

## البورصة المصرية بين التحديات والطموحات

معهد التخطيط القومي : ٢٥-٢٦ فبراير

عرض : امانى محمد عبد الوهاب\*

ركزت الحكومة المصرية على اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح مسار الاقتصاد القومي ، وذلك عن طريق تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادى، وكان ضمن سياسات الإصلاح الاهتمام بسوق المال وخاصة سوق الأوراق المالية . و تأتى أهمية انعقاد المؤتمر بعد أن توالى الأزمات ، التى تعرضت لها البورصات العربية وانتقلت أثارها للبورصة المصرية، ويلقى المؤتمر الضوء حول أهم التحديات التى تواجه البورصة المصرية، وخاصة مع غياب صانع السوق ، أو لعدم توافر آليات ملائمة تعالج الاختلالات الهيكلية فى سوق الأوراق المالية ، مع وضع تصورات ورؤى لكيفية دعم البورصة المصرية وسبل وسياسات تحقيق ذلك ، وحول هذا الموضوع وبالتعاون مع العديد من الجهات تم عقد مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والطموحات بمعهد التخطيط القومي : ٢٥-٢٦ فبراير ٢٠٠٧ ، وقد تضمن المؤتمر ست جلسات.

وقد تناولت الجلسات موضوعات مختلفة لمحاولة فهم وضع سوق الأوراق المالية المصرى، وتحديد آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الاستثمار .

(١) بدأت الجلسة الأولى بعرض ثلاث أوراق قدم الأولى منها د. ايهاب ابراهيم الدسوقي حسن "حول أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية " وذلك لمناقشة العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية ، حيث تعتبر السياسة النقدية أحد أهم السياسات الاقتصادية الكلية التى تؤثر فى النشاط الاقتصادى بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة . ويعتمد البحث فى دراسة العلاقة بين السياسة النقدية و أسواق الأوراق المالية على دراسة الأدبيات الاقتصادية سواء على المستوى النظرى أو التطبيقي . وتمثلت أهداف البحث فى الآتى :

١. امانى محمد عبد الوهاب - باحث مساعد بمركز دراسات الاستثمار وتخطيط وإدارة المشروعات - معهد التخطيط القومي.

• دراسة العلاقة بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية .

• دراسة تأثير السياسة النقدية على البورصة فى الاقتصاد المصرى .

وأوضح البحث أن السياسة النقدية تؤثر على نشاط البورصة من خلال عدة قنوات يطلق عليها قنوات انتقال السياسة النقدية، ومنها قناة أسعار الأصول، أو قناة الثروة، وقناة الاستهلاك والاستثمار وقناة الائتمان، وقناة معدل الصرف، وقناة التوقعات والمعلومات.

وقام الباحث باستخدام نموذج قياس لدراسة درجة الارتباط والانحدار بين التغير فى المعروض النقدى وسعر الفائدة من ناحية كمتغيرين مستقلين يعبران عن السياسة النقدية، ومن ناحية أخرى تم اختيار المؤشر العام للبورصة، وقيمة التداول فى البورصة، كمتغيرين تابعين يعبران عن نشاط البورصة خلال الفترة ١٩٩٨-٢٠٠٦

وتوصلت الدراسة الى وجود تأثير كبير لتغير المعروض النقدى على المؤشر العام للبورصة، مما يؤكد أن اتجاه السياسة النقدية نحو زيادة المعروض النقدي، يمكن أن يؤدي الى انتعاش البورصة المصرية، طالما توفرت الظروف الأخرى المؤثرة ايجابيا على نشاط البورصة.

وبناء على نتائج البحث تم طرح التوصية التالية : ضرورة الاتجاه إلى اتباع سياسة نقدية توسعية من خلال زيادة المعروض النقدي إلى الحد الذى لا يؤدي إلى التضخم، وكذلك خفض سعر الفائدة من أجل زيادة الاستثمار العيني والمالى فى البورصة المصرية.

أما الورقة الثانية فكانت بعنوان "تحريم الحساب الرأسمالى والبورصة المصرية"، وقدمها دكتور طارق نوير حيث أشار فى البداية الى قضية تحرير الحساب الرأسمالى، بمعنى تحرير كافة مكوناته من القيود، والسماح بحرية دخول وخروج رؤوس الأموال، مما يؤدي إلى تخصيص عالم كفاء لرأس المال وتوفير فرص أفضل للربحية، ومن ثم يؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادى والرفاهة. بينما يرى البعض الآخر أن عدم تماثل المعلومات فى الأسواق الناشئة، وخاصة فى ظل وجود تشوهات محلية، لن يؤدي بالضرورة الى تخصيص الأمثل للموارد المالية. كما يدل الواقع العملى أن هذا الأجراء قد ساهم فى إحداث هزات وأزمات مالية عنيفة ضربت بالعديد من الاقتصادات.

وركزت هذه الدراسة على هذه القضية ، من خلال تحليل مدى تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ الى عام ٢٠٠٦ ، وهدفت الدراسة الى التعرف على طبيعة العلاقة بين تحرير التدفقات الرأسمالية الواردة الى مصر بغرض الاستثمار فى الحافطة المالية وبين أداء البورصة المصرية، وذلك من خلال اختبار الفرضية التالية " ان تعاملات الأجانب خلال الفترة من ٢٠٠٠ الى ٢٠٠٥ أثرت بالسلب على أداء البورصة المصرية ، وساهمت فى زيادة مدة تقلباتها .

وتوصلت الدراسة الى أن تحرير الحساب الرأسمالى له عدد من المنافع، الا أنه يحتوى على بعض المخاطر وكذلك يمكن لمصر أن تعظم الاستفادة من المنافع ، والتقليل من المخاطر ، من خلال ضمان الشفافية، وتحسين كفاءة وتنظيم البورصة . وأوصت الدراسة بالآتى :

- الا تفرض مصر فى الوقت الراهن قيوداً على تدفقات الاستثمار فى الحافطة، وخاصة فى ظل المناخ العالمى السائد ، وتعهد مصر بالانفتاح على العالم فى إطار برامج الاصلاح الاقتصادى الجارية . ويصبح التحدى الحقيقى الذى ينبغى مواجهته ، هو كيف يمكن تحويل تعاملات الأجانب فى البورصة المصرية الى استثمار طويل الأجل بدلا من المضاربة والمقامرة ؟
- دعم الاستقرار السياسى ، حيث إن وجود رؤية و إصلاحات سياسية ، سوف يكون له أثراً ايجابياً على أداء البورصة ، و النشاط الاقتصادى بأسره .
- أظهر التحليل الكمى وجود بعض الآثار الايجابية لدخول المستثمرين الأجانب إلى البورصة المصرية وخاصة فيما يتعلق بزيادة العوائد و السيولة ، الا ان هناك بعض الآثار السلبية تتمثل فى مبيعات الأجانب، التى قد تتسبب فى تقلبات البورصة المصرية .
- ضرورة توفير نظام معلومات كفاء لتتبع حركة دخول و خروج استثمارات الحافطة .
- تحقق البورصة المصرية أداءا جيدا مقارنة ببعض البورصات الاقليمية و الناشئة الأخرى بإطراد، سواء من الحجم أو السيولة أو العائد —وان كانت تعاني من بعض التقلبات — الأمر الذى يجعلها جاذبة للاستثمار فيها .
- يمكن قبول بعض التقلبات الحادثة فى البورصة المصرية، على أن تصحح الأوضاع نفسها فى الآجل الطويل ، بعد إتمام تنظيم البورصة ، و يجب تعميم استخدام الأليات وتنفيذها وايضا ، لا يجب اللجوء الى القيود إلا فى حالة الخطر و الضرورة القصوى .

وبالنسبة للورقة الثالثة فكانت لعبوات النظام المؤسس لسوق رأس المال ( دراسة فى ضوء التشريعات المنظمة فى مصر ) ، وقدمها د. محمود عثمان ، وقد تناول البحث المؤسسات التى يعتمد عليها السوق فى حركته وحسن أدائه ، فعرض لتكوين رأس مال الشركات وزيادتها وإصدار الأوراق المالية وبعض من أحكامها ، الأسس التى يتطلبها المشروع لتحقيق الشفافية فى ممارسة الاكتتاب العام ، وإفصاح الشركات عن مواقفها ، ورقابة الهيئة عليها فى كافة اتجاهات العمل فى سوق الإصدار والتداول ، أيضا تناول البحث أجهزة الإدارة والرقابة ، ثم تعرض البحث لنظام حل المنازعات فى قانون سوق المال ، وانتهى البحث الى :

- (١) ضرورة اختصار إجراءات عمليات الإصدار والاكتتاب العام.
- (٢) إنشاء إدارة للأزمات فى بورصة الأوراق المالية لمواجهة مشكلات التلاعب فى السوق .
- (٣) الاهتمام بتدريب موظفى الهيئة وجميع المؤسسات العاملة فى سوق الأوراق المالية .
- (٤) جعل التحكيم فى المنازعات الخاصة بسوق المال وفقا للقواعد العامة .
- (٥) جعل التظلم فى القرارات الإدارية طبقا لقواعد قانون مجلس الدولة .
- (٦) الاهتمام بالتدريب لا يجب ان يقتصر على موظفى الهيئة بل يجب أن يشمل جميع المؤسسات العاملة فى سوق الأوراق المالية .

- (٧) إعادة النظر فى نظام الشركات المغلقة و ترغيبها فى الاكتتاب العام .
  - (٨) إعطاء حاملى الأسهم حق التصويت فى الجمعية العامة للشركة .
  - (٩) دعم برامج توعية المواطن فى الأجهزة الإعلامية للاستثمار فى الأوراق المالية .
- أما الجلسة الثانية فقد تم عرض فيها ندوة حول ( بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإمكانية تأهيل كوادى بشرية لسوق المال ) للأستاذ الدكتور محمود عمران و أ.د سوسن مرسى .

وبالنسبة للجلسة الثالثة فقد تم مناقشة ثلاث أوراق بحثية وقدم الأولى منها د. عصام خليفة حول "دور صناديق الاستثمار فى دعم البورصة المصرية"، وذلك لتحديد دور صناديق الاستثمار فى دعم البورصة المصرية حيث إن صناديق الاستثمار تعتبر هى الوسيلة المثالية لصغار المستثمرين الراغبين فى تحسين دخولهم من خلال الاستثمار فى الأوراق المالية. وأشارت الورقة الى تنوع أشكال صناديق الاستثمار بين صناديق مفتوحة و صناديق مغلقة ، والصفة الغالبة هى صناديق الاستثمار المفتوحة . وأظهرت الورقة أداء

الصناديق التاريخي بالسوق المصرية والتي وصل عددها الى ٣٨ صندوقا ومعظمها حقق نتائج مالية جيدة جدا للمستثمرين خلال الفترة ما بين ٢٠٠٠-٢٠٠٦ مقارنة بفرص الاستثمار البديلة . وأشارت الورقة الى أن قيام المستثمرين الأفراد بصفة مباشرة في البورصة ، وليس من خلال صناديق الاستثمار الى عدة آثار سلبية على السوق ، والذي اتسم أداؤه بالعشوائية خلال سنوات عديدة ، وأنه كان يمكن دعم السوق لو قام هؤلاء المستثمرون الأفراد بالدخول إلى السوق من خلال صناديق الاستثمار ، والتي تقوم بدورها بتوجيه هذه الأموال للاستثمار ، في البورصة ولكن بأسلوب مهني يحد بشكل كبير من مشاكل السوق العشوائي الذي شهدته البورصة في الفترة الحالية . وفي هذه الحالة تقترح الورقة زيادة عدد صناديق الاستثمار ، وزيادة درجة تنوعها لاستيعاب الأعداد المستثمرين الأفراد وكذلك اتاحة فرصة للشركات لتكوين صناديق استثمار مفتوحة وعدم قصر ذلك على البنوك وشركات التأمين ، بالإضافة الى تكثيف الحملات الترويجية لمفهوم وأهمية صناديق الاستثمار وأدائها خلال السنوات الماضية ، لجذب أكبر شريحة من المستثمرين الأفراد إليها .

أما الورقة الثانية فكانت بعنوان "تقييم الأداء الاستثماري بصناديق الاستثمار ( دراسة تطبيقية على مصر ) و التي أعدها د. ياسر كمال ، وقد أوضحت الورقة أهمية صناديق الاستثمار للاقتصاد القومي والمستثمرين ، حيث إنها جهة تنقل الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات بهدف استثمارها في تكوين وإدارة محفظة تتكون بصفة عامة من أسهم وسندات وأذون الخزانة وغيرها ، طالما أن صناديق الاستثمار تحقق نتائج هامة على المستوى القومي والفردى ، فانه يجب إيجاد طريقة علمية لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار ، بهدف التقييم والتصحيح المستمر لأدائها مما يضمن استمرار منافعها للاقتصاد القومي . كما قامت الورقة بعرض المؤشرات الحالية لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار بهدف الوصول الى نقاط القوة والضعف لتلك المؤشرات ويمكن عرضها فيما يلي :

- (١) مؤشر شارب .
- (٢) مؤشر تريتوز .
- (٣) مؤشر جنسن .
- (٤) مؤشر فارس .

(٥) وتوصلت الورقة إلى مؤشر علمي لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار يتغلب على أوجه القصور التي تعاني منها المؤشرات الحالية لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار ، وقد تم الاعتماد على طريقة معدل العائد الفعلي اليومي المرجح بالزمن **daily time weighted rate of return** كما تم الاعتماد على مؤشر صناديق الاستثمار كمقياس مرجعي للعائد على الاستثمار في المؤشر، وجاءت الورقة الثالثة بالجلسة بعنوان "تأثير تطور البنية المصرفية على تنشيط سوق المال المصري" وقدمتها د. نجلاء بكر و د. محمد الموجي ، وهدف البحث إلى دراسة وتحليل ومعرفة أثر التطورات المتلاحقة في البنية الأساسية للجهاز المصرفي من خلال تطوير قوانين وأساليب العمل المصرفي على أداء وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر . وتوصلت الدراسة الى أن قيام البنوك التجارية بشراء الأسهم والسندات يؤثر على حجم رأس المال السوقي في البورصة ، وتساعد أيضا سياسة منح القروض بضمان الأوراق المالية على زيادة قيمة التداول في البورصة .

أما الجلسة الرابعة في المؤتمر ، قدم فيها ثلاث أوراق بحثية جاءت الأولى بعنوان تجربة كوريا الجنوبية في جذب الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وقدمتها د. أميرة حسب الله، ودارت حول تجربة كوريا الجنوبية في جذب الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وأشارت الورقة الى أنه قد مرت سوق الأوراق المالية الكورية بمراحل تطور متعددة منذ افتتاحها عام ١٩٥٦ ، الا أنها أخذت تنمو بشكل كبير منذ بداية الثمانينات على أثر التحرير التدريجي للقطاع المالي وتحديثه بما في ذلك تحرير سوق أوراقها المالية على عدة مراحل، ثم الإسراع في التحرير مع بداية التسعينات ، وقد تضمن التحرير قيام كوريا الجنوبية بالعديد من الإصلاحات في سوق أوراقها المالية من خلال إدخال تحسينات هيكلية في آليات عمل السوق وفي البنية الأساسية الموجودة مسبقا في الأسواق الكورية الصاعدة . وقد ترتب على الإصلاحات المختلفة التي تمت في السوق الى نمو حجم السوق وزيادة كفاءتها، وظهر ذلك جليا في زيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة ، وزيادة حجم التداول وقيمتها ونمو رأس المال السوقي، وزيادة معدل الدوران الى غير ذلك من المؤشرات الدالة على نمو حجم السوق وتطورها واستنتاج الباحث أن سوق الأوراق المالية لكوريا الجنوبية تتسم بدرجة عالية من التنظيم ، وتنوع الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها في البورصة الكورية، وتتميز السوق بارتفاع درجة السيولة .

وفى ضوء النتائج السابقة للتجربة الكورية فإنه يمكن لمصر الاستفادة منها وذلك من خلال :

- (١) الاهتمام بإنشاء شركات متخصصة فى تقديم النصيحة والمشورة المالية .
- (٢) تنشيط سوق السندات.
- (٣) إدخال الأدوات المالية الحديثة الملائمة للسوق المصرية .
- (٤) وضع برنامج لتداول السندات ، بحيث يكون منفصلا عن تداول الأسهم ، ويرتبط فى الوقت نفسه بنظام التداول الكلى .
- (٥) تشجيع المؤسسات المالية المختلفة لاسيما صناديق الاستثمار على زيادة نسب استثمارها فى الأوراق المالية فى إطار محافظة متنوعة من الأسهم و السندات .

أما الورقة الثانية فى الجلسة فقدمها د. فرج عبد العزيز عزت ، د. محمد أحمد عبد العظيم ، وكان عنوانها "فرص تمويل المشروعات الصغيرة عن طريق البورصة مقارنة بمصادر التمويل البديلة ، وأشارت الورقة الى أن موضوع الصناعات الصغيرة من الموضوعات التى تلقى اهتمام المنظمات الدولية والمحلية ، ولعل سبب هذا هو الدور الهام الذى تلعبه الصناعات الصغيرة فى اقتصادات البلدان المختلفة . وأوضحت الدراسة عدم كفاية مصادر التمويل البديلة للمشروعات الصغيرة و بالتالى السعى نحو العمل على إيجاد فرص تمويل أخرى ولكن عن طريق البورصة ، وهذا بدوره يتطلب تحديد حجم المشروعات الصغيرة الساعية للحصول على التمويل ، ثم حجم التمويل المتاح من قبل الجهات المانحة ، ثم تقدير حجم الفجوة المتاحة (إن وجد) ، وكذلك تعثر الكثير من المشروعات الصغيرة و عدم مقدرتها على السداد ، وبالتالى عجز الجهات أو المؤسسات المانحة عن الاستمرار فى القيام بدورها من حيث المنح و بالتالى السعى نحو العمل على إيجاد فرص تمويل أخرى و لكن عن طريق البورصة ، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثلت فى الأتى :

- (١) عدم وجود مراكز مالية للمشروعات الصغيرة فى كافة الجهات المانحة .
- (٢) وجود العديد من الصعوبات التى تواجه المشروعات الصغيرة .
- (٣) اتصاف مصادر التمويل البديلة بعدم الاستمرارية.
- (٤) ضرورة العمل على تكوين شركة قابضة تضم مجموعة من الشركات المتخصصة فى المشروعات الصغيرة على أن تقوم الدولة بتمويل نسبة من رأس المال ويتم طرح النسبة المتبقية للاكتتاب العام وبالتالى يتم تفعيل البورصة كمصدر من مصادر التمويل .

- (٥) العمل على التغلب على المصاعب التي تواجه المشروعات الصغيرة و بصفة خاصة التسويق .
- (٦) التعامل مع المشروعات الصغيرة كوحدة إنتاجية مستقلة، مع ضرورة إبراز نتائج النشاط فى كافة الجهات المانحة بصفة مستقلة .

كما قدم د.صلاح جودة ورقة بعنوان "البورصة المصرية ( هومها - مشكلاتها - طرق الحل ) ، فقدمت الورقة نبذة تاريخية عن البورصة المصرية، والعوامل التى تؤثر عليها وعرض القوانين والتشريعات الاقتصادية والمالية المنظمة للبورصة ثم تقديم حلول لتفعيل عمل البورصة وتحديد الخطوات التى يجب اتخاذها حتى يتم دعم البورصة و المتمثلة فى الأتى :

- تفعيل صناديق الاستثمار فى القيام بعمليات كبيرة للاستثمار فى الأسهم و السندات فى السوق المصرى .
- تفعيل وثيقة التأمين الجماعية على شركات السمسرة فى الأوراق المالية .
- تفعيل قوانين السوق و خاصة القوانين الاقتصادية مثل :

(١)التوريق . (٢)الإفلاس.

(٣)قوانين منع الاحتكار . (٤) قوانين الحوكمة و الإيضاح و الشفافية .

(٥)وجود بورصات للشركات المتوسطة و الصغيرة . (٦) تخفيض رسوم القيد بالبورصة .

(٧)إعادة الحوافز الضريبية للشركات المقيدة بالبورصة .

(٨)إلزام الشركات التى تقوم بالقيد فى البورصة بإصدار كتيب عنها و معه كافة التحاليل المالية كل ست شهور ، وكذلك قرارات مجلس الإدارة المؤثرة على نتائج الأعمال كل ثلاثة شهور .

أما الجلسة السادسة من المؤتمر ، قدم فيها ثلاث أوراق بحثية كانت الأولى بعنوان سوق الأوراق المالية كمصدر لتمويل النمو فى مصر الواقع والطموحات وقدمتها د.سلوى العنترى وأشارت الورقة إلى أن الدور الأساسى لسوق الأوراق المالية ، على النحو الذى تشير إليه الأدبيات الاقتصادية ، هو القيام بوظيفة تسييل الأصول طويل الأجل ،وهى الوظيفة التى تحقق للمدخرين إمكانية استعادة أموالهم المستثمرة فى المشروعات المختلفة دون حاجة لتصفية تلك المشروعات أو تخفيض رؤوس أموالها. و انطلاقا من هذه القدرة على تسييل الأصول دون حاجة إلى لتصفية المشروعات . و تقوم البورصة بمهام الوساطة المالية سواء فيما يتعلق بتعبئة المدخرات و تمويل الاستثمار أو فيما يتعلق بتحقيق التخصيص الكفء للموارد ، وتحسين كفاءة رأس المال



بالمجتمع ككل . وعلى الرغم من النمو الكبير في نشاط البورصة المصرية على مدى العامين الماضيين، فإنها لا زالت تلعب دورا محدودا في دعم التنمية الاقتصادية ، سواء تعلق الأمر بتعبئة المدخرات المحلية واجتذاب المدخرات الأجنبية ، أو توفير التمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات ، أو تحسين تخصيص الموارد ورفع كفاءة رأس المال . ويتطلب تفعيل دور البورصة في المجالات المشار إليها مواجهة مجموعة من المعوقات تتعلق بضيق حجم السوق وضعف التنوع في أدوات الاستثمار المتاحة. وأشارت الورقة إلى ضرورة إتباع السياسات والإجراءات التالية :

(١) النص في عمليات الخصخصة والاستحواذ الشركات المقيدة ، على أن تظل النسبة لا تقل عن ٣٠% من أسهم الشركات "حرة" وقابلة للتداول .

(٢) إيجاد نظام لتحفيز الشركات المساهمة المغلقة على التحول الى شركات اكتتاب عام .

(٣) توجيه الاهتمام الى التشريعات والقواعد المنظمة لسوق الإصدار (التمويل) بنفس قدر الاهتمام الحالي بتنظيم سوق التداول.

(٧) الإسراع بإنشاء سوق أوراق مالية لشركات الأموال التي يقل رأسمالها عن الحد الأدنى المطلوب للقيود في بورصتي القاهرة والإسكندرية ، على غرار بورصة ناسداك .

(٨) التعاون بين شركات الأوراق المالية والبنوك في مصر والمؤسسات المالية المماثلة في الدول العربية لتبادل خدمات سوق رأس المال المتعلقة بتنفيذ عمليات الاكتتاب والتداول والتسويات المالية في بورصات تلك الدول .

(٩) إتباع السياسات الاقتصادية الكلية المحفزة على رفع معدلات الاستثمار الحقيقي .

(١٠) قيام جمعيات المستثمرين و منظمات رجال الأعمال ، بالتعاون مع هيئة سوق المال ، بحملات منظمة لتعريف الأعضاء بمزايا و متطلبات القيد في سوق الأوراق المالية .

(١١) تشجيع إنشاء شركات التقييم الائتماني و تصنيف الأوراق المالية و توفير الضوابط التي تكفل لها مستوى مرتفع من المصداقية .

وعن آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الاستثمار قدمت ورقة بحثية من د. نيفين حسين محمد فركزت على نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر، ثم التعرض للوضع الراهن لسوق الأوراق المالية وتحليل أداؤها

ثم تقييم أداء سوق الأوراق المالية فى مصر ، وكذلك تناولت الورقة العوامل المؤثرة على تطور البورصة ثم سياسات تطوير سوق الأوراق المالية . وأشارت الورقة الى انه يمكن تفعيل وتنمية سوق الأوراق المالية فى مصر عن طريق :

(١) التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال ، و إتباع سياسات اقتصادية مشجعة على الاستثمار .

(٢) تنشيط العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية .

(٣) تعزيز الإشراف والرقابة على السوق وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق.

أما الورقة الثالثة فقد جاءت بعنوان التحليل المالى والفنى كأداة لتحقيق الإفصاح والشفافية والمصادقية فى البورصة المصرية ، وقدمتها د. ايمان الشربيني ، وشملت الدراسة على فصلين الأول هو طبيعة التحليل المالى والفنى لأغراض الاستثمار فى البورصة والثانى هو التحليل المالى والفنى كأدوات لتحقيق الشفافية والإفصاح فى البورصة المصرية لخدمة أهداف متخذ القرار . وترى الدراسة أنه لا زال الطريق طويلا للمزيد من الإفصاح والوضوح التى تمهد الطريق لمتخذ القرار ، وأن سوق الأوراق المالية بحاجة ماسة إلى محللين ماليين على درجة عالية من الكفاءة ، ومحللين فنيين لديهم المؤهلات العملية والخبرة ، ليكونوا مرشدين لمتخذى القرار فى هذا المجال ، وكذلك لا بد من تطوير معايير المحاسبة المصرية لتواكب التطورات والأدوات المستحدثة فى أنشطة منظمات الأعمال . وقد توصل البحث إلى مجموعة من التوصيات يمكن تلخيصها فيما يلى :

- التأكيد على الشفافية فى المعاملات المختلفة و فى إجراء المحاسبة المالية .
- التأكيد على تطبيق الحوكمة فى المجالات المختلفة بما يؤدي الى زيادة المصادقية .
- اعتماد معايير المحاسبة الدولية و معايير المراقبة فى إعداد القوائم المالية للشركات و مراجعتها من قبل المدققين الخارجيين .
- ضرورة توافر بنية أساسية تعمل على ضمان تفسير و ترجمة و تطبيق معايير بطريقة دقيقة و تحديد المشاكل و حلها بسرعة .

- ضرورة العمل على خفض درجة التأكد في مجال أداء الأعمال مع إعادة هيكلة الأنظمة الإدارية لتواكب المفاهيم الحديثة .
  - توفير كافة المعلومات التي توضح عنها البورصة و هيئة سوق المال في تقاريرها المكتوبة و نشرها في وقتها بواسطة الجرائد اليومية .
  - تطوير معايير المحاسبة المصرية لتواكب التطورات و الأدوات المستحدثة في أنشطة منظمات الأعمال .
- في ضوء المناقشات المكثفة التي تمت على مدار يومى المؤتمر و جلساته الست حول إحدى عشر ورقة بحثية ركزت على العديد من الموضوعات الهامة المتعلقة بالبورصة المصرية بين التحديات و الطموحات ، انتهى الحاضرون إلى مجموعة من التوصيات يمكن تقسيمها الى عدة محاور رئيسية :
- أولا : توصيات تتعلق بالبورصة المصرية.
- ثانيا : توصيات خاصة بتمويل المشروعات الصغيرة من خلال البورصة .
- ثالثا : توصيات خاصة بالاطار التشريعى والمؤسسى .
- رابعا : توصيات تتعلق بصناديق الاستثمار.
- خامسا : توصيات فنية.
- أولا : توصيات خاصة بالبورصة المصرية
- ١- توظيف أدوات السياسة النقدية ( معدل الفائدة - المعروض النقدي - معدل التضخم - سعر الصرف) وذلك بما يخدم هدف ترويح وتنشيط البورصة المصرية مع الاهتمام بإزالة التشوه فى هيكل أسعار الفائدة، حيث أن واقع السوق المصرى يشير إلى تذبذب أسعار الفائدة على الودائع بالقياس بالفائدة على الأذون الحكومية، مع أهمية إعطاء أولوية لقضية الدولار حيث يشهد السوق حاليا دلورة فى حدود ٣٠٪ .
  - ٢- ضرورة توخى الحذر عند التفكير فى إتباع سياسة نقدية توسعية خاصة فى الفترات التى فيها يأخذ معدل التضخم فى الارتفاع والتصاعد ، حتى لا تغذى موجات تضخمية بذلك ، ويكون لها انعكاساتها السلبية على الاقتصاد .
  - ٣- القضاء على بعض المشاكل الاقتصادية التى تحد من استجابة الاقتصاد للتغيرات فى السياسة النقدية وذلك من خلال :-

أ- الشفافية ونشر المعلومات حول التغيرات الحالية في السياسة النقدية و المعلومات التي تدعم التوقعات المستقبلية لها ، حتى يتمكن الأفراد من بناء توقعات مدعمة بالحقائق والمعلومات ومن ثم اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة .

ب- العمل على رفع كفاءة سوق رأس المال، وتنويع الأوراق المالية ، وزيادة المعاملات وذلك لجعل تسعير الأصول معبرا عن الأداء ، ويؤدي لزيادة انتقال رؤوس الأموال بين الأسواق .

ج- العمل على تقليل حجم القطاع غير النقدي ، وذلك لزيادة درجة نقدية الاقتصاد مما يزيد من فاعلية أدوات السياسة النقدية .

د- العمل على جذب النقود السائلة الى البنوك وذلك بتشجيع الجمهور على الإدخار في البنوك وذلك لان فاعلية السياسة النقدية في تأثيرها على البورصة تعتمد على التعاملات من خلال البنوك .

٤- العمل على خفض معدل التضخم ، حيث إن التضخم يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، كما يؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي ومن ثم على نشاط البورصة .

٥- العمل على رفع درجة سيولة البورصة من خلال :-

أ- زيادة عدد الشركات المقيدة.

ب- تخفيض التركيز في البورصة ، حيث يتركز تداول الأسهم بنحو ٩٤,٨٪ على ثلاثين شركة وذلك خلال عامي ٢٠٠٤/٢٠٠٥

٦- العمل على توسيع دور البنوك في شراء الأوراق المالية لما له من أثر كبير على زيادة حجم الأوراق المالية في البورصة و زيادة رأس المال السوقي.

٧- توسع البنوك في حجم الائتمان للأفراد و المؤسسات بضمن الأوراق المالية ، حيث يؤثر هذا طرديا في قيمة التداول في البورصة ، حيث إن هناك حاجة لزيد من الجهد لتنشيط الطلب على الائتمان ، لمواجهة مشكلة السيولة لدى البنوك ، وذلك لامتناع السيولة وزيادة النشاط الانتاجي بما يواجه التضخم .

٨- العمل على القضاء على الصعوبات التي تواجه المدخرين عند رغبتهم في تسييل الأوراق المالية للشركات الاخرى (غير الثلاثين شركة المستحوذة على أكبر نسبة للتداول)، وذلك حتى يتم تسييل الأوراق بدون خسائر .

٩- القضاء على المعوقات التي تؤثر بالسلب على اداء سوق المال المصرية و تساهم في عدم استقرارها من خلال :-

أ- توسيع حجم سوق الاوراق المالية مما يؤثر ايجابيا على اداء البورصة و حشد المدخرين .

- ب- نشر وعى وثقافة الاستثمار فى البورصة و ليس المضاربات فى البورصة .
- ج- العمل على وجود الية تحد من التقلبات السعرية المرتفعة ، وتخفيض من مخاطر الاستثمار .
- د- زيادة رؤوس أموال شركات الأموال المنوط بها تمويل عمليات الاستثمار وتغطية الاكتتابات التى لم يتم تغطيتها فى السوق ، وذلك حتى تتمكن من القيام بدورها الاساسى.
- هـ- تفعيل دور الجهاز المصرفى فى صناديق الاستثمار لما لذلك من مساهمة فى زيادة قيمة رأس المال السوقى فى البورصة ، وزيادة حجم التداول فى السوق المصرية .
- و- العمل على خلق شبكة متسعة فى السوق المصرية لتبادل خدمات سوق المال بين البنوك وشركات الأوراق المالية فى مصر و المؤسسات فى باقى الدول العربية.
- ١٠- ضرورة مضاعفة عدد فروع البنوك والاهتمام بتدريب الكوادر البشرية المؤهلة ، وكذلك تطوير البنية الأساسية للجهاز المصرفى ، حتى تتمكن من التفاعل مع العولمة .
- ١١- إن تحرير الحساب الرأسمالى لا يمنع من وضع قيود تنظيمية وفقاً لمصالح الاقتصاد المصرى ، والرغبة فى بناء كيان اقتصادى يعمل كشريك فاعل فى الاقتصادات العالمية ، وبما يجنب من حدوث أزمات ، كما أنه يمكن تطبيق بعض القيود الانتقالية والوقائية فى حالات الضرورة وفى الحدود المسموح بها طبقاً لاتفاقية صندوق النقد الدولى ، من خلال التجهيز المبكر لحزمة الآليات والإجراءات التقييدية التى تتخذ فى حالة الدخول والخروج السريع لإستثمارات الحافظة (الحدود السعرية ، الوقف المؤقت للتعاملات) ، التى تمكن صانع السياسات من السيطرة على المواقف الخطيرة حين حدوثها ، وذلك على غرار ما فعلته شيلى وماليزيا.
- ١٢- الاستفادة من خبرات المؤسسات المالية والمعرفة الفنية لهم Know how ، وتدريب الكوادر الوطنية فى المؤسسات المالية الأجنبية للتعرف على أساليب فنية متقدمة فى تحليل أداء البورصات .
- ١٣- ضرورة تطوير نظام معلومات كفاء لتتبع حركة دخول وخروج استثمارات الحافظة ، وفترة مكوث وتحويل الأموال الناجمة عن تعاملات الأجانب ، وإعداد قائمة بالمضاربين والقامرين منهم ، وإلزام البنوك التجارية بإطار تنظيمى دقيق لتسجيل الاستثمارات فى الحافظة ، وإبلاغ البنك المركزى بها بصفة دورية.
- ١٤- دعم الاستقرار السياسى ، حيث إن وجود رؤية وإصلاحات سياسية واضحة وحقيقية سوف يكون له مردوداً ايجابياً على أداء البورصة والنشاط الاقتصادى بأسره.
- ١٥- السعى الى تحويل استثمارات الأجانب الى استثمار طويل الأجل بدلاً من المخاطرة والمضاربة .

- ١٦- ضرورة الاعتماد على احصاءات غير التي يتم اصدارها عن البورصة مثل : احصاءات تعبر عن إصدارات السوق الأولية التي تعبر عن الاكتتاب لإصدار الأسهم والسندات لشركات جديدة .
- ١٧- ضمان الشفافية وتوافر المعلومات الكاملة وتمائل وصولها الى كافة أطراف المتعاملين ، وتحسين كفاءة وتنظيم البورصة المصرية .
- ١٨- ضرورة وضع حد أدنى لشركات السمسرة فى الأوراق المالية لا يقل عن ٥ مليون جنيه ، وتفعيل وثيقة التأمين الجماعية على شركات السمسرة فى الأوراق المالية، وتفعيل صناديق الاستثمار على القيام بعمليات كبيرة للاستثمار فى الأسهم والسندات فى السوق المصرى ، وجود أقسام للتحليل المالى داخل شركات السمسرة وتقديم النصائح التحريرية ، وإلزام الشركات التى تقوم بالقيود فى البورصة بإصدار كتيب خاص بها كل ٦ اشهر وإعادة الحوافز الضريبية للشركات المقيدة .
- ١٩- ضرورة إعداد مؤشر مصرى خاص بالبورصة المصرية، وكذلك اقامة بورصة خاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة ، الى جانب تخفيض رسوم القيود بالبورصة، ونشر الوعي والثقافة الاقتصادية البسيطة عن طريق وسائل الإعلام المختلفة وذلك من خلال ما يلى :
- تفعيل دور الإعلام فى نشر التنوير حول أهمية البورصة والاستثمار فيها، ولذلك يقترح التفكير فى اقامة قناة فضائية تهتم بعرض مثل هذه الثقافة .
- إعداد دورية شهرية لخطابة المصريين فى المهجر .
- ٢٠- الاهتمام بإنشاء شركات متخصصة فى تقديم النصيحة والمشورة المالية " شركات الاستشارات المالية " .
- ٢١- تنشيط سوق السندات من خلال تشجيع إصدار سندات متنوعة ( حكومية وشركات ) لآجال مختلفة ومصنفة وفقا لفئات مخاطر مختلفة وبما يسمح بتنوع العائد ، والعمل على زيادة النصيب النسبى للسندات ضمن الأوراق المالية المقيدة والمتداولة فى البورصة المصرية ، حيث إن السندات ذات العائد الثابت تشكل مخاطرة أقل وعائد أكثر استقراراً بالمقارنة بالأسهم .
- ٢٢- وضع برنامج لتداول السندات ، بحيث يكون منفصلا عن تداول الأسهم ويرتبط فى الوقت نفسه بنظام التداول الكلى .

٢٤- إدخال الأدوات المالية الحديثة الملائمة للسوق المصرية، وزيادة الاهتمام بالأدوات المالية للتحوط ضد الخطر مثل عقود الخيار وعقود المستقبلات.

٢٥- نشر الوعي وعمل التوعية اللازمة للمدخرين الأفراد بالخبرات والمهارات الأساسية المتعلقة بقراءة وتحليل القوائم المالية للشركات والمحددات اللازمة لاتخاذ قرار التعامل بيعا أو شراء الأوراق المالية .

٢٦- العمل على زيادة النصيب النسبي للسندات ضمن الأوراق المالية المقيدة والتداول في البورصة، حيث إن السندات ذات العائد الثابت تشكل مخاطرة أقل ، وعائد أكثر استقرارا بالمقارنة بالأسهم .

٢٧- توفير حزمة من الإجراءات والآليات تستهدف تحويل استثمار الأجانب الى استثمار طويل الأجل بدلا من المخاطرة والمضاربة .

ثانيا : توصيات تتعلق بتمويل المشروعات الصغيرة من خلال البورصة

١- ضرورة التعامل مع المشروعات الصغيرة كوحدة إنتاجية مستقلة مع ضرورة إبراز نتائج النشاط في كافة الجهات المانحة بصفة مستقلة ، وكذلك محاولة إزالة العوائق التي تواجه المشروعات الصغيرة وبصفة خاصة مشكلات التسويق .

٢- ضرورة العمل على تكوين شركة قابضة تضم مجموعة من الشركات المتخصصة في المشروعات الصغيرة على ان تساهم الحكومة بنسبة من راس المال يقترح أن تتراوح ما بين ٥-١٠% ، ويتم طرح النسبة المتبقية للاكتتاب العام ، وبالتالي يتم تفعيل البورصة كمصدر من مصادر التمويل .

٣- ضرورة عمل مقارنات بين مصادر التمويل المختلفة المتاحة لـ SMES وتعميق دراسة آلية البورصة في التمويل .

٤- الاهتمام بإعداد خريطة للمشروعات الصغيرة التي تتركز في مناطق المواد الخام كجزء من قاعدة البيانات التي تذكر من هذه المشروعات .

ثالثا : توصيات خاصة بالاطار التشريعى والمؤسسى

إن إصلاح الاطار التشريعى يعد شرطا ضروريا ولكنه غير كاف لجذب الاستثمارات بصفة عامة والاستثمارات فى سوق المال بوجه خاص، حيث ينبغى الآتى :

١- اختصار إجراءات عمليات الإصدار والاكتتاب العام .

- ٢- إعادة النظر في نظام الشركات المغلقة وترغيبها في الإكتتاب العام، وتجنب تحويل الشركات المفتوحة ذات المستثمر الاستراتيجي الى مغلقة، وذلك بتحديد نسبة مشروطة ولتكن ٣٠٪ للتداول الحر.
- ٣- إعطاء حاملي الأسهم لحامله حق التصويت في الجمعية العامة للشركة.
- ٤- الإهتمام بالتدريب لا يجب أن يقتصر على موظفي الهيئة، بل يجب أن يشمل جميع المؤسسات العاملة في سوق الأوراق المالية.
- ٥- إنشاء إدارة للأزمات في بورصة الأوراق المالية لمواجهة مشكلات التلاعب في السوق.
- ٦- جعل التحكيم في المنازعات الخاصة بسوق المال اختياراً طبقاً للقواعد العامة.
- ٧- إنشاء دوائر قضاء متخصصة في مجال الإستثمار في سوق المال.
- ٨- جعل التظلم في القرارات الإدارية طبقاً لقواعد قانون مجلس الدولة.
- ٩- ضرورة ألا يكتفى القانون بالتركيز على العقوبات الجنائية، بل ضرورة الاهتمام باسترداد الحق المالي أولاً.
- ١٠- تفعيل قوانين السوق وخاصة القوانين الاقتصادية كالتوريق، الافلاس، الصلح الواقي، استقلالية مراقب الحسابات، قوانين العمل، قانون منع الاحتكار، وقوانين الحوكمة والشفافية الى جانب انشاء محكمة متخصصة في الجرائم التي ترتكب في البورصة.
- ١١- دعم الاستقرار السياسي، حيث أن وجود رؤية، واصلاحات سياسية واضحة وحقيقية، سوف يكون له مردوداً ايجابياً على أداء البورصة والنشاط الاقتصادي.
- رابعا: توصيات خاصة بصناديق الاستثمار
- ١- الحاجة الى Benchmark لتقييم أداء الصناديق، أما المؤشرات فهي دولية ومتعارف عليها وما يهم هو كيفية تطبيقها بحيث تكون القيمة المضافة تمثل Benchmark لنتمكن من معرفة أداء الصناديق وتقييمها.
- ٢- زيادة أعداد صناديق الاستثمار العاملة بالسوق حيث إن عددها ٣٨ صندوقاً استثمارياً فقط، وهذا لا يتناسب مع حجم السوق حالياً والذي تصل إجمالي قيمة التداول فيه حالياً لنحو ٣٠٠ مليار جنيه سنوياً.
- ٣- إتاحة الفرصة للشركات أيضاً لتكوين صناديق استثمار مفتوحة، وعدم قصر ذلك على البنوك وشركات التأمين.
- ٤- تكثيف الحملات الترويجية لمفهوم وأحكام وأهمية صناديق الاستثمار وأدائها خلال السنوات الماضية لجذب أكبر شريحة من المستثمرين الأفراد إليها.



٥- تشجيع المؤسسات المالية المختلفة لاسيما صناديق الاستثمار على زيادة نسب استثمارها في الأوراق المالية في إطار محفظة متنوعة من الأسهم والسندات .

#### خامسا : توصيات فنية

١- التأكيد على الشفافية في معاملات المنظمات المختلفة وفي إجراء المحاسبة المالية، وتلافي أى عمل يؤدي إلى الفساد الذي يؤدي إلى إستنزاف موارد الشركات وتآكل قدراتها التنافسية .

٢- توفير كافة المعلومات التي توضح عنها البورصة وهيئة سوق المال في تقاريرها المكتوبة، ونشرها في وقتها بواسطة الجرائد اليومية والمجلات المتخصصة ووسائل الإعلام، وذلك لإتاحة الفرص المتساوية للجميع ، بالإضافة إلى ضرورة عرض المعلومات الخاصة بالأوراق والأسعار أثناء جلسة التداول عبر وسيلة الإنترنت بنفس الخصائص والتوقيتات للكافة .

٣- وجوبية إتزام المسؤولين عن الشركات بمتطلبات الإفصاح، والتي قد تحدث نتيجة نقص الوعي بمتطلبات الإفصاح أو لتعمد إخفاء بعض الحقائق عن المستثمر .

٤- التأكيد على أهمية المصداقية والتي أصبحت ضرورة حتمية ولم تعد رفاهية ، حيث يتطلب للمستخدمين مستوى جودة عالية من الخدمات المقدمة إليهم .

٥- التأكيد على أهمية وجود مدير مالى بالمنظمات المختلفة ، وعدم الإكتفاء برئيس الحسابات.

٦- تطوير معايير المحاسبة المصرية لتواكب التطورات والأدوات المستحدثة في أنشطة منظمات الأعمال .

٧- دعم إنشاء مكاتب وشركات تكون مسئوليتها إصدار مؤشرات تخص البورصة المصرية ، وبحيث تعتمد على المعايير الدولية وتكون ذات مصداقية دولية ، وتعد تقارير على غرار ما تصدره المؤسسات الدولية تؤدي إلى دعم قابلية المحاسبة عن المسئولية والشفافية والاستخدام الكفء للموارد ، وتدعيم القدرة على تنظيم المشروعات وخلق وظائف جديدة ، كما تساعد على النمو الاقتصادي .

٨- ضرورة العمل على خفض درجة عدم التأكد في مجال أداء الأعمال مع إعادة هيكلة الأنظمة الإدارية لتواكب المفاهيم الحديثة والعلمية لتنمية وتحديث سوق المال .

٩- اعتماد معايير المحاسبة الدولية ومعايير المراقبة، في إعداد القوائم المالية للشركات ، ومراجعتها من قبل المدققين الخارجيين ، بهدف تأمين الشفافية والإفصاح لحفظ حقوق المساهمين وزرع الثقة لدى المستثمر.

١٠- التأكيد على أهمية وحتمية التحليل الفني كأداة ووسيلة فعالة لإستعادة العقلانية الضرورية للتعامل بنجاح مع التقلبات الدائمة للأسعار في الأسواق ، بحيث يعتمد الفرد على العقل دون العاطفة .

- ١١- زيادة أعداد المحللين الفنيين وهم الأشخاص المنوط بهم تحليل حركة الأسعار بالأسواق المالية، من خلال دراسة الرسوم البيانية للأسعار والمؤشرات الفنية، وجميع المعلومات الخاصة بالتداول، وذلك لإحتياجهم لتعلم هذا المجال، والتدريب المستمر، حيث يلزم حصولهم على رخصة دولية للعمل في هذا المجال.
- ١٢- حيدة المحلل الفني، فيجب ألا يملأ أبداً على السوق حركته بل يترك للسوق عملية إرشاده إلى مسار الأسعار.
- ١٣- تشجيع إنشاء شركات التقييم الائتماني، وتصنيف الأوراق المالية، وتوفير الضوابط التي تكفل لها مستوى مرتفع من المصداقية.
- ١٤- بناء قاعدة بيانات متكاملة عن الإستثمار، والتي تشمل فرص ومجالات الاستثمار والتسهيلات المقدمة للمستثمرين، والأسواق المتاحة والمنافسة، ومصادر التمويل، والأيدى العاملة وتخصصاتها، ووسائل الترويج المتاحة، والبنوك وشركات التأمين، بما يؤدي إلى توفير مناخ عمل عادل وصحي يحقق الشفافية والإفصاح والمصداقية في البيانات والمعلومات المتاحة لكل المستثمرين.
- ١٥- التأكيد على تطبيق الحوكمة في المجالات المختلفة بما يؤدي إلى زيادة الموثوقية والمصداقية في الاقتصاد القومي.
- ١٦- هناك حاجة الى تطوير مؤشرات للإنذار المبكر داخل سوق الأوراق المالية، لا تعتمد فقط على برامج التحليل الفني الجاهزة الواردة من الخارج، بل يلزم تطويرها لتعكس خصوصيات ومتغيرات الاقتصاد المصري والعالمي، مثل تأثيرات حرب العراق وتأثيرات المتغيرات السياسية (مثل تغيير بعض بنود الدستور).
- ١٧- ضرورة الاعتماد على إحصاءات غير التي يتم إصدارها عن البورصة مثل : إحصاءات تعبر عن إصدارات السوق الأولية والتي تعبر عن الاكتتاب لإصدار الأسهم والسندات لشركات جديدة.
- ١٨- إن تحرير الحساب الرأسمالي لا يمنع من وضع قيود تنظيمية وفقا لمصالح الاقتصاد المصري، والرغبة في بناء كيان اقتصادي يعمل كشريك فاعل في الاقتصاد العالمي، وبما يجنب من حدوث أزمات.