

دور بورصة الأوراق المالية فى التنمية الإقتصادية

د. كريمة محمد الحسينى*

مستخلص البحث

تحظى بورصة الأوراق المالية بإهتمام كبير فى الوقت الحاضر سواء بالنسبة للدول المتقدمة أو الدول النامية ، وذلك لما تقوم به من دور مهم فى عملية التطوير الإقتصادى والاجتماعى من خلال عمليات تمويل التنمية الإقتصادية عن طريق حشد المدخرات الوطنية والأجنبية وضخها فى القنوات الإستثمارية المختلفة ، مما أتاح للأفراد والمؤسسات فرصاً متعددة للإستثمار فى الأوراق المالية المطروحة بالبورصة .

وقد تناولت تلك الدراسة الآثار الإقتصادية لبورصة الأوراق المالية من زاويتي الإدخار والاستثمار ، ثم مدى كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية فى التنمية الإقتصادية من حيث مكونات البورصة ومؤشرات قياس أدائها وكفاءتها فى تنشيط الاستثمار .

وقد إنتهت الدراسة إلى أن بورصة الأوراق المالية المصرية تُعد من أقدم البورصات العالمية ، لذلك يجب دراستها كسوق واعد للتعرف على وسائل تطويرها وتنشيطها وما يواجهها من معوقات حتى يمكن التعرف على دورها فى التنمية الإقتصادية مما يساعد فى تفعيل هذا الدور والإستفادة منها بصورة أفضل .

(* أستاذ الإقتصاد المساعد - كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان .

Abstract

There is a great importance of stock exchange markets in both developed and developing countries, because they play an important role in the economic and social development process through operations aiming at financing the process at economic development . By mobilizing national and foreign savings and pumping them into various investment channels, which allow individuals and institutions multiple opportunities to invest in securities offered in the stock exchange markets .

This study is dealing with the economic effects of the stock exchange market from saving and investment angles, and the extent of the efficiency of the Egyptian stock exchange in the economic development in terms of the Components of the stock market and the indicators of the measures of its performance and efficiency in activating investment .

The study concludes that the Egyptian stock exchange market is considered one of the oldest international stock exchanges. It should be studied as a promising market to know the means of developing it and its obstacles, So that their role in economic development can be identified, which help in activating their role in the development process.

مقدمة

تحظى بورصة الأوراق المالية بإهتمام كبير فى الوقت الحاضر سواء بالنسبة للدول المتقدمة أم الدول النامية ، وذلك لما تقوم به من دور مهم فى عملية التطوير الإقتصادى والاجتماعى ، من خلال عمليات تمويل التنمية الإقتصادية عن طريق حشد المدخرات الوطنية والأجنبية وضخها فى القنوات الإستثمارية المختلفة ، مما أتاح للأفراد والمؤسسات فرصاً متعددة للإستثمار فى الأوراق المالية المطروحة بالبورصة .

وكثيراً ما يتعذر على الأفراد القيام بالإستثمارات المباشرة وإقامة المشروعات ، لعدم توافر الخبرة والإمكانات المالية لديهم ، ويزداد لذلك الإقبال على الإستثمار غير المباشر فى بورصة الأوراق المالية ، حيث تُعدّ مجالاً خصباً أمام المستثمرين ، وقناة جيدة يتم من خلالها تجميع المدخرات وتوجيهها نحو عمليات التنمية الإقتصادية من خلال تمويل المشروعات الجديدة أو زيادة حجم القائم منها .

وللتعرف على دور بورصة الأوراق المالية فى التنمية الإقتصادية ، تم تقسيم هذه الدراسة إلى مبحثين . تتناول **المبحث الأول** الأثار الإقتصادية لبورصة الأوراق المالية حيث نتناول المطلب الأول منه أثر البورصة فى تنمية وتشجيع الادخار وتناول فى المطلب الثانى دور البورصة فى تشجيع الإستثمار . ثم تتناول **المبحث الثانى** مدى كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية فى التنمية الإقتصادية . حيث تتناول المطلب الأول منه مكونات البورصة المصرية ومؤشرات قياس أدائها ، وتناول المطلب الثانى كفاءة البورصة المصرية فى التنمية الإقتصادية .

المبحث الأول

الأثار الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية

تمهيد :

يترتب على عمل البورصة أثار إقتصادية عديدة ، حيث تقوم بجمع المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها إلى الإستثمار ، مما ينعكس إيجاباً على كل من المستثمر وإنتاجية رأس المال . كما تقوم أيضاً بدور فعال فى تنفيذ عمليات الخصخصة التى تحرص الدولة على القيام بها فى إطار برنامج الإصلاح الإقتصادى ، مما يؤدى إلى حدوث أثار إيجابية على كل من نمو الناتج المحلى وإعادة توزيع الدخل والثروات . وسوف نتناول بعض الأثار الإقتصادية للبورصة على كل من الإيدار والإستثمار والخصخصة . وسوف نخصص لكل منها مطلباً على حدة .

1/1- أثر البورصة فى تنمية وتشجيع الإيدار

تسهم البورصة فى تنمية وتشجيع الإيدار عن طريق تشجيع الإستثمار فى الأوراق المالية ، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومى . ويتضح ذلك بالنسبة لصغار المدخرين الذين يفضلون الإستثمار فى الأوراق المالية لأنه يتناسب مع حجم مدخراتهم المحدودة . وتسهم البورصة فى تنمية وتشجيع الإيدار عن طريق مجموعة من الآليات الإستثمارية مثل الأدوات المالية المستحدثة ، والمحافظ المالية ، وصناديق الاستثمار .

1/1/1 - الأدوات المالية المستحدثة « المشتقات المالية » :

إرتبطت المشتقات المالية من حيث نشأتها وتطورها بالمراحل والتطورات الإقتصادية التى مرت بأسواق رأس المال⁽¹⁾ . وقد عرفها بنك التسويات الدولية (B)

(1) د/ منير إبراهيم هندى ، « الأوراق المالية وأسواق المال » ، المكتب العربى الحديث ، القاهرة ، 2009 ، ص 75 .

IS) التابع لصندوق النقد الدولي (IMF) بأنها « تلك العقود التى تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ، ولا تتطلب الإستثمار لأصل المال فى هذه الأصول »⁽²⁾. ومن أهم أثار العولمة المصرفية هو التوسع فى إستخدام المشتقات المالية لتتويع النشاط المصرفى ، ومن ثم مواجهة تحديات العولمة⁽³⁾ . وتتسم المشتقات المالية بعدة خصائص تتمثل فيما يلى :-

1- مخاطر ضعف الرقابة عليها وعدم توافر المعلومات الكافية للتعامل معها ، ويرجع ذلك إلى أنها عقود مالية تتعلق بعمليات تتم خارج الميزانية ، بمعنى أنه لا يمكن تصنيفها طبقاً للأساليب المحاسبية المتعارف عليها ، فضلاً عن عدم إثباتها فى الميزانية إلا بعد التنفيذ⁽⁴⁾ .

2- غياب آلية واضحة لتقييمها مما يعنى وجود مشاكل عدم فهم شروط وآثار العقد ، وقد يؤدى ذلك إلى تعرض المؤسسة المالية للإرتباك المالى⁽⁵⁾ .

3- صعوبة تسوية بعض عملياتها ، حيث أن التعامل فى أسواق المشتقات المالية يتم على المكشوف بنية تسوية المراكز المالية الناشئة عنه وليس بغرض إتمام العقد وتنفيذه .

⁽²⁾ يُعد أى إنتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية أمراً غير ضرورى ، وذلك لإعتبارات أن المشتقات المالية عقد بين طرفين يتم فيه تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد .
يراجع فى ذلك :

B I S, Issues of Measurement Related to Markt Size and Macro Prudential Ricks in Derivatives Markets – Basle , Feb . 1995 , p. 3 .

⁽³⁾ د/ عصام الدين أحمد أباطة ، « العولمة المصرفية » ، دار النهضة العربية ، القاهرة 2010 ، ص 331 .

⁽⁴⁾ هانس بيتر مارتن ومارولد شومان ، « فخ العولمة » ترجمة د/ عدنان عباس على ، مراجعة د/ رمزى زكى ، سلسلة عالم المعرفة ، رقم 238 ، أكتوبر 1998 ، ص 107 .

⁽⁵⁾ هبة محمود الطنطاوى الباز ، « التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفى وإستراتيجية عمل البنوك فى مواجهتها مع إشارة خاصة إلى مصر » ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2013 ، ص 35 - 37 .

وتشمل الأدوات المالية المستحدثة (المشتقات المالية) كل من : العقود الآجلة والعقود المستقبلية ، عقود الخيارات ، عقود المبادلة .

أولاً : العقود الآجلة والعقود المستقبلية :

العقود الآجلة التى تبرم بين طرفين (مشتري وبائع) ، وذلك للتعامل على أصل معين على أساس سعر يتحدد عند التعاقد بشرط أن يتحقق كل من : التسليم فى تاريخ لاحق والتسوية اليومية فى أسواق التبادل المنظمة ، ولطرفى العقد الحق فى تحديد بنوده بينهما وفقاً لما تم التفاوض والاتفاق عليه⁽⁶⁾ . وغالباً ما تتم التسوية فى شكل نقدى بين الطرفين فى وقت التسليم الفعلى ويتم حسابها على أساس الفرق بين السعر الأول (المنفق عليه) والسعر الثانى (السعر وقت تنفيذ العقد) . أما العقود المستقبلية فهى تتشابه مع العقود الآجلة فى أنها عقود تبرم بين طرفين (مشتري وبائع) لشراء أو بيع سلعة معينة مستقبلاً وبسعر محدد وتتم التسوية غالباً فى شكل نقدى عوضاً عن التسليم . إلا أنها تختلف عن العقود الآجلة فى :- أنه لا بد أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد المبرم لدى السمسار الذى يتفق عليه الطرفان ، ويتم ذلك إما فى شكل نقدى أو أوراق مالية . والهدف من ذلك هو حماية الطرفين من المشكلات التى قد تترتب على عدم قدرة أى منهما على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر . كما لا يتاح للطرفين التفاوض أو الاتفاق على بنود العقد ، وذلك لكونه يُعد فى شكل نموذج يتضمن عدة إصطلاحات موحدة يتم ملئها مثل : كمية السلع ، أشهر التسليم ، اليوم الأخير فى التداول ، أماكن التسليم . ويرجع ذلك إلى أنه عادة ما يكون أحد طرفى العقود المستقبلية هو البورصة ، لذلك فهى تحرص دائماً على توحيد البنود الخاصة بالتعاقد وضبطها⁽⁷⁾ . وتتميز العقود المستقبلية مقارنة بالعقود الآجلة بأنها

⁽⁶⁾ د/ هشام السعدنى ، « عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية إقتصادية مقارنة » ، دار الفكر الجامعى الاسكندرية ، 2011 ، ص 236 .

⁽⁷⁾ دليل المستثمر لتتويج أدوات وآليات الاستثمار ، « سلسلة توعية المستثمر المصرى » ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، يوليو 2010 ، ص 67 .

تحقق معدل مخاطرة أقل ، وذلك لأن أحد طرفيها هو بورصة التعامل . كما أنها أكثر سيولة ، وذلك لأنه يمكن لأى طرف فى حالة الرغبة فى التصفية أن يدخل فى مركز عكس مركزه الأسمى . فإذا كان مركزه فى العقد مشتري يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول كبائع فى عقد مماثل وهذا خلاف العقود الأجلة التى لا تسمح لأى طرف من تصفية العقد إلا إذا وجد طرف آخر يحل محله بشرط قبول الطرف الآخر⁽⁸⁾ .

ثانياً : عقود الخيار :

وتعرف بأنها عقود الشراء أو البيع للأصل المالى فى تاريخ لاحق بسعر متفق عليه ، ويكون للمشتري الحق فى خيار عدم الإلتزام بتنفيذ العقد عندما يحل موعده ، وذلك بشرط قبول المشتري بالدفع للطرف الآخر مقابل حق الخيار (إما مكافأة أو علاوة عند التعاقد)⁽⁹⁾ . وتنقسم عقود الخيار إلى ثلاثة أنواع هى :

أ- عقود خيار الشراء :

وهذه العقود تبرم بين طرفين ، حيث يسمح الطرف الأول الذى يسمى « محرر العقد أو البائع » للطرف الثانى « وهو المشتري » بالحق فى الإختيار سواء بشراء أصل معين أو عدم شرائه فى تاريخ لاحق محدد بسعر محدد يتم الإلتفاق عليه فى العقد ، وذلك مقابل حصوله على مبلغ من المشتري يسمى « سعر الخيار » أو « علاوة الخيار » ولا يسترد بأى حال . ويحقق المشتري ربحاً

(8) د/ طارق عبد العال حماد ، « حوكمة الشركات والأزمة العالمية » ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، 2009 ، ص70 .

(9) وتكون مكافأة أو علاوة الخيار غير قابلة للرد وليست جزءاً من قيمة الصفقة ، بالتالى يكون من البديهي خسارة المشتري لقيمة العلاوة أو المكافأة سواء تم تنفيذ العقد أو لم ينفذه .
يراجع فى ذلك :-

د. منير إبراهيم هدى ، « الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات » ، الجزء الثانى ، المكتب المصرى الحديث ، 2009 ، ص7 .

يتمثل فى الفرق بين إرتفاع السعر وقت التنفيذ والسعر المنخفض المتفق عليه فى العقد ، وذلك فى حالة قيام المشتري بتنفيذ عملية شراء الأصل فى حالة إرتفاع سعره فى الموعد المتفق عليه مع البائع طبقاً للعقد مقارنة بالسعر الذى إتفق عليه مع البائع عند تحرير العقد . وكما يتضمن العقد للمشتري الحق فى خيار الشراء فى أى فترة يريدها خلال الفترة المتفق عليها ، فإنه يتضمن أيضاً إلتزام البائع بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالسعر المحدد فى العقد⁽¹⁰⁾ .

ب- عقود خيار البيع :-

هى تلك العقود التى تعطى لصاحبها حق بيع أصل معين بسعر محدد فى الموعد المتفق عليه⁽¹¹⁾ . وعندما يحل موعد تنفيذ العقد إذا إرتفع سعر الأصل محل العقد عن السعر المتفق عليه ، فإن صاحب الخيار يقوم بعملية البيع فى السوق لإرتفاع السعر . أما إذا إنخفض سعر الأصل عن السعر المتفق عليه فإن صاحب الخيار يمكنه البيع للحصول على السعر المتفق عليه (السعر الأعلى من سعر السوق) . وعادة ما تتم التسوية النقدية من خلال دفع الفروق المالية المستحقة طبقاً لإرتفاع أو إنخفاض السعر . ويُعد صاحب خيار البيع هو صاحب الأوراق المالية المعروضة للبيع بالخيار⁽¹²⁾ .

⁽¹⁰⁾ د/ طارق مصطفى شهاوى ، « إستخدام المشتقات فى التحوط ضد مخاطر الإستثمار -

دراسة على سوق الأوراق المالية المصرى » ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية ، 2009 ، ص 52 .

⁽¹¹⁾ د/ خالد شعراوى ، « الإطار القانونى للتداول فى البورصة » ، دار الجامعة الجديدة ، الاسكندرية ، 2014 ، ص 101 .

⁽¹²⁾ د/ سمير عبد الحميد رضوان ، « المشتقات المالية ودورها فى إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية فى صناعة أدواتها - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية » ، دار النشر للجامعات ، 2005 ، ص 166 .

ج- عقود الخيارات المركبة :

وهي تلك العقود التي يُسمح للمشتري بشراء الخيارين معاً (خيار البيع - خيار الشراء) . وتتعدد صور عقود الخيارات المركبة فمنها : خيار إستريب ، والخيار المزدوج خيار ستراب وخيار إسترادل⁽¹³⁾ .

وتُبرم عقود الخيارات لتحقيق هدفى المضاربة والتحوط . وبالنسبة لهذه المضاربة : فإن بعض عقود الخيارات تهدف إلى المضاربة سواء على إرتفاع أو إنخفاض السعر وذلك بهدف تحقيق ربح ، حيث أن العقود المبرمة بخيار الشراء يضارب فيها صاحب الخيار على إرتفاع الأسعار عن المتفق عليه ، وإذا تحققت توقعاته فإنه سيحقق أرباحاً وإن لم تتحقق تلك التوقعات سيحقق خسارة . كما أن العقود المبرمة بخيار البيع يضارب فيها صاحب الخيار على إنخفاض الأسعار عن المتفق عليه وإذا تحققت توقعاته فإنه سيحقق أرباحاً وإن لم تتحقق سيحقق خسارة⁽¹⁴⁾ .

أما بالنسبة لهدف التحوط : نجد أنه فى حالة توقع إنخفاض الأسعار يقوم البائع بعقد خيار البيع بالسعر المناسب لأسهمه فإذا حدث ما توقعه وإنخفضت الأسعار عن السعر المتفق عليه فى خيار البيع فإنه سوف ينفذ خيار البيع بالسعر المتفق عليه ومن ثم يضمن بيع أصوله بسعر أعلى من سعر السوق . وفى حالة توقع إرتفاع الأسعار يحدث العكس . ويعنى ذلك أن الهدف من إبرام عقود الخيار هو التحوط لتقلبات الأسعار فى حالة الإرتفاع أو الإنخفاض⁽¹⁵⁾ .

⁽¹³⁾ د/ هشام السعدنى ، « عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية إقتصادية مقارنة » ، مرجع سابق ، ص 151 .

⁽¹⁴⁾ د/ عاطف ولیم أندراوس ، « أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادى والتحرير المالى ومتطلبات تطويرها » ، دار الفكر الجامعى ، 2008 ، ص 79 .
⁽¹⁵⁾ دليل المستثمر لتنويع أدوات وآليات الإستثمار ، مرجع سابق ، ص 87 وما بعدها .

ثالثاً : عقود المبادلة :

وهى تلك العقود التى تتم بين طرفين بهدف تبادل تدفقات نقدية خلال فترة زمنية مستقبلية على أن يتم التعامل فى الأسواق غير الرسمية (سواء على العملات أو أسعار الفائدة أو الأسهم أو السلع)⁽¹⁶⁾. كما يتضح على النحو التالى :-
أ- عقود المبادلة للعملات :

وهى عقود إتفاق بين طرفين لإتمام عمليتين : الأولى عملية شراء أو بيع عملة محددة مقابل عملة أخرى على أن يتم التسليم الفورى بسعر الصرف الحالى ، أما العملية الثانية فهى عملية بيع أو شراء فى تاريخ مستقبلى على أساس سعر صرف محدد مسبقاً . ويعنى ذلك أن تلك العقود تعتمد على توقع أطراف العقد للأسعار المستقبلية لصرف العملتين محل العقد⁽¹⁷⁾ . وتعمل عقود المبادلة للعملات على تأمين الإحتياجات المستقبلية للمستثمرين من العملات الأجنبية مع تخفيض تكاليف التمويل المتوقعة ، وتوفير قدر من العملات لأغراض الإحتياط لمقابلة التقلب المحتمل فى أسعار الصرف المستقبلية إذا تغيرت فى اتجاه عكسى لصالح المستثمر⁽¹⁸⁾.
ب- عقود المبادلة لأسعار الفائدة :

هى تلك العقود التى تهدف إلى مبادلة مقدار المدفوعات المالية وتوقيتها بموجب إتفاق طرفى العقد على أن يلتزم الطرف الأول بدفع معدل فائدة ثابت. ويلتزم الطرف الآخر بدفع معدل فائدة متغير على أن يتم إحتساب تلك الفوائد على أساس مبلغ بقيمة مفترضة يسجل فى عقد المبادلة ، وبالتالي تتحقق الإستفادة لطرفى العقد

⁽¹⁶⁾ Francis (J.C), « The Hand Book of Equity Derivatives », Published by Irwin, Megrow-hill, Professional Publishers , Printed in U. S. A, 1994 , P. 579 .

⁽¹⁷⁾ د/ خالد شعراوى ، مرجع سابق ، ص 108 .

⁽¹⁸⁾ د/ حمدى عبد العظيم ، « التعامل فى أسواق العملات الدولية » ، من إصدارات المعهد العالمى للفكر الإسلامى ، 1996 ، ص 17 .

بما يتناسب مع ظروف كل منهما ويحقق مصالحه⁽¹⁹⁾ . ويتم اللجوء إلى إبرام عقود المبادلة لأسعار الفائدة إما بهدف المضاربة لإستفادة طرفى العقد من فروق الأسعار وتحقيق الربح ، أو بهدف تخفيض تكلفة التمويل من خلال حصول طرفى العقد على ما يلزمه من التمويل اللازم بالشروط المناسبة ، فضلاً عن الإستفادة بتكلفة التمويل المنخفضة ، أو بهدف الإحتياط لتغيرات أسعار الفائدة وبالتالي حصول المستثمر على معدلات لأسعار فائدة تتفق مع تطلعاته وتوقعاته⁽²⁰⁾.

ج- عقود مبادلة عوائد الأسهم :

هى تلك العقود التى يتم إبرامها بين طرفين ، بهدف مبادلة معدل العائد على سهم أو مجموعة من الأسهم مقابل معدل العائد لأصل مالى أو سهم آخر على أن يتم ذلك فى تاريخ لاحق⁽²¹⁾ . ويتم اللجوء إلى إبرام عقود مبادلة عوائد الأسهم فى حالة المضاربة على عوائد الأسهم ، والتى تعتمد على التوقعات المختلفة للمستثمرين لعوائد الأسهم⁽²²⁾ .

د- عقود مبادلة السلع :

هى تلك العقود التى يتم إبرامها بين طرفين ، وبموجبها يشتري الطرف الأول حالياً من الطرف الآخر كمية معينة من السلعة المتفق عليها بالسعر السائد ، شريطة أن يتم سداد قيمتها فوراً ، ثم يتم إعادة بيع السلعة نفسها فى ذات الوقت بيعاً أجلاً بالسعر المتفق عليه مسبقاً على أن يتم السداد فى الفترات المتفق عليها أيضاً . ويتم

⁽¹⁹⁾ Robert E Whaley , « Dervative , Risk Management , and Valuation » , John wiley . and Sonss , New Jersey , 2006 , p. 881 .

⁽²⁰⁾ د/ طارق عبد العال حماد ، « حوكمة الشركات ... » ، مرجع سابق ، ص 79 .
⁽²¹⁾ أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية - المشتقات ، البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية ، المجلد 35 - العدد (4) ، 1995/1994 ، ص 103 .

⁽²²⁾ د/ سمير عبد الحميد رضوان ، « المشتقات المالية ودورها فى إدارة المخاطر » ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، 2005 ، ص 261 .

تحديد سعر البيع الآجل بإضافة معدل التغير المتفق عليه فى سعر السلعة إلى سعر الشراء⁽²³⁾ . ويتم اللجوء إلى إبرام عقود مبادلة السلع بهدف المضاربة على الأسعار المستقبلية أو الإحتياط من المخاطر المتوقعة لإرتفاع الأسعار⁽²⁴⁾ .

2/1/1 - المحافظ المالية :-

عندما يقوم المستثمر بإستثمار كل مدخراته فى أصل مالى واحد فإنه يمكنه تحقيق قدراً كبيراً من الربح أو تحقيق قدراً كبيراً من الخسارة . لذلك فإنه لتحقيق الربح المتوقع ولتجنب الخسارة المحتملة غير المرغوبة ، فإنه يمكن للمستثمر أن يلجأ إلى تنويع إستثماراته فى أصول مالية متعددة وهى ما تسمى بالمحفظة المالية . وكما يمكن للمستثمر تكوين المحفظة المالية وإدارتها بنفسه ، فإنه يمكنه أن يعهد لمخصصين للقيام بتلك المهمة . وقد يقوم المستثمر بشراء وثائق الإستثمار التى تصدرها صناديق الإستثمار . وكما يمكن لصندوق الإستثمار تكوين وإدارة المحافظ المالية بمعرفة خبراءه ، فإنه يمكنه أيضاً أن يعهد بذلك لآخرين كشركة متخصصة .

وسوف نتناول مفهوم المحافظ المالية وصور مخاطرها ، ثم مبادئ تكوين المحافظ المالية وإدارتها .

أولاً : مفهوم المحافظ المالية وأنواعها وصور مخاطرها :

أ- مفهوم المحافظ المالية :-

تقوم فكرة المحفظة المالية على تقليل مخاطر الإستثمار ، ويتم ذلك عن طريق تنويع الأصول المالية التى يستثمر فيها الشخص الطبيعى أو المعنوى على حد سواء . وبالتالي فهى تتكون من تشكيلة الأوراق المالية ذات العوائد المستقلة المتفاوتة فى درجات المخاطر . وطبقاً للهدف الذى يسعى إليه المستثمر ، فإنه

(23) د/ هشام السعدنى ، مرجع سابق ، ص 384 .

(24) د/ سمير عبد الحميد رضوان ، المرجع السابق ، ص 260 .

يختار نوعية الأوراق المالية التى تتكون منها المحفظة⁽²⁵⁾ . وهناك علاقة طردية بين العائد المتوقع والمخاطرة . وتقوم المحفظة المالية على أساس وجود مستثمر يهدف لتعظيم منفعة المتوقع كما أنه يأخذ فى إعتباره كافة البدائل الإستثمارية المطروحة على أساس القرار الإستثمارى الذى يستند على متغيرين هما العائد والمخاطر .

ب- أنواع المحافظ المالية :-

يمكن تقسيم المحافظ المالية من حيث مسئولية إدارتها إلى ثلاثة أنواع :-

1- المحفظة التى تتولى إدارتها شركة إدارة المحافظ المالية :-

حيث تقوم تلك الشركة بتولى مسئولية الإدارة الكاملة بمجرد التعاقد مع العميل أو المستثمر . وتتمثل مهام تلك الشركة فى تكوين المحفظة ، وإختيار الأوراق المالية ، وأيضاً إدارة المحفظة وإتخاذ جميع القرارات الإستثمارية دون أدنى تدخل من العميل . وبالتالي تتحمل شركة إدارة المحافظ المسئولية الكاملة حالة إرتكاب أية أخطاء فى إدارة المحفظة⁽²⁶⁾ .

2- المحفظة التى يتولى إدارتها صاحبها فى ضوء الإستعانة بإستشارات شركة إدارة المحافظ :

ويقتصر دور الشركة فى تقديم الإستشارات المالية والنصائح الفنية لمساعدة صاحب المحفظة فى كيفية إدارتها ووضع معايير القرار الإستثمارى السليم بشأن مكونات المحفظة . وبالتالي فإن العميل يقع على عاتقه المسئولية الكاملة عن كافة القرارات الإستثمارية بدون أدنى مسئولية على شركة إدارة المحافظ⁽²⁷⁾ .

⁽²⁵⁾ د/ إيهاب الدسوقى ، « إقتصاديات كفاءة البورصة » ، دار النهضة العربية ، بدون سنة نشر ، ص 20 .

⁽²⁶⁾ د. منى قاسم ، « صناديق الإستثمار » ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، 2000 ، ص 54 .

⁽²⁷⁾ د/ فارس محمد ، « رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق وصناديق الإستثمار » ، دار النهضة العربية ، 2012 ، ص 140 .

3- المحفظة التي يتولى العميل تكوينها وإدارتها بنفسه :-

وفي هذه الحالة يقتصر دور الشركة على مجرد تنفيذ أوامر العميل سواء بالبيع أو بالشراء إلا أنه إذا طلب العميل من الشركة بعض الخدمات فإنها تقدمها له مثل تقديم المشورة الفنية أو تحصيل فوائد السندات المستحقة له .

ج- مخاطر الإستثمار في المحافظ المالية :-

تجدر الإشارة إلى أن الإستثمار في المحافظ المالية عدة مخاطر يتعرض لها المستثمر ، وتتبع تلك المخاطر من عدم تأكد المستثمر من تحقيق الربح المتوقع ، فقد يحقق خسارة غير متوقعة قد تُلْم بأمواله كلها أو جزء منها⁽²⁸⁾ . وتتمثل تلك المخاطر في :-

1- المخاطر المنتظمة :-

وهي تلك المخاطر التي لا يمكن تجنبها ويتعرض لها سوق الأوراق المالية جميعه . وقد ترجع هذه المخاطر لأسباب سياسية كالإضطرابات والحروب أو لأسباب إقتصادية مثل إنخفاض القوة الشرائية نتيجة للتضخم . وبالرغم من أن تلك المخاطر تشمل جميع الأوراق المالية ، إلا أنه تختلف درجة التأثر بها من ورقة لأخرى طبقاً لقوة المنشأة ودرجة تأثرها بظروف السوق . وتتنوع مصادر المخاطرة المنتظمة في كل من :- تقلبات أسعار الفائدة ، . والمخاطر القانونية والسياسية ، ومخاطر السوق ، ومخاطر إنخفاض القوة الشرائية .

(28) يجب أن نفرق بين مفهومي المخاطرة Risk وعدم التأكد incertitude ، فتقاس المخاطرة بالاعتماد على المعلومات المتوفرة عن مدى الانحراف عن العائد المتوقع ، أما عدم التأكد فيعتمد على التخمينات والتقديرية للعائد المتوقع لعدم وجود تلك المعلومات . = يراجع في ذلك :-

د/ طارق عبد العال حماد ، « دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية » ، الدار الجامعية ، 2005 ، ص 260 .

2- المخاطر غير المنتظمة :-

يقتصر تأثير تلك المخاطر على قطاع محدد أو محفظة معينة ، إلا أنه يمكن التغلب على تلك المخاطر من خلال إدارة تتسم بالكفاءة يكون لديها القدرة على تنويع المحفظة المالية على أساس جغرافى أو قطاعى ، وتوزيع رأس المال على الأوراق المالية المتنوعة⁽²⁹⁾ .

وتتمثل أنواع المخاطر غير المنتظمة فيما يلى :-

- مخاطر الصناعة :-

وهى تلك المخاطر المرتبطة بظروف صناعية معينة ، مثل وجود مشكلة توافر المواد الأولية بالشكل المطلوب ، ودخول منافسين جدد فى سوق تلك الصناعة ، وصدور قرارات جديدة من الدولة تؤثر على معدلات الأرباح مستقبلاً⁽³⁰⁾ .

- مخاطر الرافعة التشغيلية :-

وتتزايد تلك المخاطر مع الاحتفاظ المستمر بنسبة كبيرة من الأصول الثابتة لدى الشركة مما يؤدي إلى إرتفاع التكاليف الثابتة مثل مصاريف التشغيل وإستهلاك الآلات ، وأيضاً إنخفاض التكاليف المتغيرة مثل أجور العمال . وإرتفاع مخاطر الرافعة التشغيلية يؤثر بالسلب على الأرباح ، مما يعرض أسهم الشركة للإخفاض خاصة فى حالة إنخفاض المبيعات⁽³¹⁾ .

⁽²⁹⁾ علا محمود أنور ، « أثر التنويع الدولى على أداء محفظة الأوراق المالية للمستثمر المصرى » ، رسالة ماجستير ، بكلية التجارة ، جامعة الاسكندرية ، 2009 ، ص 18 .

⁽³⁰⁾ د/ غازى فلاح ، « إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة » ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2014 ، ص 81 .

⁽³¹⁾ د/ نصر على طاحون ، « شركة إدارة محافظ الأوراق المالية » ، دار النهضة العربية ، 2003 ، ص 372 .

- مخاطر سوء الإدارة :-

هى تلك المخاطر التى تنتج عن القرارات التى تتخذها إدارة الشركة ويترتب عليها تحقيق خسائر . مثل القرارات الخاطئة الخاصة بدراسات جدوى المشروعات أو أسعار السلع النهائية أو أنواعها ، وبالتالي تعانى الشركة وحدها من نتيجة تلك القرارات .

- مخاطر الرافعة المالية :-

وتنشأ تلك المخاطر نتيجة المغالاة فى إبرام القروض للوفاء باحتياجات الشركة بالنسبة إلى إجمالى قيمة أصول الشركة ، وبالتالي ضرورة الإلتزام بدفع فوائد تلك القروض مما يمثل عبأً على الشركة . وتهديداً لها . لذلك تحرص قوانين الإستثمار على فرض قيود على الشركات لتجنبها مخاطر الرافعة المالية⁽³²⁾ .

ثانياً: مبادئ تكوين المحافظ المالية وإدارتها :-

تسعى المحافظ المالية إلى تعظيم الأرباح والحد من المخاطر ، ولتحقيق ذلك فإنها تتبنى مجموعة من المبادئ مثل :-

أ- مبدأ الإختيار :-

ويهتم هذا المبدأ بإختيار الأوراق المالية الجيدة وتجنب الأخرى التى تتسم بارتفاع درجة المخاطرة وإنخفاض العائد ، وهذا ما يفسر عدم الإختيار العشوائى لمكونات المحفظة المالية . ولتجنب الآثار السلبية لعدم إتباع مبدأ الإختيار ، فإن التشريع يلزم شركات الإستثمار عند تكوين محافظها المالية ، بضرورة إختيار الصكوك المقيدة فى البورصة وهى تلك التى يتوافر لديها ضمانات قانونية

⁽³²⁾ د/ حسنى على خريوش وآخرين ، « الإستثمارات العربية فى الخارج المحددات والحلول » ، مجلة بحوث إقتصادية عربية ، العدد التاسع عشر ، 2000 ، ص 51 .

وإقتصادية تضمن تحقيق العوائد المجزية لتجنب المخاطر⁽³³⁾ .

ب- مبدأ التنوع :-

ويقصد به تنوع مكونات المحفظة المالية ، على أن يراعى هذا التنوع ضرورة التركيز على الصكوك المميزة والتي تحقق عوائد جيدة وتتجنب المخاطر بدرجة كبيرة . ويتمثل مبدأ التنوع في عدة مجالات مثل :-

- النواحي القانونية :-

يراعى الوضع القانوني الجيد تنوع المحفظة من حيث جهة إصدار الصكوك ، أو من حيث التداول ، أو من حيث الشكل القانوني للأوراق المالية .

- القطاعات :

ويقصد توزيع صكوك المحفظة المالية على العديد من القطاعات الإقتصادية وعدم تركيزها في قطاع واحد ، مما يفيد في إنخفاض المخاطر . كما لا يجب المغالاة في زيادة عدد القطاعات الإقتصادية المتعامل معها حتى لا يؤدي ذلك إلى التفتيت لإستثمارات المحفظة أو الحاجة إلى رفع تكاليف إدارتها ، لأن ذلك قد يتطلب مثلاً الإستعانة بعدد من الخبراء كل في مجاله⁽³⁴⁾ .

- المناطق الجغرافية :-

وتعنى ضرورة صدور مكونات المحفظة المالية من عدة مناطق جغرافية متعددة سواء على المستوى المحلى أو العالمى . بحيث يتم تعويض الخسائر المحققة في إحدى المناطق الجغرافية بالأرباح المحققة في مناطق جغرافية أخرى . خاصة وقد تتحقق الخسائر نتيجة لظروف حروب أو كوارث طبيعية مما يؤثر

Tobias J. Moskowitz , Yao Hua Ooi, Lasse Heje Pedersen , « Time ⁽³³⁾ Series Momentum » , Journal of Financial Economics No. 104 , 2012 , pp. 228 – 230 .

⁽³⁴⁾ د/ منير إبراهيم هندی ، « إدارة الأسواق والمنشآت المالية » ، مرجع سابق ، ص210 .

تأثيراً سلبياً على المحفظة ويلحق بها خسائر عديدة . كما أنه يجب الإستفادة من الإستثمار فى الإقتصاديات الناشئة التى تتميز بالنمو السريع لإقتصادياتها⁽³⁵⁾ .

- تاريخ الإستحقاق :-

ويقصد به ضرورة تنويع تواريخ استحقاق عوائد وأصول مكونات المحفظة المالية ، بمعنى تنوع آجال إستحقاقها بين الأوراق طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل وذلك بهدف الوصول إلى محفظة مالية متكافئة السيولة .

فالأوراق المالية قصيرة الأجل مثلاً يمكنها تجنب تقلبات الأسعار بالمقارنة بالأوراق المالية متوسطة الأجل وبالتالي تقليل الخسائر المالية . بينما الأوراق المالية طويلة الأجل بالرغم من استقرار معدل فائدتها إلا أنها تواجه مخاطر إنخفاض القوة الشرائية وإرتفاع معدلات التضخم⁽³⁶⁾ .

3/1/1 : صناديق الإستثمار :-

أولاً : المفهوم والمزايا لصناديق الإستثمار :-

1- مفهوم صناديق الإستثمار :-

صناديق الإستثمار هى عبارة عن وعاء استثمارى يتوقف نجاحه على وجود طرفين : الأول وهو الطرف الذى يفتقد خبرة التعامل فى الأسواق المالية وفى الوقت نفسه لديه مدخرات ويسعى لتحقيق أرباح آمنة ، ويمثل هذا الطرف صغار المستثمرين ، أما الطرف الثانى فلهذه الخبرة فى كيفية إدارة استثمار أموال صغار المستثمرين فى الأوراق المالية وتعظيم الأرباح وتخفيض عنصر المخاطرة ، كما يمكنه إصدار صكوك تعتبر حصصاً لصغار المستثمرين مع إمكانية إسترداد قيمة تلك الصكوك عند الحاجة ، ويمثل هذا الطرف إدارة

⁽³⁵⁾ د/ منير إبراهيم هندى ، المرجع السابق ، ص 211 .

⁽³⁶⁾ Tobias J. Moskowitz, Yao Hua Ooi, Lasse Heje Pedersen, op. cit., p. 236 .

الصندوق . ولا يحق للطرف الأول الإشتراك فى إدارة الصندوق سواء بشكل مباشر أو غير مباشر⁽³⁷⁾ .

وعلى الصعيد الخارجى ظهرت صناديق الإستثمار فى العديد من الدول مثل هولندا وأمريكا . كما ظهرت أيضاً على الصعيد العربى فى العديد من الدول مثل السعودية والكويت والأردن .

وبالنسبة لمصر : لم ينظم المشرع المصرى إنشاء صناديق الإستثمار إلا بصدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ، وذلك لتحسين مناخ الإستثمار عن طريق جذب وتجميع الأموال من صغار المدخرين بعدما ثبت نجاح شركات توظيف الأموال تحت الشعارات الدينية فى إستقطاب تلك الأموال بسبب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية وضعف الفرص الحقيقية للإستثمار فى البنوك المصرية .

ب- مزايا صناديق الإستثمار :-

ويتوقف نجاح وإستمرار صناديق الإستثمار بمدى تحقيق المزايا لكل من صغار المستثمرين (المدخرين) والإقتصاد القومى والجهاز المصرفى وذلك على النحو التالى :-

1- بالنسبة لصغار المستثمرين (المدخرون) :-

وتتمثل بعض المزايا بالنسبة لصغار المستثمرين فى الآتى :-

- السيولة :-

أى القدرة على إمكانية إستردادهم لقيمة الصكوك (تسييلها) وفق الضوابط والشروط المحددة مسبقاً فى نشرة الإكتتاب ، وذلك بمجرد تقديمهم طلب يفيد بذلك لإدارة الصندوق⁽³⁸⁾ .

⁽³⁷⁾ د/ منى قاسم ، « صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين » ، الدار المصرية اللبنانية ، الطبعة الأولى ، 2000 ، ص 44 .

⁽³⁸⁾ ، « Cary Smaith ، «Mony and Banking Finanical Markats and Institutions » ، 2007 ، P. 300 .

- مخاطر الإستثمار :-

حيث تقوم إدارة صندوق الإستثمار بتوزيع المخاطر على العديد من الأدوات الإستثمارية ، مما يحقق التنويع المطلوب لمخاطر الأوراق المالية بصندوق الإستثمار⁽³⁹⁾ .

- إدارة الإستثمار :-

وتدار صناديق الإستثمار عن طريق نخبة من المتخصصين المحترفين مما يطمئن المستثمر الصغير - الذى لا يتوافر لديه الخبرة الكافية لإدارة إستثماراته - بإتخاذ القرار المناسب لمخدراته بمخاطر أقل وعائد أعلى .

- دخول سوق المال والرافعة المالية :-

حيث يتم السماح لصغار المستثمرين عن طريق صناديق الإستثمار بالتعامل فى أسواق المال بعد أن كان لا يسمح لهم بذلك من قبل . كما أنه يمكن للصندوق بضمان محفظته المالية القيام بالإقتراض من المؤسسات المالية المختلفة لزيادة قدرتها على القيام بعمليات تدوير محفظته وتنميتها ، ويعنى ذلك أنه يحقق الإستفادة الكاملة من مزايا الرافعة المالية .

وبالتالى يتحقق هدفه فى تحقيق معدلات الربح الأعلى لصغار المستثمرين .

2- بالنسبة للإقتصاد القومى :-

ويتحقق له بعض المزايا من خلال :-

- سوق الأوراق المالية :-

ويتم تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الإستفادة بالخبراء

⁽³⁹⁾ وقد ألزم المشرع المصرى بتنويع الإستثمار فى الصندوق لتوزيع مخاطرها كما هو موضح

فى المادة رقم 143 من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 .

يراجع فى ذلك :-

د/ صلاح جودة ، « صناديق الإستثمار » ، بدون ناشر ، 2009 ، ص 84 .

والمختصين فى إختيار الإستثمارات الآمنة ذات العائد المرتفع ، فضلاً عن حماية السوق من حدوث المضاربات التى قد تتم بهدف تحقيق الربح السريع .

- معدلى التضخم والإدخار :-

تساهم صناديق الإستثمار بالحد من عمليات التضخم من خلال آلية عملية تسعى إلى تحقيق الربح وتجاوز معدلات التضخم وتقديم التمويل المطلوب للمشروعات الهامة . كما تساهم أيضاً تلك الصناديق فى زيادة معدلات الإدخار وتوجيهها إلى مشروعات الإقتصاد القومى⁽⁴⁰⁾ .

3- بالنسبة للجهاز المصرفى :-

ويتحقق له بعض المزايا من خلال ما يلى :-

- دعم المركز المالى للبنوك وتحقيق الأرباح نتيجة بيع وشراء الأوراق المالية.
- توظيف فائض السيولة لدى الجهاز المصرفى .
- تفعيل مفهوم البنوك الشاملة وذلك بالتعاون فى بعض المهام ما بين البنوك وصناديق الإستثمار .

ثانياً : أنواع صناديق الإستثمار :-

تتعدد صناديق الإستثمار سهدف إتاحة بدائل عديدة من الفرص أمام المستثمر لإختيار الفرصة المناسبة من حيث الهدف والعائد . ويتم تقسيم صناديق الإستثمار طبقاً لعدة معايير مثل جهة الإنشاء ومكونات الصندوق . إلا أننا سوف نتناول سبعة أنواع لتلك الصناديق كما نص عليها القانون المصرى رقم 95 لسنة 1992 وذلك على النحو التالى :-

⁽⁴⁰⁾ د/ منير إبراهيم همدى ، « صناديق الإستثمار فى خدمة كبار وصغار المدخرين » ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999 ، ص 56 .

أ- الصناديق المغلقة :-

وهى تلك الصناديق التى يُسَمَح للشركات المساهمة بإنشائها دون البنوك أو شركات التأمين ، بهدف توفير الحماية والضمان لما تصدره من أوراق . وطبقاً لهذا النوع فإنه يتم تداول عدد محدود من الأوراق فى الصناديق وبمجرد بيعها نهائياً فإنه يتم غلق الصندوق ، ولا يتم التعامل فى تلك الأوراق بالبيع أو الشراء مرة أخرى فى سوق الأوراق المالية⁽⁴¹⁾ . كما يلتزم حامل أوراق الصناديق المغلقة بعدم إسترداد قيمتها إلا بعد إنتهاء مدتها سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل .

ب- الصناديق المفتوحة⁽⁴²⁾ :-

تتسم تلك الصناديق بقدرتها الفائقة على تجميع المدخرات ، لذلك تم السماح بإنشائها لكل من البنوك وشركات التأمين لتقادى مخاطر شركات توظيف الأموال حيث تحتفظ كل منهما بالدفاتر والحسابات والسجلات والخضوع للجهات الرقابية على أن تتم إدارة تلك الصناديق مقابل أتعاب يتقاضاها مدير الصندوق⁽⁴³⁾ . وتحتوى محفظتها المالية على أوراق مالية متعددة مثل الأسهم والسندات وغيرها والتى تتحدد نسبة كل منها طبقاً لظروف السوق ورغبة المستثمرين . كما يتوافر لتلك المحفظة إمكانية قبول إسترداد الأوراق المالية وتقديم قيمتها لمن يرغب فى بيعها على أن يتم ذلك خارج البورصة .

⁽⁴¹⁾ د/ كمال طلبه متولى سلامة ، « صناديق الإستثمار فى الميزان » ، بدون ناشر ، 2011 ، ص 130 .

⁽⁴²⁾ كون الصناديق مفتوحة فإنه يعنى حرية تحركها فى إتجاه زيادة أو إنخفاض رأس مالها بهدف إصدار أو بيع ما تصدره من أوراق مالية تبعاً لتقديرها دون قيدها فى بورصة الأوراق المالية .
يراجع فى ذلك :-

د/ عصام أحمد البهجي ، « الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية فى التشريعات العربية » ، دار الجامعة الجديد للنشر ، 2009 ، ص 836 .

⁽⁴³⁾ د/ منير إبراهيم الهندى ، « أدوات الإستثمار فى أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الإستثمار » ، المكتب العربى الحديث ، 2008 ، ص 113 .

ج- صناديق الملكية الخاصة :-

تطرح إصدارات تلك الصناديق لفئة خاصة من المستثمرين والشركات التى تعمل فى مجال الإستثمار ، والتى تتمتع بملاءة مالية مرتفعة ولديها إستعداد على تحمل المخاطرة . وتستثمر أموال هذا الصندوق فى مجالات البترول والمعادن النفيسة والبورصة والعقارات وذلك وفقاً لما تضعه الهيئة العامة لسوق المال من ضوابط وإجراءات⁽⁴⁴⁾ . وعادة لا يقل رأسمال تلك الصناديق عن عشرة ملايين جنيه مدفوعة نقداً بالكامل ، مع الأخذ فى الاعتبار أنه لا يجوز طرح إصدارتها للإكتتاب العام . وتعتبر من الصناديق المغلقة ذات المدة المحددة بمعنى أنه عندما يحل إنتهاء أجل الصندوق تتم التصفية مع رد قيمة الإصدارات والأرباح المحققة للمكتتبين⁽⁴⁵⁾.

د- الصناديق القابضة :-

وتهدف تلك الصناديق إلى تنشيط وتنويع الإستثمار فى سوق الأوراق المالية والأنواع الأخرى لصناديق الإستثمار على أن يتم الإستثمار فى خمسة صناديق بحد أدنى فى الأوراق التى تصدرها صناديق الإستثمار فقط⁽⁴⁶⁾ .

هـ- صناديق سوق النقد :-

وتتعامل فى تلك الصناديق مجموعة من المؤسسات المالية مثل بنوك السمسرة المتخصصة والبنوك التجارية بهدف الحفاظ على توافر السيولة بشكل مستمر طبقاً لحاجة المستثمر ووفقاً لضوابط قانونية معينة ، وبالتالي فهى تتعامل مع الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل الكمبيالات المصرفية وشهادات الإيداع وأذون

⁽⁴⁴⁾ Cary Smaith, «Mony and Banking Financial Markats and Institutions», op. cit., P. 332 .

⁽⁴⁵⁾ د/ فارس محمد العجمى ، « رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار » ، دار النهضة العربية ، 2012 ، ص 70 .

⁽⁴⁶⁾ فى عام 2009 تم إنشاء أول صندوق قابض فى مصر .

الخزانه(47) .

و- صناديق الإستثمار العقارى :-

وتتكون أصول تلك الصناديق إما من الأوراق المالية المقيدة بالبورصة والمصدرة عن شركات تعمل فى مجال التنمية العقارية أو من مجموعة العقارات المستخدمة لأغراض التأجير أو البيع . ويهدف الإستثمار فى هذه الصناديق إلى توفير فرص المشاركة الجماعية للمستثمرين للحفاظ على الثروة العقارية ، وذلك حظر المشرع النشاط التجارى فى العقارات بمعنى عدم تملك العقارات بغرض إعادة البيع . وعادة ما يتم تقييد ما يمتلكه الصندوق من عقارات بشكل شهرى أو ربع سنوى وذلك لتحديد قيمة ما فى حوزة الصندوق من أوراق مالية(48) .

ز- صناديق المؤشرات :-

أنشئت هذه الصناديق لخدمة المستثمر غير المحترف عن طريق إتساع السوق وتنويع أدواته الإستثمارية . وترتبط أوراق المحفظة المالية لتلك الصناديق بأحد مؤشرات البورصة والتي غالباً ما يتم القيد بها وفقاً للقواعد المتبعة للقيود بالبورصة . ويتم تقييم أداء تلك الصناديق من تتبع أداء المؤشر الذى إرتبط بالمحفظة المالية للصندوق ، مما يسهل تتبع أدائها يومياً بالبورصة وذلك بأقل تكلفة إدارية ، مما يجعلها محل جذب المستثمرين الجدد فى مجال الإستثمار فى البورصة(49) .

(47) د/ كمال طلبة متولى سلامة ، « صناديق الإستثمار فى الميزان » ، مرجع سابق ، ص133.

(48) د/ فخرى الدين الفقى ، « أنواع صناديق الإستثمار وأنماط إدارتها ، دليلك للإستثمار فى صناديق الإستثمار » ، وكالة الأنباء الكويتية ، كونا ، القسم الإقتصادى ، 1996 ، ص34.

(49) Reena Aggarwal ، « Stock Market Development Role of Securities Firms and New Products » ، Cairo 8 Alexandria Stock Exchanges . February , 1999 , p. 11 .

2/1 - دور البورصة فى تشجيع الإستثمار :

تمهيد :

تقوم البورصة بدور إيجابى ملموس فى تشجيع وجذب الإستثمارات سواء على المستوى المحلى أو المستوى الخارجى . كما أن لها دوراً فى الحفاظ على الإستثمار المحلى وتأكيد توجيهه إلى الداخل بدلاً من بحثه عن الفرص الإستثمارية غير المؤكدة فى الخارج ، مما يؤدي إلى إرتفاع مستوى المعيشة ومستوى التوظيف وزيادة الناتج القومى الإجمالى .

وسوف نتناول دور البورصة فى تشجيع الإستثمار من خلال التعرف على عوامل جذب الإستثمار والعوامل المؤثرة على الإستثمار فى البورصة .

1/2/1 - عوامل جذب الإستثمار :-

يمكن تعريف الإستثمار بأنه توظيف المخصصات المالية للإستهلاك الحالى وتوجيهها للإستثمار المستقبلى بهدف الحصول على عائد متوقع مرضٍ . ويوجد نوعان من الإستثمار هما الإستثمار المباشر والإستثمار غير المباشر . ويقصد بالإستثمار المباشر توجيه الإستثمار المحلى لمشروعات إقتصادية يستفيد منها المقيمون المحليون مقابل الحصول على عوائد مستقبلية متوقعة . أما الإستثمار غير المباشر فهو توجيه الإستثمار المحلى لشراء الأوراق المالية (أسهم وسندات) التى تصدرها الجهات سواء العامة أو الخاصة بهدف الحصول على عوائد مستقبلية متوقعة . وعادة ما يتمتع الإستثمار المباشر فى المشروعات الإقتصادية بدرجة إستقرار أعلى مقارنة بالإستثمار غير المباشر فى الأوراق المالية وذلك لإرتباط النوع الأخير بمخاطر عمليات المضاربة⁽⁵⁰⁾.

⁽⁵⁰⁾ شيرين مصطفى صبحى بشير ، « الإستثمار الأجنبى فى الأوراق المالية - المحددات وأهم الإنعكاسات على الدول المتلقية » ، رسالة ماجستير ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 2003 - 2004 ، ص 11 .

والإستثمار غير المباشر سواء المحلى أو الأجنبى يؤدى إلى رفع مستوى كفاءة السوق الأولية للأوراق المالية من خلال التأكيد على الإلتزام بقواعد الحوكمة وزيادة مستوى الشفافية والإلتزام بالنظم المحاسبية والإرتباط بالمؤسسات المالية المتطورة مما يؤكد تشجيع إستمرارية وتحفيز تدفق الإستثمارات الأجنبية⁽⁵¹⁾ .

وتتشابك العديد من العوامل المؤثرة على إتخاذ القرار الإستثمارى ولا يمكن لأى من تلك العوامل التأثير المنفرد على القرارات الإستثمارية⁽⁵²⁾ ، فهناك العوامل الإقتصادية والعوامل السياسية والاجتماعية وأخيراً العوامل القانونية .

أولاً : العوامل الإقتصادية :-

يسعى المستثمر إلى إختيار الفرصة الجيدة ، وهى تلك الفرصة التى تحقق له هدف تعظيم الربح . ويسعى المستثمر للتعرف على الظروف المختلفة المحيطة بالفرصة الإستثمارية التى يرغب فيها بحثاً عن الإجابة لعدد من الأسئلة مثل : ماذا ينتج وكما ينتج وكيف ينتج والعوامل المحيطة بالإنتاج . وللإجابة على تلك الأسئلة فإن المستثمر يقوم بإعداد دراسة جدوى إقتصادية تهتم بدراسة ما يلى :-

أ- نوعية النشاط الإقتصادى المستهدف ، بمعنى هل من الضرورى إقامة

⁽⁵¹⁾ د/ هالة حلمى السعيد ، « دراسة تحليلية لأثر المتغيرات المحلية على أداء سوق الأوراق المالية » ، الجمعية المصرية للاقتصاد والإحصاء والتشريع ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد 455 - 456 يوليو - أكتوبر ، 1999 ، ص 55 .

⁽⁵²⁾ وهو ما يقصد بمناخ الإستثمار ويعبر عنه بكافة العوامل التى تشكل البيئة الحاضنة للمستثمر سواء من الناحية القانونية أو الإقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية التى تؤدى إلى زيادة معدل النمو الإقتصادى وبالتالي زيادة القدرة التنافسية على المستوى المحلى والعالمى .
يراجع فى ذلك :

د/ على لطفى ، « الإستثمارات العربية ومستقبل التعاون الإقتصادى العربى » ، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، جامعة الدول العربية ، القاهرة ، 2009 ، ص 17 - 34 .

المشروع بجوار مصادر الموارد الطبيعية أم أنه من الأفضل نقل تلك الموارد لأماكن الإنتاج . ويتم ذلك سواء كان المشروع زراعى أم صناعى أم تجارى⁽⁵³⁾ .

ب- كيفية تخفيض تكاليف الإنتاج بالاعتماد على عوامل الإنتاج الوفيرة المنخفضة التكاليف سواء المتوفرة فى داخل البلاد أم خارجها .

ج- كفاءة السوق المستهدف ومدى القدرة على التوسع خارج نطاق السوق الحالى والوصول إلى أسواق الدول الأخرى .

د- دور الدولة فى التأثير على حجم الإستثمار من خلال السياسات الإقتصادية المتبعة المشجعة التى تؤدى إلى تخفيض معدلات التضخم ، وإرتفاع الناتج المحلى الإجمالى ، وخلق مناخ إستثمارى مشجع على تحقيق التنمية المستدامة ، والعمل على توزيع الإستثمارات فى العديد من الأنشطة الإقتصادية ، وعدم تركيزها فى نشاط واحد أخذاً بمبدأ توزيع المخاطر⁽⁵⁴⁾ .

ثانياً : العوامل الإجتماعية والسياسية :-

تقوم كل من العوامل الإجتماعية والسياسية بدور حيوى مؤثر سواء فى جذب الإستثمار أو هروبه . وتتمثل **العوامل الاجتماعية** الجاذبة للإستثمار فى : إرتفاع نسبة التعليم خاصة الجامعى ، وعدم وجود تفاوت فى توزيع الثروات والدخول ، وإرتفاع مستوى الخدمات الصحية المتاحة لجميع فئات المجتمع دون تمييز ، وإرتفاع درجة الوعى والشعور بالإنتماء تجاه الوطن . أما **العوامل السياسية** الجاذبة للإستثمار فتتمثل فى : تطبيق نظام ديمقراطى ، وإحترام حقوق الإنسان ،

⁽⁵³⁾ د/ صفوت عبد السلام ، « الإصلاح الإقتصادى وأثره على مناخ الإستثمار » ، دار النهضة العربية ، 2007 ، ص 39 .

⁽⁵⁴⁾ د/ على لطفى ، « الإستثمارات العربية ومستقبل التعاون الإقتصادى العربى » ، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، جامعة الدول العربية ، القاهرة ، 2009 ، ص 31 - 34 .

وحماية حقوق الأجانب ، والاستقرار السياسى الذى يرتب بدوره الإستقرار الإقتصادى . وكلما زادت العوامل الجاذبة للإستثمار سواء كانت إجتماعية أم سياسية كلما زادت درجة الثقة لدى المستثمرين سواء المحليين أم الأجانب فى إقامة إستثمارات ضخمة داخل البلاد مما ينعكس إيجاباً على مستوى الناتج القومى الإجمالى وبالتالى إرتفاع مستوى الرفاهية الإقتصادية لدى المواطنين⁽⁵⁵⁾ .

ثالثاً : العوامل القانونية :-

وتعد العوامل القانونية من أهم العوامل الجاذبة للإستثمار ، فوجود مظلة قانونية واضحة ومستقرة تحدد حقوق والتزامات المستثمرين ، وخلق البيئة المناسبة للإستثمار ، وإزالة العوائق التى تواجه المستثمرين ، وحل المنازعات بين المستثمر والدولة بطريقة عادلة وسريعة ، والمساواة وعدم التمييز بين المستثمرين أى كانت جنسياتهم سواء فى منح المزايا أو الإعفاءات ، فضلاً عن العمل على إزالة كل القيود التى تحول دون الإستثمار⁽⁵⁶⁾ .

2/2/1 - العوامل المؤثرة على الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية :-

تتأثر كفاءة أداء البورصة والإستثمار فيها بعوامل عديدة : مثل السياسة النقدية ، والسياسة المالية ، والعولمة المالية .

أولاً : السياسة النقدية :-

يسعى البنك المركزى بإستخدام أدواته المختلفة إلى تحقيق أهداف السياسة النقدية والتى تتمثل فى :-

⁽⁵⁵⁾ د/ مصطفى السعيد ، « الإقتصاد المصرى وتحديات الأوضاع الراهنة » ، دار الشروق ، 2003 ، ص 56 .

⁽⁵⁶⁾ Durham Benson, «Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth», European Economic Review, 48, 2004, pp. 285 – 306 .

- الحفاظ على القوة الشرائية للعملة المحلية وصولاً لتحقيق الإستقرار النقدى بهدف تجنب الإضطرابات المتوقعة سواء فى حالات الركود والانكماش أو فى حالات إرتفاع معدلات التضخم . ويؤدى ذلك إلى تحقيق الاستقرار فى قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مما يكون له أثر ايجابى على الإستثمار المباشر وغير المباشر ويؤدى بالتالى إلى تنشيط البورصة⁽⁵⁷⁾ .

- الحفاظ على مستوى التشغيل الكامل للموارد من خلال تطبيق سياسات دعم وتحفيز النمو الإقتصادى ، وبالتالي القضاء على البطالة وزيادة درجة مرونة الجهاز الإنتاجى الذى ينعكس إيجاباً على الناتج المحلى الإجمالى .

- تحقيق الإستقرار النقدى من خلال تطوير المؤسسات المصرفية والمالية والبورصة مما يؤثر إيجاباً على حركات إنتقال رؤوس الأموال للمستثمرين بين القطاع المالى والمصرفى⁽⁵⁸⁾ .

وهناك علاقة مباشرة بين ما يتخذه البنك المركزى من إجراءات السياسة النقدية وبين أداء البورصة ومؤشراتها . وتظهر تلك العلاقة بوضوح فيما يلى :-

أ- سعر الصرف :-

يتدخل البنك المركزى للتأثير على أسعار صرف العملات الأجنبية . وفى حالة إرتفاع سعر صرف العملة الأجنبية (إنخفاض قيمة العملة المحلية) ، يتزايد الإقبال على الإستثمار فى إصدارات البورصة لتفادى الخسائر المتوقعة فى إنخفاض قيمة العملة المحلية وإرتفاع سعر صرفها أمام العملات الأجنبية .

(57) د/ سهير معتوق ، « إقتصاديات النقود والبنوك » ، جهاز نشر وتوزيع الكتاب الجامعى ، 2008 ، ص 323 .

(58) د/ السيد أحمد عبد الخالق ، « مدخل إلى دراسة النظرية النقدية » ، جهاز توزيع الكتاب الجامعى ، جامعة المنصورة ، 2003 ، ص 195 .

ويحدث العكس فى حالة إنخفاض سعر صرف العملة الأجنبية (ارتفاع قيمة العملة المحلية) ، يقل الإقبال على الإستثمار فى إصدارات البورصة ويحتفظ الأفراد بمدخراتهم بالعملة الوطنية . ويعنى ذلك وجود علاقة طردية بين أسعار صرف العملات الأجنبية ومعدل الإستثمار فى البورصة .

ب- سعر الفائدة :-

من سلطات البنك المركزى التحكم فى أسعار الفائدة المدينة والدائنة من خلال إتباعه لسياسات نقدية معينة . فعندما يتبع البنك المركزى سياسة نقدية توسعية ، يترتب عليها زيادة عرض النقود أى إنخفاض سعر الفائدة مما يؤدى إلى الآتى :-

- إنخفاض الإستثمار فى السندات وبالتالي إنخفاض عرضها ، وهذا ما يؤكد وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة وحجم التداول فى السندات .

- زيادة الإستثمار فى إصدارات سوق الأوراق المالية من أسهم للمضاربة على أسعارها ، والاستفادة من فروق أسعار الفائدة على الائتمان المنخفضة وكل من عائدات الأسهم والأرباح الرأسمالية ، مما يؤكد وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وحجم التداول فى الأسهم⁽⁵⁹⁾ .

ج- عمليات السوق المفتوحة :-

تهدف عمليات السوق المفتوحة إلى التأثير فى حجم الإحتياطيات النقدية للبنوك التجارية ، وبالتالي قدرتها على خلق الائتمان وخلق نقود الودائع . وتتمثل تلك العمليات فى دخول البنك المركزى فى بورصة الأوراق المالية بصفته بائعاً أو مشترياً لبعض الأوراق المالية لديها⁽⁶⁰⁾ . وفى أوقات التضخم يهدف البنك المركزى إلى اتباع

⁽⁵⁹⁾ د/ سهير معتوق ، « إقتصاديات النقود والبنوك » ، مرجع سابق ، ص 328 .

⁽⁶⁰⁾ د/ ونيس فرج عبد العال ، « إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية » ، مركز تسويق الكتاب الجامعى ، 2006 ، ص 216 - ص 218 .

سياسة إنكماشية حيث يقوم بصفته بائعاً للأوراق المالية (أسهم - سندات) بالاعتماد على ما يحتفظ به في حافظته المالية من (أسهم وسندات) ، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها السوقية وبالتالي ارتفاع أسعار الفائدة عليها . ويعنى ذلك ارتفاع تكلفة الحصول على قروض لرجال الأعمال مما يعنى التأثير السلبي على الإستثمار ، وبالتالي مما يؤدي إلى انخفاض الإحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية مما يقلل من قدرتها على التوسع فى خلق الإئتمان ونقود الودائع . وفى أوقات الإنكماش بهدف البنك المركزى إلى إتباع سياسة توسعية حيث يقوم بصفته مشترياً للأوراق المالية (أسهم وسندات) يهدف زيادة عرض النقود مما يؤدي إلى تنشيط الحالة الإقتصادية ويترتب على زيادة الإنفاق على السلع والخدمات زيادة الإحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية مما يزيد من قدرتها على التوسع فى خلق الإئتمان ونقود الودائع .

ثانياً : السياسة المالية :-

تسعى الحكومة بإستخدام أدوات السياسة المالية (الإنفاق العام - الإيرادات العامة) وما إذا كانت تطبق سياسة توسعية أو إنكماشية إلى تحقيق عدة أهداف منها⁽⁶¹⁾:-

- تجنب إرتفاع معدلات التضخم بهدف الحفاظ على إستقرار المستوى العام للأسعار .
- التخفيف من حدة مشكلة البطالة وزيادة الناتج القومى بهدف تحقيق التوظيف والاستغلال الأمثل للموارد الإقتصادية المتاحة .
- إستخدام الضرائب التصاعدية لإعادة التوزيع العادل للدخل .
- إرتفاع مستوى الخدمات المقدمة للمواطنين عن طريق زيادة موارد الدولة .

Aviral Kumar Tiwari, «Taxation , Economic Growth & Political Stability», ⁽⁶¹⁾ Society, Policy, Institutions & Governance , springer, 2013, p. 49 .

وهناك علاقة بين أدوات السياسة المالية (الإنفاق العام – الإيرادات العامة) وأداء البورصة . وتظهر تلك العلاقة بوضوح على النحو التالى :-

- يترتب على زيادة الإنفاق الحكومى زيادة حجم الدخل القومى ، مما يؤدى إلى زيادة أرباح الشركات والتى ينعكس تأثيرها على إرتفاع أسعار أسهم تلك الشركات فى البورصة . وهذا ما يؤكد وجود علاقة طردية بين حجم الإنفاق الحكومى وأداء البورصة⁽⁶²⁾ .

- يترتب على خفض الضرائب على الدخل زيادة الدخل وينعكس ذلك على زيادة القوة الشرائية التى تؤدى إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات ، وبالتالي زيادة كل من الإنتاج وأرباح الشركات مما يؤدى إلى زيادة الطلب على الأسهم فى بورصة الأوراق المالية وزيادة أرباحها . وهذا ما يؤكد وجود علاقة عكسية بين معدلات الضريبة على الدخل وأداء البورصة .

- يترتب على إستخدام السندات الحكومية لتمويل العجز المالى فى موازنة الدولة ، زيادة إتجاه المستثمرين للإكتتاب فيها ، وذلك باعتبار أن الإستثمار فى السندات الحكومية يُعد إستثمار مضمون ومستقر العائد . وسوف ينعكس ذلك على إنخفاض الطلب على الأسهم فى سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار – السوق الثانوى) . وهذا ما يؤكد وجود علاقة عكسية بين إصدار سندات لتمويل الدين المحلى وأداء البورصة⁽⁶³⁾ .

ثالثاً : العولمة المالية :-

توصلنا مما سبق إلى وجود آثار لكل من السياسة المالية والنقدية ، على

John Loizides & George Vam Voukas , « Government Expenditure ⁽⁶²⁾ and Economic Growth : Evidence From Trivariate Casuality Testing » , Journal of Applied Economics , Vol, VIII, No. 1, May 2005 , p. 125 .

⁽⁶³⁾ د/ مصطفى السعيد ، « الإقتصاد المصرى وتحديات الأوضاع الراهنة » ، دار الشروق ، القاهرة ، 2003 ، ص 56 .

أداء البورصة . كما ترتب أيضاً العولمة المالية مجموعة من الآثار سواء الإيجابية أو السلبية على أداء البورصة.

أ- الآثار الإيجابية :-

تؤثر العولمة المالية على أداء البورصة بشكل إيجابي من خلال الأنظمة المالية والمصرفية ، والإصدارات المالية ، التدفقات الرأسمالية ، وتخصيص الموارد .

1- الأنظمة المالية والمصرفية :-

يترتب على العولمة المالية زيادة درجة الإحتكاك المباشر بين أسواق المال العالمية للدول المتقدمة والأسواق الناشئة للدول النامية ، ويترتب على ذلك الإستفادة من المستثمرين ذوي الخبرة فى مجال الإستثمارات المالية مما يتيح فرصة كبيرة لنقل الخبرة المتقدمة فى كافة المجالات مثل : إدارة البورصة ، والأنظمة المصرفية ، وأساليب التداول ، ووسائل جذب المستثمرين والعملاء بتقديم الخدمات المتميزة⁽⁶⁴⁾ .

2- الإصدارات المالية :-

ترتب على العولمة المالية زيادة وتنوع الإصدارات الإستثمارية المطروحة فى البورصة ، حيث يتاح للمستثمر فرصة التعرف على الإصدارات سواء فى السوق المحلى أو الأسواق العالمية ، مما يتيح للمستثمر فرص عديدة للخيارات المتاحة بما يتناسب مع إمكانياته ورغباته . كما يستفيد المستثمر أيضاً من تنوع تلك الإصدارات بالتنوع فى المخاطر والعوائد ، وبالتالي فعليه أن يقارن بين الإصدارات المختلفة من حيث المخاطر والعوائد المتوقعة من كل منها وعليه إختيار ما يناسبه⁽⁶⁵⁾ .

Goldberg PK and Pavenik N., «Distributional Effects of Globalization (64) in Developing Countries», Journal of Economic Literature, 2007, pp. 39 – 45 .

Brasoveanu, Laura obreja, «The Impact of Defense Expenditure on (65) Economic Growth», Romanian Journal OE Economic Forecasting, Vol. 13, No. 4, 2012, pp. 148 – 151 .

3- التدفقات الرأسمالية :-

تؤدي العولمة إلى وجود إتصال مباشر بين الأسواق المالية العالمية والأسواق الناشئة مما يؤدي إلى زيادة التدفقات الرأسمالية بينهما . وتشمل تلك التدفقات أوجه الإستثمار الأجنبي المباشر والمشتقات بنوعيتها القابلة أو غير القابلة للتداول فضلاً عن استثمارات الأوراق المالية . ويرجع الفضل للتدفقات الرأسمالية إلى توفير موارد مالية للدولة بالعملات الأجنبية مما لا يضطرها للجوء إلى القروض الخارجية خاصة في حالات الإنتعاش والرواج الإقتصادي .

4- تخصيص الموارد :-

يترتب على الإندماج بين الأسواق المالية المحلية والعالمية نتيجة العولمة المالية تحقيق التخصيص الأمثل للموارد الإقتصادية ، وساعد على ذلك إنتشار الخدمات المتطورة للوساطة المالية وانخفاض التكاليف وتنوع الأوراق المالية في البورصة⁽⁶⁶⁾.

ب- الآثار السلبية :-

كما بينا أن للعولمة المالية آثار ايجابية فإن لها أيضاً بعض الآثار السلبية . وتتمثل تلك الآثار في هروب رؤوس الأموال المحلية والتأثر بالأزمات المالية العالمية والمضاربة .

1- هروب رؤوس الأموال المحلية :-

يمكن أن تؤدي العولمة المالية - خاصة عندما يكون المناخ الإستثماري المحلي غير جاذب للإستثمار - إلى هروب وتسرب الإستثمارات الوطنية للإستثمار في الأسواق المالية العالمية . كما أن حرية دخول وخروج الأموال إلى ومن السوق المالي المحلي يشجع على القيام بأنشطة غير مشروعة كتجارة

⁽⁶⁶⁾ د/ هالة حلمي السعيد ، « الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة » سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، 1999 ، العدد (58) سبتمبر ، ص 53 .

المخدرات وتجارة البشر وتجارة السلاح . وللتخلص من شبهة تلك الأنشطة يتم إيداع الأموال الناتجة منها كحسابات مصرفية أجنبية أو إستثمارها فى الأوراق المالية فى الخارج بما يسمى بظاهرة غسل الأموال⁽⁶⁷⁾ .

2- الأزمات المالية العالمية :-

تؤدى العولمة إلى سهولة وتيسير الإتصال بين الأسواق المالية الناشئة للدول النامية والأسواق المالية العالمية للدول المتقدمة . ونظراً لعدم توافر سبل القوة فى الأسواق الناشئة نتيجة علاقة التبعية الدائمة بالأسواق العالمية القوية ، فإن حدوث أى تغيير غير متوقع أو إنهيار أسعار فى الأسواق الأخيرة لا تستطيع أمامها الأسواق الناشئة على الصمود بل تكون الخسائر فيها أكثر تأثيراً⁽⁶⁸⁾ .

3- المضاربة :-

يترتب على العولمة المالية حرية دخول وخروج الأموال إلى ومن الأسواق الناشئة للدول النامية والأسواق المالية العالمية للدول المتقدمة ، وبالتالي سهولة وتيسير حركة إنتقال الأموال بهدف المضاربة دون الأخذ فى الإعتبار قدرتها على المساهمة فى عمليات التنمية الإقتصادية ، ويترتب على ذلك أنه فى حالة حدوث أى إضطراب لأسباب سياسية أو إقتصادية أو إجتماعية قيام المستثمرون بسحب جميع إستثماراتهم من أماكن الإضطراب وإستثمارها فى أسواق تتسم بالإستقرار المالى مما يؤدى إلى إشاعة الفوضى وإهتزاز الثقة فى السوق والإضرار بمشروعات التنمية الإقتصادية للدول النامية⁽⁶⁹⁾ .

⁽⁶⁷⁾ Corson Hutchins, «The Electronic Dimension to Money Laundering the Investigators perspective», Journal of Money Laundering Control , Vol. 3 , 2000 , p. 6 .

⁽⁶⁸⁾ ومثال لذلك الأزمات المالية التى حدثت مثل أزمة الرهن العقارى فى أمريكا عام 2008 وأزمة البرازيل عام 1999 .

⁽⁶⁹⁾ د/ إيهاب الدسوقي ، « كفاءة البورصة - المفاهيم الأساسية للإستثمار والبورصة » ، دار النهضة العربية ، 2006 ، ص32 .

المبحث الثانى

كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية فى التنمية الاقتصادية

تمهيد :

للتعرف على مدى كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية فى التنمية الاقتصادية سوف نتناول كل من :-

- كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية ، وتنشيط الإستثمار .
- حوكمة الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية .
- أثر الجهاز المصرفى على أداء بورصة الأوراق المالية المصرية .
- **1/2 - كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية وتنشيط الإستثمار :-**

تتحدد كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية طبقاً لعدد من الضوابط طبقاً لترتيب تصاعدى (ضعيف - متوسط - قوى) . وتتحقق هذه الكفاءة فى ظل توافر عدة متطلبات تؤدى إلى دعم الإستثمار وتنشيطه فى الأوراق المالية .

1/1/2 - كفاءة بورصة الأوراق المالية :-

للتعرف على كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية سوف نتناول كل من :

شروط كفاءة البورصة وسماتها ثم أنواع الكفاءة فى بورصة الأوراق المالية :

أولاً : شروط كفاءة البورصة وسماتها :-

لتحديد شرط الكفاءة لا بد من توافر شروط المنافسة الكاملة . وبالتطبيق على بورصة الأوراق المالية فإن كفاءتها تتحدد بتوافر مجموعة من الشروط⁽⁷⁰⁾ . **الشرط**

⁽⁷⁰⁾ د/ رشاد عبده ، « نظرية كفاءة الأسواق المالية بين التأييد والمعارضة ودراسة تطبيقية لواقع البورصة المصرية فى عام 2011 » ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن ، المجلد (19) العدد 3 ، 4 ، ديسمبر 2011 ، ص 62 .

الأول : توافر المعلومات ، بمعنى إتاحتها جميعها للبورصة وعدم إقتصارها على فئة معينة . وتتمثل تلك المعلومات فى البيانات والقوائم المالية المتاحة عبر وسائل الإعلام الخاصة ببورصة الأوراق المالية بسرعة ودقة ودون تكاليف مما يحقق التكافؤ بين المستثمرين فى الإطلاع على المعلومات مما يؤثر بشكل إيجابى على القرار الإستثمارى وأيضاً على كفاءة بورصة الأوراق المالية . **والشرط الثانى : رشادة تصرف المستثمر ،** بمعنى أن المستثمر الرشيد هو الذى يسعى إلى تعظيم أرباحه ومنافعه من خلال قوى بورصة الأوراق المالية (العرض - الطلب) من خلال تحليل المعلومات المتاحة عن البورصة ، فضلاً عما يتوافر لديه من خبرة وقدرة على توقع إتجاه أسعار الأوراق المالية سواء فى إتجاه الصعود أو الهبوط⁽⁷¹⁾ . **الشرط الثالث :** **زيادة عدد المتعاملين** (بائعين ومشتريين) المحتملين والراغبين بالإتفاق على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بالأسعار المعلنة فى السوق مما يمنع وجود أى قوى إحتكارية ويؤكد عمق السوق وإتساعه⁽⁷²⁾ . **أما الشرط الرابع : عدم فرض قيود على التعاملات ،** وتتمثل تلك القيود فى تكاليف التداول والقيود التشريعية على حرية الدخول والخروج إلى ومن بورصة الأوراق المالية دون قيد أو شرط ، والضرائب على الأرباح الرأسمالية وعوائد الأوراق المالية وعدم وجود قيود فى بورصة الأوراق المالية يُمكنّ المستثمر من الشراء أو البيع لأى كمية من الأوراق المالية بسهولة ويسر⁽⁷³⁾ .

وإذا تحققت كل الشروط السابقة مجتمعة ، فإننا نكون بصدد الكفاءة الكاملة لبورصة الأوراق المالية وهو من الصعب تحقيقه بشكل مطلق . وكلما توافرت

(71) د/ إيهاب الدسوقي ، « إقتصاديات كفاءة البورصة » ، دار النهضة العربية ، بدون سنة نشر ، ص 33 .

(72) تشترط بورصة لندن لتحقيق عمق وإتساع السوق ، السماح بتداول أسهم الشركات على ألا يقل عدد مساهميتها عن 2000 مساهم يملك كل منهم 100 سهم كحد أدنى .

(73) د/ محمد مطر ، « إدارة الإستثمار - الإطار النظرى - والتطبيقات العملية » ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة السابعة ، 2015 ، ص 177 .

شروط الكفاءة لبورصة الأوراق المالية إنعكس ذلك بشكل إيجابي على دفع عملية التنمية الاقتصادية⁽⁷⁴⁾ .

وعادة ما تسعى بورصة الأوراق المالية إلى تحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال تحقيق كل من **كفاءة التسعير** (الكفاءة الخارجية) و**كفاءة التشغيل** (الكفاءة الداخلية) . وتتحقق كفاءة التسعير عندما تستجيب الأسعار السائدة في البورصة بسرعة كبيرة للمعلومات المتوافرة للمتعاملين فيها بشكل مستمر ، بمعنى عدم وجود فاصل زمني كبير بين تداول المعلومات بين المتعاملين مما يتيح لهم فرصة تحليل هذه المعلومات وتقييمها واختيار أنسب الأسعار للأوراق المالية⁽⁷⁵⁾ . أما **كفاءة التشغيل** فإنه يتم تحديدها على أساس مدى قدرة بورصة الأوراق المالية على إحداث توازن بين قوى السوق (العرض والطلب)⁽⁷⁶⁾ . ويتم ذلك من خلال إنخفاض كل من عدد الإجراءات وتكاليف التبادل والسمسة . وعادة ما تعتمد كفاءة التسعير على كفاءة التشغيل . وقد تعترض كفاءة السوق (كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل) عدة معوقات مثل : التأثير السلبي لبعض الفترات الزمنية على أداء السوق ، والتأثير السلبي للحملات الإعلانية والدعائية مثل الإعتماد على الشائعات والأكاذيب لترويج معلومات غير صحيحة للاستحواد على السوق من عدمه مما يؤثر على درجة حساسية المستثمرين تجاه الأحداث⁽⁷⁷⁾ .

⁽⁷⁴⁾ French. D. «Security and Portfolio Analysis-Concepts and Management », OH , Merrill p u b., 1989, p. 206 .

⁽⁷⁵⁾ د/ رشاد عبده ، « نظرية كفاءة الأسواق المالية » ، مرجع سابق ، ص 64 .

⁽⁷⁶⁾ د/ عاطف ولیم أندراوس ، « أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها » ، دار الفكر الجامعي ، 2008 ، ص 156 .

⁽⁷⁷⁾ د/ صفوت عبد السلام عوض الله ، « الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال » ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ، جامعة الإمارات العربية ، 2007 ، ص 13 - ص 15 .

ثانياً : أنواع الكفاءة فى بورصة الأوراق المالية :-

هناك علاقة طردية بين مستوى كفاءة البورصة من ناحية وكل من نوعية المعلومات المتاحة للمستثمرين ودرجة إنعكاس تلك المعلومات على الأسعار المتداولة للأوراق المالية من ناحية أخرى وكفاءة بورصة الأوراق المالية عدة أنواع تتراوح بين المستوى الضعيف والمستوى المتوسط والمستوى القوي وذلك على النحو التالى:-

أ - الكفاءة ذات المستوى الضعيف :-

ويطلق عليها بالحركة العشوائية للأسعار⁽⁷⁸⁾ . وترتبط تلك الكفاءة بتوافر المعلومات التاريخية سواء من حيث أسعار الأوراق المالية أو حجم التداول . وتصل تلك المعلومات لمستثمرى السوق فى شكل عشوائى غير منظم وغير مترابط مما يعنى صعوبة التنبؤ بها ، وبالتالي لا يمكن تحقيق أى أرباح غير عادية إلا بتوافر المعلومات من داخل البورصة سواء كانت معلومات عامة أو خاصة⁽⁷⁹⁾ .

ب- الكفاءة ذات المستوى المتوسط :-

تتشابه نوعية المعلومات المتاحة فى هذا النوع من الكفاءة مع نظيرتها فى الكفاءة ذات المستوى الضعيف ، إلا أنه يضاف عليها المعلومات المتاحة للجمهور مثل : السياسات الإقتصادية المتبعة سواء على المستوى العالمى أو المستوى المحلى ، والظروف الداخلية لكل من القطاعات المختلفة والشركات التابعة لها ، فضلاً عن القوائم والتحليلات والتقارير المالية الخاصة بمجموعة الشركات وما يطرأ عليها من تغيرات⁽⁸⁰⁾. وعادة لا تستجيب الأسعار بشكل دقيق نتيجة التحليل

⁽⁷⁸⁾ Donald E. Fisber Ronald J. Jordan , « Security Analysis and Portfolio Management » , Prentice – Hall , (4 Thed). N. Y., 1987 p. 542 .

⁽⁷⁹⁾ ديماء وليد حنا الرضى ، « الأسواق المالية تركيباتها ، كفاءتها ، سيولتها ، التجربة العربية » ، إصدارات جامعة الدول العربية كالمنظمة العربية للتنمية الإدارية ، 2015 ، ص 85 .

⁽⁸⁰⁾ د/ زياد رمضان ، د/ مروان شموط ، « الأسواق المالية » ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، الطبعة الثانية ، 2010 ، ص 204 .

الأولى للمعلومات المتاحة للجمهور . ومع إستمرار توالى تلك المعلومات بشكل متلاحق فإن المستثمر يعجز عن تحليل المعلومات سواء التى حصل عليها سابقاً أو لاحقاً . وبالتالي فإن المستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح غير عادية . وبناءً على ذلك فإنه يجب على المستثمر عدم إنفاق المزيد من الجهد أو المال لتحليل ما يصل إليه من معلومات .

ج- الكفاءات ذات المستوى القوى :-

وتتشابه نوعية المعلومات المتاحة فى هذا النوع من الكفاءة مع نظيرتها فى الكفاءة ذات المستوى المتوسط ، إلا أنه يضاف عليها كل من معلومات المحللين ممن تتوافر لديهم الخبرة والمهارة الفائقة ، والمعلومات الخاصة بأعضاء مجلس إدارة ومساهمي البورصة . وفى ضوء نوعية المعلومات المتاحة فى الكفاءة ذات المستوى القوى ، فإنه يستحيل أن يحقق أى مستثمر أرباح غير عادية تكون أعلى قيمة مما يحققه المستثمرين الآخرين⁽⁸¹⁾ .

2/1/2- عوامل تنشيط الإستثمار فى بورصة الإدارة المالية المصرية :-

لتنشيط الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية المصرية يتعين توافر مجموعة من العوامل وذلك على النحو التالى :-

أولاً : الإستقرار السياسى والإقتصادى :-

يعتبر المستثمرون أن الإستقرار السياسى والإقتصادى من أهم العوامل المؤثرة على قراراتهم بشأن الإستثمار فى البورصة . وترتبط درجة الإستقرار السياسى الجيدة بارتفاع معدلات النمو الإقتصادى وإنخفاض معدلات البطالة ، مما يعكس قوة الإقتصاد وارتفاع معدلات التنمية الإقتصادية . ويعنى ذلك أن الإستثمار فى البورصة إستثمار آمن ويحقق أرباحاً مجزية للمستثمرين . وهذا يؤكد مدى الإرتباط

(81) د/ محمد مطر ، « إدارة الإستثمارات » ، مرجع سابق ، ص 180 .

بين كل من الإستقرار السياسى والإستقرار الإقتصادى من ناحية وجذب الإستثمار من ناحية أخرى⁽⁸²⁾ .

ثانياً : تطوير القطاع المصرفى :-

يمكن قياس مدى تطور القطاع المصرفى من خلال معرفة عدد المصارف (محلية أو أجنبية) وما تحقق من درجة السيولة وسياسات الاقراض وحجم الإستثمار ، فضلاً عن مستوى الرقابة التى يوفرها البنك المركزى على تلك المصارف . ويقوم القطاع المصرفى بدور رئيسى فى جذب الإستثمار الخارجى ويتم ذلك من خلال الإستثمار فى أموال المودعين . ويؤكد ذلك إرتباط نجاح البورصة أو تحقيق معدلات تنمية مرتفعة فى ظل توافر قطاع مصرفى متطور⁽⁸³⁾ . ويحتل القطاع المصرفى المصرى من حيث حجم الأصول المرتبة الرابعة على مستوى الدول العربية البترولية والمرتبة الأولى على مستوى الدول العربية غير البترولية ، مما يؤكد أهمية دوره فى جذب وتشجيع الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية المصرية⁽⁸⁴⁾ .

وتشير بعض الدراسات إلى ضعف الجهاز المصرفى وتخاذله فى دول شمال أفريقيا ومن بينها مصر بسبب ضعف إعتماد المواطنين فى تعاملاتها على الجهاز المصرفى والاعتماد على التعامل النقدى ، مما يؤدي إلى إنخفاض الموارد والمدخرات اللازمة للإستثمار والتنمية وضعف تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم⁽⁸⁵⁾ .

Andreas Billmeier and Isabella Massa , « Go Long or Short in Pyramids? ⁽⁸²⁾ News From the Egyptian Stock Market Cairo and Alexandria Stock Exchanges», occasional Papars, No. 2 . January , 2008 , p. 50 .

Ross Levine and Sara Zervos, «Stock Markets, Banks, and Economic ⁽⁸³⁾ Growth», The American Economic Review, Jane, 1998, 88. (3), p. 553.

⁽⁸⁴⁾ مجلة إتحاد المصارف العربية ، العدد 422 يناير 2016 ، ص 2 .

Capital Market Development in North African Development Bank , ⁽⁸⁵⁾ Economic Brief , 2012 , p. 16 .

ثالثاً : حالة سعر الصرف :-

توجد علاقة طردية بين سعر الصرف الأجنبى وأسعار الأوراق المالية المتداولة فى البورصة⁽⁸⁶⁾ . وكما تنعكس الآثار السلبية لإنخفاض سعر الصرف على المستثمرين المحليين فإنها تنعكس أيضاً على المستثمرين الأجانب خاصة حالة تحويل أرباحهم المنخفضة المتحققة من إستثمارات الأوراق المالية للخارج ، مما يؤدى إلى إنخفاض حجم إستثماراتهم فى بورصة الأوراق المالية المحلية نتيجة إنخفاض أرباحهم المتحققة منه .

وللحفاظ على إستقرار قيمة العملة المحلية الذى يؤدى إلى رواج البورصة المصرية ، فإن البنك المركزى فى ضوء التحكم والحفاظ على سعر الصرف يقوم بتطبيق آليات عمليات السوق المفتوحة لبيع وشراء العملات الأجنبية .

رابعاً : تسوية المنازعات :-

عادة ما تنشأ منازعات عن تداول الأوراق المالية سواء بين المستثمرين وشركات السمسرة من ناحية أو بين المستثمرين وبعضهم البعض من ناحية أخرى . ويجب أن تتسم وسائل تسوية المنازعات بالعدالة وسرعة البت بشكل غير تقليدى والأهم الحفاظ على السرية .

ولتبسيط الإجراءات اللازمة لتسوية المنازعات بين الأطراف المتعاملين فى بورصة الأوراق المالية دون اللجوء إلى القضاء فقط ، اتفق مجلس إدارة البورصة المصرية فى نوفمبر 2014 على وضع آلية لتسوية المنازعات فى البورصة تتضمن قواعد التحكيم ، وأيضاً إعداد قائمة للخبراء والمحكمين المختصين بتسوية

⁽⁸⁶⁾ وتفسير ذلك أن إرتفاع سعر الصرف الأجنبى يعنى إنخفاض قيمة العملة المحلية وبالتالي قيام الأفراد بالتخلص من العملة المحلية بتحويلها إلى عملة أجنبية قوية أو إستثمارها فى أوراق مالية فى البورصة وبالتالي إرتفاع حجم الإستثمار فى البورصة والعكس صحيح فى حالة إنخفاض سعر الصرف الأجنبى .

المنازعات⁽⁸⁷⁾ .

خامساً : عولمة البورصة المصرية :-

ويقصد بعولمة البورصة العمل فى إتجاه تحريرها وإفتاحها على الأسواق العالمية ، بمعنى السماح للمستثمرين الأجانب بالدخول أو الخروج إلى ومن بورصة الأوراق المالية المصرية دون قيود ، فضلاً عن السماح لهم بتحويل أرباحهم للخارج دون فرض ضرائب مغالى فيها والعمل على إستقرار أسعار الصرف . ويتحقق ذلك سوف يرتفع معدل السيولة وتزداد رؤوس الأموال المتوافرة لتمويل الإستثمارات المحلية⁽⁸⁸⁾ . ويعد هذا من الآثار الإيجابية لعولمة البورصة .

ولتحقيق عولمة بورصة الأوراق المالية المصرية لا بد من تحسين نوعية وكمية المعلومات المتوافرة للمستثمرين ، والتأمين الكامل لنظام التجارة الإلكترونية للحفاظ على سرية المعاملات ، وعدالة تسوية المنازعات فى البورصة ، وإتباع سياسة إصلاح إقتصادى شامل .

إذا كانت هناك آثار إيجابية لعولمة البورصة ، فإنه يجب أن يؤخذ فى الاعتبار إمكانية حدوث بعض الآثار السلبية لتلك العولمة مثل هجرة رؤوس الأموال المحلية لإستثمارها فى الخارج نظراً للمناخ الإستثمارى الأفضل .

سادساً : كفاءة المؤسسات المالية الوسيطة :-

تعتبر كفاءة المؤسسات المالية الوسيطة من العوامل الهامة لجذب الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية المصرية . وتتحدد كفاءة تلك المؤسسات بقيامها بعدة

Benson . J, Durham , « Absorptive Capacity and the Effects of Foreign ⁽⁸⁷⁾ Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth » , European Economic Review , No. 48 , 2004 , pp. 285 – 306 .
Augusto de la Torre , Juan Carlos and Sergio L. Schmukler , « Stock ⁽⁸⁸⁾ Market Development under Globalization : Whither the Gains From Reforms ? » , World Bank Policy Research , Working paper No. 4184 , April 2007 , p. 6 .

أدوار متنوعة مثل :- العمل على إستثمار المدخرات فى الأوراق المالية المتنوعة مثل صناديق الإستثمار المتعددة الأنواع ، وتوفير المعلومات الكافية للمستثمرين عن الأنواع المختلفة للأوراق المالية ومزاياه ومخاطر كل منها ، والتعامل مع شركات السمسرة كوسيط مالى فى العمليات الخاصة بالبيع أو بالشراء ، وتقديم المشورة والرأى فى كيفية الإكتتاب وشروطه ، وإختيار كل من الشركات ووكلاء البيع للقيام بالترويج ، وضمان الإكتتاب فى الأوراق المالية⁽⁸⁹⁾ .

2/2 - حوكمة الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية :-

للتعرف على حوكمة الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية سوف نتناول كل من ماهية الحوكمة ، وأهميتها ، وأيضاً أثر مبدأ الإفصاح والشفافية على بورصة الأوراق المالية بإعتباره يمثل إحدى المبادئ الست لحوكمة الشركات التى أقرتها منظمة التعاون الإقتصادى والتنمية (O E C D).

1/2/2 - ماهية الحوكمة وأهميتها :-

تجدر الإشارة إلى أن كبرى الشركات والمؤسسات العالمية تنهار نتيجة تعرضها لأزمات مالية وذلك لعدم تطبيقها لمعايير الكفاءة سواء فى الإدارة أو الخبرة . وقد أدى هذا الإنهيار إلى تأثير سلبي سواء على بورصة الدول التابعة لتلك الشركات أو البورصات العالمية مما ألحق أضراراً بالغة بحملة الأسهم والموظفين . ومن هنا ظهر إصطلاح « حوكمة الشركات » لضرورة ضبط أداء الشركات بشكل عام والشركات العاملة فى البورصة بشكل خاص⁽⁹⁰⁾ . ويتم تطبيق قواعد الحوكمة لضمان تحقيق أهداف الشركة والحفاظ على أموال مستثمريها هذا من ناحية ، ولسد

⁽⁸⁹⁾ د/ سيد عيسى ، « تطوير سوق التمويل فى مصر ، مؤتمر الإقتصاديين الثالث عشر ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، 1988 ، ص 18 .

⁽⁹⁰⁾ د/ صلاح زين الدين ، « دور مبادئ حوكمة الشركات فى رفع كفاءة البورصة المصرية » ، بحث مقدم للمؤتمر العلمى الأول بعنوان « حوكمة الشركات ودورها فى الإصلاح الإقتصادى » ، كلية الإقتصاد ، جامعة دمشق ، أكتوبر 2008 ، ص 8 .

الفجوة التى يمكن أن تحدث بين مالكى الشركات ومديرها نتيجة ما يتخذ من قرارات خاطئة تضر سواء بالشركة أو بالقطاع الصناعى التابعة له وهذا من ناحية أخرى⁽⁹¹⁾ .

أولاً : تعريف الحوكمة :-

يمكن تعريف الحوكمة بأنها النظام الإدارى الأمثل للشركة الذى يتم من خلاله تطبيق معايير الكفاءة بهدف تحقيق الإستغلال الأمثل لموارد الشركات وحسن توجيهها ومراقبتها وصولاً لتحقيق أهداف الشركة من ناحية ، والوفاء بمعايير الإفصاح والشفافية من ناحية أخرى⁽⁹²⁾ . وتعتمد الحوكمة على مجموعة المبادئ والأسس التى وضعتها منظمة التعاون الإقتصادى والتنمية O E C D . وقد تمت الموافقة على هذه المبادئ عام 1999 من قبل الشركات فى الدول أعضاء المنظمة وغيرها من الدول . وفى أكتوبر عام 2005 صدر دليل لقواعد ومعايير حوكمة الشركات التى تنطبق على كل من شركات المساهمة سواء المقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية أو المؤسسات المالية غير المقيدة فى بورصة الأوراق المالية . وتتضمن مبادئ حوكمة الشركات المقيدة فى البورصة المصرية ستة أقسام رئيسية خاصة بكل من : الإطار الفعال لحوكمة الشركات ، وحقوق المساهمين ، والمعاملة العادلة للمساهمين ، ودور الأطراف ذات المصلحة أو الصلة بالحوكمة ، والإفصاح والشفافية ، ومسئوليات مجلس الإدارة⁽⁹³⁾ . وتعد كل من الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة إحدى أهم المؤسسات المنوط بها الرقابة على تطبيق قواعد ومعايير حوكمة الشركات فى البورصة المصرية.

Shahira Abdel Shahid, « Corporate Governace is Becoming a Global Pursuit : What Could be done in Egypt ? Cairo and Alexandria Stock Exchanges » , Working paper Series , September , 2001 , p. 3 .

⁽⁹²⁾ د/ محمد إبراهيم موسى ، « حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية » ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2010 ، ص 20 .

⁽⁹³⁾ د/ محمد أحمد سلام ، « حوكمة الشركات ودورها فى جذب الإستثمارات الأجنبية وتحقيق التنمية المستدامة » ، دار النهضة العربية ، 2014 ، ص 10 .

ثانياً : أهمية الحوكمة ودورها فى بورصة الأوراق المالية المصرية :-

تقوم الحوكمة بدور مهم فى بورصة الأوراق المالية يتمثل فيما يلى :-

أ- بالنسبة للمستثمرين :- تعتبر الحوكمة ضماناً لزيادة قدرة المستثمر للتقييم الموضوعى للمركز المالى لجميع شركات الأسهم المتداولة فى البورصة وهو ما ينعكس على كل من القيمة السوقية لهذه الأسهم وحجم وقيمة التداول ، مما يشجع على جذب المزيد من الإستثمارات المحلية والأجنبية وبالتالي تنشيط بورصة الأوراق المالية⁽⁹⁴⁾ .

ب- بالنسبة لتعظيم القيمة السوقية للأسهم :- ويتم ذلك عن طريق دعم القدرة التنافسية للشركات فى بورصة الأوراق المالية العالمية ، مما يساعدها على جذب الإستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية لتمويل عمليات توسعها ونموها ، مما يحقق عوائد مرضية للمستثمرين وينعكس ذلك بشكل إيجابى على حركة التنمية الإقتصادية فى الدولة⁽⁹⁵⁾ .

ج- بالنسبة لكفاءة عمليات الخصخصة :- تؤدى الحوكمة إلى ضمان كفاءة عمليات الخصخصة لمنع حالات الفساد فى جميع مراحلها وذلك من خلال تطبيق مبادئ الإفصاح والشفافية⁽⁹⁶⁾ .

د - بالنسبة للقطاع المصرفى :- توفر الحوكمة آليات لإدارة رؤوس الأموال بكفاءة وحكمة لتحقيق أهداف المؤسسات المصرفية من خلال مراعاة حقوق

Shahira Abdel Shahid, « Corporate Governace is becoming a global (94) pursuit : What Could be done in Egypt ? » , op. cit., p. 5 .

(95) د/ ماجدة شلبي ، « تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية فى ظل التحديات الدولية » ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد 492 أكتوبر ، 2008 ، ص 5 .

(96) د/ أحمد على خضر ، « حوكمة الشركات » ، دار الفكر الجامعى ، الأسكندرية ، 2012 ، ص 187 .

المستفيدين والمودعين ومراقبة إدارة المخاطر⁽⁹⁷⁾ .

هـ - بالنسبة لكفاءة البورصة :- تدعم الحوكمة كفاءة بورصة الأوراق المالية وذلك من خلال : تحقيق إستقرارها والتأكيد على ثقة المتعاملين من خلالها وأخيراً الحد من التجاوزات المالية والمحاسبية فى الشركات العاملة فى البورصة.

2/2/2 - أثر مبدأ الإفصاح والشفافية على بورصة الأوراق المالية المصرية :

يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أكثر المبادئ تأثيراً على كفاءة البورصة المصرية . ويمثل إحدى المبادئ الستة لحوكمة الشركات التى أقرتها منظمة التعاون الإاقتصادى والتنمية (O E C D) .

أولاً : ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية :-

يسعى المستثمر لإتخاذ القرار الإستثمارى الرشيد إلى التأكد من تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح سواء داخل نطاق الشركة أو فى البورصة لإستثمار أمواله . ويتم هذا التفعيل من خلال إتاحة كافة المعلومات المتعلقة بإستثمارات الشركة ونشاطها ، حيث أن إتخاذ القرار الإستثمارى فى ظل غياب هذه المعلومات يؤدى إلى الدخول فى إستثمار غير آمن وسيادة حالة من الفوضى والتقلب وعدم الإستقرار فى السوق⁽⁹⁸⁾.

ويقصد بالشفافية : توفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاط الشركة المساهمة ذات الإكتتاب العام وإتاحتها لمن يرغب فى الإطلاع عليها سواء المساهمين أو أصحاب الحصص ، أما المعلومات والبيانات التى يترتب عليها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز الإحتفاظ بسريتها وعدم نشرها أو إتاحتها للعامه.

⁽⁹⁷⁾ البنك المركزى المصرى ، سلسلة مفاهيم مالية ، « نظام الحوكمة فى البنوك » ، المعهد المصرفى المصرى ، العدد السادس .

⁽⁹⁸⁾ د/ إيهاب الدسوقى ، « قياس الشفافية والإفصاح فى البورصة المصرية » ، المركز المصرى للدراسات الإاقتصادية ، ورقة عمل رقم 175 نوفمبر 2013 ، ص 4 .

ويقصد بالإفصاح : هو ذلك المبدأ الذى يقوم على سياسة الوضوح الكامل وتوفير كافة الحقائق والمعلومات المالية العامة بصفة دورية ومنتظمة وتقديمها إلى الأطراف المهتمة بالمشروع سواء كانوا المساهمين أو الجمهور أو حتى المستثمرين المحتملين لتجنب عنصر التضليل لتلك الأطراف⁽⁹⁹⁾ . ويمكن التفرقة بين ثلاثة مستويات من الإفصاح كما يلى :-

- المستوى الأول « الإفصاح الكافى » :-

يتضمن المعلومات الأساسية لعمل القوائم المالية وبالتالي يجب الإفصاح عن الحد الأدنى من البيانات والمعلومات لإتخاذ القرار الإستثمارى السليم .

- المستوى الثانى « الإفصاح العادل » :-

ويتضمن المعلومات التى تلبى إحتياجات أصحاب المصالح والمستثمرين ، وبالتالي يجب الإفصاح عن تلك المعلومات وتقديمها لهم جميعاً بالتساوى لإتمام عملية المنافسة المتكافئة بينهم⁽¹⁰⁰⁾ .

- المستوى الثالث « الإفصاح الكامل » :-

ويتضمن كل من المعلومات الأساسية لعمل القوائم المالية والمعلومات التى تلبى إحتياجات أصحاب المصالح والمستثمرين ، وبالتالي يجب الإفصاح عن

⁽⁹⁹⁾ تشمل المعلومات الهامة كل من التقارير والميزانيات والسجلات وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مراقبى الحسابات على أن يقوم بالإطلاع عليها كل من المساهمين وشركائهم أو من ينوب عنهم مثل المحاسبين والخبراء .

كما أن هذه المعلومات لا تتضمن المعلومات السرية وهى تلك المعلومات التى تلحق الضرر بالشركة أو المستثمرين أو أصحاب المصالح مثل معلومات عن طبيعة علاقة الشركة بالموردين وأسرار الصناعة . وقد فوض المشرع المصرى الهيئة العامة للرقابة المالية حق التمييز بين المعلومات العادية والمعلومات السرية عندما يُطلب منها إعلان بيانات عن شركة معينة .

⁽¹⁰⁰⁾ د/ إيهاب الدسوقى ، « قياس الشفافية والإفصاح فى البورصة المصرية » ، مرجع سابق ، ص 9 .

المعلومات الكاملة التى تنقل صورة واضحة عن الشركة وفى نفس الوقت تلبية الإحتياجات الأساسية لتلبية تحليل السوق.

ويجب التنويه إلى أن الإلتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية هو ضرورة أساسية لطبيعة الأنشطة داخل بورصة الأوراق المالية ولا يهدف نهائياً للترويج أو الدعاية للشركة بهدف دعم مركزها المالى أو جذب الإستثمار إليها .

ثانياً : أهمية مبدأ الشفافية والإفصاح فى البورصة :-

يسعى هذا المبدأ لتحقيق ما يلى :-

- توفير كافة المعلومات عن حجم الإستثمارات ونوع النشاط لكل شركة والأوراق المالية المصدرة لكل منها .

- التقليل من تأثير الشائعات على أسعار الأوراق المالية فى البورصة ، ويرجع ذلك لإتاحة كافة المعلومات للسماسة والمستثمرين على حد سواء .

- تجنب الأزمات المالية فى البورصة وما يترتب عليها من الأزمات الإقتصادية فى الجهاز الإنتاجى للدولة⁽¹⁰¹⁾ .

- يعتبر معيار موضوعى لقياس كفاءة بورصة الأوراق المالية والتحسين فى المؤشرات الدولية⁽¹⁰²⁾ .

⁽¹⁰¹⁾ ومن الأزمات المالية التى حدثت نتيجة عدم الإلتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية أزمة شركة World Com فى أمريكا ، حيث حرصت على إخفاء خسائرها عن المساهمين والإعلان عن إيرادات وأرباح غير حقيقية . وترتب على ذلك إعلان إفلاسها عام 2001 عن خسائر وصلت إلى 41 مليار دولار ، مما أدى إلى إنهيار أسهمها فى بورصة ناسداك وإنخفاض أسعارها من 64 دولار للسهم عام 1999 إلى 9 سنت للسهم عام 2001 .
Shahira Abdel Shahid, « Corporate Governace is becoming a global pursuit : What Could be done in Egypt ? Cairo & Alexandria Stock Exchanges » , Working paper Series , September , 2001 , p. 40 .

⁽¹⁰²⁾ وقد تم صدور التقرير السنوى لكل من البنك الدولى ومؤسسة التمويل الدولية ، (IFC) عن ممارسة الأعمال بتصنيف مصر ضمن أفضل ست دول فى العالم لقيام بورصة الأوراق المالية المصرية بإجراء تعديلات على قواعد الشفافية والإفصاح . =

وعادة ما يسند للهيئة العامة للرقابة المالية القيام بالرقابة على الشركات فى مدى التزامها بتطبيق قواعد مبدأ الشفافية والإفصاح من عدمه .

3/2 - دور بورصة الأوراق المالية المصرية فى التنمية الاقتصادية :-

يقوم الجهاز المصرفى بدور إيجابى كبير فى تنشيط بورصة الأوراق المالية المصرية مما ينعكس على رفع مستوى كفاءتها وبالتالي التأثير الإيجابى على التنمية الاقتصادية . ويتم ذلك من خلال أدوار متعددة يقوم بها كل من البنوك التجارية وقطاع التأمين . وينعكس الأداء الإيجابى لبورصة الأوراق المالية المصرية فى زيادة قدرتها على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية ، مما يؤدي إلى زيادة معدلات التنمية الاقتصادية ، وذلك على النحو التالى :-

1/3/2- دور البنوك التجارية فى تنشيط البورصة :-

من الأنشطة الرئيسية للبنوك التجارية قيامها بالإستثمار فى بورصة الأوراق المالية . وتقوم تلك البنوك بهذا النشاط فى صورتين : الأولى : كمستثمر رئيسى تتوافر لديه القدرة على تكوين محفظة مالية وإدارتها والثانية : كوسيط بين المستثمرين .

الصورة الأولى :- دور البنوك التجارية كمستثمر رئيسى ولديه القدرة على تكوين محفظة مالية وإدارتها : تحرص البنوك التجارية على تخصيص جزء من أموالها للإستثمار فى الأوراق المالية لمواجهة عدم كفاية طلبات الإقتراض من ناحية ومواجهة مخاطر السيولة باعتبارها أوراق يمكن تسيلها بسرعة وسهولة من ناحية أخرى. ويستثمر البنك فى الأوراق التجارية من خلال ما يلى:-

= يراجع فى ذلك :-

التقرير السنوى للبورصة المصرية ، 2015 ، ص 13 .

أولاً : تكوين محفظة للإستثمار فى الأوراق المالية وإدارتها :-

تقوم البنوك التجارية بتكوين محافظ للإستثمار فى الأوراق المالية بهدف تحقيق قدر أكبر من المرونة ، بمعنى قيام البنوك بتوجيه جزء من مخصصاتها إلى الإستثمار فى الأوراق المالية وذلك حالة إنخفاض الطلب على القروض وبالتالي إمكانية الإستفادة من عائد هذا الإستثمار . كما يمكن للبنوك أيضاً بيع جزء من الأوراق المالية وذلك عندما يزداد الطلب على القروض فى الظروف الطارئة كالسحب المفاجيء من الودائع . وتختار البنوك التجارية بمحفظتها الإستثمارية تلك الأوراق المالية التى تتميز بثبات العائد وإرتفاع القيمة السوقية وذلك سعياً لحماية مصالح البنك من ناحية ومصالح المودعين من التعرض للمخاطر من ناحية أخرى . ويتم ذلك بالإستعانة بخبرائها لإلتزامهم بقواعد مثل تنويع المحفظة وإنخفاض مستوى المخاطر⁽¹⁰³⁾ .

ثانياً : الشراء الكامل للأوراق المالية المصدرة وإعادة بيعها للجمهور :-

يعمل البنك على دراسة ومراقبة كل من أحوال السوق والأوراق المالية المزمع شرائها . ويقوم البنك بعملية الشراء الكامل للأوراق المالية التى تقوم بإصدارها إما جهة تابعة للحكومة أو شركة خاصة وذلك بهدف إعادة طرحها للإكتتاب للجمهور لحسابه الخاص بسعر أعلى . وقد يقوم بذلك إما منفرداً أو بالإشتراك مع عدة بنوك أخرى ، ويعنى ذلك مشاركتهم معاً فى تحمل أرباح أو مخاطر هذه العملية⁽¹⁰⁴⁾ .

(103) د/ منير إبراهيم هندی ، « إدارة البنوك التجارية - مدخل إتخاذ القرارات » ، المكتب العربى الحديث ، الأسكندرية ، الطبعة الثالثة ، 2002 ، ص 13 .

(104) د/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، « دور البنك فى خدمة الأوراق المالية » ، دار النهضة العربية ، 2003 ، ص 28 .

ثالثاً : تأسيس صناديق الإستثمار :-

تم السماح لكل من البنوك والبورصة والمستثمرين وذلك بموجب القانون رقم 95 لسنة 1992 بتأسيس صناديق الإستثمار مما كان له أثر إيجابى على كل منها⁽¹⁰⁵⁾ فبالنسبة للبنوك : فقد قامت بالحصول على إيرادات مرتفعة ناتجة عن عمليات غير مصرفية تمت خارج الميزانية وأيضاً المساهمة فى الإستثمارات طويلة الأجل من تجميع مدخرات الأفراد مما انعكس إيجاباً على عملية التنمية الاقتصادية .

وبالنسبة للبورصة : فقد أدى ظهور أوراق مالية جديدة فى التداول مثل صكوك ووثائق الإستثمار إلى زيادة الطلب عليها وتحفيز العرض ، مما أدى إلى تنشيط التداول فى بورصة الأوراق المالية بدرجة ملحوظة مما انعكس إيجاباً على عملية التنمية الاقتصادية . أما المستثمرون فقد نجحوا فى جذب محدودى الدخل وصغار المدخرين قليلى الخبرة فى التعامل فى بورصة الأوراق المالية لما تتميز به تلك الصناديق من الإبتعاد عن المخاطرة والتنوع .

وبالنسبة للصورة الثانية لدور البنوك التجارية كوسيط فى البورصة : فقد ترتب على الإنخفاض فى معدل النمو والركود الإقتصادى زيادة إتجاه البنوك لعمل دور الوساطة فى مجال الخدمات المالية وإدارة المخاطر لزيادة أرباحها . وتقوم البنوك التجارية بدور الوسيط المالى فى بورصة الأوراق المالية حيث تقدم العديد من الخدمات مثل :-

1- ودائع الصكوك :-

نظم القانون التجارى المصرى ما يطلق عليه « ودائع الصكوك » . وبمقتضاها يلتزم البنك بإستلام الأوراق المالية لعملائه لإيداعها لديه والحفاظ

⁽¹⁰⁵⁾ عبد المطلب عبد الحميد ، « مبادئ وسياسات الإستثمار » ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2010 ، ص 24 .

عليها من السرقة أو الضياع أو التلف ، والحفاظ على الحقوق المترتبة عليها وذلك خلال فترة زمنية معينة متفق عليها بين البنك والعميل على أن يتم ذلك مقابل أجر مستحق متفق عليه .

2- تمويل الإستثمار فى الأوراق المالية :-

تقوم البنوك بدور مهم فى التمويل اللازم للإستثمار فى الأوراق المالية وذلك فى صورتين : الأولى : وهى شراء كل الأسهم خاصة المطروحة فى برنامج الخصخصة ، مما يودى إلى خلق قوة شرائية لإستيعاب الطلب المتزايد وهذا يساعد على زيادة تنشيط بورصة الأوراق المالية . أما الصورة الثانية : فهى شراء جزء من الأسهم خاصة المطروحة فى برنامج الخصخصة على أن يتم إضافتها إلى محفظتها الإستثمارية والتعامل معها وفقاً لسياساتها الإستثمارية ، مما يودى إلى دعم برنامج الخصخصة من ناحية وتحقيق أرباح للبنك من ناحية أخرى⁽¹⁰⁶⁾ .

3- تسويق وترويج الإكتتاب :-

تتوافر لدى البنوك كوادر وكفاءات متخصصة مما يساعد على تخفيض تكاليف ترويج وتسويق الأوراق المالية للشركات . وغالباً ما تلجأ الشركات إلى البنوك لترويج أوراقها المالية للإكتتاب مقابل عمولة متفق عليها مما يودى إلى تغطية الإكتتاب بسرعة . وللبنوك وسائل عديدة لتسويق وترويج الإكتتاب فى الأوراق المالية للشركات أولها : إستخدام وسائل الإعلام المختلفة للإعلان عن المعلومات والبيانات اللازمة للمستثمرين ، وثانيها : إعداد مطبوعات لتوضيح مزايا الإكتتاب والمركز المالى للشركة المصدرة . ويسعى البنك لتسويق وترويج الإكتتاب ملتزماً بأحكام كل من قانون بورصة الأوراق المالية وقرارات الهيئة العامة للرقابة المالية . وعادة لا يُقبل البنك على ترويج وتسويق الإكتتاب إلا للشركات القوية

⁽¹⁰⁶⁾ د/ منى قاسم ، « دليل الإستثمار فى البورصة المصرية والبورصات العربية » ، الدار المصرية اللبنانية ، 2007 ، ص 14 .

اقتصادياً حفاظاً على سمعته وإسمه التجارى بين عملائه .

4- تلقى الإكتتاب وإصدار شهادته :-

يتقاضى البنك ما يطلق عليه « عمولة إكتتاب » أو « عمولة شباك » وهى مقابل عدة خدمات يقدمها البنك للشركات مثل : يقبى أموال الإكتتاب حيث أنه لا يجوز للشركة طبقاً للقانون⁽¹⁰⁷⁾ أن تحتفظ بمبالغ الإكتتاب لديها وذلك عندما تقوم بطرح أسهمها للإكتتاب العام بل يجب عليها إيداعها أحد البنوك ، إصدار شهادات الإيداع موضحاً بها اسم الشركة وقيمة السهم وتاريخ الإكتتاب واسم المكتتب إعداد بيان ويتضمن هذا البيانات أسماء المكتتبين وجنسياتهم وقيمة المبالغ المدفوعة ومحال إقاماتهم . ويقدم هذا البيان للهيئة العامة للرقابة المالية خلال الخمسة عشر يوماً التالية لعلق باب الإكتتاب .

5- تغطية الإكتتاب :-

يشترط لصحة الإكتتاب أن تتم التغطية الكاملة للأسهم المطروحة فى المدة المقررة للإكتتاب . وتفشل الشركة إذا لم تنجح فى تغطية الأسهم بأكملها فى تلك المدة . ويترتب على ذلك قيام البنك أولاً برد كل من المبالغ التى دفعها المكتتبين بالإضافة إلى مصاريف الإصدار ، ثم ثانياً إبلاغ الهيئة العامة للرقابة المالية خلال أسبوع من إنتهاء المدة المقررة للإكتتاب⁽¹⁰⁸⁾ . ويمثل ما سبق تهديد للشركة ولتجنب ذلك فقد سمح القانون للبنك - المرخص له - بتلقى الإكتتاب أن يقوم بالتغطية الكلية أو الجزئية للأسهم التى لم يتم تغطيتها ، وبالتالي يقوم البنك بإعادة طرح الأسهم المكتتب فيها من الجمهور دون الإلتزام بالإجراءات المحددة لتداول الأسهم فى قانون الشركات . وعادة ما يتم ذلك فى إطار إتفاق بين البنك والشركة

⁽¹⁰⁷⁾ المادة رقم (20) من قانون الشركات رقم (159) لسنة 1981 وتعديلاته .

⁽¹⁰⁸⁾ د/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، « دور البنك فى خدمة الأوراق المالية » ، مرجع سابق ، ص 27 .

لضمان تغطية الإكتتاب فى الأسهم بالكامل . وقيام البنك بهذا الدور يحمله جزءاً من المخاطر المالية وفى مقابل ذلك يحصل البنك على كل من عمولة الإكتتاب وعمولة الضمان .

2/3-2 دور قطاع التأمين فى تنشيط البورصة :-

تعتبر صناعة التأمين أحد مكونات القطاع المالى الهامة فى مصر لما تقدمه من خدمات تأمينية مختلفة ، فضلاً عما تستثمر من أموال فى مختلف المجالات الإستثمارية . ومن أهم تلك المجالات هو الإستثمار فى محافظ الأوراق المالية والذى يسهم بشكل إيجابى فى تنشيط البورصة . ويتضح ذلك فى مرحلة تكوين محفظة الأوراق المالية ومرحلة تقييم عوائد الإستثمار على النحو التالى :-

أولاً : مرحلة تكوين محفظة الأوراق المالية لقطاع التأمين :-

تخضع المحفظة الإستثمارية لقطاع التأمين لمجموعة من المبادئ والضوابط لا تختلف عن المبادئ العامة فى تكوين المحافظ المالية بشكل عام ، كما يتشابه أيضاً قطاع التأمين فيما يتعرض له من مصادر وأنواع المخاطر مع تلك التى قد تتعرض لها المحافظ الإستثمارية بشكل عام . ويعمل القطاع التأمينى على التأمين ضد المخاطر التى قد تتعرض لها كل من المنشآت أو الأفراد سواء فى النفس أو الممتلكات . ويترتب على ذلك تجميع كميات كبيرة من الأموال والمدخرات من كل من المساهمين وحملة الوثائق . ثم يقوم القطاع التأمينى بإستثمار تلك الأموال المتجمعة لديه فى مجالات إستثمارية متنوعة بهدف تنمية تلك الأموال وتحقيق عوائد مجزية تضمن حصول كل من المساهمين وحملة الوثائق على حقوقهم . ويستثمر القطاع التأمينى فى عدة مجالات يمكن ترتيبها تنازلياً لتبدأ من الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية يليه الإستثمار فى الودائع المصرفية يليه الإستثمار العقارى . ومما يؤكد الأهمية النسبية لإستثمار قطاع التأمين فى بورصة الأوراق المالية مقارنة بمجالات الإستثمار السابقة أن تراوحت نسبة إستثمار قطاع التأمين

فى البورصة المصرية ما بين 49% و80% خلال الفترة (1997 - 2002) (109) .
ثانياً : مرحلة تقييم عوائد الإستثمار فى قطاع التأمين :-

تقوم الهيئة المصرية للرقابة على التأمين بالإشراف والرقابة على قطاع التأمين لما لديه من قدرة كبيرة على جمع المدخرات وتوجيهها للإستثمار فى عدة مجالات مثل الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية والودائع المصرفية والإستثمار العقارى . وقد بلغت الإستثمارات الإجمالية لقطاع التأمين 7.2 مليار جنيه فى عام 1995 وارتفعت إلى 13.5 مليار جنيه فى عام 2002 بمعدل زيادة مقدارها 88.4% . ثم واصلت قيمة استثمارات قطاع التأمين فى الإرتفاع لتصل إلى 48 مليار جنيه فى عام 2014 (110) . وبالرغم من إرتفاع حجم الإستثمارات فى بورصة الأوراق المالية إلا أن العائد المتحقق من هذه الإستثمارات كان ضئيلاً للغاية لا يتجاوز 10% فى السنوات الأخيرة ، مما يدل على أن استثمارات القطاع التأمينى فى الأوراق المالية فى البورصة تحتاج إلى تطوير حقيقى لعدم تحقيقها العائد المتوقع منها مما يتطلب ضرورة تفعيل دور القطاع التأمينى فى بورصة الأوراق المالية المصرية .

3/3/2 - مؤشرات تطورات أداء البورصة المصرية :

لتوضيح الدور التنموى الذى تقوم به بورصة الأوراق المالية المصرية سوف نتناول مؤشرات تطور أداء البورصة سواء من حيث حجم السوق أو من حيث سيولة السوق ، فضلاً عن المؤشرات الحديثة للبورصة المصرية .

أولاً - مؤشرات حجم السوق :

يتم قياس حجم السوق من خلال المؤشرات التالية :

(109) الهيئة المصرية للرقابة على التأمين ، الكتب الإحصائية السنوية ، أعداد مختلفة .

(110) الهيئة المصرية للرقابة على التأمين ، الكتب الإحصائية السنوية ، أعداد مختلفة .

أ- مؤشر معدل رأس المال السوقى للنواتج المحلى الإجمالى :-

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية المصرية ، على تعبئة المدخرات للإستثمار ، مما يعكس آثار إيجابية على النشاط الإقتصادى داخل البورصة . ويقاس هذا المؤشر بنسبة رأس المال السوقى للشركات المقيدة فى البورصة إلى الناتج المحلى الإجمالى . ويوضح بيانات الجدول رقم (1) تطور هذا المؤشر . على النحو التالى:-

جدول رقم (1)

مؤشر معدل رأس المال السوقى للنواتج المحلى الإجمالى

(القيمة بالمليون جنيه)

السنوات	رأس المال السوقى	الناتج المحلى الإجمالى بسعر السوق الجارى	معدل رأس المال السوقى للناتج المحلى الإجمالى %
2013	321679	1.8604	17.3%
2014	477641	2.13	22.42%
2015	485175	2.4439	19.85%
2016	382541	2.7094	14.12%
2017	687419	3.470	19.81%
2018	751582	4.4374	16.94%

- تم حساب بيانات عام 2018 فى شهر أكتوبر .

المصدر :- تقرير البنك المركزى 2018/2017 .

يوضح جدول (1) أن رأس المال السوقى للشركات المقيدة فى البورصة المصرية يسهم فى تحقيق الناتج القومى الإجمالى بنسبة 17.3% عام 2013 . وارتفعت المساهمة لتصل إلى أقصاها 22.42% عام 2014 . ويعكس ذلك زيادة قدرة سوق الأوراق المالية فى مصر على تعبئة المدخرات للإستثمار بواسطة الشركات المقيدة فى البورصة . ثم إنخفض هذا المعدل إلى 19.85% فى عام 2015 . وتحقق أدنى معدل 14.12% عام 2016 . إلى أن وصل هذا المعدل إلى

16.94% عام 2018 .

ب- مؤشر معدل رأس المال السوقي وقيمة التداول حسب القطاعات :

وبقراءة الجدول رقم (2) الخاص بمتابعة التوزيع القطاعى لرأس المال السوقي يتضح أن كل من قطاع البنوك وقطاع الرعاية الصحية والأدوية أكثر القطاعات جذاباً للإستثمار . فنجد أن قطاع البنوك استأثر بنسبة تتراوح بين 15.8% و28.7% من رأس المال السوقي خلال الفترة (2013 - 2018) . واستأثر قطاع الرعاية الصحية والأدوية بنسبة تتراوح بين 15.8% و20.6% من رأس المال السوقي خلال نفس الفترة السابقة .

ويحتل قطاع السياحة والترفيه ، المرتبة الأخيرة حيث تتراوح بين 1.1% و2.4% من رأس المال السوقي خلال الفترة .

جدول رقم (2)

رأسمال السوقى وقيمة التداول للقطاعات

(القيمة بالمليون جنيه)

%	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%	2014	%	2013	
100	23.123.7	100	21.541.9	100	12.413.5	100	14.964.9	100	14.418.2	100	8.971.8	الإجمالى
27	6229.9	28.7	6183.5	28.9	3263.2	24.9	3727.1	16.6	2397.4	15.8	1421.4	البنوك
4	921.8	4	864.8	2.6	325.1	2.6	391.4	5.3	766.8	4.1	368.7	الموارد الأساسية
7.2	1676.3	5.6	1201.2	5.1	628.7	4.5	668.5	6.3	908.0	7.2	649.1	الكيمويات
4	923.1	6.8	1466.7	7.8	1041.5	10.3	1537.6	14.6	2105.6	14.6	1305.8	التشييد ومواد البناء
3.2	729.0	3	649.0	2.9	352.2	3.2	474.1	4.5	643.4	3.2	288.5	الخدمات المالية (باستثناء البنوك)
6	1382.1	6.6	1417.0	9	1106.5	8.5	1273.8	9.7	1401.9	11.5	1032.6	الأغذية والمشروبات
19.1	4412.5	18.1	3901.1	20.6	2562.5	18.7	2796.3	12	1723.4	15.8	1420.2	الرعاية الصحية والأدوية
11.4	2632.8	7.5	1618.5	7.6	945.6	8.2	1221.7	9	1297.2	8.9	797.0	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
8.2	1896.8	8.7	1884.5	5.1	629.1	5.8	868.7	5.6	800.6	4.7	423.4	المنتجات المنزلية والشخصية
6.8	1564.6	8	1721.5	8.5	1052.07	9.6	1440.5	9.8	1406.1	7.3	653.3	العقارات
1.5	347.7	3	634.1	3	369.6	2.4	359.3	4.3	621.9	5	444.9	الاتصالات
1.8	407.1	1.1	235.5	1.1	136.8	1.4	205.9	2.4	345.9	1.9	166.9	السياحة والترفيه

- تم حساب بيانات عام 2018 فى شهر أكتوبر .

المصدر :- تقرير البنك المركزى 2018/2017 .

وتلاحظ أنه خلال الفترة (2013 - 2018) أن فرص التنويع فى تكوين محفظة الأوراق المالية فى البورصة المصرية تتركز فى قطاع البنوك ، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية ، ثم يليه باقى القطاعات حيث تختلف درجة تركيز الإستثمار من قطاع لآخر . فمثلاً نجد قطاع التشييد ومواد البناء كانت نسبة تركيز رأس المال السوقي 14.6% عام 2013 ثم أخذت هذه النسبة فى الانخفاض المتتالى من 14.6% ثم إلى 10.3% ثم إلى 7.8% ثم إلى 6.8% إلى أن وصلت إلى 4% عام 2018 . وأيضاً قطاع الإتصالات حيث حققت نسبة تركيز رأس المال السوقي 5% عام 2013 ثم أخذت فى الانخفاض المتتالى إلى أن وصلت إلى 1.5% عام 2018 . ويجب العمل على محاولة التوازن فى توزيع نسبة تركيز رأس المال السوقي على كافة القطاعات خاصة التى تساهم فى زيادة الدخل القومى ، وبالتالى إرتفاع معدل التنمية الإقتصادية .

ج - مؤشر عدد الشركات المقيدة بالبورصة :

تهدف السياسة الإقتصادية المصرية إلى زيادة إتساع السوق ، وإرتفاع حجم الإستثمارات فى الدولة ، ويتحقق هذا الهدف عن طريق إرتفاع عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية . وبقراءة الجدول رقم (3) والذى يوضح حركة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية يتضح الزيادة التدريجية فى الشركات المقيدة بمقدار 3 شركات ثم 8 شركات ثم شركة واحدة وذلك أعوام 2013 ، 2014 ، 2015 على التوالى ثم إستقر عدد تلك الشركات ليصل إلى 222 شركة من عام 2016 حتى عام 2018 .

- وبالنسبة لعدد الأسهم المقيدة فقد زادت بنسبة 84% من عام 2013 حتى عام 2018 . كما يلاحظ أيضاً الإرتفاع النسبى لرأس المال السوقي للأسهم خلال الأعوام 2013 ، 2014 ، 2015 ، ثم وصل إلى أقل قيمة له (382541 مليون جنيه) فى عام 2016 ثم وصل إلى أكثر من الضعف فى عام (2017) .

جدول رقم (3)

مؤشر عدد الشركات المقيدة فى البورصة المصرية

2018	2017	2016	2015	2014	2013	البيان
222	222	222	221	213	210	عدد الشركات المقيدة (بالوحدة)
73830	64110	61773	53304	43800	40147	عدد الأسهم المقيدة (بالوحدة)
751582	887419	382541	485175	477641	321679	رأس المال السوقى للأسهم (مليون جنيه)
732839	717387	756722	602401	446907	328030	قيمة سندات مقيدة (مليون جنيه)
26807	19804	13863	12631	41657	10859	إجمالى قيمة الأوراق المالية المتداولة (مليون جنيه)

المصدر :- تقرير البنك المركزى 2018/2017 .

بمعدل زيادة يصل إلى 132% ثم إنخفض بمعدل 15% عام 2018 ليصل إلى 73830 مليون جنيه .

- أما قيمة السندات المقيدة فإتجهت إلى الزيادة من عام 2013 لتصل إلى أقصاها عام 2016 لتحقيق (756722 مليون جنيه) ثم أخذت فى الانخفاض بنسبة 5.2% لتصل إلى 717387 مليون جنيه عام 2017 ، ثم إتجهت للزيادة عام 2018 بنسبة 2.2% لتصل إلى 732839 مليون جنيه .

- أما بالنسبة لإجمالى قيمة الأوراق المالية المتداولة ، فقد وصلت إلى أقصاه عام 2014 بمعدل زيادة مقداره 284% مقارنة بعام 2013 ، ثم إنخفضت بمعدل 230% لتصل إلى 12631 مليون جنيه عام 2015 ، ثم إتجهت للزيادة التدريجية بدأً من عام 2016 إلى أن وصلت إلى 26807 مليون جنيه عام 2018 .

ثانياً - مؤشرات سيولة السوق :

يحدد مؤشر سيولة السوق حركة شراء وبيع الورقة المالية بسهولة وسرعة دون تغير كبير فى قيمتها السوقية . ويشترط لزيادة سيولة الورقة المالية عدة شروط :-
 أولها تحقيق عمق السوق : بمعنى إستمرار أوامر التداول على الورقة المالية وثانيها : إتساع السوق : بمعنى ضرورة توافر عدد كبير من أوامر الشراء والبيع للورقة المالية ، وأخيراً : سرعة إستجابة السوق : بمعنى قدرته على مواجهة أى خلل يحدث بين عرض وطلب الأوراق المالية .

جدول رقم (4)

معدل دوران الأسهم

البيان	2013	2014	2015	2016	2017	2018
إجمالى عدد الأسهم المتداولة	14905	30372	8920	9123	16043	11380
إجمالى عدد الأسهم المقيدة	40147	43800	53304	61773	64110	73830
معدل دوران الأسهم %	37.1	69.3	16.7	14.8	25	15.4

المصدر :- تقرير البنك المركزى 2018/2017 .

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{إجمالى عدد الأسهم المتداولة}}{\text{إجمالى عدد الأسهم المقيدة}} \times 100$$

يوضح الجدول (4) معدل دوران الأسهم والذي يعكس إتجاه السيولة فى البورصة المصرية ، حيث سجل هذا المعدل 37.1 فى عام 2013 ، ثم إرتفع إلى ما يقرب من الضعف 69.30% عام 2014 . ويعنى ذلك إرتفاع معدل السيولة إلى أقصى معدل ثم إنخفاض بمقدار ثلاثة أضعاف تقريباً ليصل إلى 16.7% عام 2015 ثم 14.8% عام 2016 ثم إرتفع إلى 25% عام 2017 ثم إنخفاض إلى 15.4% عام 2018 .

ثالثاً - المؤشرات الحديثة للبورصة المصرية :-

وبقراءة الجدول (5) يلاحظ تذبذب جميع المؤشرات بين الإنخفاض والإرتفاع من عام 2013 حتى عام 2016 ثم بدأت فى التحسن فى عامى 2017 و2018 . ما عدا مؤشر النيل الذى تميز بالإنخفاض المتتالى بداية من عام 2013 حيث سجل 839.2 إلى أن وصل الإنخفاض إلى أدناه فى عام 2018 حيث سجل 471.2 بإنخفاض مقداره 78.1% .

- وبالنسبة لمضاعف الربحية للشركات الأكثر نشاطاً فقد تميز بالتذبذب بين الإرتفاع والإنخفاض حيث حقق أقصى معدل له 22.33% فى عام 2015 وأقل معدل له 10.83% عام 2018 .

جدول رقم (5)

المؤشرات الحديثة للبورصة المصرية

المؤشرات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EG × 20	5210.7	9869.7	8543.6	6977.4	12326.0	12744.6
EG × 30	4752.2	8162.2	8371.5	6942.5	13395.8	13250.3
EG × 50	-	1853.4	1430.1	1259.9	2076.3	2105.8
EG × 70	360.2	591.1	444.7	351.0	649.4	695.4
EG × 100	643.0	1034.3	941.8	743.7	1509.2	1739.1
النيل	839.2	763.8	657.2	631.6	510.1	471.2
* مضاعف الربحية للشركات الأكثر نشاطاً	10.99	15.35	22.33	11.31	14.48	10.83

• مضاعف الربحية = السعر / العائد

المصدر :- تقرير البنك المركزى 2018/2017 .

قائمة المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية :

- د. أحمد على خضر ، « حوكمة الشركات » ، دار الفكر الجامعى ،
الأسكندرية ، 2012 .
- د. إيهاب الدسوقى ، « إقتصاديات كفاءة البورصة » ، دار النهضة العربية ،
بدون سنة نشر .
- _____ ، « قياس الشفافية والإفصاح فى البورصة المصرية » ،
المركز المصرى للدراسات الإقتصادية ، ورقة عمل رقم 175 نوفمبر 2013 .
- _____ ، « كفاءة البورصة - المفاهيم الأساسية للإستثمار
والبورصة » ، دار النهضة العربية ، 2006 .
- د. حسنى على خربوش وآخرين ، « الإستثمارات العربية فى الخارج المحددات
والحلول » ، مجلة بحوث إقتصادية عربية ، العدد التاسع عشر ، 2000 .
- د. حمدى عبد العظيم ، « التعامل فى أسواق العملات الدولية » ، من
إصدارات المعهد العالمى للفكر الإسلامى ، 1996 .
- د. خالد شعراوى ، « الإطار القانونى للتداول فى البورصة » ، دار الجامعة
الجديدة ، الاسكندرية ، 2014 .
- د. ديماء وليد حنا الرضى ، « الأسواق المالية تركيبتها ، كفاءتها ، سيولتها ،
التجربة العربية » ، إصدارات جامعة الدول العربية كالمنظمة العربية للتنمية
الإدارية ، 2015 .

- د. رشاد عبده ، « نظرية كفاءة الأسواق المالية بين التأييد والمعارضة ودراسة تطبيقية لواقع البورصة المصرية فى عام 2011 » ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن ، المجلد (19) العددين 3 ، 4 ، ديسمبر 2011 .
- د. زياد رمضان ، د/ مروان شموط ، « الأسواق المالية » ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، الطبعة الثانية ، 2010 .
- د. سمير عبد الحميد رضوان ، « المشتقات المالية ودورها فى إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية فى صناعة أدواتها - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية » ، دار النشر للجامعات ، 2005 .
- د. سهير معتوق ، « إقتصاديات النقود والبنوك » ، جهاز نشر وتوزيع الكتاب الجامعى ، 2008 .
- د. السيد أحمد عبد الخالق ، « مدخل إلى دراسة النظرية النقدية » ، جهاز توزيع الكتاب الجامعى ، جامعة المنصورة ، 2003 .
- د. سيد عيسى ، « تطوير سوق التمويل فى مصر ، مؤتمر الإقتصاديين الثالث عشر ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، 1988 .
- شيرين مصطفى صبحى بشير ، « الإستثمار الأجنبى فى الأوراق المالية - المحددات وأهم الإنعكاسات على الدول المتلقية » ، رسالة ماجستير ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 2003 - 2004 .
- د. صفوت عبد السلام عوض الله ، « الإصلاح الإقتصادى وأثره على مناخ الإستثمار » ، دار النهضة العربية ، 2007 .

- _____ ، « الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال » ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ، جامعة الإمارات العربية ، 2007 .
- د. صلاح زين الدين ، « دور مبادئ حوكمة الشركات فى رفع كفاءة البورصة المصرية » ، بحث مقدم للمؤتمر العلمى الأول بعنوان « حوكمة الشركات ودورها فى الإصلاح الإقتصادى » ، كلية الإقتصاد ، جامعة دمشق ، أكتوبر 2008 .
- د. طارق عبد العال حماد ، « حوكمة الشركات والأزمة العالمية » ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، 2009 .
- _____ ، « دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية » ، الدار الجامعية ، 2005 .
- د. طارق مصطفى شهاوى ، « إستخدام المشتقات فى التحوط ضد مخاطر الإستثمار - دراسة على سوق الأوراق المالية المصرى » ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية ، 2009 .
- د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، « دور البنك فى خدمة الأوراق المالية» ، دار النهضة العربية ، 2003 .
- د. عاطف وليم أندراوس ، « أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادى والتحرير المالى ومتطلبات تطويرها » ، دار الفكر الجامعى ، 2008 .
- د. عبد المطلب عبد الحميد ، « مبادئ وسياسات الإستثمار » ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2010 .

- د. عصام أحمد البهجى ، « الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية فى التشريعات العربية » ، دار الجامعة الجديد للنشر ، 2009 .
- د. عصام الدين أحمد أباطة ، « العولمة المصرفية » ، دار النهضة العربية ، القاهرة 2010 .
- علا محمود أنور ، « أثر التنويع الدولى على أداء محفظة الأوراق المالية للمستثمر المصرى » ، رسالة ماجستير ، بكلية التجارة ، جامعة الاسكندرية ، 2009 .
- د. على لطفى ، « الإستثمارات العربية ومستقبل التعاون الإقتصادى العربى » ، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، جامعة الدول العربية ، القاهرة ، 2009 .
- د. غازى فلاح ، « إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة » ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2014 .
- فارس محمد العجمى ، « رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار » ، دار النهضة العربية ، 2012 .
- د. فخرى الدين الفقى ، « أنواع صناديق الإستثمار وأنماط إدارتها ، دليلك للإستثمار فى صناديق الإستثمار » ، وكالة الأنباء الكويتية ، كونا ، القسم الإقتصادى ، 1996 .
- كمال طلحة متولى سلامة ، « صناديق الإستثمار فى الميزان » ، بدون ناشر ، 2011 .
- د. ماجدة شلبى ، « تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية فى ظل التحديات الدولية » ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد 492 أكتوبر ، 2008 .

- د. محمد إبراهيم موسى ، « حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية » ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2010 .
- د. محمد أحمد سلام ، « حوكمة الشركات ودورها فى جذب الإستثمارات الأجنبية وتحقيق التنمية المستدامة » ، دار النهضة العربية ، 2014 .
- د. محمد مطر ، « إدارة الإستثمار – الإطار النظرى – والتطبيقات العملية » ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة السابعة ، 2015 .
- د. مصطفى السعيد ، « الإقتصاد المصرى وتحديات الأوضاع الراهنة » ، دار الشروق ، القاهرة ، 2003 .
- د. منى قاسم ، « دليل الإستثمار فى البورصة المصرية والبورصات العربية » ، الدار المصرية اللبنانية ، 2007 .
- _____ ، « صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين » ، الدار المصرية اللبنانية ، الطبعة الأولى ، 2000 .
- د. منير إبراهيم الهندى ، « أدوات الإستثمار فى أسواق رأس المال – الأوراق المالية وصناديق الإستثمار » ، المكتب العربى الحديث ، 2008 .
- _____ ، « إدارة البنوك التجارية – مدخل إتخاذ القرارات » ، المكتب العربى الحديث ، الإسكندرية ، الطبعة الثالثة ، 2002 .
- _____ ، « الأوراق المالية وأسواق المال » ، المكتب العربى الحديث ، القاهرة ، 2009 .
- _____ ، « الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات » ، الجزء الثانى ، المكتب المصرى الحديث ، 2009 .

- د. منير إبراهيم همدى ، « صناديق الإستثمار فى خدمة كبار وصغار المدخرين » ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999 .
- د. نصر على طاحون ، « شركة إدارة محافظ الأوراق المالية » ، دار النهضة العربية ، 2003 .
- د. هالة حلمى السعيد ، « الأسواق المالية الناشئة ودورها فى التنمية الإقتصادية فى ظل العولمة » سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى ، 1999 ، العدد (58) سبتمبر .
- د. هالة حلمى السعيد ، « دراسة تحليلية لأثر المتغيرات المحلية على أداء سوق الأوراق المالية » ، الجمعية المصرية للاقتصاد والإحصاء والتشريع ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد 455 - 456 يوليو - أكتوبر ، 1999
- هانس بيتر مارتن ومارولد شومان ، « فخ العولمة » ترجمة د/ عدنان عباس على ، مراجعة د/ رمزى زكى ، سلسلة عالم المعرفة ، رقم 238 ، أكتوبر 1998 .
- هبة محمود الطنطاوى الباز ، « التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفى وإستراتيجية عمل البنوك فى مواجهتها مع إشارة خاصة إلى مصر » ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2013 .
- د. هشام السعدنى ، « عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية إقتصادية مقارنة » ، دار الفكر الجامعى الاسكندرية ، 2011 .
- د. ونيس فرج عبد العال ، « اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية » ، مركز تسويق الكتاب الجامعى ، 2006 .

ثانياً : المراجع باللغة الأجنبية :

- **Andreas Billmeier and Isabella Massa** , « Go Long or Short in Pyramids? News From the Egyptian Stock Market Cairo and Alexandria Stock Exchanges», occasional Papars, No. 2 . January , 2008.
- **Augusto de la Torre** , Juan Carlos and Sergio L. Schmukler, «Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains From Reforms ? » , World Bank Policy Research , Working paper No. 4184 , April 2007.
- **Aviral Kumar Tiwari**, «Taxation , Economic Growth & Political Stability», Society, Policy, Institutions & Governance , springer, 2013.
- **B I S**, Issues of Measurement Related to Markt Size and Macro Prudential Ricks in Derivatives Markets – Basle , Feb . 1995.
- **Benson . J, Durham** , « Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth » , European Economic Review , No. 48 , 2004.
- **Brasoveanu, Laura obreja**, «The Impact of Defense Expenditure on Economic Growth», Romanian Journal OE Economic Forecasting, Vol. 13, No. 4, 2012.
- **Capital Market** Development in North African Development Bank , Econonic Brief , 2012 .
- **Cary Smaith**, «Mony and Banking Finanicial Markats and Institutions » , 2007 .
- **Corson Hutchins**, «The Electronic Dimension to Money Laundering the Investigators perspective», Journal of Money Laundering Control , Vol. 3 , 2000.
- **Donald E. Fisber Ronald J. Jordan** , « Security Analysis and Port Folio Management » , Prentice – Hall , (4 Thed). N. Y., 1987 .

- **Durham Benson**, «Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth», European Economic Review, 48, 2004 .
- **Francis (J.C)**, « The Hand Book of Equity Derivatives », Published by Irwin, Megrow-hill, Professional Publishers , Printed in U. S. A, 1994 .
- **French. D.** «Security and Portfolio Analysis-Concepts and Management », OH , Merrill p u b., 1989 .
- **Goldberg PK and Pavenik N.**, «Distributional Effects of Globalization in Developing Countries», Journal of Economic Literature, 2007 .
- **John Loizides & George Vam Voukas** , « Government Expenditure and Economic Growth : Evidence From Trivariate Casuality Testing » , Journal of Applied Economics , Vol, VIII, No. 1, May 2005 .
- **Reena Aggarwal** , « Stock Market Development Role of Securities Firms and New Products » , Cairo 8 Alexandria Stock Exchanges . February , 1999
- **Robert E Whaley** , « Dervative , Risk Management , and Valuation » , John wiley . and Sonss , New Jersey , 2006 .
- **Ross Levine and Sara Zervos**, «Stock Markets, Banks, and Economic Growth», The American Economic Review, Jane, 1998.
- **Shahira Abdel Shahid**, « Corporate Governace is Becoming a Global Pursuit : What Could be done in Egypt ? Cairo and Alexandria Stock Exchanges » , Working paper Series , September , 2001 .
- **Shahira Abdel Shahid**, « Corporate Governace is becoming a global pursuit : What Could be done in Egypt ? Cairo & Alexandria Stock Exchanges » , Working paper Series , September , 2001 .
- **Tobias J. Moskowitz , Yao Hua Ooi, Lasse Heje Pedersen**, «Time Series Momentum», Journal of Financial Economics No. 104 , 2012.