من الإفصاح والشفافية	الإفصاح والشفافية و الحوكمة
صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1764 لسنة 2004 باتشاءه يغطي حالات الإعسار والإفلاس للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية،	غير موجود	صندوق حماية المستثمر
هيكل السوق		
تم تعديل الاسم إلى البورصة المصرية كما تم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة	بورصتى القاهرة والإسكندرية شبه حكومية. جهة لا تهدف للربح	هيكل البورصة
العديد من شركات الأوراق المالية المتخصصة والمرخصة	عدد محدود من شركات الأوراق المالية	الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية
توسع في الأدوات والأوراق المالية لتشمل أسهم وسندات الشركات، والأوراق المالية الحكومية، والتوريق والأوراق المالية المضمونة بأصول	عدد محدود من الأدوات والأوراق المالية البسيطة	الأوراق المالية
كافة الأوراق المالية المقيدة في البورصة محفوظة في الأيداع المركزي	ورقية	شكل الأوراق المالية
الشراء بالهامش، بيع الأوراق المالية المقترضة، تنفيذ نظام التداول الإلكتروني عبر الانترنت، والبيع والشراء في ذات الجلسة	لا يوجد	آليات التداول
لا توجد أى قيود على تعاملات الاجانب	محدود	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
<b>عمليات السوق</b>		
نظام تداول ألى للأوامر حسب أولوية السعر والوقت، منصة تداول يمكن الوصول إليها من كافة أنحاء الجمهورية من خلال الإنترنت	نظام يدوى قائم على الاوامر	نظام التداول
التسوية في اليوم التالى بعد التداول (T+2) بالنسبة لجميع الاسهم، T+0 بالنسبة للبيع والشراء في ذات الجلسة	غير قياسية تستغرق عدة ايام قبل اتمامها	دورة التسوية
ممكن كليا	ورقى	شكل التسوية
يسجل نقل الملكية الكترونيا في صورة قيد دفترى بواسطة جهات الايداع	يتم نقل ملكية الاوراق المالية بذاتها من خلال فواتير السماسرة	نقل ملكية الأوراق المالية
انشئ لضمان الوفاء بالتسويات في مواعيدها المقررة	بدفاتر نقل الملكية في الشركات المعينة	صندوق ضمان التسويات
	لا يوجد	

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، أهم ملامح تطوير سوق المال المصرى خلال 15 عاما 2010-96، الإدارة المركزية للمكتب الفنى وتوعية المستثمر.

جدول رقم (2)  
مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة من 1992-2011

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992		
294.000	488.000	500.000	474.000	768.000	534.000	456.000	234.000	172.000	122.000	112.000	121.000	112.000	82.000	70.873	48.086	27.420	14.480	10.807	10.845	رأس المال السوقى ( بالمليار جنيه )	
1371.800	1206.600	1042.252	895.515	744.809	617.731	545.874	490.689	433.433	386.338	360.446	332.235	312.060	295.266	276.440	250.851	223.076	191.364	196.713	152.107	النتج المخطط الإجمالي ( بالمليار جنيه )	
21.43	40.44	47.97	52.93	103.11	86.45	83.54	47.69	39.68	31.58	31.07	36.42	35.89	27.77	25.64	19.17	12.29	7.57	5.49	7.13	نسبة رأس المال السوقى للنتج المخطط الإجمالي (%)	
-39.75	-2.40	5.49	-38.28	43.82	17.11	94.87	36.05	40.98	8.93	-7.44	8.04	36.59	15.70	47.39	75.37	89.36	33.99	-0.35	—	معدل نمو رأس المال السوقى (%)	
213	213	306	373	435	595	744	795	978	1151	1110	1076	1033	870	654	649	746	700	654	635	عدد الشركات المقيدة بالبورصة ( شركة )	
204	212	289	322	337	407	441	503	540	671	643	659	663	551	416	354	352	300	155	163	عدد الشركات المتداولة بالبورصة ( شركة )	
95.77	99.53	94.44	86.33	77.47	68.40	59.27	63.27	55.21	58.30	57.93	61.25	64.18	63.33	63.61	54.55	47.18	42.86	23.70	25.67	نسبة الشركات المتداولة إلى إجمالي الشركات المقيدة (%)	
148.224	321.360	448.260	529.624	363.000	287.000	160.634	42.374	27.764	34.176	31.796	54.012	39.086	23.364	24.220	10.967	3.849	2.557	0.569	0.537	قيمة التداول ( بالمليار جنيه )	
10.81	26.63	43.01	59.14	48.74	46.46	29.43	8.64	6.41	8.85	8.82	16.26	12.53	7.91	8.76	4.37	1.73	1.34	0.29	0.39	نسبة التداول للنتج المخطط الإجمالي (%)	
50.42	65.85	89.65	111.74	47.27	53.75	35.23	18.11	16.14	28.01	28.39	44.64	34.90	28.49	34.17	22.81	14.04	17.66	5.27	5.50	نسبة التداول رأس المال السوقى (معدل الدوران) (%)	
-53.88	-28.31	-15.36	45.90	26.48	78.67	279.09	52.62	-18.76	7.49	-41.13	38.19	67.29	-3.53	120.84	184.93	50.53	349.38	-4.69	—	معدل نمو قيمة التداول (%)	
10.40	7.1	7.20	6.50	4.10	5.70	5.00	8.50	12.70			0.30	49.00	6.20	19.00	33.00	11.20	56.40	22.00	8.50	متوسط العائد على العيون (عائد السوق) (%)	
1.20	1.30	2.00	1.00	1.00	2.20	1.50	1.20				3.50	4.37	3.60	3.10	5.87	2.16	5.62	2.68	1.45	درجة التقلب (درجة)	
5589693	10201219	14637809	12456316	9000000	6800000	4210092	1743564	1229377	833704	1147931	1286311	905200	687213	1225351	2316364	469615	94742			عدد العمليات	
29	22.6	19	30	31.7	30	30	27	20	19	16	21	22	20	17						نسبة تداول الأجانب من إجمالي قيمة التداول (%)	
-0.015	0.106	0.393	-0.673	-3.199	0.502	0.729	0.026	0.037	-0.217	0.039	0.269	0.658	-0.160	0.514	1.462	0.285	0.004			إستثمارات الأجانب ( بالمليار دولار أمريكي )	
			99.600	97.700	43.800	31.500	19.400	18.500	14.500	11.200	20.400	55.600	35.300	19.500							قيمة الصادرات ( بالمليار جنيه )
13	12.6	11.5	15.7	21.9	16.3	15.2	11.81	7.18	7.36	7.4										مضاعف الربحية	
5888.1	6925.6	6510.8	10716.2	9286.2	5719.5	4519.1														EGX 20 capped Index - June	
5373	6033.1	5702.9	9827.3	7803.4	4772.8	4828.7	1440.9	775.9	472.1	593	864	835	794							EGX 30 Index - June	
629.6	527.7																			EGX 70 Index - June	
972.9	908.7																			EGX 100 Index - June	
33119	3319	3315	3419	3417	35123	35112														IFCG/S&P Index (رتبة)	

ملحوظات:

- رأس المال السوقى أو رسملة السوق هو عدد الاسهم المقيدة مضروبة في أسعارها السوقية في نهاية العام.
- معدل الدوران هو قيمة تداول الاسهم المقيدة على مقسومة على رأس المال السوقى في نهاية العام.
- صافي استثمارات الأجانب هي الفرق بين مشترياتهم ومبيعاتهم خلال العام.
- متوسط العائد على الكوبون هو نسبة الأرباح الموزعة في نهاية السنة المالية إلى القيمة السوقية للسهم في تاريخ محدد.
- EGX 30 هو مؤشر CASE30 بعد التعديل ويتم حساب 30 شركة في البورصة من حيث السيولة والقيمة وقد بدأ حسابه بدأ من يناير 1998،
- مؤشر EGX70 يتم حسابه لأكثر من 70 شركة في البورصة غير ذلك الموجودة في مؤشر EGX30 وبدأ ذلك المؤشر بدأ من مارس 2009.
- مؤشر EGX100 يتم حسابه للشركات الموزعة في مؤشري EGX30 و EGX70 وبدأ ذلك المؤشر بدأ من أغسطس 2009.
- مؤشر EGX20 Capped يتم حسابه لأنشط 20 شركة في البورصة وبدأ ذلك المؤشر بدأ من فبراير 2003.
- مؤشر IFCG/S&P هو مؤشر أسعار ستاندر أند بورز/ هيئة التمويل الدولية ويقاس الأداء اليومي لأكثر الأسهم نشاطاً في البورصات المحلية حتى لو لم تكن متاحة أمام الأجانب وقد تم استبعاد فنزويلا في عام 2007 والأرجنتين في عام 2009.
- مضاعف الربحية هو سعر إقفال السهم مقسوماً على نصيب السهم من إجمالي الأرباح المحققة وهي نسبة تعطي المستثمر دلالة على حجم استثماره مقابل ربحية الشركة.

المصدر:

- التقرير المالى الشهرى ، وزارة المالية ، الاعداد من مارس 2005- مارس 2012
- التقرير السنوى ، البورصة المصرية ، الاعداد من 2004-2011
- التقرير السنوى ، هيئة الرقابة المالية ، 2011
- التقرير السنوى ، البنك المركزى المصرى ، الاعداد من 2007/2008-2010-2011.
- World Bank data،<http://data.albankaldawli.org/topic/financial-sector>
- <http://data.un.org/UN data> -
- The Egyption Exchange ،Main Market Indicators، Historical Statistics.
- <http://www.egx.com/eg/English/marketindicator.aspx?10/4/201>.

جدول رقم (3)

مصفوفة معاملات الارتباط للسوق المصري مع الأسواق العربية والأجنبية خلال يناير-15/سبتمبر 2008

مصر	السعودية	الكويت	أبوظبي	دبي	الأردن	لندن	الولايات المتحدة	طوكيو
1.00	0.69	0.03	0.53	0.77	-0.37	0.74	0.80	0.47
0.69	1.00	-0.28	0.39	0.85	-0.35	0.75	0.69	0.64
0.03	-0.28	1.00	0.64	-0.14	0.78	-0.22	-0.27	0.16
0.53	0.39	0.64	1.00	0.60	0.43	0.29	0.24	0.63
0.77	0.85	-0.14	0.60	1.00	-0.34	0.70	0.72	0.65
-0.37	-0.35	0.78	0.43	-0.34	1.00	-0.46	-0.59	0.15
0.74	0.75	-0.22	0.29	0.70	-0.46	1.00	0.93	0.68
0.80	0.69	-0.27	0.24	0.72	-0.59	0.93	1.00	0.55
0.47	0.64	0.16	0.63	0.65	0.15	0.68	0.55	1.00

المصدر: البورصة المصرية، التقرير السنوي، 2008.

جدول رقم (4)

الشركات التي انخفضت أسعار إقفالها عن سعر الطرح مرتبة طبقاً لنسبة التغير في 2011/1/31

رقم	اسم الشركة	تاريخ الطرح	سعر الطرح	سعر الإقفال 2011/10/31	أدنى سعر للسهم خلال 52 أسبوع	أعلى سعر للسهم خلال 52 أسبوع	نسبة التغير عن سعر الطرح %
1	النصر للملابس والمنسوجات - كابو##	يونيو-97	00:102	78:0	86:0	37:1	-99%
2	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	ديسمبر-96	00:45	93:0	05:1	72:1	-98%
3	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	أبريل-95	00:45	93:0	05:1	72:1	-98%
4	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	مايو-98	00:31	85:0	94:0	71:1	-97%
5	الكابلات الكهربائية المصرية*	أكتوبر-97	33:23	74:0	8:0	09:1	-97%
6	الإسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)#	يناير-98	00:37	25:1	17:1	87:1	-97%
7	الكابلات الكهربائية المصرية*	مارس-95	18:18	74:0	82:0	09:1	-96%
8	العربية لحليج الأقطان	يوليو-97	00:60	08:3	94:2	43:6	-95%
9	النصر للملابس والمنسوجات - كابو	يونيو-95	50:10	78:0	86:0	37:1	-93%
10	مصر للأسواق الحرة	يناير-97	00:40	33:4	55:3	48:5	-89%
11	العربية لحليج الأقطان	سبتمبر-96	00:27	08:3	94:2	43:6	-89%
12	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	ديسمبر-96	00:155	34:18	00:21	94:35	-88%
13	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	ديسمبر-96	00:87	95:15	00:16	95:21	-82%
14	مطاحن ومخابز الإسكندرية	يوليو-97	50:82	52:17	40:16	00:29	-79%
15	الشمس للإسكان والتعمير	نوفمبر-97	00:15	27:3	61:3	14:10	-78%
16	النيل لحليج الأقطان	فبراير-97	00:43	25:11	51:10	63:17	-74%
17	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	يونيو-96	00:35	09:10	10:69	30:16	-71%
18	مصر للألومنيوم	فبراير-98	25:71	21:23	00:42	70:32	-67%
19	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	يوليو-95	50:52	34:18	00:21	94:35	-65%
20	مطاحن مصر الوسطى	ديسمبر-96	81:24	88:8	02:10	56:14	-64%
21	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	يونيو-95	00:42	95:15	00:16	95:21	-62%
22	الإسكندرية لاسمنت بورتلاند	أبريل-95	00:32	35:12	80:13	00:450	-61%
23	الورق للشرق الأوسط - سيمو	يونيو-97	00:22	72:8	41:7	1:15	-60%
24	التعمير والاستشارات الهندسية	أبريل-97	18:33	23:13	37:12	18:36	-60%
25	مصر للزيوت والصابون	أغسطس-96	00:46	52:19	36:22	49:45	-58%
26	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	نوفمبر-96	00:46	52:19	36:22	49:45	-58%
27	مطاحن مصر الوسطى	أبريل-96	00:18	88:8	02:10	45:14	-51%
28	التعمير والاستشارات الهندسية	سبتمبر-96	36:26	23:13	37:12	18:36	-50%
29	مفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	سبتمبر-96	00:50	55:25	50:27	99:44	-49%
30	العامه للصوامع والتخزين	نوفمبر-96	00:39	80:21	10:22	25:34	-44%
31	النصر لصناعة المحولات - الماكو	يونيو-96	18:16	49:9	52:7	59:15	-41%
32	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	سبتمبر-97	25:47	46:30	05:23	50:54	-36%
33	اسمنت بورتلاند طرة المصرية	مايو-95	25:42	36:28	70:24	50:32	-33%

34	الإسكندرية للادوية والصناعات الكيماوية	يونيو-96	00:68	49:48	57:51	97:71	29%-
35	الإسكندرية للادوية والصناعات الكيماوية	مايو-95	15:66	49:48	57:51	97:71	27%-
36	العربية للادوية والصناعات الكيماوية	سبتمبر-96	00:40	89:29	04:9	90:56	25%-
37	مطاحن وسط وغرب الدلتا	سبتمبر-96	00:40	26:31	52:30	60:39	22%-
38	البويات والصناعات الكيماوية – باكين	أكتوبر-97	13:60	10:47	01:43	00:58	22%-
39	البويات والصناعات الكيماوية – باكين	يناير-97	00:58	10:47	01:43	00:58	19%-
40	مطاحن شرق الدلتا	سبتمبر-96	00:31	22:28	05:29	00:34	9%-
41	الوادي لتصدير الحاصلات الزراعية	أكتوبر-97	00:31	09:30	12:26	89:35	3%-

\* معدلة وفقا للتعديلات بالأسهم (توزيع سهم مجاني أو تجزئة أسهم)

# نتيجة لاندماج شركة الإسكندرية للغزل والنسيج مع الشركة المصرية لتحضير وصباغة وتجارة الغزل، تم تعديل القيمة الاسمية للسهم لتصبح 1 جنيه مصري في 22-12-1999 وفي 31-5-2000 تم إعادة تعديل الاسمية من 1 جنيه إلى 40 جنيه.  
## نتيجة لاندماج شركة كابو مع الشركة الوطنية لتجارة الغزل والملابس، تم تعديل القيمة الاسمية للسهم من 1 جنيه إلى 35 جنيه مصري،  
المصدر: البورصة المصرية، النشرة الشهرية، يناير 2011، ص28.

#### جدول رقم (5)

الشركات التي زادت أسعار إقفالها عن سعر الطرح مرتبة طبقا لنسبة التغير في 2011/1/31

رقم	اسم الشركة	تاريخ الطرح	سعر الطرح	سعر الإقفال 2011/10/31	أدنى سعر للسهم خلال 52 أسبوع	أعلى سعر للسهم خلال 52 أسبوع	نسبة التغير عن سعر الطرح %
1	أبوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية	مايو-96	60:34	33:197	08:179	00:200	470%
2	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	أغسطس-96	20:23	60:92	01:76	80:177	299%
3	البويات والصناعات الكيماوية – باكين	سبتمبر-94	50:12	10:47	01:43	00:58	277%
4	الشرقية للدخان – ايسترن كومباني	يوليو-95	00:45	24:110	05:112	80:134	145%
5	القاهرة للإسكان والتعمير	نوفمبر-97	91:2	70:4	14:4	05:7	61%
6	القاهرة للإسكان والتعمير	مارس-97	09:3	70:4	14:4	05:7	52%
7	مدينة نصر للإسكان والتعمير	مايو-96	25:16	81:23	49:25	8:34	47%
8	مطاحن مصر العليا	سبتمبر-96	00:40	82:49	60:50	60:64	25%
9	شركة النصر للأعمال المدنية	مايو-98	25:33	58:40	00:29	67:57	22%
10	الشرقية للدخان-ايسترن كومباني	مارس-97	00:96	24:110	05:112	80:134	15%
11	مصر لصناعة الكيماويات	يونيو-94	00:5	51:5	99:5	57:8	10%
12	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	يونيو-96	00:26	91:27	09:28	99:38	7%
13	المالية والصناعية المصرية	مايو-96	00:15	62:15	02:15	07:21	4%
14	المتحدة للإسكان والتعمير	مايو-96	43:4	37:4	40:3	87:6	1%

\* معدلة وفقا للتعديلات الخاصة بالأسهم (توزيع سهم مجاني أو تجزئة أسهم)  
المصدر: البورصة المصرية، النشرة الشهرية، يناير 2011، ص27.

#### جدول رقم (6)

إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج – حتى 2011/01/31

رقم	اسم الشركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المبيعة %
1	مدينة نصر للإسكان والتعمير	190	75
2	المالية والصناعية المصرية	70	75
3	المتحدة للإسكان والتعمير	5	10
4	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	20	3
5	المصرية للنشا والجلوكوز	68	61
6	كفر الزيات للمبيدات	60	100
7	مصر للزيوت والصابون	73	61
8	النصر لتجفيف الحاصلات الزراعية	24	100
9	النيل للكبريت والمسكن الخشبية	34	65
10	مطاحن وسط وغرب الدلتا	177	61
11	التعمير والاستشارات الهندسية	104	98
12	مطاحن مصر العليا	165	61
13	العربية للراديو والترانزستور تليمصر	59	100
14	العربية لحليج الأقطان	87	100
15	مطاحن شرق الدلتا	110	61
16	أسمنت العامرية	768	71
17	أسمنت بورتلاند حلوان	1202	52
18	مصر للأسواق الحرة	133	97
19	العربية والمتحدة للغزل والنسيج	121	67
20	النيل لحليج الأقطان	295	100
21	القاهرة للإسكان	118	79
22	النوبارية للميكنة والهندسة الزراعية	27	99
23	الصعيد العامة للمقاولات	15	85
24	النصر للملابس والمنسوجات كابو	197	63
25	النصر للمسيكات	48	33

85	55	الورق للشرق الاوسط - سيمو	26
80	33	الجيزة للمقاولات	27
100	321	الكابلات الكهربائية المصرية	28
62	692	البويات والصناعات الكيماوية	29
90	299	المشروعات الصناعية والهندسية	30
55	31	الشمس للاسكان	31
80	54	المحمودية للمقاولات	32
100	82	الإسكندرية للغزل والنسيج	33
51	85	الزيوت المستخلصة	34
81	105	النصر للأعمال المدنية	35
63	89	بسكو مصر	36
51	17	العربية والمتحدة للشحن والتفريغ	37
61	33	القاهرة للزيوت والصابون	38
	064.6	إجمالي بيع أغلبية في البورصة	
بيع أقلية في البورصة			
51	65	مصر للكيماويات	39
34	549	الشرقية للدخان	40
33	55	النيل للأدوية	41
27	135	مصر الجديدة للاسكان	42
8	221	مصر للألومنيوم	43
13	76	المقاولات المصرية (مختار إبراهيم)	44
42	136	مطاحن شمال القاهرة	45
40	32	مطاحن مصر الوسطى	46
40	30	مطاحن جنوب القاهرة والجيزة	47
40	48	ممفيس للأدوية	48
40	18	العربية للأدوية	49
40	62	القاهرة للأدوية	50
40	52	الإسكندرية للأدوية	51
40	148	العامية للصوامع والتخزين	52
40	125	مطاحن الإسكندرية	53
45	4	المكتب العربي للتصميمات	54
36	108	المصرية للأغذية - بسكو مصر	55
18	536	البنك الأهلي سوستيه جنرال	56
7	24	الإسكندرية للأسمنت بورتلاند	57
20	1626	سيدي كزير للبتروكيماويات- سيديك	58
20	901	الإسكندرية للزيوت المعدنية (أموك)	59
20	122.5	المصرية للاتصالات	60
4	7.931	شركة طلعت مصطفي القابضة	61
	003.11	إجمالي بيع أقلية في البورصة	
بيع لمستثمر رئيسي			
100	286	النصر لتعبئة الزجاجات - كوكاكولا	62
100	131	المصرية لتعبئة الزجاجات - بيبسي كولا	63
100	16	المراجل البخارية	64
90	115	النصر لصناعة المحولات الماكو	65
100	40	النصر للمرافق والتركيبات	66
100	298	الأهرام للمشروعات	67
100	311	الدلتا الصناعية أيدبال	68
71	103	مصر للمشروعات الميكانيكية والكهربائية	69
100	154	قها	70
100	1380	أسمنت أسيوط	71
95	122	الوادي لتصدير المنتجات الزراعية	72
100	103	نوباسيد	73
100	32	جناكليس	74
-	33	المنسوجات الحديثة بوليفارا	75
100	62	دلتا للطوب الرملي	76
100	527	بني سويف للأسمنت	77
100	60	الغازات الصناعية	78
100	15	العربية للتجارة الخارجية	79
100	670	الإسكندرية للأسمنت	80
100	112	المصرية للمعدات التليفونية	81
100	94	الصناعات البلاستيكية والكهربائية	82
81	1227	أسمنت طرة	83
100	161	رمسيس الزراعية	84
100	25	مصر للهندسة والعدد (ميكار)	85
90	28	الإسكندرية للحلويات والشيكولاتة (كورونا)	86
29	527	أسمنت العامرية (الحصة المتبقية)	87
90	83	المصرية للجبس	87
100	50	العربية للسجاد والمفروشات	88

100	18	المصرية لإصلاح وبناء السفن	89
100	31	منيا القمح للغزل والنسيج	90
100	83	طنطا للكتان والزيوت	91
100	52	المنصورة للراتنجات	92
100	234	أبو زعبل للأسمدة	93
-	183	أبو زعبل للأسمدة (تنتهي بالشراء)	94
100	120	مهمات السكك الحديدية (سيماف)	95
15	255.0	أمان لتداول الأوراق المالية	96
100	62	النقل والهندسة	97
33	1800	السويس للأسمنت	98
21	51	جنوب الوادي للاستثمار	99
100	240	بنك مصر وأمريكا	100
100	135	الورق الأهلية	101
140	38	القاهرة للزيوت والصابون	102
10	19	البنك المصري التجاري	103
30	290	القومية للسياحة والفنادق	104
46	1971	المصرية للأسمدة	105
14	674	الشرقية للدخان	106
26	873	بنك مصر الدولي	107
17	48	بنك قناة السويس	108
10	100	أسيك للأسمنت	109
33	197	بنك مصر رومانيا	110
5	439	حديد الدخيلة	111
34	985	البنك المركزي الأمريكي	112
10	231	مدينة نصر للاسكان	113
9	17	مطاحن شرق الدلتا	114
19	1303	البنك التجاري الدولي	115
19	293	بنك الدلتا الدولي	116
39	203	بنك القاهرة الشرق الأقصى	117
71	276	السويس للصلب	118
50	149	بنك إسكندرية التجاري والبحري	119
80	9274	بنك الإسكندرية	120
70	122	مصر شبين الكوم للغزل والنسيج	121
3	825	فودافون مصر للاتصالات	122
23	9.2	المجموعة الدولية للمسمرة في الأوراق المالية	123
40	6.0	مجموعة أم أي بي سي للأوراق المالية	124
90	589	عمر أفندي	125
5	5	ال جي مصر	126
100	38	فرتا للورق	127
48	300	رواد مصر للفنادق	128
100	74	شركة ترسانة اسكندرية	129
5	5.5	السادس من أكتوبر للمشروعات الزراعية	130
29	280	سميراميس للفنادق	131
80	61	مصر للتبريد والتخزين	132
68	290	الإسماعيلية مصر للدواجن	133
7	12	الشركة الوطنية للصناعة والتجارة الدولية - جرافينا	134
3	49	بنك التمويل المصري السعودي	135
9	25	مطاحن مصر العليا	136
9	28	مطاحن وسط وغرب الدلتا	137
2	5	رابية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات	138
20	12	ميراج للفنادق	139
9	63	المصرية الكورية للصناعات النسيجية - أواتكس	140
19	41	مصر للزيوت والصابون	141
17	126	الزيوت المستخلصة	142
2	392	طلعت مصطفى القابضة	143
10	898	تي ام جي للاستثمار العقاري والسياحي	144
NA	3.54	سيناء للفنادق ونوادي الغوص	145
100	760	إسكندرية لكربونات الصوديوم	146
	208.32	إجمالي بيع لمستثمر رئيسي	
		بيع لاتحاد العاملين المساهمين	
99	1	المكتب الهندسي للتصميمات والري	147
100	70	وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضي	148
100	60	العامة لاستصلاح الأراضي	149
100	46	العقارية المصرية	150
100	23	الأشغال العامة	151
100	8	كراكات الوجه القبلي	152
99	19	الكراكات المصرية	153
100	61	العربية لاستصلاح الأراضي	154

100	28	ريجوا	155
98	49	شركة مساهمة البحيرة	156
95	27	النيل للنقل البري	157
95	27	النيل للنقل الثقيل	158
95	24	النيل لنقل البضائع	159
95	18	النيل للنقل المباشر	160
95	12	النيل لأعمال النقل	161
51	16	المصرية للتوريدات والأشغال البحرية	162
90	13	مضارب أرز كفر الشيخ	163
90	39	مضارب الشرقية	164
88	26	أمون للتوكيلات الملاحية	165
44	26	أبو سمبل وطيبة للتوكيلات الملاحية	166
88	43	ممفيس للتوكيلات الملاحية	167
90	37	الدقهلية لمضارب الأرز	168
90	27	الإسكندرية لمضارب الأرز	169
90	49	دمياط لمضارب الأرز	170
90	12	رشيد لمضارب الأرز	171
62	22	السويس للشحن والتفريغ	172
90	22	البحيرة لمضارب الأرز	173
90	5	المصرية للري والصرف	174
95	18	صان الحجر الزراعية	175
95	43	المصرية للأعمال البحرية - ماري ترانس	176
90	51	مضارب الغربية	177
98	5	الشركة المتحدة للتجارة	178
98	6	العربية لتجارة المنسوجات والسلع	179
	932	إجمالي بيع لاتحاد العاملين المساهمين	
		تصفية	
100	-	شمال التحرير الزراعية	180
100	-	العامية الزراعية	181
100	-	العامية للمنتجات والخدمات الزراعية	182
100	-	المصرية لمنتجات اللحوم والألبان	183
100	-	العامية للمقاولات والأعمال الصحية	184
100	-	النهضة الزراعية	185
100	-	الدلتا الوسطى الزراعية	186
100	-	النيل لتصدير الحاصلات الزراعية	187
100	-	جنوب التحرير الزراعية	188
100	-	غرب النوبارية الزراعية	189
100	-	السد العالي للأعمال المدنية	190
100	-	مربوط الزراعية	191
100	-	فارسكور للخشب	192
100	-	العامية للثروة المعدنية	193
100	-	المساكن سابقة التجهيز	194
100	-	القاهرة للمباني العامة والمساكن الجاهزة	195
100	-	العامية للأساسات	196
100	-	التركيبات والخدمات الصناعية	197
100	-	وجه قبلي الزراعية	198
100	-	القاهرة للتحرير	199
100	-	الطوب الرملي	200
100	-	الصر لإنتاج الحراريات	201
100	-	شركة الجرافيت	202
100	-	قنالتكس	203
100	-	المدايغ النموذجية	204
100	-	العامية للبطاريات	205
100	-	جيمكو	206
100	-	المصرية للحراريات	207
100	-	العامية للأعمال الهندسية	208
100	-	المتحدة للإنتاج الداجني	209
100	-	شاهر ورزمني	210
100	-	سيجال	211
100	-	الإسكندرية للتبريد	212
100	-	مجمع حراريات حلوان	213
	0	إجمالي تصفية	
	437.3	إجمالي بيع أصول (44 شركة)	
	0	إجمالي شركات مؤجرة (25 شركة)	
	644.53	إجمالي عام	

المصدر: النشرة الشهرية، البورصة المصرية، يناير 2011، ص 24-26.

جدول رقم (7)

بعض حالات الفساد في تنفيذ برنامج الخصخصة المصري من خلال البيع لمستثمر رئيسي

اسم المنشأة	تمن البيع	القيمة السوقية
1- بيبسي كولا المصرية	157.6 مليون جنيه	2000 مليون جنيه
2- المراجل البخارية	17 مليون دولار	29 مليون دولار
3- إسكندرية للاسمنت	600 مليون جنيه	2000 مليون جنيه
4- فندق ميريديان	75 مليون دولار	185 مليون دولار
5- البنك المصري - الأمريكي	40 جنيه للسهم	56 جنيه للسهم
6- عمر أفندي	589.5 مليون جنيه	3000 مليون جنيه
7- بنك الإسكندرية	2.5 مليار جنيه	31.6 مليار جنيه
8- شبين الكوم للغزل	100 مليون جنيه	305 مليون جنيه
9- طنطا للكتان	83 مليون جنيه	211 مليون جنيه
10- النيل لحايج الأقطان	219 مليون جنيه	17000 مليون جنيه
11- الشركة العربية للتجارة الخارجية	13.68 مليون جنيه	80 مليون جنيه
12- النصر للزجاج والبلور	64 مليون جنيه	120.6 مليون جنيه
13- سيد للادوية	120 مليون جنيه	980 مليون جنيه
14- أسمنت أسيوط	1.38 مليار جنيه	13 مليار جنيه
15- اسمنت حلوان	1.3 مليار جنيه	5.2 مليار جنيه
16- أسمنت بنى سويف	532.9 مليون جنيه	1500 مليون جنيه
17- الورق الأهلية	135 مليون جنيه	مليار جنيه
18- المعدات التليفونية	14.25 جنيه للسهم	65 جنيه للسهم
19- النوبارية للبدور	103 مليون جنيه	213 مليون جنيه
20- المصرية للحراريات	101 مليون جنيه	450 مليون جنيه
21- إيديال	315 مليون جنيه	5000 مليون جنيه
22- البلاستيك الأهلية	106 مليون جنيه	500 مليون جنيه

المصدر: تم تجميعه بواسطة الباحث استناداً إلى:

- أحمد السيد النجار، الاستثمارات الأجنبية في مصر، الوعد والحصاد وفرص تغيير المسار، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة، 2009
- أحمد السيد النجار، الانهيار الاقتصادي في عصر مبارك، مركز المحروسة للنشر والخدمات الصحفية والمعلومات، 2008
- مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، تقرير الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية، القاهرة، 2011
- عمر خالد علي، مذكرة تفصيلية لنماذج فساد الخصخصة"، المركز المصري للحقوق الاقتصادية والاجتماعية، أغسطس 2011.
- عبد الفتاح الجبالي، الشفافية في عمليات الخصخصة، نحو مجتمع أكثر شفافية في مصر، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة، 2010