

■ دائرة حوار حول ■

مصر وتحديات المستقبل

١٦- سوق الأوراق المالية

أعد وقائع الحوار للنشر

فادية عبد السلام*



عقدت دائرة الحوار بمقر المجلة بمعهد التخطيط القومى - مدينة نصر - القاهرة فى التاسع عشر من شهر صفر عام ١٤٢٦هـ الموافق التاسع والعشرين من شهر مارس عام ٢٠٠٥ ، وقد شارك فيها بحسب الترتيب الهجائى كل من السادة :

أ.د. أحمد عبد السلام	مستشار مالى واقتصادى بشركة ضمان مخاطر الائتمان
أ.حنفى عوض	المدير التنفيذى بشركة النصر لتداول الأوراق المالية
أ.د. سهير أبو العينين	مستشار بمعهد التخطيط القومى
أ.د. عبد الفتاح ناصف	مستشار بالمعهد ورئيس هيئة تحرير المجلة
أ.د. علا الحكيم	مستشار بمعهد التخطيط القومى
أ.د. علاء عبد الحليم	العضو المنتدب بالشركة المتحدة للوساطة فى الأوراق المالية
أ.عيسى فتحى	رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب SSG
أ.د. فادية عبد السلام	مستشار بمعهد التخطيط القومى
أ.د. ممدوح الشرقاوى	مستشار بمعهد التخطيط القومى
أ. ممدوح الولى	نائب مدير تحرير الأهرام
أ.د. نبيل حشاد	رئيس المركز العربى للدراسات المالية
أ. نشأت عبد العزيز	المدير العام المساعد بالبنك المصرى التجارى
أ.د. ياسر حسن	رئيس مجلس ادارة البنك الوطنى المصرى

* أ.د. فادية عبد السلام : مدير مركز العلاقات الاقتصادية الدولية - معهد التخطيط القومى.

"وقائع دائرة الحوار"

عبد الفتاح ناصف

صباح الخير جميعا ، فى البداية بالنيابة عن هيئة التحرير أرحب بحضراتكم جميعا وأشكركم على تشريفكم المعهد للاشتراك فى دائرة الحوار الخاصة بالعدد القادم من المجلة المصرية للتنمية والتخطيط.

فكرة دائرة الحوار بدأت من أننا نرى أن كثيراً من المتخصصين يصعب استكتابهم مقالات، ليس لديهم الوقت لكتابة مقالات فندعوهم بحيث من الأسهل أن يدلوا بدلوهم شفاهة وبعد اتمام المناقشة تفرغ من الكاسيت ثم ترسل للمشاركين للمراجعة النهائية لكي يُحذف شيئاً أو يُضيف شيئاً ثم تحول للتحرير وتصدر فى العدد القادم مباشرة .

فى عام ١٩٩٢ فى بداية المجلة قمنا بطرح العديد من الموضوعات ، وصدر المجلد الأول عام ١٩٩٣ والمجلد عبارة عن عددين ، عدد يصدر فى يونية وعدد يصدر فى ديسمبر ، ومن العدد الثانى للمجلد الخامس بدأنا فى مناقشة موضوع رئيسى عنوانه " مصر وتحديات المستقبل " استمرينا فيه لمدة سبع سنوات ونصف وكان آخر عدد صدر تحت هذا العنوان هو العدد ١٥ وسوف يصدر العدد القادم محتويا على قضية رأينا أهمية مناقشتها وهى سوق الأوراق المالية ضمن موضوع مصر وتحديات المستقبل أيضا.

عادة تبدأ دائرة الحوار بعرض ورقة تكتب دائما تسهل علينا المناقشة ، وورقة الحوار لسوق الأوراق المالية لهذه الجلسة أعدتها الزميله أ.د. فادية عبد السلام ، بعد المقدمة عرضت أهم خصائص سوق الأوراق المالية فى مصر واستشفت من هذا العرض بعض القضايا التى يجب ان نناقشها فى دائرة الحوار أو التى ترى أن تعطى الأولوية فى المناقشة وحددتها فى ٤ محاور ، كل محور من المحاور يشتمل على عدد من التساؤلات يمكن أن ندلى بدلونا بالاجابة عن هذه التساؤلات وبالتالى نغطى المحاور الأربعة .

عندما نبدأ النقاش ، النظام الذى تعارفنا عليه هو أن الزميل الذى يبدأ تفتح له المداخله بحيث يدلى بأكبر قدر ممكن من رأيه فى القضايا المطروحة قد تصل الى عشر دقائق الى أن نرى أن الجميع قد أدلو بدلوهم فى المرحلة الأولى ، ثم تبدأ المرحلة الثانية وتكون عادة عبارة عن تعقيبات تقل فيها

عدد الدقائق الى دقيقتين أو ثلاث حيث إننا نرى فى البداية ان الوقت طويل لكن فى النهاية الكل يضغط لكى ينتهى من الآراء والتعقيبات لذلك نرى أنها لاتزيد عن دقيقتين.

فى البداية اطلب من أ.د. فادية عبد السلام ان تعطينا ملخصا للورقة للتذكرة لمن قرأ من مدة ويكون قد نسى أو لمن لم يقرأ بحيث تقوم بطرح أهم النقاط المطروحة فى الورقة لكى نبدأ الحوار .

فادية عبد السلام

بسم الله الرحمن الرحيم . . بداية أكرر ترحيبي بحضراتكم جميعا فى هذا اللقاء . وأشكر الزملاء والزميلات الذين شاركوا معنا من داخل المعهد وخارجه وعلى رأسهم ذوى الاختصاص من خارج المعهد لأن موضوع سوق الأوراق المالية من الموضوعات الصعبة والحظيرة .

يقوم سوق الأوراق المالية بعدد من الأدوار المهمة فى الاقتصاد ، كوسيط مالى يمكن الشركات من الحصول على رؤوس الأموال . وفى الدول النامية التى تطبق برامج الخصخصة ، يعتبر بيع الأسهم فى الأسواق المالية ثانى أهم طريقة للخصخصة بعد البيع المباشر ، كما يساهم سوق الأوراق المالية فى نمو الاقتصاد من خلال توفير تمويل للشركات التى قد تواجه صعوبات فى تمويل مشاريعها من مصادر أخرى . ومن وجهة نظر المستثمرين يمكنهم سوق الأوراق المالية من تنوع محافظ الأصول وبالتالي تخفيض المخاطرة التى يواجهونها .

وتعتبر البورصة المصرية من بين أقدم البورصات العالمية ، حيث أنشئت بورصة الاسكندرية عام ١٨٨٣ ثم تبعتها بورصة القاهرة عام ١٨٩٠ . ولقد صدرت قرارات قمصير البنوك وشركات التأمين والوكالات التجارية فى فبراير ١٩٥٧ حيث تميزت هذه الفترة بنمو سريع للسوق المصرى للأوراق المالية واعتماده أساسا على التغييرات فى سوق القطن . ولقد تبعت ذلك قرارات التأميم فى الستينات مما حولها إلى بورصة محلية مغلقة . ومع بداية سياسة الانفتاح الاقتصادى بدأ التفكير فى إعادة تشييط البورصة المصرية وفى تحرير التعاملات فيها وفتحها أمام الأجانب مع صدور القرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لعام ١٩٧٩ والذى تم بموجبه انشاء الهيئة العامة لسوق المال بهدف تنظيم وتنمية سوق المال وهو ما أدى الى تشييط البورصة . وبعد تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادى فى منتصف عام ١٩٩١ صدر القانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ لتنظيم سوق رأس المال . ثم تطور الاطار التشريعى الذى يحكم عمل البورصة المصرية بعد ذلك بصدر قانون الايداع والحفظ المركزى بالاضافة لمشروع

القانون الجديد لسوق المال والذي سيكون بديلا للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وإذا كان برنامج الإصلاح الاقتصادي بكل التفاصيل الخاصة به والمتعلقة بالخدمات المالية قد شكل الاطار العام الداخلى للتحريك المالى فى مصر، فإن توقيع مصر على اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية فى ديسمبر ١٩٩٧ وبدء تطبيقه فى ١٩٩٩ قد شكل الاطار الدولى الملزم والضامن لهذا التحرير المالى .

وإذا علمنا أن البورصة المصرية تنسم بسهولة التسييل وتعطى المتعاملين فيها حرية الدخول والخروج ، كما أن الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن تداول الأوراق المالية والتي كانت تبلغ ٢٪ قد تم الغاؤها فى منتصف عام ١٩٩٦ فإن الظروف أصبحت ملائمة تماما أمام تدفق رأس المال الأجنبى الى البورصة المصرية ، وقد ساعد على ذلك أيضا :

أ . إدراج مصر كسوق ناشئة واعدة ضمن مؤشر مؤسسة التمويل الدولية وما تبع ذلك من قيام المؤسسات المالية الكبرى بوضع مصر على خريطة استثمارات محافظها الخاصة بالأسواق الناشئة كمؤسستى مورجان ستانلى وميريل لينش .

ب . الاتجاه نحو اصدار أسهم بالدولار مما يعنى تغطية كاملة لمخاطر تغيير سعر صرف الجنيه المصرى .

ج . الاسلوب الذى تميز به برنامج الخصخصة المصرى لاسيما خلال عامى ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ (كما يتضح فيما بعد)

د . توقيع هيئة سوق المال عدة اتفاقيات دولية للتعاون مع بعض الأسواق المالية العربية كالبحرين ومسقط والكويت ولبنان لتبادل تسجيل الشركات المساهمة المدرجة فيها . كما سمحت هيئة سوق المال فى منتصف التسعينات باصدار شهادات الايداع GDRS للأسواق المالية الدولية .

خصائص بورصة الأوراق المالية

(١) يعتمد السوق المصرى للأوراق المالية على سوقى الإصدار (الاولى) والتداول (الثانوى) حيث تطورت قيمة الاصدارات سواء لتأسيس شركات جديدة أو لزيادة رأس مال شركات قائمة من ٢٠٨٥,٨ مليون جنيه فى ١٩٩٣ لتصل الى ١٨٧٩٥,٩ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٣ وبحيث

تراجع قيمتها الى ٥٤٩٩,٤ مليون جنيه في ٢٧/٥/٢٠٠٤ ، أما قيمة تداول الاوراق المالية في السوق الثانوى فقد تزايدت بشكل مضطرد من ٥٦٨,٦ مليون جنيه (سواء لأسهم وسندات مقيدة أو غير مقيدة) فى عام ١٩٩٣ لتبلغ ٢٧,٨ مليار جنيه فى عام ٢٠٠٣ ثم تهبط الى ١٥,٩ مليار جنيه فى ٢٧/٥/٢٠٠٤ . ويتتبع تطور رأس المال السوقي للشركات المقيدة سنجد انه زاد من ١٢,٨ مليار جنيه فى عام ١٩٩٣ ليصل الى ١٧١,٩ مليار جنيه فى ٢٠٠٣ وليتحسن قليلاً إلى ١٧٩,٩ مليار جنيه فى ٢٧/٥/٢٠٠٤ ثم يرتفع ليسجل ٢٦٨ مليار جنيه فى ٣١ يناير ٢٠٠٥ . وإبراز مدى عمق سوق الأوراق المالية نلاحظ ان نسبة رأسمال السوق الى الناتج المحلى قد تطورت من ٧,٤٪ فى عام ١٩٩٣ لتصل الى ٤٢,٤٪ فى عام ٢٠٠٣ (أى اقل من ٥٠٪ من الناتج المحلى) مما يدل على ان سوق الأوراق المالية المصرى مازال من الاسواق الناشئة حيث ان هذه النسبة قد تتعدى ١٠٠٪ فى الدول المتقدمة ، وقد شهدت السوق انخفاض مضاعف الربحية للسهم (نسبة السعر / العائد لأكثر من خمسين شركة نشاطاً) من ١٦,٧ مرة عام ١٩٩٩ الى حوالى ٧,٧ مرة عام ٢٠٠١ ثم إلى ٨,٨ مرة فى ديسمبر ٢٠٠٣ وأخيراً إلى ٤ مرات فى ديسمبر ٢٠٠٤ .

(٢) تعتمد سوق اصدار الأسهم فى البورصة المصرية على الشركات المغلقة بصفة أساسية (٨٣,٥٪ عام ١٩٩٧) والنسبة الأقل على الشركات التى تطرح للاكتتاب العام بهدف تغطية رأسمالها (١٦,٥٪ لنفس العام) وبعض من هذه الشركات التى تطرح شرائح منها للاكتتاب العام فى اطار برنامج الخصخصة . وهى تتسم بمحدودية تداول أسهمها إذا ما قورنت بشركات الاكتتاب العام مما يساهم بقدر كبير فى انخفاض معدل دوران الأسهم فى البورصة المصرية . حيث تشير إحصائية مركز معلومات الهيئة العامة لسوق المال ، أن معدل دوران الأسهم (أى عدد الأسهم المقيدة/ عدد الأوراق المالية المتداولة) بلغ ٢٤,٤٪ فى عام ١٩٩٩ وانخفض ليصل الى ١٣,٨٪ عام ٢٠٠٣ . الأمر الذى يعكس صوريه الارتفاع الظاهرى فى نسبة اصدارات الأسهم فى السوق المصرية مع محدودية فرص الاستثمار بالنسبة للمستثمرين .

(٣) بالرغم من موافقة الهيئة العامة لسوق المال على تأسيس شركات جديدة بلغ عددها ١٣٠٧٥ شركة خلال الفترة (١٩٩٣-٢٧/٥/٢٠٠٤) كما وافقت على زيادة الاصدارات لزيادة رأس المال لعدد ٥٤١٤ شركة قائمة إلا أن عدد الأسهم المصدره خلال هذه الفترة يشير الى أن ما نسبته ٣٢٪ من الأسهم يخص الشركات الجديدة ، وما نسبته ٦٨٪ يخص الشركات القائمة التى تمت

الموافقة على زيادة رؤوس أموالها .

(٤) أدى تغير اسلوب تنفيذ برنامج الخصخصة المصرى من اسلوب الطرح للاكتتاب العام الذى اعتمدت عليه الحكومة منذ بدء تنفيذ هذا البرنامج وحتى عام ١٩٩٨ الى اسلوب البيع لمستثمر رئيسى الذى اعتمدت عليه خلال عامى ٢٠٠٠ و٢٠٠١ إلى تراجع وانخفاض حجم وقيمة الاصدارات الجديدة من الأسهم المطروحة فى البورصة المصرية . حيث تشير النشرة الشهرية لبورصة الأوراق المالية (٢٠٠٠) إلى أن اسلوب الخصخصة خلال طرح الاكتتاب العام (الأغلبية) شكل ما نسبته ٦٤,٦٪ من اجمالى عوائد الخصخصة خلال الفترة (٩٥-١٩٩٨) وأن اسلوب البيع لمستثمر رئيسى قد شكل ما نسبته ٩٤,١٪ من اجمالى عوائد الخصخصة خلال عامى ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ . وتشير احدث الاحصائيات إلى أن البيع لمستثمر رئيسى وخلال طرح الاكتتاب للأغلبية فى البورصة قد مثل ٤٣,٥٪ و ٣٥,٢٪ من اجمالى عوائد الخصخصة حتى ٣١ يناير ٢٠٠٥ ، ويلاحظ التراجع النسبى لعملية الخصخصة منذ ١٩٩٨ وحتى الآن مع الانخفاضات المتتالية فى أسعار معظم الأوراق المالية المتداولة بالبورصة وذلك لأسباب قد يكون من بينها المغالاة فى تسعير الأسهم المطروحة فى برنامج الخصخصة .

(٥) تفتقد عملية الطرح للسندات الحكومية المصرية (الخزانة ، الاسكان ، التنمية الدلارية) للآليات اللازمة للترويج لنجاح برنامج الاكتتاب فى الطرح الأول لها مع الاكتفاء بما جرت عليه العادة من اقتصار شراء هذه السندات على نوعيات خاصة من المؤسسات والشركات التى تلزمها لوائحها وأنظمتها الداخلية على استثمار نسبة معينة من احتياطياتها فى السندات الحكومية وبالتالي فهى عمليات محجوبة عن سوق التداول فضلا عن ضعف نسبة هذه السندات مقارنة برأس المال السوقى . حيث تبرز أحدث الاحصاءات للمجلة الاقتصادية للبنك المركزى ان قيمة اصدار السندات الحكومية سواء ممثلة فى سندات الخزانة المقيدة أو غير المقيدة فى ديسمبر ٢٠٠٣ هى ٩,٠٠٠ مليار جنيه بينما قيمة ما تم تداوله ١,٢ مليار جنيه فى يولية/ديسمبر ٢٠٠٣ . وقد يجيء ذلك محصلة لحلول آجال استحقاق بالنسبة لسندات الخزانة وقد تتأثر سندات التنمية الدلارية وسندات الشركات بتغيرات سعر الصرف المقومة على أساسه . وبالتالي فهى عمليات محجوبة عن سوق التداول ولذلك تتسم حركة التعامل عليها بالضعف الشديد . وبالنسبة لسندات الشركات بالرغم من نمو قيمة اصدارها الى حوالى ٣,٩ مليار جنيه فى ديسمبر ٢٠٠٣ إلا أنه قد تظهر بعض

المخاوف بشأن الضوابط التي تحكم اصدار الشركات لهذه السندات بما يضمن حماية مدالح المستثمرين فيها وكذلك المخاطر التي تتعرض لها البنوك من جراء ضمانها لتلك السندات .

ومع ذلك قد يكون من الاجراءات الايجابية التي من المفترض أن تكون قد حسنت ظروف أداء السندات قرارات البنك المركزي المصرى المتعلقة بالسندات واخراجها من نسبة الـ ١٤٪ التي يتعين على البنوك ايداعها فى البنك المركزى ، وكذلك تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب فى الأسعار الذى تعاني منه الأسهم مما يدعم اتجاه البنوك لاعادة توزيع محافظها المالية باعطاء السندات الدولارى وزنا أكبر لتقليل المخاطر الناجمة عن تقلبات سعر صرف الجنيه فى مقابل الدولار ومن ثم تقليل تكلفة التمويل .

(٦) يتسم أداء صناديق الاستثمار بالضعف الشديد ، حيث لم يتجاوز اجمالى رؤوس أموالها مقارنة باجمالى رأس المال السوقي للشركات المقيدة فى البورصة يونية ٢٠٠٣ بنسبة ١,٣٪ مع تراجع دور ونشاط هذه الصناديق منذ ١٩٩٧ وتزايد نسب الاسترداد لدى الصناديق القائمة بما يهدد بتصويتها وانقضائها مما يؤثر سلبيا وبدرجة كبيرة على التعامل فى البورصة المصرية .

(٧) على الرغم من أن سوق الأوراق المالية المصرية أصبحت أكثر نشاطاً من أى وقت مضى حيث تبلغ حالياً القيمة السوقية للأسهم المسجلة فى البورصة ٢٦٠ مليار جنيه مقارنة بـ ١٧٢ مليار جنيه فى نهاية ٢٠٠٣ وذلك حسب تصريح رئيس هيئة سوق المال للأهرام (٣٠ يناير ٢٠٠٥) إلا أنها لا تزال تعاني من التركيز والذى يتمثل فى زيادة نسبة الأوراق المتداولة لعدد قليل من الشركات والقطاعات إلى اجمالى كمية الأسهم المتداولة فى السوق . وهذا ما يؤكد ارتفاع معدلات التداول على أسهم بعض الشركات مثل شركات المحمول (والتي تندرج ضمن قطاع الخدمات) . وعلى مستوى القطاعات ترتفع كذلك حصة الصناعات التحويلية والخدمات فى اجمالى قيمة الأسهم المتداولة بالجنيه لتصل الى ٢٩,٢٪ ، ٢٧,٥٪ على الترتيب، بحيث يمثلان معا حوالى ٥٧٪ من الاجمالى فى يولية/ديسمبر ٢٠٠٣/٢٠٠٤ . ووفقا للنشرة الشهرية لبورصتى القاهرة والاسكندرية عدد يناير ٢٠٠٥ ، تصل نسبة تداول الأسهم النشطة للأسهم العشرة الأكبر فى التداول فى مصر إلى ٦٦,٩٪ وهذه الدرجة من التركيز قد تكون غير مرغوب فيها لأنها تؤثر عكسيا على سيولة السوق (مقارنة بنسبة تركيز أقل من ٢٠٪ فى الأسواق الناضجة) . وينعكس هذا الضعف فى السيولة فى انخفاض عدد العمليات التى تبرم يوميا وعدد أيام التداول فى السنة . وقد تكون الفرصة متاحة

لتحسين سيولة السوق عن طريق التوسع فى صناديق الاستثمار وتشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار فى الأوراق المالية . كما يؤدي خفض فترة تسوية الصفقات الى تحسين السيولة . هذا التركيز فى أنشطة الشركات الأكثر نشاطاً قد لا يكون مرتبطاً بصناعات تصديرية تتمتع بمزايا نسبية أو ترتبط بقطاعات لا تتناسب فيها درجة المخاطر مع نسبة العائد الأمر الذى يلفت الانتباه الى عشوائية بورصة الأوراق المالية فى مصر فى مجال توجيه وتخصيص الاستثمارات .

(٨) قامت وزارة التجارة الخارجية باصدار مؤشر خاص لمتابعة أداء الأسهم النشطة المدرجة بآلية تحريك الحدود السعرية . حيث يهدف المؤشر الى متابعة أداء السهم وأثره على باقى مؤشرات البورصة واجماليات التداول للسوق المصرية ، ويتضمن المؤشر الاثنى عشر سهما التى تشكل حوالى ١٢٪ من اجمالى رأس المال السوقى فى نهاية يونية ٢٠٠٢ (تخص اسهم البنك التجارى الدولى ، البنك المصرى الأمريكى ، البنك الوطنى المصرى ، مدينة الانتاج الاعلامى ، البويات والصناعات الكيماوية، اوراسكوم للاتصالات ، المصرية لخدمات التليفون المحمول ، السويس للأسمنت ، اوراسكوم للانشاء والصناعة ، بنك مصر الدولى ، مدينة نصر للاسكان والتعمير ، البنك المصرى لتنمية الصادرات) . فقد ادى تطبيق هذه الآلية الجديدة إلى وصول أسعار الأسهم الى نقطة التوازن والذى انعكس على انخفاض معدل تقلب الاسعار مقارنة بالفترة ما قبل تطبيق الآلية .

(٩) تشير مؤشرات تدفق رأس المال الاجنبى والمشاركة الأجنبية الى ارتفاع مشاركة ونشاط الأجانب لتستحوذ على حوالى ٤٩٪ من اجمالى قيمة التداول لعام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ متراجع إلى ٣٢٪ فى يناير ٢٠٠٥ ، وذلك مقارنة بمساهمة تصل الى ١٩٪ خلال عام ٢٠٠٢ وذلك رغم تدهور قيمة الجنية المصرى والركود النسبى الذى عانى منه الاقتصاد المصرى خلال تلك السنوات الامر الذى يفسر فى ضوء تنفيذ بعض الصفقات والعمليات مثل اكسون موبيل والاهرام للمشروبات وغيرها . ويبرز الدور المحدود لهذه الاستثمارات الاجنبية فى تمويل اقامة اصول جديدة وتركز دورها فى تداول اوراق مالية لأصول قائمة ويقابل ذلك تحقيقها لأرباح ونزوحها من الداخل الى الخارج مما يتطلب وضع ضوابط على حركة الاستثمارات الأجنبية لتسريع النمو فى الاقتصاد الحقيقى خاصة وان احدث الاحصاءات فى يناير ٢٠٠٥ تشير إلى استحواذ الاجانب على ٥٣٪ من قيمة التداول كباينين مقابل ٤٧٪ من قيمة التداول كمشتريين .

(١٠) توضح التحليلات الخاصة بالعائد - المخاطرة ان البورصة المصرية مقارنة بالأسواق

الناشئة عام ٢٠٠٢ قد حققت عنصر مخاطرة قدره ٠,٨٧٪ مقارنة بأعلى عنصر مخاطرة فى الأرجنتين وتركيا والبرازيل قدره ٣,٦٥٪ و ٣,٤٥٪ و ٢,٦٦٪ ، على الترتيب ومع اقل عنصر مخاطرة بلغ ٠,٦٪ فى البحرين . من ناحية اخرى حققت مصر اقل عائد سلبى بلغ ١,٧٪ مقارنة بأقل عائد سلبى بلغ ٠,٤٪ لنيجيريا .

انطلاقاً من التحليلات السابقة المتعلقة بخصائص وأداء سوق الأوراق المالية المصرية يمكن استنتاج العديد من المشاكل والمعوقات التى تؤثر على نشاط هذه السوق فقد تكون معوقات تنظيمية، إجرائية ، سياسية ، هيكلية والتى تطرح بدورها تساؤلات يتعين الاجابة عليها من أجل اقتراح أسس لتطوير هذه السوق . يمكن الاشارة اليها فى إطار المحاور التالية :

المحور الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية

يعرف السوق الكفء بأنه ذلك السوق الذى يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا والراغبين فى تعظيم أرباحهم وأن أسعار الأوراق المالية بهذا السوق تعكس بالكامل جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والحالية بحيث تعكس القيمة السوقية للسهم حقيقة الأداء الاقتصادى للشركات المصدرة للأوراق المالية . وهذا ينطوى على أربعة مقومات للسوق الكفء : دقة وسرعة وصول المعلومات ، كفاءة التشغيل والتسعير للصفقات ، السيولة أى سرعة إبرام الصفقات ، العدالة أى اعطاء فرص متساوية للمتعاملين فى الحصول على المعلومات المتاحة حول ورقة مالية معينة .

وإذا ما تابعنا المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الأوراق المالية الذى تعده الهيئة العامة لسوق المال لوجدنا أن المؤشر قد سجل ارتفاعا بمعدل ٢٥,٦٪ ليصل الى ٧٩١,٩ نقطة فى نهاية نوفمبر ٢٠٠٣ مقابل ٦٣٠,٤ نقطة فى نهاية نوفمبر ٢٠٠٢ ، كما ارتفع مؤشر أسعار بورصة الأوراق المالية (Case 30) والذى يحتوى على أكثر من ٣٠ شركة من حيث السيولة والنشاط، وقد تم حسابه فى ١٩٩٨/١/١ وكانت قيمته فى هذا التاريخ ١٠٠٠ نقطة بمعدل ١٢٣,٩٪ ليصل الى ١١٠٤,٧ نقطة فى نوفمبر ٢٠٠٣ مقابل ٤٩٣,٥ نقطة فى نهاية نوفمبر ٢٠٠٢ ثم ليسجل ٣٥٠,٨ نقطة فى ٢٠٠٥/١٢/٣١ مقابل ٢٥٦٨ نقطة فى ٢٠٠٤/١٢/٣٠ . أى بمعدل ٣٦,٦٪ خلال شهر واحد.

ويطرح هذا المحور بعض الاستفسارات التالية :

- ١- هل تعبير الشركات المثلة فى مؤشر سوق المال عن الوضع الحقيقى للاقتصاد المصرى وتطوراتہ؟
- ٢- لأى مدى يعكس التحسن الحالى فى مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية من حيث ارتفاع نسبة الإفصاح والشفافية وحرية تداول المعلومات؟
- ٣- وهل يمكن تقسيم المتعاملين فى السوق المصرى للأوراق المالية الى مضاربين ومتأمرين ومستثمرين جادين وما هى بالتقريب الشريحة المهيمنة ؟
- ٤- وهل لدى المواطن المصرى الوعى الكافى بأنشطة البورصة، وما هو السبيل لرفع مستوى هذا الوعى ؟ وهل يمكن أن يلعب الاعلام دوراً فى هذا الاتجاه ؟

المحور الثانى : الإطار التنظيمى والاجرائى

لتنشيط البورصة وخلق الثقة فيها وتوافر عنصر الأمن والطمأنينة الى سلامة التعامل فى السوق ولتجنب المخالفات الشائعة مثل التلاعب بأسهم صغار المستثمرين، وتسريب المعلومات الداخلية، والتزوير بلا رادع فى شكل شهادات بنكية . . . اصدرت الحكومة التشريعات الأخيرة والمتصلة فى قانون الايداع والحفظ المركزى والذى استحدثت بنداً يشترط فيه قصر نشاط تداول الأوراق المالية على الشركات المسجلة فى البورصة أو الشركات الأجنبية التى تكون مقيدة فى بورصات دولها . ومنع كذلك تداول أعضاء مجالس إدارات الشركات والعاملين فيها وأزواجهم وأولادهم من التعامل فى الأوراق المالية إلا بعد موافقة مجلس إدارة الشركة . وفى هذا الشأن تثار التساؤلات التالية :

- ١- هل شروط القيد التى ينطوى عليها قانون الايداع المركزى والتى رفعت الحد الأدنى لرأس مال أى شركة مسجلة فى البورصة المصرية الى ٣٠ مليون جنيه تم الالتزام بها ؟ علماً بأن الاحصاءات تشير الى أن أكثر من ٥٠٪ من الشركات المقيدة حتى اكتوبر ٢٠٠١ لا يتجاوز رأسمالها المليون جنيه . وهل يعنى ذلك أن شروط القيد تتسم بالتساهل الشديد؟ وهل يمكن التفكير فى دمج الشركات صغيرة الحجم وفتح الشركات المغلقة العائلية للتغلب على مشكلة الحد الأدنى للقيد ؟ وهل يمكن من خلال تحديث قوانين الشركات ووضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة وتداول

أسهمها المساهمة فى حل هذه المشكلة ؟

٢- كيف يمكن تطوير وتفعيل الدور الرقابى لهيئة سوق المال لكى يتم اكتشاف التجاوزات التى ترتكبها شركات الأوراق المالية أو الشركات المقيدة قبل أن تتفاقم ؟ وهل دور لجان التفتيش الدورية التابعة للهيئة فى الرقابة على شركات السمسرة يعد قائما ؟ وهل خطوط الاتصال وتدفق المعلومات على المستويات الادارية والاشرفية تعد واضحة ؟

٣- من الأمور التى تشهد جدلاً هى متى يمكن الافصح عن عمليات الاستحواذ ؟ وهل فى مرحلة المفاوضات أو فى المرحلة التى تليها ؟ وما هو دور الهيئة فى حماية المتعاملين ؟

٤- هل العلاقة بين ادارة البورصة وهيئة سوق المال باعتبارها الجهة المسئولة عن عمليات الاشراف والرقابة على اعمال السوق والجهة الادارية التى يتبعانها واضحة على الخريطة التنظيمية لسوق الأوراق المالية ؟. وإذا علمنا مؤخراً أن أحدث تطوير مؤسسى تم بضم قطاعات سوق المال والتأمين والتمويل العقارى كمؤسسات مالية غير مصرفية تحت إشراف وزارة الاستثمار هل يعد ذلك تطويراً تنظيمياً ايجابياً لأنشطة التمويل متوسط وطويل الأجل؟ وما هى الآثار المرتقبة لهذه التغييرات على حركة سوق الأوراق المالية ؟ وهل هيكل الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بأوزانها النسبية الحالية بحاجة الى تغيير (شركات السمسرة ، ادارة صناديق الاستثمار ، المقاصة، الوساطة والسمسرة ، نشر المعلومات ٠٠٠ الخ) . ؟

٥- هل نحتاج هيئة سوق المال والبورصة فى الإشراف واحكام الرقابة على أنشطة السماسرة ، والوسطاء المعاونين بما لا يخل باحكام المادة (٣٥) من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية؟

٦- من المعروف أن مشروع القانون الجديد لسوق المال يضم باباً مستقلاً لحماية حقوق الأقليات هل يكفل مشروع القانون الجديد لسوق المال مراعاة إلزام المستثمر الاستراتيجى الذى يشتري غالبية أسهم الشركة بشراء كامل أسهم صغار المستثمرين ؟ وهل فى حالات عدم توزيع الأرباح يحق الطعن فى قرار مجلس الإدارة ؟

٧- هل هناك جدوى لخلق شركات صانعة السوق فى البورصة المصرية؟ وهل من الضرورى أن تكون هذه الشركات (أو الصناديق) حكومية؟ وما هو الحد الأدنى لرأسمالها المطلوب لشراء الأسهم؟ وما هى الضوابط التى يتعين أن تخضع لها الشركات (أو الصناديق) لتفادى الغش والتلاعب؟

٨- هل من الضروري وضع ضوابط على التحرير المالى وبالتالى على تعاملات الأجانب فى البورصة ؟ وهل يمكن الاستفادة من خبرات بعض دول العالم فى وضع شرائح ضريبية على أرباح الأجانب فى البورصة بحيث ترتبط عكسيا مع فترة البقاء وتقل كلما طالت فترة بقاء هذه الأموال ؟

٩- ما هو تأثير اتفاقيات الربط بين بورصة مصر والبورصات العربية (الكويت - لبنان) على تحسين أداء البورصة المصرية وجذب الاستثمارات العربية ؟ وهل هذه الاتفاقية الثلاثية يمكن اعتبارها نواه لسوق مالية عربية مشتركة ؟ وما هى الجوانب المؤسسية المطلوب توافرها لتحقيق أهداف الاتفاقية المتعددة الأطراف ؟

١٠- مع ما هو معروف عن انخفاض القدرة على التداول ونقل الملكية فى البورصة المصرية . هل الجهود المبذولة مؤخراً فى مجال إدخال التكنولوجيا لسوق المال - والتى يطلق عليها المشروع الجديد لتطبيق الحكومة الالكترونية والذي يتم تنفيذه مع وزارة التنمية الادارية - تعد كافية لحل مشاكل بقاء التسويات وكثرة الاجراءات ؟ وهل الكوادر البشرية العاملة حالياً فى البورصة المصرية مؤهلة وتستطيع الاستيعاب السريع لتكنولوجيا الربط الالكترونى وإدارة المحافظ الاستثمارية ؟

١١- هل تعتبر الرسوم المفروضة بالقانون على تأسيس الشركات - والتى يقابلها خدمات توديتها هيئة سوق المال لهذه الشركات - مبالغاً فيها ؟ وتتناقض مع أهداف الهيئة فى تقديم خدمات عامة دون تحقيق أرباح ؟ وهل التحديد الإدارى للحددين الأدنى والأعلى لعمولات شركات السمسرة ومقابل الخدمات عن العمليات فى البورصة يتناقض مع آليات السوق الحر ويحد من أنشطة السوق ؟

المحور الثالث : السياسات الاقتصادية المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية

قد يحدث ان تتعارض السياسات والإجراءات مع بعضها ، فبينما تعمل السياسة المالية من خلال ادواتها على تنشيط حركة التداول للأوراق المالية ، نجد ان السياسة النقدية تعمل على تشجيع الايداعات بالبنوك من خلال زيادة سعر الفائدة على الودائع فى البنوك وصناديق الادخار . حيث ان الارتفاع المتتالى لأسعار الفائدة قد جعل أدوات البنوك اكثر ربحية من أدوات سوق رأس المال وذلك من خلال إطلاق حرية كل بنك لتحديد هيكل أسعار الفائدة الخاصة به . بينما سعر الخصم يمثل سعر إقراض البنك المركزى للبنوك ويمثل أحد مكونات السياسة النقدية من خلال كونه أحد أدوات البنك المركزى فى التحكم فى كمية النقود وحجم الائتمان ويقترن زيادته أو تخفيضه بالحالة الاقتصادية الراهنة ومحاولة تغييرها من خلال التأثير على القدرة الائتمانية للبنوك وعلى حجم النقد المتاح لديها

وعلى فرص الاستثمار وما لذلك من اثر نهائى على الأسعار السوقية للأوراق المالية . من ناحية أخرى يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التى تؤثر على الاستقرار الاقتصادى العام ومن ثم على اداء سوق الأوراق المالية . وسعر الصرف يعد من أهم العوامل التى تهتم بها الاستثمارات الاجنبية نظراً لتأثيره المباشر على القيمة النهائية للاستثمار عند تحويل العوائد خارج البلد محل الاستثمار - حيث ان عائد الاستثمار فى الاسواق الناشئة يساوى العائد على الاستثمار مضافاً اليه العائد الناتج عن تغيير قيمة العملة المقوم بها الاستثمار .

وقد يلقي السياق السابق الضوء حول أهمية دعم الجهاز المصرفى والمؤسسات المالية الأخرى لسوق الأوراق المالية فى مجال الخدمات الاستشارية والترويج للمشروعات وتأهيل الكوادر العاملة فى هذا المجال فضلاً عن فعالية السياسات الاقتصادية وقد يرتبط بذلك الشأن طرح العديد من الأفكار والتساؤلات :

١- ما هى محددات قرار الاستثمار السليم ؟ وكيفية حساب القيمة الحقيقية للسهم؟

٢- وفى اطار برنامج الخصخصة وتقييم عمليات بيع شركات قطاع الأعمال العام من خلال سوق الأوراق المالية هل تم اخذ مفهوم بدل المخاطرة (العائد الخالى الخطر) فى تحديد قيمة اسهم شركات قطاع الأعمال العام لتعظيم عائد البيع ؟ وهل استخدم هذا العائد بصورة فعالة فى خلق استثمارات جديدة ؟ وإذا كان هناك اخفاق فى المرحلة الماضية فى توظيف عوائد الخصخصة وفقاً للمنطق الاقتصادى هل ستكون الدولة مستعدة لعدم تكرار ذلك فى المرحلة الحالية والمقبلة ؟

٣- هل يمكن ربط تمويل العجز فى الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية ؟ وهل سيكون لادخال نظام التوريق هذا العام بتحويل الحقوق المالية الآجلة للبنوك العقارية الى سندات وتطوير سوق الأوراق المالية الحكومية من خلال اصدار سندات الخزانة (باعتبارها معدومة المخاطر) والتعامل معها من خلال نظام المتعاملين الرئيسيين حيث تشكل هذه السندات المقياس الذى يتم استناداً اليه تسعير سندات الشركات وسندات التوريق والتى تغطى مدداً وأجالاتاً مختلفة تصل الى عشرين عاماً. وكصناع لسوق السندات وكضامنين لتغطية السندات فى سوقى الاصدار والتداول، هل سيكون لادخال هذا النظام دور فعال فى تنشيط سوق الأوراق المالية وتغطية العجز فى الموازنة العامة من موارد حقيقية؟

٤- هناك ادعاء بأن البدء بتطبيق بعض الأدوات المالية الجديدة مثل الشراء بالهامش وبيع الأوراق المالية المقترضة سينطوى على تنشيط لسوق الأوراق المالية ما هو المقصود بهذه الأدوات وآليات عملها والشروط المطلوب تحقيقها لنجاح تشغيلها ؟

٥- ما هي مضامين انضمام شركات الأوراق المالية هذا العام لعضوية صندوق حماية المتعاملين فى الأوراق المالية من المخاطر غير التجارية ؟

المحور الرابع : الجهاز المصرفى و تطوير سوق الأوراق المالية

١- هل تميز دور الجهاز المصرفى بالفاعلية فى تنمية وتنشيط البورصة خلال الفترة السابقة؟ وهل مثل النشاط الاستثمارى للبنوك التجارية فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية نسبة محسوسة مقارنة بباقى اوجه نشاطاتها ؟

٢- هل تميز دور بنك الاستثمار القومى بالمرونة الكافية فى ممارسة اعماله فى ضمان استخدام أموال الأوعية الادخارية فى أغراض الاستثمار والمشاركة فى تعبئة المدخرات المحلية ورؤوس الأموال الأجنبية اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية ؟ وهل قام قطاع التأمين فى مصر (الهيئة القومية للتأمين الاجتماعى، شركات التأمين وصناديق التأمين الخاصة) بالدور المرجو منه فى توظيف جزء من أمواله فى تكوين محافظ للأوراق المالية وتحريكها فى سوق التداول أم تركز دوره فى ايداع النسبة الأكبر من توظيفاته الاستثمارية لدى بنك الاستثمار القومى ؟ وهل سيغير بنك الاستثمار القومى من آليات عمله خلال المرحلة المقبلة؟

٣- كيف يمكن تفعيل دور الجهاز المصرفى من خلال دور البنوك فى تطوير سوق الأوراق المالية من خلال الترويج للمشروعات ، وتغطية الاكتتاب وتدوير المحافظ وتقديم الاستشارات؟ وهل يمكن للبنوك القيام بدور صانع السوق؟

٤- ماذا يعنى تطوير النظام المصرفى الحالى بالنسبة لتطوير العمل بسوق الأوراق المالية خاصة فى المرحلة المقبلة المرتبطة بالعملة وفتح الأسواق عن طريق الدمج أو التطوير وإدخال نظم تحديث الرقابة البنكية وإدخال أدوات جديدة مثل العقود المستقبلية والآجلة ، أسعار الصرف الآجلة مع التوسع فى أنشطة التأجير التمولى من خلال عمليات الوساطة المالية وزيادة السيولة ومنح القروض وجذب الودائع وخفض معدلات الفائدة ؟

٥- هل يعنى تحقق الاستقرار في سعر صرف الجنيه خلال الفترة القادمة الوصول لمزيد من فرص الجذب لرأس المال الاجنبي للتعامل في سوق الأوراق المالية ولتنشيط عملياته ؟ وهل تتوافر داخل سوق الأوراق المالية المصرية كسوق ناشئة مقومات عدم التأثر بالأزمات المالية العالمية مع تزايد الاندماج في الأسواق العالمية ؟

عبد الفتاح ناصف

الحقيقة نحن في كل دائرة حوار نترك الحرية للمتحدث فيما اذا كان يود التركيز على محور أو على أكثر من محور، دائما الرغبة تكون بأن تترك له الحرية لابداء رأيه لأى تساؤلات في المحاور المختلفة .

ياسر حسن

بسم الله الرحمن الرحيم .. أولا أشكر حضراتكم على دعوتى ، وأشكر د. فادية على ورقة المناقشة والاسئلة التى طرحتها.

أود الحديث في نقطة قبل الدخول الى موضوع سوق الأوراق المالية. دعنا نتفق على أن الهدف في النهاية هو تنمية الاقتصاد الحقيقي ، وإذا اتفقنا على هذا ، فإنه لا بد أن نتفق على أن سوق الأوراق المالية ما هو إلا وسيلة لتحقيق التنمية ودفع النمو في الاقتصاد القومي . وبالتالي فإننى أرى أن أهداف سوق الأوراق المالية هدفان يتفرع منهما أهداف أخرى:

١- توفير تمويل للقطاعات المنتجة لاسيما التمويل طويل الأجل الذى يتحقق من عدد من الأدوات المالية منها أدوات الدين مثل السندات بكافة أنواعها ، والسندات قابلة التحويل ، والمجموعة الأخرى مجموعة الأسهم أو أدوات حقوق الملكية او الأسهم وأسهم ممتازة وقد يتفرع منها بعض الأنواع المتقدمة .

٢- تقليل تكلفة التمويل فيمكن أن أقترض من البنك مباشرة ، لكن الاقتراض المباشر من سوق الأوراق المالية وسوق المال على وجه التحديد من شأنه تخفيض تكلفة التمويل بالنسبة للمقترض عن طريق رفع حلقة الوساطة المالية بخروج البنوك ، لأن وجود البنوك يؤدي الى وجود تكلفة لا بد أن يربح ولديه اعباء ادارية .. الخ وبالتالي عند خروج البنك من هذه الحلقة أصبحت العلاقة مباشرة بين

هذان هما الهدفان الأول توفير تمويل طويل الاجل يساعد على عملية الاستثمار والثاني تكلفة تكون معقولة للتشجيع ، أما البورصة وارتفاع اسعار الأسهم ونشاط حركة التداول ... الخ. فليس هدفا في حد ذاته وليس له قيمة مضافة فى الاقتصاد تذكر ، انما هو وسيلة هامة جدا للوصول الى هذين الهدفين فى توفير عملية التكلفة .

د. فادية أشارت فى وصف السوق وخصائصه إلى أهمية دخول الاستثمار الاجنبى من خلال البورصة وهو مهم لأن معدلات الادخار لدينا أقل مما يجب لكى تدفعنا للاستثمار فبالتالى نحن نحاول زيادة الموارد ، والاستثمارات الأجنبية بلاشك هذه هى أحد الوسائل.

وإذا تكلمنا عن الأستثمارات الأجنبية لابد أن نفرق بين نوعين :

استثمار مباشر Direct Investment وهذا هو المطلوب لأنه يقيم مشروعات ويستمر فترة طويلة ، وبين دخول وخروج الاستثمارات بسرعة للاستفادة من تقلبات الأسعار وهى ما يطلق عليها Hot Money وهذا قد يساعدنا فى بعض الأحوال ، لكن مدته قصيرة وليس هو الهدف على المدى الطويل لاحداث تنمية اقتصادية أو تحقيق معدل نمو حقيقى فى الاقتصاد .

النقطة المرتبطة بهذا هى سوق الصرف ، هل ثبات سعر الصرف هو المحرك الأساسى لدخول المستثمر الأجنبى أم لا ؟ هو بلاشك يؤثر لكن ما يهم المستثمر الأجنبى ليس ثبات سعر الصرف بالدرجة الأولى لكن آلية الخروج وتوافر الموارد أو النقد الأجنبى عند الخروج بغض النظر عن السعر لأن تقلبات سعر الصرف هى أحد مخاطر الاستثمار وهو يستطيع حساب ذلك فى معدلات العائد المطلوب ، انما ما يهمه بالدرجة الأولى وجود آلية للخروج سريعة توفر له المبلغ ، ماهو السعر ؟ هو يضبط ذلك ويدخله فى معادلة الاستثمار له ، يدخل فى التكلفة أو العائد وأعتقد أنه يوجد حاليا آلية جيدة تتم بين بنوك المقاصة البنك الأهلى وبنك مصر وانضم اليهما بنكان آخران بحيث أن أى مستثمر اجنبى يريد الخروج توفر له العملة الاجنبية من خلال هذه الالية.

فى الجزء الخاص بخصائص السوق يلاحظ أن عدد الشركات المساهمة التى تم تأسيسها قد يبدو كبيرا إنما الورقة أثارَت نقطة فى غاية الأهمية وهى ان كثيراً من هذه الشركات مغلقة ، شركات عائلية ولا يتم تداول أسهمها وتؤسس كشركات مساهمة لكى تستفيد من الإعفاءات الضريبية الموجودة وهى ١٠٪ على رموس الأموال ، لكن لا أستطيع أن اعتبرها سهما عليه تداول نشط وعليه

تداول فى سوق الأوراق المالية .

ولكن يكون هناك حركة فى سوق الأوراق المالية على اسهم هذه الشركات ولكى يستطيع المساهم أن يدخل فى هذه الكيانات ويشتري أسهماً فهذا يتطلب تغييراً فى ثقافة المجتمع ، لابد أن تفهم الناس مامعنى الأسهم ؟ وماهى مخاطرها ؟ هذا من ناحية المساهم ، اما من ناحية الشركات . المصدره لابد من أن تدرك الشركات مزايا التمويل من خلال سوق الأوراق المالية ، كثير من رجال الأعمال أو العائلات تمتلك شركات مؤهلة لإصدار أسهم فى السوق ، لكنها تخاف لعدم معرفتها بفائدة ذلك ، والقليل جدا من هذه الشركات انفتح على السوق.

نقطة أخرى أثبتت أن ٦٨٪ من الإصدارات تخص شركات قائمة أو زيادات فى رموس الأموال لشركات قائمة ، ليس هناك مانع فى ذلك ، نعم نريد أن نرى شركات جديدة تدخل السوق ، لكن مكنت سوق الأوراق المالية عدداً من الشركات من زيادة رموس أموالها من خلال هذا السوق ، فليس هذا مشكلة ونعتبرها نقطة ايجابية .

الخصخصة والطرح من خلال سوق الأوراق المالية أو من خلال مستثمر استراتيجى ، هذه وسيلة اخرى ، كل شركة يتم خصخصتها لها الأسلوب الذى يناسبها فى البيع ، فى بعض الأوقات يكون البيع فى سوق الأوراق المالية الأفضل اذا توفرت شركة قائمة ذات ادارة جيدة ، بعض الشركات الأخرى ذات الدرجة العالية من التخصص وبها Know How علم بالادارة وفتياتها عالية قد يكون من الأفضل بيعها لمستثمر استراتيجى لكى أحقق مصلحة الاستثمار فطرح الشركات فى البورصة من خلال اصدار الأسهم ليس بالضرورة هو الأسلوب الأمثل لعمليات الخصخصة بل نستطيع أن ندعى أن بعض الشركات التى طرحت اسهمها للعامة كان لايجب طرحها فى سوق الأوراق المالية ، وكان يجب اصلاحها قبل بيعها أو بيعها لمستثمر استراتيجى .

موضوع صناديق الاستثمار ، صندوق الاستثمار هو وسيلة جيدة خاصة للمستثمر أو المدخر الصغير ، لا أستطيع اعتبارها ورقة مالية فى حد ذاتها لأنها ليست الا عبارة عن محفظة من الأوراق المالية جيدة من الأسهم المتداولة ، صغر رموس اموالها وتزايد نسب الاسترداد يتوقف على حالة السوق ، واذا نظرنا من عام ١٩٩٨ حتى عام ٢٠٠٣ نجد ان حالة سوق الأوراق المالية لم تكن جيدة . التجربة التى مر بها صغار المستثمرين الذين استثمروا فى السوق فى توقيت خطأ وخرجوا فى توقيت

خاطىء وخسروا رموس أموالهم لذلك لم نكن نتوقع زيادة رموس أموال هذه الصناديق.

لكن بدءاً من نهاية عام ٢٠٠٤ والشهور الثلاثة الأولى من عام ٢٠٠٥ أعتقد أن الأوضاع انعكست وأن هناك اناسا كثيرين دخلت فى هذه الصناديق ، شهد عام ٢٠٠٥ تأسيس صناديق استثمار أخرى أعتقد ثلاثة على الأقل بنوعيات مختلفة ، يعنى ذلك أن تزايد الاستثمار من خلال هذه الصناديق مرتبط أساسا بأداء سوق الأوراق المالية ولا أستطيع أن أقول إن هذه ورقة مالية مستقلة أو فى معزل عن السوق.

هل المطلوب تنشيط صناديق الاستثمار وجعل الناس تدخل من خلال هذه الصناديق أفضل من الاستثمار المباشر ؟ بالنسبة لحالة السوق فى مصر وهيكل المستثمرين فى البورصة أعتقد أنه مطلوب خاصة أن لدينا عدداً كبيراً يفتقر الخبرة والدراية بمخاطر الأوراق المالية ، فنظراً لأنه يسلم أمواله إلى صندوق استثمار له مدير محترف ويعرف كيف يدير هذه المحفظة ، قد يكون أفضل فى حالات كثيرة. وأعود ثانية إلى أن ذلك قد يكون فى حاجة إلى نوع من التغيير فى ثقافة الاستثمار الموجودة فى المجتمع وتوعيته.

ايضا تشير الورقة إلى أن هناك تركزاً فى الشركات ، وهذه نقطة مهمة جدا وترجع إلى عمق السوق حيث إن السوق لدينا لا يتسم بالعمق ، ولدينا عدد قليل من الشركات تستحوذ على حجم التداول ورأس المال السوقى الكبير ، اذا حدثت مشكلة فى هذه الشركات ستحدث مشكلة فى السوق، لذلك فإننى متفق تماما مع النقطة التى تطالب بتنوع الأوراق المالية الموجودة أو عدد اصدارات الأسهم لكى يكون السوق أكثر عمقا ولكى لا يكون من السهل اهتزازه اذا حدث شىء لشركة أو شركتين.

اذا انتقلت للمحاور الأربعة الموجودة بالورقة ، سريعا سأمر على أكبر قدر من الاسئلة.

المحور الأول الخاص بكفاءة سوق الأوراق المالية ، الكفاءة أو نظرية الـ Efficiency لدينا ثلاث درجات من الكفاءة ، ممكن يكون السوق Strong form of Efficiency كفاءة عالية أو Semi-Strong كفاءة متوسطة ، أو Weak form كفاءة ضعيفة ، وليس هناك أى سوق أوراق مالية فى العالم كفء بدرجة ١٠٠٪ ، لكن هناك درجات متفاوتة ، وطبعاً درجة الكفاءة هذه عنصر مهم جدا كما أشارت الورقة وهى تتعلق بالشفافية ودقة وسرعة وصول المعلومات للمستثمر وتأثير ذلك

على القرارات التي يتخذها .

طبعاً نحن لسنا عند الـ Strong form الدرجة العالية من الكفاءة وقد نكون تخطينا مرحلة الكفاءة الضعيفة فنحن عند درجة الكفاءة المتوسطة لأن لدينا قانوناً ينظم الإفصاح ، والشركات الى حد كبير جداً ملتزمة بمعايير الإفصاح .

السؤال الأول في هذا المحور هل تعبر الشركات الممثلة في مؤشر سوق المال عن الوضع الحقيقي للاقتصاد المصري وتطوراته ؟ ترتبط أسعار الأسهم والأوراق المالية بعدد من العوامل ، من ضمنها أداء هذه الشركات وبلاشك أن أداؤها وأرقامها المالية ومراكزها المالية التي تعلن تؤثر في أسعار أسهمها ، وإذا عملنا Event Analysis بالنظر للأحداث التي تحدث وعند محاولة الربط بين تاريخ نشر القوائم المالية ومانشر فيها وما تعبر عنه القوائم المالية وانعكاساتها على أسعار الأسهم، نجد أن عدداً من الشركات عام ٢٠٠٥ عندما بدأت تظهر أخبار أداؤها ، انعكس ذلك بدرجة كبيرة جداً على أسعار الأسهم .

يحضرنى مثال في ذلك ، في إحدى الشركات الاستثمارية للحديد والصلب عندما تحرك السعر من ٤٠٠ جنيه ليصل حالياً إلى ٨٠٠ جنيه ، وهناك توقعات بالزيادة نظراً لأن الشركة قد حققت طفرة كبيرة في ربحيتها ، حيث بلغت ١,٢ مليار جنيه عام ٢٠٠٤ ، فهذا مؤشر طبيعي وهذا يعيدني إلى أن درجة الكفاءة للسوق ليست سيئة بدليل وضع هذه الشركة ، وهناك أمثلة أخرى لشركات ارتبط تحسن أسعار أسهمها بما حققته من أداء جيد في السوق .

على نفس هذا المحور ونفس هذا السؤال هل هناك عوامل أخرى تؤثر في أسعار الأسهم؟ بلا شك يتأثر لدينا العرض والطلب بالشائعات ، بحكم تكويننا النفسى قد نلهث وراء معلومات من مصادر غير موثوق فيها دون تحليلها ، مثال على ذلك عندما أعلنت شركة اوراسكوم للسياحة عن عزمها على إصدار شهادات GDR ارتفع سعر السهم من ٢٠ جنيه إلى ٦٠ جنيه خلال عشرة أيام ، وكان هذا مجرد تكفير من الشركة وليس قراراً ، هذا يظهر تحرك السوق نتيجة معلومة لم يتم تحليلها بصورة جيدة ، في الجانب الآخر عندما وصل السعر إلى ٥٨ أو ٦٠ جنيه حدثت حركة بيع عكسية فعاد السعر مرة أخرى إلى مستوى الثلاثين جنيهها ، ومن ثم هناك حركة ورد فعل يحدث لسعر السهم بعضها صحيح وبعضها غير صحيح ، وهناك شائعات أيضاً تؤثر على العرض والطلب في أسعار

السوق.

فيما يخص المؤشرات أعتقد أن تكوين المؤشر الجديد وتغييره ومكوناته يعبر الى حد كبير جدا عن السوق، فالمؤشر عبارة عن عينة ممثله، فهل هذه العينة ممثلة لأداء السوق وهناك مؤشرات اخرى والمؤشرات تختلف، وهناك شركات خاصة عملت مؤشرات أخرى، قد تختلف، قد نتفق على أى مؤشر نسير عليه.

وبالتالى بالنسبة للسؤال الثانى، إلى أى مدى يعكس التحسن الحالى كفاءة السوق؟ لأستطيع الادعاء بأننا عند مستوى الكفاءة العالية Strong form Efficiency أو الكفاءة المتدنية Weak form Efficiency نحن فى المنطقة Semi-Strong بمعنى عند مستوى كفاءة مقبولة.

فيما يخص الاجابة على السؤالين الثالث والرابع ، هل يمكن تقسيم المتعاملين إلى مضارين ومتآمرين ومستثمرين؟ ليس لنا علاقة بالمتآمرين، لكن مضارين ومستثمرين نعم: أى سوق يمكن ان ينقسم الى فئة تعمل على تحركات الأسعار وهناك فئة أخرى تمثل مستثمرى الاجل الطويل تقوم بدراسة الشركة جيدا وتخصص الاموال وتترك الشركات تعمل وتتغاضى عن التذبذبات التى تحدث : ومن ثم فالغالبية لدينا تعمل فى نطاق المضاربة نتيجة لعدم ترسخ السوق بدرجة كافية.

هل لدى المواطن وعى كافى بأنشطة البورصة ؟ أعتقد أن هذا السؤال فى غاية الأهمية والواضح لنا أن الوعى ليس على الدرجة العالية ومطلوب منا تكثيف الجهد على كافة المحاور بدءاً من المدرسة إلى الجامعة إلى الشركات الداخلة فى السوق الى البنوك ، يكون ذلك من خلال ادخال منهج بورصات وأوراق مالية فى المدارس والجامعات ، أو عمل ندوات أو أى وسيلة من وسائل التثقيف لا بد من العمل على هذا المحور لأن هذه الجزئية ناقصة جدا ليس على مستوى المواطن العادى فقط ولكن ايضا على مستوى المديرين الماليين لبعض الشركات .

فى احدى المرات كنا نتكلم فى مناقشة علمية جادة فكنت أكلم احد مديرى الشركات واطلب منه التفكير فى اصدار سندات رد قائلا نحن لانريد أن نبيع الشركة والموضوع ليس له علاقة مطلقا ببيع الشركة وهذا مدير مالى فمستوى الوعى والثقافة يحتاج جهد كبير .

إذا انتقلت للمحور الثانى الخاص بالاطار التنظيمى والاجرائى ، يجب أن نعترف بحقيقة انه منذ نهاية التسعينات حتى الآن هناك عملية updating تحديث وقوانين جديدة ولوائح ، ولائحة سوق

المال قد تغيرت وازيف إليها وحذف منها كما أن قانون سوق المال الصادر عام ١٩٩٢ فيه من المرونة بحيث يجوز تعديل اللائحة وازافة بنود إليها دون الرجوع الى مجلس الشعب مرة أخرى ، وهذا مطلوب جدا لأن طبيعة الأسواق المالية لاتتحمل التأخير للعرض على المجلس وخلافه ، وأضيف ايضا قانون الايداع والحفظ المركزي وبرغم الجدل الذي اثير حوله، لكنه صدر.

وقانون الايداع والحفظ المركزي هدفه تنظيم عملية التداول وحفظ الأوراق المالية وغيرها من النظم الموجودة من نظام Book keepers إلى نظام أمناء حفظ ، والواقع ان وضع شروط قاسية قليلا أغضبت بعض القائمين بالسوق من شركات السمسرة وشركات ال Bookkeepers لأنها أخذت الشغل منهم وهم بصفة أساسية معظمهم بنوك وهناك شركتان رموس أموالهما كبيرة أخذتا هذا الترخيص.

هذا القانون هدفه حفظ الأوراق المالية لدى أمناء الحفظ بحيث يكون أمناء الحفظ بعيدين عن عمليات السمسرة لأنه كان هناك بعض الممارسات المخاطئة التي حدثت بالسوق ، بعض الشركات كانت ملتزمة جدا والبعض كان غير ملتزم وهم قليلون وحرصا من هيئة سوق المال على مصلحة السوق أصدرت هذا القانون وقد بدأ تطبيقه بشكل جدى بدءا من منتصف شهر ديسمبر الماضى وبعد فترة انتقالية بسيطة استقر النظام وانتظم واصبح هناك ربط آلى بين أمناء الحفظ ومصر المقاصة والبورصة وأعتقد أن التنفيذ يتم بكفاءة.

أحمد عبد السلام

نشكر دائرة الحوار لأنها تناقش موضوعات مهمة ، ونحن نتكلم اساسا عن سوق الأوراق المالية، فسوق الأوراق المالية تحتاج الى بضاعة لكي تعمل الناس فى البورصة ، يكون هناك أسهم وسندات كثيرة، لذلك أول شىء نفكر فيه هو توسيع دائرة الاستثمار ، من الامور اللائحة للانتباه ان العام الماضى شهد حصول دولة السودان الشقيقة على استثمارات تزيد كثيرا جدا عن الاستثمارات التى استطاعت مصر الحصول عليها ، أرجو ان نسير على درب طلعت حرب رحمه الله فى العصر الذهبى لبنك مصر عندما كان ينشئ شركات جديدة وأنقذ مصر واقتصادها فى الحرب العالمية الثانية.

اتخيل ان يفرض على البنوك ان تدخل فى مشروعات ، خاصة وان هناك مجموعة من الأفراد

يدعون أنهم رجال أعمال دخلوا فى الاستثمار وهم ليسوا اهلا لهذه العملية وأن المرء عندما يدرك ان البنك الاهلى او بنك مصر أو بنك الاسكندرية ، هذه البنوك العملاقة التى لدينا دخلت فى مشروعات سيتسارع الناس للاكتتاب فى هذه المشروعات وبعضنا الذى عاش فترة بنك مصر كان يرى الناس تقف طوابير لكى تكتتب فى اشهر شركات هذا البنك.

اذكر فى أواخر الخمسينات وقبل التأميم أنه كان أى فرد يذهب لمسار بورصة أوراق مالية ويقول له لدى ١٠٠٠ جنيه ، أو ٢٠٠٠ جنيه أنا محتاج أن استثمرهم فينصحه بأخذ أى حاجة من مجموعة بنك مصر ، ستأخذ كويونا جيدا وعندما تبعه ستأخذ سعرا جيدا.

هذه الشركات تؤسس من قبل بعض البنوك بحيث يدخل البنك بنسبة ١٠٪ أو ١٥٪ وعندما يقوم المشروع وينجح ويحقق أرباحا يبيع البنك حصته فى البورصة ويأخذ الأموال لاستثمارها فى مشروع آخر بحيث يكون هناك تشجيع للناس للدخول فى هذا الاستثمار.

نحن نعلم أن بعض المستثمرين الصغار الذين ليس لديهم خبره ، وحتى من لديهم خبرة أضع جزءاً كبيراً جدا من استثماراتهم فى الأسهم نتيجة نوع من أنواع التلاعب فى البورصة فى هذا الوقت وبالنسبة لل inside information كتبت عنها بعض الصحف ونشرت على سبيل الحصر الاسماء والشركات وعدد الاسهم المباعة اوالمشتره نتيجة المعلومات الداخلية .

لا بد من توافر الأمانة المهنية بالنسبة للسادة مراقبى الحسابات ، وذلك قبل توقيع الميزانية بحيث يكون ما يوقع عليه سليما وأن تكون ملاحظاتهم سليمة ، وأنا بالصدفة وجدت فى بعض الصحف انه تمت صفقه بيع للطائرات وحسبت ارباحا من التشغيل فى ميزانية مصر للطيران " وهذا كلام خاطىء من الناحية المحاسبية انتهت هذه الارياح بخسائر ٣٨٦ مليون جنيه .

الشيء الثانى اننى قرأت أن الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة تدعو الجمعية العمومية للنظر فى المخالفات المنسوبة لرئيس مجلس الادارة السابق ، هناك ناس كثيرة جدا تحب ان تعمل window dressing فى الميزانية وحساب الارياح والخسائر وهذه عملية غير مقبولة بأى صورة من الصور.

منذ فترة وأنا أتكلم وأطالب بعمل تقييم للبنوك ، كانت البنوك للأسف الشديد تنشر

ميزانياتها وكل بنك يستعرض عضلاته ، هذا ١٠٠ مليون ، وهذا ٢٠٠ مليون وهذا ٢٥٠ مليون ، وكان رأبى منذ فترة طويلة - ولم يلتزم به أحد أن نقيّم البنك على أساس ما قام به من تنمية ، ما أداه من تنمية فى البلد ، التنمية تكون على اساس الشركات التى اسسها ، كمية القروض التى منحها للقطاعات الانتاجية مثل الصناعة والزراعة والشركات الجديدة ونبعد عن المستثمر الرئيسى لان ذلك يكون فى صالح الاقلية من الصغار وكلهم مستثمرون صغار دائما نجد لهم اليد العليا فى الجمعيات العمومية فى التصويت بحيث يعطى ارباحا أم لا ؟ ويقوم بتوزيع كوبونات ام لا ؟ فهو يخطط لكى يشتري اسهم هذه الشركة من السوق او يبيعها ويضر المستثمر الصغير .

بالنسبة للاستثمارات الخارجية او الداخلية فمطلوب تشخيص المعوقات وهذه العملية تحتاج لأكثر من ندوة (ضرائب- جمارك - عمالة - نقل - موانى - تمويل ... الخ) لن أتكلم فيها كثيرا لأنها تحتاج الى وقت طويل جدا .

ايضا مطلوب محاكم خاصة للاستثمارات ، فعند إحالة قضية استثمار للقاضى الذى ليس لديه فكره عن الاستثمار يحولها لخبير تستمر سنوات حتى يتم البت فيها ، لذلك فان الحاجة ماسة لإنشاء محاكم خاصة بالاستثمار ، محاكم خاصة بالضرائب ، لدى مشكلة مع الضرائب فلا بد أن الجأ إلى ناس على أعلى مستوى ولو أن النظام الجديد عمل طفرة جيدة فى مشروع القانون وليت القانون يتم تفعيله وأرجو أن ينفذ الحكم الذى يحكم به القاضى فورا دون مشاكل لأننا نعلم ان هناك مشاكل تستمر من ٦ إلى ٧ سنوات لكى ينفذ الحكم الذى فى أيديها .

ايضا لابد أن يكون هناك تأثيرا كما تفضل وقال د. ياسر ، سهولة اجراءات تحويل الاريح للخارج ، اذا كنت مستثمرا وقمت ببيع المصنع الخاص بى فلا بد من وجود الاجراءات السهلة لتحويل اموالى للخارج بالعملة التى سويت بها ، لذلك لابد أن نفكر فى نظام ليحد من خطورة اسعار الصرف والتفكير فى انشاء شركات Hedging وشركات Venture Capital وشركات Factoring وأذكر تماما أنه عندما حدث من فترة فى بورصة نيويورك ان زاد السهم بنسبة ٥٪ استلزم ذلك التحرى والتحليل لمعرفة الاسباب ، وقد حدث أن شركة كوداك فى يوم من الايام ارتفع سهمها بشكل مبالغ فيه ، اتضح بالبحث ان كوداك اخترعت وقتها كاميرا polaroid التى تخرج الصورة فورا ، فلما وجدوا ان الشركة اخترعت هذه الكاميرا وافقوا على زيادة السعر .

المشكلة من يحى المساهم الصغير؟ أين مصالح الاقلية؟ فالأغلبية تسيطر على الجمعية وتسيطر على كل شىء، وهذه نبذه بسيطة وأنا حريص على مساهمة زملاء وشكرا.

نبيل حشاد

الحقيقة لن أتكلم كثيرا حرصا على وقت السادة الزملاء بحيث يدلى كل منهم بدلوه فى هذه الندوة أو دائرة الحوار الهامة .

هناك سؤال مهم نبدأ به وهو ماهو الهدف من سوق الأوراق المالية ؟ هل هو الهدف النهائى لنا؟ هل اذا كان لدينا سوق أوراق مالية جيدة وأداؤها جيد جدا هل هذا هو الهدف النهائى لنا ؟

فى اعتقادى - كما يقال - إن السوق المالية أو القطاع المالى فى الحقيقة هو المرأة التى تعكس النشاط الاقتصادى، ومن ثم يصبح ضروريا وجود سياسات اقتصادية كلية جيدة أولا والثى ستعكس طبيعتها على الاقتصاد، وهناك مقولة فى الفكر الاقتصادى تقول إن استقرار الاقتصاد الكلى ضرورة لايد منها لاستقرار القطاع المالى والعكس صحيح.

انطلاقا من هذا فى الحقيقة سأبدأ ببعض الاشياء البسيطة التى أثارها أ.د. فادية فى الورقة، وبالمناسبة فانى اهنؤها على المجهود الذى بذلته فى هذا البحث والذى أثار العديد من التساؤلات .

فى صفحة ٦ البند رقم ١٠ الخاص بالتحليلات الخاصة بالعائد والمخاطرة بالنسبة للبورصة المصرية مقارنة بالأسواق المالية ، قالت الورقة إن العائد بالنسبة لنا جيد وذلك بالمقارنة بالأرجنتين وتركيا والبرازيل، لكن لى تحفظ على هذه المقارنة لأن هذه الدول كان بها أزمات مالية طاحنة وبالتالي ليسوا هم الذين يتخذون كمقياس معيارى لفئات العائد لذلك لايد أن نقارن بدول فى الأسواق الناشئة أفضل من هذا وسأستعير نتيجة من إحدى الدراسات تقول إن السوق المصرية مازالت ضعيفة مقارنة بالأسواق الناشئة وتعانى من السلبيات مثل ارتفاع درجة التركيز وعدم التنوع وانخفاض درجة الدوران.

بعض التساؤلات رقم ٢ فى صفحة ٨ إلى أى مدى يعكس التحسن الحالى فى مؤشر أسعار الأسهم فى البورصة كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث ارتفاع نسبة الافصاح والشفافية؟ السؤال هنا هل عندما يكون هناك تحسن فى مؤشر الاسعار لايد أن يكون نتيجة افصاح وشفافية ؟ عندما ترتفع الاسعار جدا ويكون هناك نوع من الـ Bubbles الفقاعات لايد من نوع من التصحيح وكل

البورصات يحدث فيها هذا الكلام بما فيه بورصة امريكا وبالتالي اذا لم يحدث تحسن ونزلت الاسعار ليس معناه ارتباطه بالشفافية .

بالنسبة للمضاربين والمتأمريين أحب أن أضيف اليهم عنصراً آخر هناك مقامرون ويوجد نسبة كبيرة منهم .

صفحة ٩ بالنسبة للخريطة التنظيمية لسوق الأوراق المالية هناك سؤال يقول : اذا علمنا مؤخرًا أن أحدث تطوير مؤسسى قد يضم قطاعات سوق المال والتأمين والتمويل العقارى فى مؤسسات غير مصرفية تحت اشراف وزارة الاستثمار ، هل يعد ذلك تطورا تنظيميا ايجابيا لأنشطة التمويل متوسطة الأجل؟

هناك نقطة أشارت الى هذا ، كان قد حدث تصريح من وزير الاستثمار مفاده أن الهيئات الرقابية سيتم توحيدها وسوف يتم دخول الرقابة على البنوك معهم مثل أنظمة مماثلة فى ال FSA فى ال U.K على سبيل المثال لكن فى اعتقادى ان الوقت حاليا لا يسمح بذلك.

بالنسبة للسؤال رقم ٨ صفحة ١٠ موضوع وضع ضوابط على التحرير المالى وبالتالي على تعاملات الاجانب فى البورصة، النقطة التى أود الاشارة إليها فى الحقيقة أن هناك debate بين الاقتصاديين فيما يتعلق بتحرير حساب رأس المال وهو ال Capital Account ثم ال Financial Account هل ياترى يحزر تدريجيا أم يحزر بصورة سريعة ؟ البعض يقول تحزر بصورة سريعة طبقا للمادة الثانية للصندوق وهى فتح حساب رأس المال، والبعض يقول عندما تحزر لا بد أن تحزر دفعة واحدة لكى لا يعطله مناوئو التحرير ، والبعض يقول مفروض لا تحزر الا اذا كانت بنية القطاع المالى لدينا قوية، نحن حررنا قبل أن تكون البنية لدينا قوية .

رجوعا الى السؤال رقم ٨ أيضا هل يمكن الاستفادة من خبرات بعض الدول فى وضع شرائح ضريبية على أرباح الأجانب فى البورصة بحيث يكون هناك نوع من التمييز ضدهم ؟ السؤال حاليا هل الاستثمار الاجنبى فى البورصة حاليا يمثل مشكلة لكى افرض عليه قيودا ؟ بالعكس انا اشجعه لأنه يمثل نسبة صغيرة ، المفروض الذى لا اشجعه كما قال د. ياسر ال Hot money وهى الأموال الساخنة التى تدخل لتضارب ، لكن ماهى نسبتها وهل نسبتها كبيرة أم صغيرة .

رجوعا أيضا إلى تشجيع الاستثمار، فان التدفقات الرأسمالية تنقسم الى نوعين رئيسيين : ال

Fiscal وال Financial وبالنسبة Fiscal فيعنى أن جهة تأتي لتعمل لى مصنعا وهذه يجب أن اشجعها. أما بالنسبة للـ Financial فهو ينقسم بطبيعته إلى ثلاثة أنواع وهى : الـ (Foreign Direct Investment) F.D.I وهذه تشير وفقا لتصنيف الأمم المتحدة لعام ١٩٩٥ إلى المستثمر الذى يشتري من الشركة ماتزيد نسبته عن ١٠٪ من رأسمال الشركة أو أسهم الشركة ، والـ Port-folio الذى يدخل لشراء أسهم ، سندات ، أوراق مالية قابلة للتداول وتكون النسبة أقل من ١٠٪ من رأس المال ثم آخرين وهى ترتبط بقروض للبنوك .

هذا بالنسبة للورقة التى أعدتها د. فادية ، وإذا كنت سأصيف شيئا فى عجلة فيكون بالنسبة للتوصيات وماذا نفعل ؟ أود الإشارة لما اشار اليه د. ياسر وهو القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وقال أنه كان به نوع من المرونة ، فالحقيقة ان التطور الخاص بالاصلاح التشريعى والتنظيمى موجود فى ورقة مهمة جدا أعدها أ. أشرف شمس الدين، وهذه الورقة صدرت فى أحد الكتب التى أصدرها المركز المصرى للدراسات الاقتصادية والكتاب بعنوان القطاع المالى فى مصر فهل يمكن ان نرجع لها خاصة أنه ذكر كل التطورات، بالاضافة إلى ذلك فالذى سيساعد هو الخطة الاستراتيجية لهيئة سوق المال من عام ٢٠٠٤-٢٠٠٨ والذى أصدرته هذا العام وموجود به هذا الكلام .

بالنسبة للتوصيات فى عجلة :

- ١- ان يكون أهم شىء بالنسبة لسياسات الاقتصاد الكلى ان نستعيد ثقة المستثمرين سواء مصريين أو اجانب، وذلك بالممارسات الفعلية وليس بالسياسات فقط.
- ٢- عدم وجود تضارب بين السياسات وخصوصا السياسة المالية والسياسة النقدية بحيث تعمل إحداهما فى اتجاه والاخرى فى اتجاه آخر.
- ٣- ايضا كما قال د. ياسر الناحية الإعلامية والوعى، والوعى ليس لدى الجمهور فقط لكن المشكلة الأساسية تكمن فى أن المتعاملين مع السوق كثير منهم ليس لديهم وعى .
واكتفى بهذا القدر وشكرا.

عبد الفتاح ناصف

تعقيب سريع خاص بالمتأمرين ، المقامرين ، المتلاعبين، هى مسألة خوف و يمكن المتلاعب يصبح مقامرا ، ويمكن يكون متأمرًا ، هل لدينا القدرة والكفاءة سواء بشرية أو تكنولوجية أو مؤسسية لاكتشاف هذا التلاعب بالسرعة المطلوبة ؟ وهل لدينا المرونة فى اتخاذ القرارات التى تقلل من تأثير

هذا التلاعب فى السوق المالية المصرية ؟ انطباع اى فرد من الحاضرين مهم ومن الممكن ان يربحنا بحيث لا نواجه كارثة كما واجهت ماليزيا واندونيسيا مثل هذه الكوارث بسبب هذا الملياردير المتلاعب المقامر، قل فيه ماتشاء.

ممدوح الشرقاوى

لدى تعليق وسؤال يتعلق بما قاله د. ياسر، أولا د. ياسر مشكورا آثار العديد من النقاط من حيث أهمية البورصة والمستثمرين ورفع الوعى بالبورصة وتكلم عن الشركات المغلقة وهذا عظيم جدا. لكن هناك سؤال بالرغم من معارضة سيادته للشركات المغلقة لأنها تقلص حجم التعامل فى السوق، فانه يؤيد بيع الشركات لمستثمر واحد، وأعتقد أن بيع الشركات لمستثمر واحد يزيد ويعمق من وجود الشركات المغلقة.

الشيء الآخر أن قضية رفع الوعى بالبورصة يقتضى اشراك قطاع كبير جدا من أفراد المجتمع ولن يتم ذلك الا من خلال طرح الشركات التى تبيعها الدولة إلى أفراد من خلال المشاركة والاكنتاب فى الاسهم، نحن نقول إن عملية التوسع والمشاركة قضية مهمة جدا لا نأخذها فى الاعتبار وهى رفع الوعى الوطنى تجاه افراد المجتمع، كيف يتم ذلك ؟

كنت فى اليابان عام ١٩٧٨ حيث لاحظت وجود المنتج الامريكى بجوار المنتج اليابانى فى السوق، المنتج الامريكى اسعاره منخفضة جدا مقارنة بالمنتج اليابانى، لكن اليابانى يفضل شراء المنتج اليابانى المرتفع السعر لأنه مساهم فى شركات هذه المنتجات ويعلم تماما أنه لو اشترى المنتج الامريكى رخيص السعر سوف يودى الى تخريب الصناعات الوطنية، هنا اصبح هناك انتماء قوى من خلال مشاركة افراد المجتمع وتوسيع القاعدة الكبيرة فى الشركات، نحن فى حاجة الى مثل ذلك.

نحن هنا نتكلم ونقول ضع رسوما جمركية، من وجهة نظرنا لن تحل المشكلة، الذى يحل المشكلة هو وجود وعى قومى بحيث يحس الفرد أنه مساهم فى هذه الصناعات ، حينما يتوفر هذا الوعى لن نكون فى حاجة الى رسوم جمركية ، هو لن يشتري ، وكنت اسأل بعض الناس بأن الأسعار تزيد فيرد قائلا وأيضا ارباحى تزيد ايضا وبالتالي حتى اذا كانت الاسعار تزيد فانه يحقق ربحا أكثر فلازل فى موضع جيد.

الشيء الآخر نحن نتكلم عن نقطة الاستثمار فى البورصة ودخلنا عملية الاستثمار فى شراء الاوراق المالية ، فى الخارج سموه رأس المال المخاطر ، لكن لم يقل استثمار ، هل أى شراء أو بيع يعتبر استثمار ؟ أعتقد حسب مفهومنا أن الاستثمار هو اضافة للطاقة الانتاجية الموجودة بالمجتمع ، واحد اشترى اسهما وباعها ماذا اضاف للطاقة الانتاجية ؟ وهذا سؤال مهم جدا أرجو أن اعرف اجابته.

ايضا نتكلم عن بيع شركات القطاع العام لمستثمر واحد أعتقد أن فلسفة الدولة - وهذه مشكلتنا بصفة عامة - أن نبحث عن أسهل الحلول ، وأسهل الحلول هى ان نبيع لمستثمر واحد لكى نأخذ الأموال نواجه بها عجز الميزانية أو ... أو ... الخ ، ولكن لا نبحث حقيقة كيف نستفيد من هذه الفرصة لتعميق الانتماء الوطنى الموجود بالبلد ثم رفع المعرفة والعلم بالبورصة من اجل توسيع القاعدة.

ايضا هل ابيع الشركة الخاسرة التى نقوم باصلاح وضعها الاقتصادى لمستثمر واحد أم أبيعها لأفراد المجتمع ؟ هذا سؤال أود طرحه وأعتقد أننى لا أبيعها لفرد ، ايضا سيادتكم قلت ان هناك شركات بيعت وهو قرار خاطىء ، لأنها تحتاح لتطور تكنولوجى ، كم من الشركات التى بيعت من الدولة أدخلت تطورا تكنولوجياً ؟ ايضا مامدى تأثير التطور التكنولوجى الذى أدخل على انتاجية العامل ثم على قضية حل مشكلة البطالة؟ حيث اصبحت هناك مشكلة خطيرة جدا ، اذا كان كل واحد سيشتري شركة ويطور التكنولوجيا ويطرد العمال، سيأتى وقت من الأوقات يكون لدينا مزيد من البطالة وأكتفى بهذا القدر.

عيسى فتحى

سأتكلم فى جزئية خاصة بنقطة الكفاءة تحديدا ثم يكون لنا عودة مرة أخرى . حول نقطة الكفاءة معروف فى أدبيات بأسواق المال أنها تنقسم فنيا إلى التقسيمات الثلاثة التى ذكرها د. ياسر، وهى الضعيف والمتوسط وعالى الكفاءة .

فى الحقيقة هذه التقسيمات تذكرنى بتقسيمات العالم من الناحية السياسية أول وثانى وثالث فهى تقسيمات يمكن ان نطلق عليها تقسيمات مدرسية للتعليم.

لكن انا من وجهة نظر الاقتصاد السياسى أرى ان كفاءة البورصة يجب أن تقاس بكفاءتها الاستراتيجية ، فهذه الكفاءة الاستراتيجية سوف تختلف من بلد إلى آخر حسب تحقيقها للأهداف فى

إطار المنظومة التي تعمل فيها كما قال د. ياسر وكما قال بعض زملاء أن الهدف ليس البورصة في حد ذاتها حيث إن سوق الأوراق المالية تعمل في إطار منظومة اقتصاد كلي ، فنحن نريد عمل تنمية اقتصادية فالهدف من البورصة ليس ان نبيع ونشتري أوراق والا ستكون عملية مقامرة كما قال د. نبيل ، لكن الهدف في النهاية ماذا تحقق البورصة للتنمية.

فمن المفترض ان تحقق البورصة وظيفتين : سوق اصدارات ثم سوق تداول لهذه الاصدارات فيما بعد ، ووظيفة سوق الاصدارات كسوق ثانوى ان تشجع الناس على اصدارات جديدة لأنه مفروض أن السوق الثانى يؤدي وظيفتين ، تسعير وتسييل ، يسعر الاصل المالى الذى بدأ بعشرة جنيهات ثم يصير ١٥ أو ٢٠ على حسب نتائج اعماله وأدائه ، وفى نفس الوقت تسييل لكى يستطيع من يريد الخروج ان يخرج ليعيد استثماره مرة أخرى وهى فكرة المنظم الذى يريد عمل مشاريع وربما طبقها د. ثروت باسبلى بشكل معقول فى شركات آمون ، آمون (١) بيعت ، وآمون (٢) بيعت ، وآمون (٣) جاهزة للبيع لكن فى كل مرة كان يبيع لكى يبنى مكانها.

من هنا اقول ان الكفاءة الاستراتيجية أو يمكن أن نسميها الكفاءة الاقتصادية للبورصة هى مشروطة بمدى قدرتها على تحقيق أهداف التنمية ، اذا لم تحقق هذا فان البورصة لازوم لها .

نريد هنا أن ننتقل لمفهوم كفاءة خاص بنا ، هل البورصة تحقق هذا لنا أم لا ؟ هل البورصة تحقق لنا تنمية أم لا ؟ هل تزيد معدل النمو أم لا ؟ هل تزيد معدل التشغيل أم لا ؟ هذا ما يهمنا فى هذه النقطة تحديدا ولنا استكمال للحديث ان شاء الله.

سهير أبو العينين

سوف اقتصر على الاسئلة المرتبطة بما قاله د. ياسر فى هذه المداخله.

الملاحظة تكررت فى حديث اغلب المتحدثين بالنسبة للهدف الاساسى لسوق المال وهو احداث التنمية ، الحقيقة سؤالى المباشر هنا كيف اقرأ المؤشرات والمعلومات التى تنشر عن اداء سوق المال وأداء البورصة فى استخراج المؤشرات التى توضح هل هى تفيد التنمية أم لا ؟

بالنسبة لى لكى تحقق البورصة أهداف التنمية فلا بد أن تزيد الاستثمار الحقيقى بالمعنى الذى اشار اليه د. محمود الشراوى وهو اضافة الى الاصول الانتاجية فى المجتمع ، فكيف اقرأ المعلومات

أو المؤشرات التى تنشر عن اداء سوق المال والبورصة بحيث استخراج منها مؤشرات توضح مدى مساهمتها فى التنمية وبالتحديد فى اضافة استثمارات جديدة بالمعنى الحقيقى لها فى المجتمع ، هل احل فقط سوق الاصدارات أو السوق الأولى أم ماهى المؤشرات التى يمكن أن استخدمها؟

جزئية اخرى فيما قاله د. ياسر بالنسبة لتكلفة التمويل ، أفترض أن سوق المال تحقق تكلفة تمويل أقل من البنوك لأن البنك يعطى القرض بفائدة وبالتالى أنا أتحمل الفائدة كتكلفة للتمويل، لكن الاتصال المباشر بين المتعاملين فى سوق المال يلغى هذه التكلفة، وقد كان لدى سؤال فى هذا المجال انه طرح فى الفترة الاخيرة ماسمى بالشراء الهامشى للأوراق المالية وهذا يدخل فيه البنك وشركات السمسرة والعميل ، فبمقتضى هذا النظام يقرض البنك العميل لكى يمكنه من شراء أوراق مالية فلا يدفع القيمة كلها حيث يقرضه البنك ولكن هنا تدخل شركات السمسرة كوسيط بين البنك والعميل فهنا زادت الوساطة المالية وقلت تكلفة التمويل ، فما هو التقييم بالنسبة لهذا الموضوع؟

السؤال الاخير لكى لا أطيل هو سؤال مرتبط بخطة التطوير الاخيرة التى طرحتها هيئة سوق المال بالنسبة لتطوير سوق المال، وكان يطرح فيها موضوع خصخصة البورصة، هناك محور مرتبط بتطوير الشكل القانونى للبورصة وتحويلها لشركة خاصة، فسؤالى لماذا تخصص البورصة؟ فكيف يمكن أن تخصص. وهى تتعامل فى حجم كبير من الاموال؟ وايضا واضح فى الفترة الاخيرة ان وضعها يتحسن فما هو المبرر لخصخصة البورصة؟ واذا تم خصخصة البورصة مع البنوك ، فالى اين تسير؟

ياسر حسن

فى الواقع اعتقد أن الاسئلة التى طرحها السادة الحضور ترتبط بالنقاط الثلاث التى أود أن اركز عليها.

النقطة الأولى وغير المطروحة وتدخل فى المحور الثالث والرابع وهى التنسيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية وهذه نقطة فى غاية الأهمية ، هما الطرفان الحاصان بالسياسة الاقتصادية للدولة ، سياسة مالية التى تختص بالجمارك والضرائب والموازنة ..الخ، والسياسة النقدية وهى المرتبطة بسعر الصرف وسعر الفائدة والمعروض النقدى ..الخ ، المستول عن السياسة المالية بصفة اساسية وزارة المالية ووزارة التجارة ، والسياسة النقدية مستول عنها البنك المركزى ، التنسيق بين