

# دور سوق الأوراق المالية فى تنمية المنطقة الاقتصادية لمحور قناة السويس

دكتور

أحمد إبراهيم محمد متولى دهشان

مدرس الاقتصاد والتشريعات المالية

كلية الحقوق / جامعة الزقازيق

**المقدمة:**

يعانى الاقتصاد المصرى من مأزقاً صعباً، خاصة أن المؤشرات الاقتصادية تشير إلى الأتى:-

ارتفاع الديون الداخلية ففى مارس ٢٠١٧ وصلت تلك الديون إلى ٣ تريليون و ٩٧ مليار ٥٦١ مليون جنيه مصرى(١). وتساعد الديون الخارجية إلى ٧٣ مليار و ٨٨٩ مليون دولار فى مارس ٢٠١٧(٢) أيضاً. واستمرارية عجز الموازنة العامة المصرية فالمؤشرات المالية خلال الفترة من يوليو إلى مايو من السنة المالية ٢٠١٦ - ٢٠١٧ تشير إلى تحقيق عجز الموازنة العامة للدولة نحو ٣٢٣.٧ مليار جنيه، بنسبة ٩.٥% من الناتج المحلى الإجمالى، مقابل ٣١١ مليار جنيه خلال الفترة المماثلة من العام المالى السابق بنسبة ١١.٥% من الناتج المحلى الإجمالى. ومن المتوقع أن تصل قيمة العجز فى الموازنة العامة للدولة، للعام المالى ٢٠١٧/٢٠١٨ إلى ٣٧٠ مليار جنيه(٣)، ويتم تمويل هذا العجز عن طريق طرح البنك المركزى لأذون وسندات خزانة، أدوات الدين الحكومية، نيابة عن وزارة المالية، وعن طريق المساعدات والمنح من الدول العربية والقروض الدولية.

وللخروج من هذا المأزق لابد العمل على تشجيع وجذب الاستثمار، وقد سعت الحكومة المصرية لذلك من خلال العديد من الإجراءات وكان من أهمها إنشاء المنطقة الاقتصادية لمحور قناة السويس والتي هدفت من إقامتها إلى الاستفادة من الاستثمار الأجنبي، وتطوير الصناعات والتصدير للحصول على العملة الأجنبية وكذلك لتطوير الصناعات الجديدة ذات التكنولوجيا المتقدمة، وهي منطقة تجريبية لتشغيل مشروعات جديدة ، وإنشاء وتحسين بنية اقتصاد السوق فى مصر وتوفير بيئة جاذبة للصناعات المتوسطة والخفيفة، فضلاً عن الخدمات اللوجستية، وبالتالي تعزيز النشاط الاقتصادي فى المنطقة وخلق فرص عمل جديدة(٤).

تتميز المنطقة الاقتصادية بالموقع المتفرد حيث يُعتبر موقعا استراتيجياً على الطرق الرئيسية للتجارة الدولية، مع منح بعض الحوافز الضريبية ، والتقليل من الروتين الإدارى، بجانب توافر عناصر الانتاج المختلفة لمعظم الصناعات والمشروعات التجارية والخدمية.

(1)[http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Government\\_Debt/15.pdf](http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Government_Debt/15.pdf)

(2)[http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Government\\_Debt/19.pdf](http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Government_Debt/19.pdf)

(3)<http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/PDF/eldalel%20elmopaset.pdf>

(4)<https://www.gafi.gov.eg/Arabic/StartaBusiness/InvestmentZones/Pages/Special-Economic-Zones.aspx>

لكن عملية تنمية أقليم معين أو قطاع ما، لا تنفذ فعلياً إلا بعملية التمويل ، فأى نشاط استثماري لا يتم إلا بتوفير الموارد المالية ، بالتالى التمويل الفعال هو الوسيلة لتحقيق أى هدف استثماري مهما كان مستوى الأداء، ومهما بلغت عملية التنمية من مراحل متقدمة ومهما تنوعت المشروعات فأنها تحتاج إلى التمويل لكى تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجارى للمشروع.

وقد وجد سوق الأوراق المالية أساساً للقيام بالعديد من الوظائف الاقتصادية التى تخص تمويل وتنشيط ونمو الاستثمار وقد أصبح سوق الأوراق المالية ضرورة ملحة أملتها الظروف الاقتصادية العالمية أذ أنها تهدف إلى توفير السيولة وتعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعيين والمعنويين والأسهام فى عملية الاستثمار وبالتالي التنمية ، وذلك بوجود مسالك صحيحة وفعالة للتمويل.

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومى، حيث أنها تساعد فى الإسراع بتنمية ورفع مستوى الناتج القومى فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو(١).

تُوجد السوق المالية النشطة وعاءً مناسباً للادخار والاستثمار، مما يقضى على المضاربات فى المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج، كما يؤدى كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم فى تخفيف حدة البطالة التى هى إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية المعاصرة، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين(٢).

وتسهل سوق الأوراق المالية، إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة، عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبى المباشر، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للادخار المحلى - وليست عوضاً عنها - وقد ترتبط المساهمات الأجنبية فى أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة(٣).

(1) The Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, Economic trends in the MENA Region, Cairo , 1998, P.P 42-43.

(2) Rose, P.S., & D.R. Fraser Financial Institution:, Opcit, P. 82.

(٣) سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربى، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة نشر، ص ٩٥.

فيجب اشراك البورصة المصرية في تمويل المشروعات القومية المُزمع تنفيذها خلال الفتره القادمة بعيداً عن أدون الخزانة و الإقتراض الحكومي للعمل على الحد من عجز الموازنة العامة للدولة وعلاج بعض المشكلات الاقتصادية مثل التضخم من خلال قيام سوق الأوراق المالية بامتصاص جزء كبير من السيولة وتوجيهه للمشروعات الانتاجية. وفى ضوء ذلك فإن هذه الدراسة لن تدعى أنها تقدم نموذج مثالى أو متكامل لعملية المشاركة بين " كبار المستثمرين وهم رجال الأعمال كطرف أول ، وصغار المدخرين وآلية مشاركتهم هي سوق الأوراق المالية كطرف ثانى، والحكومة كطرف ثالث ، ولكنها سوف تستهدف فقط محاولة رصد وتحليل غالبية العوامل المؤثرة والمترتبة عن تلك المشاركة وآثارها التنموية من ناحية ودورها فى معالجة بعض المشكلات الاقتصادية فى الاقتصاد الكلى وعلى سبيل المثال التضخم والبطالة ، وارتفاع الدين العام، وعجز الموازن وأختلال ميزان المدفوعات.

### إشكالية البحث

يساهم سوق رأس المال فى التنمية الاقتصادية من خلال الوظائف العديدة التى يقوم بها، والتى من بينها تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات ويتوقف هذا الدور على مدى الوعى الاستثمارى للنهوض بهذه الأسواق ومن خلال هذا يمكننا طرح الاشكالية التالية: ما هو الدور الذى يمكن أن تلعبه سوق الأوراق المالية لتنمية المنطقة الاقتصادية لمحور قناة السويس؟

تلك هي أهم إشكالية وهي الإشكالية الكبرى التى تثيرها تلك الدراسة والتى تستحق - فى رأينا - بحثاً خاصاً بها.

وتتفرع عن هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة تدور حول النقاط التالية:

ما هو واقع تمويل الاستثمار فى الأسواق الأولية فى سوق رأس المال المصرى؟

كيف تتم عملية التمويل فى الأسواق الأولية؟

هل مناخ الاستثمار فى المنطقة الاقتصادية قادر على جذب سوق الأوراق المالية إليه؟

وما هي طبيعة آلية عمل سوق الأوراق المالية عند تمويل المشروعات فى تلك المنطقة.

كيف تؤثر المشاركة بين سوق الأوراق المالية والمنطقة الاقتصادية على واقع الاقتصاد

المصرى، وما هو مردودها الاقتصادى؟ وكيف لها أن تعالج البطالة والتضخم وإختلال ميزان

المدفوعات ؟

أهداف البحث

تتمثل اهداف هذا البحث فى :

تحديد معنى التمويل والاستثمار والربط بينهما من خلال آلية عمل السوق الأولى. وإيضاح كيفية قيام سوق الأوراق المالية بالمشاركة فى عملية التنمية فى المجتمع وتكون أداة فاعلة فى معالجات المشكلات الاقتصادية التى يمر بها الاقتصاد الوطنى. ونهدف من هذه الدراسة ايضا أن تكون تمهيداً لدراسات لاحقة تأخذ على عاتقها صياغة نموذج كلى لفكرة المشاركة بين الاطراف المشار اليها سابقاً يتناول بالتحليل كافة العلاقات وتأثيراتها على الاقتصاد الكلى. أهمية البحث:

تهتم كافة دول العالم بإقامة أسواق رأس المال لتساعدها فى تنمية اقتصادياتها، وتمويل استثماراتها ، ونظراً لأهميتها الكبيرة على جميع المستويات الاقتصادية فسنحاول فى هذا البحث الوقوف على مدى قدرة سوق رأس المال المصرى فى تمويل الاستثمار، ومن المعروف ان التنمية الاقتصادية تحتاج إلى رأس مال يقوم بعملية تمويل المشروعات التى تتطلبها خطط التنمية، وهنا يكون دور سوق رأس المال المصرى فى ضخ قدر كبير من راس المال فى المشروعات التنموية فى المنطقة الاقتصادية ، وفى نفس التوقيت بسحب السيولة الموجوده فى السوق لمعالجة التضخم. منهج الدراسة:

قصد دراسة وتحليل الموضوع وبلوغ أهدافه اعتمدنا على المنهج الوصفى فى سرد المفاهيم العامة المتعلقة بأسواق رأس المال، والتطورات التى مرت بها ، والمنهج التحليلى لتحليل أداء الأسواق المالية وتحليل مؤثرات ومعوقات وعوامل جذب الاستثمارات.

### خطة البحث

تنقسم هذه الدراسة إلى فصلين على أن يتكون كلا منهما من مجموعة مباحث:

#### الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول: واقع مناخ الاستثمار في مصر.

المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات.

المبحث الثالث: دور سوق الأوراق المالية في ضبط سيولة الاقتصاد وتوفير

السيولة للاستثمارات

#### الفصل الثاني: الإطار التطبيقي للدراسة

المبحث الأول: الجدوى الاقتصادية لتأسيس المشروع في صورة شركة مساهمة.

المبحث الثاني: السهم الذهبي

المبحث الثالث: الشريك الاستراتيجي

المبحث الرابع: طرح الاسهم عن طريق الاكتتاب العام للجمهور

الخاتمة والتوصيات والنتائج:

المراجع:

الفهرس:

## الفصل الأول

### الإطار النظري للدراسة

افتقاد الاقتصاد المصرى إلى نظم مالية قوية له آثاره السلبية على عملية الاستثمار، فهناك عقم فى إدارة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وحتى على الصعيد المحلى فإن رؤوس الأموال المحلية لا يتم توجيهها الاتجاه الصحيح نحو الانتاج بل لجأت إلى المضاربات على العملات المحلية والعقارات، أو الهروب إلى الخارج، وذلك للاختلال الحادث فى سعر الصرف وعدم استقراره مما أدى إلى تراجع قيمة العملة الوطنية وإنهيار سوق الأوراق المالية، مما أدى إلى مزيد من اللجوء للاقتراض الداخلى والخارجى فى محاولة للسيطرة على ميزان المدفوعات وعلى تدهور سعر الصرف.

طبيعة الاقتصاد المصرى جاذب للاستثمار لتوافر الموارد الطبيعية، والأيد العاملة، واتساع السوق ولكن ينقصه مجموعه من الآليات والأدوات تجعل مناخ الاستثمار مثالى مثل تدريب وتأهيل العماله، والإدارة الجيده والتخفيف من البيروقراطية، وتلك الأدوات فى يد الادارة، ويلعب سوق الأوراق المالية دور كبير فى عملية التنمية سواء فى تمويل المشروعات أو أنه أداة قوية فى يد الاقتصاد الكلى لمعالجة مشكلاته، وهذا ما سنفصله فى هذا الفصل من خلال ثلاث مباحث:

المبحث الأول: واقع مناخ الاستثمار فى مصر.

المبحث الثانى: دور سوق الأوراق المالية فى تمويل المشروعات.

المبحث الثالث: دور سوق الأوراق المالية فى ضبط سيولة الاقتصاد وتوفير

السيولة للاستثمارات

### المبحث الأول

#### واقع مناخ الاستثمار فى مصر

يعرف مناخ الاستثمار بأنه "مجموعة السياسات والمؤشرات والأدوات التى تؤثر بطريق مباشر أو غير مباشر على القرارات الاستثمارية فهو مجموعة من المكونات والمعوقات والأدوات والمؤشرات التى تشير فى مجموعها إذا ما كان هناك تشجيع وجذب وتحفيز للاستثمار أم لا" (١).

(١) عبدالفتاح محمد عبدالفتاح، مناخ الاستثمار فى مصر، المؤتمر الضريبي الثانى والعشرين ٢٠١٥ تطوير النظام الضريبي المصرى فى

ضوء متطلبات الاستثمار والتنمية، ص ١٠.

ويقصد بالمناخ الاستثماري أيضا " مجموعة القوانين والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والسياسية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون آخر" (١).

فالمناخ الاستثماري هو مجمل الأوضاع السياسية والاقتصادية والإدارية والقانونية التي يمكن أن تؤثر على فرص نجاح مشروع استثماري في بلد معين وتؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته من بلد إلى بلد آخر (٢).

وتُعد المقومات الطبيعية في أي دولة حافزاً مهماً للاستثمار، وتتمثل في الموقع الجغرافي المتميز، ووفرة المواد الخام وعوامل الإنتاج ولا سيما العمالة الرخيصة، ولكن مثل هذه المزايا يجب أن تكملها ظروف أخرى تعزز من ملاءمة المناخ الاستثماري ليضمن نمو الاستثمارات واستمرار تدفقها إلى الدول النامية وعدم توفر مثل هذه المقومات إنما يمثل عقبات تقف في وجه تلك الاستثمارات (٣).

وأصبح العالم كله في الوقت الراهن مساحة مفتوحة للمنافسة على جذب الاستثمارات ولا تتمتع أية دولة بوضع احتكاري له، بل أن كل دولة بما تتضمنه من عوامل جذب أو طرد قطباً منافساً للدول الأخرى، وقدرة أي دولة على كسب ثقة المستثمرين يتوقف على مقدرتها على توفير الظروف المثلى للمستثمر سواء من حيث الأمان والعائد والتسهيلات أو غيرها، ومما لا شك فيه أن السوق المصري سوق جاذبة للاستثمار، وذلك لما تتميز به من مجموعة من العوامل التي تتمثل في :

- المزيج الفريد من العوامل الديموغرافية والروابط التجارية مع العالم، من موقع استراتيجي كيوابة تبادل تجاري لجنوب أوروبا و أفريقيا والشرق الأوسط.
- تمتلك مصر سوقاً محلياً كبيراً واعداداً يتكون من أكثر من ٩٥ مليون مواطن منهم ٦٥% في سن العمل.
- القوى العاملة لدى مصر قوى عاملة كبيرة ذات أجور تنافسية تلائم احتياجات المستثمرين.

ويُعد مناخ الاستثمار في دول العالم كما في مصر المؤشر الجالب لرؤوس الأموال الأجنبية وتنشيط الأموال المحلية، من أجل خلق ديناميكية اقتصادية مشجعة،

(١) عبدالمطلب عبدالحمد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص ٦٨.

(٢) عبدالرحمن طه، " ضمانات الاستثمار في البلاد العربية، دور المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أحد أبحاث ندوة سياسات الاستثمار في البلاد العربية التي نظمتها الصندوق العربي للإئماء الاقتصادي والاجتماعي وصندوق النقد العربي، الكويت ديسمبر ١٩٨٩.

(٣) عبدالفتاح محمد عبدالفتاح، المرجع السابق، ص ١٠ - ١١.



ومن أهم سمات المناخ المشجع تهيئة البيئة الاقتصادية ، والسياسية ، وتوفير البنية الأساسية بالإضافة إلى بساطة وسهولة فهم القوانين المنظمة وثباتها عبر الزمن، إضافة إلى المعاملة الإدارية السريعة والشفافة والمساواة مع جميع المستثمرين، وعدم توفر تلك السمات إنما يمثل عقبات تقف في وجه تلك الاستثمارات، وتعرض لهذه السمات كما يلي:

### أولاً:- تهيئة البيئة الاقتصادية.

توفير البيئة الاقتصادية من أهم العناصر المكونة لمناخ الاستثمار وتشتمل البيئة الاقتصادية في السياسات الاقتصادية التي تتسم بالوضوح والاستقرار من خلال جملة من الإجراءات الاقتصادية في المجالين المالي والنقدي ومعالجة كل التشوهات في هيكل الاقتصاد الوطني<sup>(١)</sup>، ويجب أن تتوافق مع مجموعة من القوانين المساعدة على تنفيذها، هذا يعني أن تشجيع الاستثمار لا يتحقق بالقانون أو كثرة المزايا والإعفاءات والاستثناءات وخاصة الحوافز الضريبية - وأن كانت على درجة من الأهمية - ، بل بسياسة اقتصادية متوافقة توفر مستلزمات الإنتاج بأسعار تنافسية من ناحية، وتؤمن السوق والطلب الفعال لتصريف المنتجات من ناحية أخرى<sup>(٢)</sup>.

وكلما كانت السياسة الاقتصادية واضحة ومرنة وغير متضاربة في الأهداف، وتعمل بالكفاءة والفاعلية وتتناسق مع التغيرات والتحولت على مستوى الاقتصاد القومي وعلى مستوى التحول العالمي، كانت جاذبة للاستثمار<sup>(٣)</sup>.

وكلما كان النظام الاقتصادي أكثر تحررية ويعمل على تقليل الحواجز والقيود أمام حركة المال والتجارة ويعمل بآلية السوق كان جاذباً للاستثمار.

إلا أن قضايا الاقتصاد الكلي لا تزال ذات أهمية واضحة لمصر، بظهور بعض الضغوط على ميزان المدفوعات، وخسارة الاحتياطي ، والحيرة وعدم التيقن نحو العملة المصرية. والأصعب من بين التحديات الاقتصادية الكلية في الآونة الأخيرة كانت سياسة سعر الصرف. فيجب على الحكومة المصرية اتباع منهجية أكثر مرونة لإدارة سعر الصرف

(1) H. Sala-i- Martin and E.V. Artad, Economic growth and investment in the Arab world, Which was - prepared for the Arab world competitiveness part (World Economic Forum, October 2002. P. 25

(٢) عبدالفتاح محمد عبدالفتاح ، المرجع السابق ص ٩- ١١ .

(3) Unctad, World Investment Report, 1998, Trends and Determinants, UN, New York, 1998, P. 106-107.

وفقاً لقوى السوق مع زيادة التأكيد على ضرورة اتباع سياسة نقدية صحيحة مستهدفة للتضخم من أجل إطار اقتصادى كلى سليم (١).

كذلك يمكن لمصر أن تحسن من التنبؤ بالبيئة الاقتصادية الكلية من خلال التحفيز السريع للشفافية المالية، ويتم ذلك عن طريق إتاحة الميزانيات العامة للجمهور بما ييسر على المستثمرين اتخاذ قرارات الانتاج والاستثمار. وستقل كذلك الشفافية المالية من احتمالات الصدمات غير المتوقعة نتيجة لتحسين المراقبة العامة والمحاسبة.

صدر قرار رئيس الجمهورية رقم ٣٣٠ لسنة ٢٠١٥ بإنشاء المنطقة الاقتصادية لقناة السويس كمنطقة ذات طبيعة خاصة وفقاً لأحكام القانون رقم ٨٣ لسنة ٢٠٠٢ الخاص بالمناطق الاقتصادية ذات الطبيعة الخاصة، ويرجع الهدف من إنشاء المنطقة الاقتصادية لقناة السويس إلى (٢):

- الحد من القيود الواقعة على الاستثمار من خلال وضع وتنفيذ الإطار الإدارى والتنظيمى الميسر لجذب الاستثمارات.
- توفير أنشطة التوريد لعملاء المنطقة بقيمة مضافة وأعلى مستوى عالمى، وتقديم خدمات لوجستية جديدة.
- تسهيل الوصول إلى الأسواق العربية والأوروبية والأفريقية، فهي تقع فى قلب طرق التجارة العالمية، حيث تتمتع بموقع جغرافى فريد يستفيد من الموقع الاستراتيجى بجوار أحد أهم طرق التجارة الدولية، وذلك يسهل إمكانية الوصول إلى ١.٦ بليون مستهلك بالتكامل مع موانئ عالمية.
- تكون نافذة على الأسواق المحلية حيث تمتلك مصر سوقاً محلياً كبيراً واعداداً يتكون من أكثر من ٩٠ مليون مواطن منهم ٦٥% فى سن العمل، وسيعمل ارتفاع مستويات المعيشة وزيادة القدرة الشرائية على النمو فى الكثير من القطاعات، بالإضافة إلى أن القوى العاملة فى السوق المصرى قوى عاملة كبيرة ذات أجور تناقصية تلئم احتياجات المستثمرين.

(١) راجع فى ذلك: مروة سعودى، مريم رؤوف فرح، مناخ الاستثمار: دروس وتحديات : التحديات والفرص، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، مجلد ١٥، عدد ١، يونيو ٢٠٠٧، ص ١٦١ - ٢٠٤.

(٢) راجع فى ذلك: التقرير السنوى، ٢٠١٦، الهيئة العامة للمنطقة الاقتصادية لقناة السويس. ص ١٩. متوفر على شبكة الانترنت على الرابط الآتى:

<https://www.dropbox.com/s/ynpsikmzmh07rok/%2SCZZone0Annual%20Report%20FINAL%202016.pdf?dl=>

### ثانياً:- توفير البنية الأساسية.

يعتمد الاستثمار على وجود الكمية والنوعية المناسبة من البنية الأساسية من الطاقة، والاتصالات، والمياه، والنقل، والبنية الأساسية المالية، بالإضافة إلى المهارات والتكنولوجيا (١). ويندرج ضمن البنية التحتية ضرورة توافر الكفاءات والعناصر الفنية وكذلك توافر أسواق الأسهم والأوراق المالية ومن الضروري أن تكون عناصر الإنتاج من كهرباء، ومياه، واتصالات، وإيجارات، وقيمة الأراضي قليلة بحيث تشجع المستثمرين وتوفر من تكاليف الاستثمار.

وقرر البنية الأساسية للخدمات يجعل المستثمرين يبذلوا جهداً أكبر لتحصيل المعلومات والحصول على المدخلات وتوصيل منتجاتهم للأسواق، تستطيع هذه التكاليف الإضافية أن تمحو الميزة النسبية للاستثمار، وإذا ما كانت مرتفعة قد تمنع المستثمرين من الاستثمار أو الدخول إلى السوق مطلقاً.

ويرجع الأداء السيئ لخدمات البنية الأساسية هي أنها يتم توفيرها عن طريق احتكارات حكومية غير كفاء والتي تعاني من نقص خطير في استثمارات الصيانة والقدرة، وتوسيع المشاركة الخاصة في توفير خدمات البنية الأساسية، مع وجود إطار تنظيمي جيد، يساعد على تشجيع الكفاءة، وزيادة الاستثمارات وتوسيع القدرة.

يعتبر شكل مشاركة القطاع الخاص أمراً هاماً أكثر نجاحاً عندما يصاحبه إصلاح تنظيمي على مستوى القطاع يوافق بين الحافز الخاص بموفري خدمات البنية الأساسية مع احتياجات المستهلكين، ويشجع المنافسة ويوفر كيان تنظيمي مستقل يشرف على الأشياء الأخرى كالجودة، والسعر، وتغطية الخدمات، والتزام الموفرين بتخفيض التكلفة والخدمات الجيدة (٢).

### ثالثاً: تهيئة النظام السياسي.

مما لا شك فيه أن العوامل السياسية تعتبر من أكثر العوامل التي تؤثر على القرارات الاستثمارية فالمستثمر دائماً ينظر بعين الاعتبار للمخاطر غير الاقتصادية التي قد يتعرض لها مثل التأميم والمصادرة والتدخل في شؤونه، فالحوافز والمغريات الأخرى مهما تكون عالية لا تكفي لكسب ثقة المستثمر في بلد يعاني من عدم الأمان، وعليه كلما كان النظام السياسي

(١) مروة سعودى، مريم رؤوف فرح، المرجع السابق، ص ١٨٧.

(2) Kaufman, D., A, Kraay, and P. Zoido-Lobaton. 2002. "Governance Matters II: Updated Indicators for 2000/01." Policy Research Working Paper 2772. The World Bank, Washington, D.C.

ديمقراطياً وهناك شفافية عالية للمعلومات فهو يصلح المناخ الاستثماري والعكس في حالة السلطوية تكون البيئة طاردة للاستثمار (١).

يمثل الاستقرار السياسي الضمانة الأولى لتدفق الاستثمارات، فنتأثر القرارات الاستثمارية إيجاباً وسلباً بالاستقرار السياسي، فرأس المال دائماً سواء الأجنبي أو الداخلي يبحث عن الأمان والاستقرار بعيداً عن الأزمات المختلفة (٢).

ويؤدي عدم توافر الاستقرار السياسي إلى خفض معدلات الإدخار وبالتالي خفض معدلات الاستثمار لأن المستثمر يفقد الثقة في استقرار الحكومة ويفضل اكتناز أمواله ومن ثم هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج مما ينتج عنه عدم استقرار اقتصادي.

وكما اسلفنا فالمناخ السياسي من العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري، والأثر الإيجابي يتحقق في ظل الاستقرار السياسي والأمن داخل البلد المتفقيه للاستثمار ومن خلال النظر إلى طبيعة نظام الحكم واستقراره وطبيعة العلاقة بين الكتل السياسية، والديمقراطية والشفافية وغيرها، وبالتطبيق على الحالة المصرية نجد أن البيئة الاستثمارية في مصر قد تأثرت بالظروف السياسية والأمنية التي مرت بها والتي انعكست بحالة عدم التأكد من المستقبل بالنسبة للمستثمرين وأثرت حتى على هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.

ومما لا شك فيه أنه بقيام ثورة ٣٠ يونية ٢٠١٣، قد لمس المواطن العادي خلاف المستثمر تغييراً كبيراً في منظومة الأمن حيث ساد الهدوء والطمأنينة الشارع المصري، بالإضافة أن الاستقرار السياسي الحادث في كافة المؤسسات السياسية من انتخاب مجلس نواب يمثل السلطة التشريعية فضلاً عن المؤسسة الرئاسية التي تمثل رأس السلطة التنفيذية والفيصل ما بين السلطات، ووضع دستور مصر ٢٠١٤ ليحدث التوافق السياسي والاجتماعي لكافة طوائف الشعب المصري، وهذا في مجمله ما يعتبر احداث الاستقرار السياسي لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار.

(١) حسن كريم حمزة، مناخ الاستثمار في العراق، مجلة الغرى للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، ٢٠١٢، ص ٢٣-٤٩.

(2) Ahmet Faruk Aysan, Mustapha Kamel Nabil and others, " The role of governance institutions in private investment decisions .. the case of MENA ", working paper no. 384, 2008, ERF ( Economic Research Forum ), p. 5

#### رابعاً : تهيئة الإطار التشريعي والقانوني.

تنظيم عملية الاستثمار يتم من خلال عدد من الأطر المؤسسية والتشريعية التي تضمن الحماية الكاملة لحركة الاستثمار بما يخدم الاقتصاد الوطنى، مع ضرورة ترابط وانسجام القوانين مع بعضها البعض ووضوحها وعدم تناقضها أو اختلافها مع القرارات السياسية المختلفة وكذلك عدم تشعبها وتعديلاتها المتلاحقة (١).

ويجب أن يتسم الإطار التشريعي والقانونى - المتمثل فى قانون الاستثمار وكافة القوانين والتشريعات المكتملة له ( قانون التجارى ، والمالية ، والجمارك ، ..... الخ ) - بالتطور والمرونة التامة فى الظروف والمستجدات والاحتياجات المتنامية للمؤسسات فضلاً عن اتسامها بالشفافية ووضوح الرؤية.

#### خامساً: بيئة إدارية مناسبة.

توفير بيئة إدارية بعيدة عن إجراءات الروتين من خلال تسهيل الحصول على الخدمات المختلفة للمستثمرين، وتسهيل عملية إصدار التراخيص المختلفة من كافة المرافق والوزارات لمساعدة المستثمرين فى مشقة متابعة وإنهاء هذه الإجراءات (٢).

هذا بالإضافة إلى مكافحة الفساد الإدارى والذى يؤدي إلى زيادة تكلفة الخدمات، ويكون له تأثير سلبى على بيئة المعاملات، ويؤدي إلى هروب الاستثمارات، وقد أثبتت التجربة أن الدول التى عملت على محاربة الفساد الإدارى كانت أكثر جذب للاستثمارات من غيرها.

أن وجود نظام إدارة مؤسسى سليم لخدمة الأنشطة الاستثمارية يُعد المظلة الإدارية الحامية للاستثمار والظهير المعاون والمساند للمستثمرين، فلقد كان إنشاء الهيئة العامة للمنطقة الاقتصادية لقناة السويس ككيان قانونى له صلاحيات كبيرة (٣) ويعمل بحرية ودون قيود تحد من سرعة الانطلاق سوب الهدف الاساسى للتنمية الاقتصادية للمنطقة توجهاً صائباً فى اتجاه تطبيق مبادئ الإدارة الرشيدة من تخطيط، وتنظيم ومتابعة وجودة أداء (٤).

(١) عبدالفتاح محمد عبدالفتاح ، المرجع السابق ، ص ١١ .

(٢) المرجع السابق ، ص ١٢ .

(٣) تمتلك الهيئة العامة للمنطقة الاقتصادية لقناة السويس صلاحيات وسلطات كاملة على الأراضى الواقعة على محور قناة السويس فى كل ما يتعلق بكافة الأنشطة والمشروعات المقامة داخل الإطار الجغرافى للمشروع دون تدخل من المحافظات التى تقع فى نطاقها تلك المشروعات، ولها سلطة الولاية وصلاحيات كافة الوزارات والمحافظات والهيئات داخل الحدود الجغرافية للمنطقة الاقتصادية دون المساس باختصاصات الوزارات السيادية والتي تشمل الدفاع والخارجية والعدل والداخلية.

(٤) التقرير السنوى ، ٢٠١٦ ، الهيئة العامة للمنطقة الاقتصادية لقناة السويس ، ص ٣٠ .

وكان طبيعياً إيجاد الوعاء التنظيمي والمؤسسي المحدد لحدود ومهام واختصاصات الأنشطة تحديداً للمسئوليات، وتم أعداد هيكل تنظيمياً للهيئة حيث وافق واعتمد مجلس إدارة الهيئة بجلسته بتاريخ ٢٠١٦/٥/٢١، على لائحة الموارد البشرية الخاصة بالهيئة والتي نصت على أن يكون للهيئة هيكل تنظيمي تضعه السلطة المختص، يحقق ديناميكية وتفاعلية بين القطاعات المختلفة، وكذا جدول الوظائف محدد ببطاقة وصف وظيفي (١).

### المبحث الثاني

#### دور سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات

تمثل سوق الأوراق المالية أداة فعالة لتمويل المشروعات، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك وجذب الادخار الحر من المدخرين المحليين والأجانب نحو طالبى رأس المال من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الأكتتاب العام فى سنداتها أو أصولها المالية.

أى ان سوق رأس المال يحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار، إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية، وتمتلك القدرة على الاستثمارات (٢)، من خلال مجموعة من الأوراق المالية وهى عبارة عن الأسهم والسندات، وتنقسم السوق بدورها إلى قسمين سوق أولية وهى سوق الإصدارات الجديدة التي تقوم بها الشركات الراغبة فى الحصول على التمويل لاستثماراتها، والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الإصدارات الجديدة التي أصدرت فى السوق الأولية (٣).

#### السوق الأولية للأوراق المالية

تعتبر السوق الأولية للأوراق المالية هى سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور (٤)، أى أنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقرض والمقرض.

تتميز السوق الأولية بقدرتها على العطاء فى ردد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طريق

(١) المرجع السابق، ص ٣٠ - ٣١.

(٢) عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، شباب الجامعة، مصر، ٢٠٠٥، ص ٣.

(٣) حسين هانى، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، ٢٠٠٢، ص ٢٤.

(٤) عبدالغفار حنفي، الاستثمار فى الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر ٢٠٠٠، ص ٢١.

إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد إلى جانب المشاريع القائمة (١). وتساهم هذه السوق أيضاً في إجراء توسعات في المشاريع القائمة لزيادة فاعليتها ورفع كفاءتها الإنتاجية، وبالتالي فأن نجاح (السوق الأولية) في صب المدخرات في قنوات الاستثمار المجدى يساهم في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال من خلال تفاعل المستثمرين مع عمليات الاكتتاب وفق قواعد محددة تصون مدخراتهم عن طريق رسم القوانين لأصول مشاركتهم وسبل دعوتهم للاكتتاب بما يحمى هذه المدخرات لذا نجد أن من أهم قواعد وأساليب الحماية التي توفرها التشريعات في الدول المتقدمة للمستثمرين توفير المعلومات والبيانات حول الجهة المصدرة للأوراق المالية، وهو ما يعرف بالإفصاح، وتم التعامل في - السوق الأولى - عن طريق توجيه لعامة المستثمرين ويسمى (الاكتتاب العام) أو لفئة معينة منهم ويسمى (الاكتتاب الخاص) وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة (٢).

وتتسم السوق الأولى بكونها أقل نشاطاً من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طويلة مدة حياة الشركات، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة، أما إصدارات السندات فهو مرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل دائم. **دور السوق الأولية في الاقتصاد.**

يبرز دور السوق الأولية من خلال قدرتها على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات من دائرة الاكتناز إلى دائرة الاستثمار النافع والمجدى، وتوفير الأموال اللازمة للعمل الإنتاجي ومشاريع التنمية من مصادرها المختلفة وخاصة القطاع الخاص والذي تسعى السوق إلى تعظيم مشاركته في عملياتها نظراً للفوائض المالية الكبيرة المتوفرة لديها والدور الكبير الذي يتوقع أن تساهم به في خدمة التنمية في حال قيامها بتزويد المشاريع الإنتاجية بالأموال الضرورية اللازمة من خلال مشاركتها في عمليات إصدارات (السوق الأولية) (٣).

(١) أسرار فخرى عبداللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، قسم بحوث الائتمان، البنك المركزي العراقي، ص ٢. <http://elibrary.medi.u.edu.my/books/MAL00355.pdf>

(٢) المرجع السابق، ص ٢-٣.

(٣) لمزيد من المعلومات أنظر كل من:

- صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية ٢٠٠٠، ص ٤٣ وما بعدها.
- عبدالغفار حنفي، رسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ٢٠٠١، ص ٢٠٠ وما بعدها.

فتسمح إصدارات السوق الأولى بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها<sup>(١)</sup>.

ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار التي تأخذ على عاتقها مهمة بيع تلك الإصدارات إلى المدخرين فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجح من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بإبداعات لدى البنوك. مما سبق يتضح أن السوق الأولية أو سوق الإصدارات لاتعنى سوى بداية لحركة النشاط المالي، والوقوف عندها يعنى جموداً لا يحقق للمستثمر الأمان الذى يبيغيه من وراء استثماره طبقاً لما تقضيه الاعتبارات الفنية البحتة<sup>(٢)</sup>.

### السوق الثانوية.

وهو سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها فى - السوق الأولية -<sup>(٣)</sup> بمعنى آخر هى تلك السوق التى تتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال النقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة وهذا يعنى أن - السوق الثانوية - تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.

ليس هناك مصلحة للقطاعات الاقتصادية المنتجة من جراء هذا النشاط - عمليات التداول فى السوق الثانوية - فهو لا يعنى بالضرورة زيادة حجم المدخرات الوطنية وزيادة عمليات الاستثمار فى الأوراق المالية، لان تلك العملية لا تمثل أى إضافة فى الاستثمار الحقيقى، وإنما الأمر مجرد انتقال للملكية من فرد لآخر، وهذا لا يحقق مصلحة للاقتصاد بشكل مباشر. ولكن من المعروف أن من أهم مهام - الأسواق الثانوية - للأوراق المالية

• عبدالنجم مبارك، محمود يونس، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ٢٠٠٣، ص ١٣٣ وما بعدها.

(١) محمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص ١٤.

(٢) عبدالعزيز النجار، اساسيات الإدارة المالية، المكتب العربى الحديث مصر، ٢٠٠٧، ص ٤٩٧.

(٣) اسامه محمد الفولى، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر ٢٠٠٥، ص ٢٦٠.



توفير السيولة (١) للإصدارات الأولية للأسهم والسندات وذلك بتيسير تداول هذه الأوراق وتحويلها إلى نقد بسرعة ويسر متى ما رغب حاملها بذلك.

فإذا كان الاستثمار في الأوراق المالية قابلاً للتصرف به في مدة قصيرة وبأسعار تنافسية فإن ذلك يرفع من قيمة هذا الاستثمار، وبالتالي يرفع من المردود النسبي لهذه الأوراق مقارنة بالأدوات المالية الأخرى، لذلك فإن ضعف - السوق الثانوية - يترتب عليه قلة أو انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها وهذا يتضمن تكاليف مرتفعة لرأس المال ويقلل من الحوافز على الاستثمار في المشاريع الجديدة، فمن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي، فمن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي

#### التمويل عن طريق الاسهم :

يقصد به طرح المؤسسة لأوراق مالية في شكل أسهم على مستوى سوق الأوراق المالية، تلجأ من خلالها المؤسسة إلى الجمهور دون تدخل وسيط مالي، حيث يعتبر مالكي الأسهم مساهمين في رأس مال المؤسسة ويتحصلون على نسبة من أرباح المؤسسة بقدر حجم مساهمتهم في تلك المؤسسة.

تنشأ بمقتضى شراء المساهم أسهم شركة مساهمة علاقة تعاقدية بينه وبين هذه الشركة يترتب عليها حقوق له تستمد من الشركة المساهمة بموجب صك المساهمة، وتتمثل هذه الحقوق في :

١/ نسبة من الأرباح: عندما تحقق الشركة المساهمة أرباحاً عن سنة مالية معينة يتم توزيع الأرباح الصافية على المساهمين بعد خصم جميع المصروفات العمومية والتكاليف الأخرى التي ينص عليها النظام الأساسي للشركة، وإذا تقرر توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين فيكون للمساهم الحق في استلام نصيبه من الأرباح وفقاً لعدد أسهمه في المكان والمواعيد التي تحددها الشركة.

٢/ حق المساهم في مراقبة أعمال الشركة: من حق المساهم مراقبة سير نشاط الشركة من خلال الاطلاع على ميزانيتها وحساب الأرباح والخسائر وتقرير مجلس الإدارة عن نشاط

(١) المقصود بالسيولة في هذا السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المجزي لهذا المستثمر حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار.

الشركة، وحق المساهم حضور الجمعيات العمومية للشركة ومناقشة والتصويت على القرارات التي تتخذ.

٣/ حق المساهم فى التصرف فى اسهمه سواء بالبيع أو التنازل عنها للغير، ويمارس هذا الحق وفق الإجراءات المحددة لذلك عن طريق الوسطاء الماليين بالنسبة للأسهم.

٤/ حق المساهم فى أولوية الاكتتاب بالأسهم الجديدة وذلك عندما تقرر الشركة زيادة رأسمالها الأصلي.

٥/ حق المساهم فى أولوية الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية إما بسبب انتهاء مدتها أو لأسباب أخرى(١).

#### التمويل عن طريق السندات:

تعمل المؤسسات ذات الربحية العالية والمخاطر القليلة فى الكثير من الأحيان إلى تمويل استثماراتها عن طريق الاقتراض من الجمهور ويتم ذلك من خلال طرحا لسندات مباشرة للجمهور، ويعتبر ذلك إقراض لأن حامل السندات ليس مساهماً فى رأس المال وإنما يعتبر مقرضاً لأن المؤسسة تتعهد برد قيمة السند مضافاً إليه فائدة ثابتة عند تاريخ الإستحقاق(٢).

فعندما تعاني المؤسسة من عجز مالى ولا يكون لديها الرغبة فى زيادة المساهمين فيكون التمويل عن طريق السندات من الخيارات القوية أمامها ، إلا أن نجاح هذه العملية يتوقف على تكاليف إصدار السندات بجانب مدى إقبال المقرضين على اقتناء هذه السندات. مما يجعل هذه الأداة من أدوات التمويل متاحة بشكل كبير للشركات المساهمة.

تقوم سوق رأس المال بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالى وضخها فى الوحدات الاقتصادية ذات العجز وذلك بتوفير التمويل اللازم لها(٣)، ومما هو جدير بالذكر أن سوق الأوراق المالية المصرية لم تسير على وتيرة واحدة ففى بعض الوقت تمتعت بالازدهار وفى أوقات أخرى كان الكساد من سماتها ، وقد عانت من ظروف داخلية وخارجية فى الوقت الماضى بداية من عام ٢٠١١ حالت دون تقديم التمويل اللازم للشركات المقيدة بها ، إذ اقتصر دور سوق الأوراق المالية فى نقل ملكيات أسهم الشركات أو المؤسسات المالية المدرجة من مستثمر إلى آخر من خلال البيع والشراء اليومى، مما

(١) السيد عليوة ، تحليل مخاطر الاستثمار فى البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للطباعة والنشر والتوزيع، مصر ، ٢٠٠٦، ص ٦١- ٦٣.

(2) World Bank, working 277- Jack, glen, international comparison of stock trading practices papers unpublished, February, 1995.

(3) James Chen, Essentials of Technical analysis for Finoncialnar Kets ,Tohn wiles and sons, INC, 2010.

أدى إلى لجوء الشركات إلى طرق تمويلية أخرى بديلة عن سوق الأوراق المالية مثل القروض البنكية .

ويمكن القول أن أسواق الأوراق المالية إذا تم استغلالها الاستغلال الأمثل فستقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بتعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي، زيادة كفاءة تخصيص الموارد، رفع معدل إنتاجية الاستثمار، وزيادة حجم الاستثمارات.

### المبحث الثالث

#### دور سوق الأوراق المالية في

#### ضبط سيولة الاقتصاد وتوفير السيولة للاستثمارات

#### دور سوق الأوراق المالية في ضبط سيولة الاقتصاد لمعالجة التضخم:

تعمل الحكومة المصرية على مكافحة التضخم من خلال آلية السوق المصرفي برفع سعر الفائدة لسحب السيولة من الاقتصاد فيقل الطلب وبالتالي تنخفض الاسعار، ولكن رفع أسعار الفائدة، سيؤدي إلى سحب السيولة من السوق ومن قطاعات الاستثمارات الأخرى والبورصة المصرية وتحويلها للبنوك وحجزها في القطاع المصرفي دون استثمارها، هذا سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار على المستثمرين، كما سيدفع البنوك للإحجام عن تمويل المشروعات، واستثمارها في إقراض الحكومة (سندات وأذون خزانة)، وهو ما سيؤدي إلى تفاقم الدين المحلي، فضلاً عن زيادة أسعار السلع في ظل انخفاض القدرة الشرائية، وهو ما سيؤدي لمزيد من الركود في النشاط الاقتصادي.

وبالتالي فإن رفع أسعار الفائدة ليس هي الحل الوحيد لكبح جماح التضخم، لاسيما إذا لم يكن ناتجاً من نشاط اقتصادي وقوة الطلب.

وتعتبر سوق الأوراق المالية آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية (السيولة) وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية من خلال شراء الأفراد والشركات لما يتداول في هذه الأسواق من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى.

فسوق الأوراق المالية تشجع المدخرين وبصفة خاصة صغار المدخرين الذين لا تتوفر لديهم القدرة المالية أو الفنية على استثمار أموالهم في مشروعات مستقلة على الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة بالبورصة بما يتناسب وحجم الأموال التي يمتلكونها كما ان سوق

الأوراق المالية تعمل على توجيه المدخرات الوطنية والأجنبية نحو الإستثمارات الملائمة وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار<sup>(١)</sup>.

وهناك عوامل متعددة لقيام سوق الأوراق المالية بامتصاص السيولة من الاقتصاد ومنها شفافية السوق والالتزام بالافصاح، والإعفاءات الضريبية، وتخفيض قيمة السهم حتى يتاح للطبقات الصغيرة من أفراد الشعب للمساهمة فى المنشآت الصناعية والمالية دون قصرها على كبار المالىين، وتشجيع الاكتتابات المقسطة، وضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، ونشر الوعي الادخارى بين أفراد الشعب، وإذاعة أسعار الأوراق المالية، ونشرها من شأن ذلك توجيه الأفراد إلى التعامل فى الأوراق المالية وجذب مدخراتهم مما يتيح للحكومة والمستثمرين تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التى تعود فائدتها على المجتمع، ويساعد تجميع المدخرات على تنفيذ العديد من المشروعات التى يعجز عن تكوينها كبار رجال الأعمال بمفردهم<sup>(٢)</sup>.

#### الفرق بين الادخار و الاستثمار

الادخار هو الجزء من الدخل الغير المخصص للاستهلاك و الذي يودع عادة في حسابات بنكية جارية أو يستخدم على المدى القصير (الأدوات المالية و الحسابات لأجل...). و الادخار هو أيضا حفظ السيولة لأغراض الاستخدام على المدى القصير (مصاريف غير متوقعة، السفر، شراء الأثاث، الخ)..

أما الاستثمار فهو الجزء من الدخل المستثمر على المدى الطويل. و يتعلق عامة بالأصول التي يتم تقييم مداخيلها على المدى الطويل : أملاك عقارية و أسهم و حصص الشركة،... و الهدف من الاستثمار هو تنمية وزيادة قيمة الادخار لتحقيق أهداف على المدى الطويل (التقاعد و تعليم الأطفال و شراء المسكن و غيرها).

#### السيولة

تقاس سيولة الأصول بسرعة تحولها إلى نقد. يعتبر مفهوم السيولة هو الفرق الرئيسي بين الادخار و الاستثمار. و يعتبر الادخار سيولة بحيث يمكن استعادة الأموال في أي وقت و بدون خسارة في القيمة. فإذا كان هناك، على سبيل المثال، حسابا للادخار في بنك محلي، يمكن سحب هذا الادخار في أي وقت و دون أي مشكلة أو خسارة في القيمة.

(١) /د/ غزال العوسى: آليات العمل فى بورصة الأوراق المالية"دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا فى ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفمية"، الناشر دار النهضة العربية، سنة النشر ٢٠١٠، ص ١٠.

(٢) /د/ سعيد فرحات ، /د/ جاب الرب المنيأوى :- بورصات الأوراق المالية ، الواقع والطموحات ، دار أم القرى، المنصورة ، طبعة سنة ١٩٩٨، ص ١٥٦.

يعتبر الاستثمار في القيم المنقولة أو صناديق الاستثمار الجماعي (OPCVM) أيضا سيولة حيث يمكن بصفة دائمة بيع الاستثمارات بالأدوات المالية عن طريق الوسطاء الماليين، غير أن الفرق بينه وبين الادخار هو احتمال تسجيل خسارة في القيمة عند البيع. تحتاج التنمية الاقتصادية إلى رأس مال يقوم بعملية تمويل المشروعات، وتعاني اقتصاديات الدول النامية من ندرة رأس المال، فيتوقف عرض رأس المال على الاستعدادا والرغبة على الإدخار ونلاحظ بانخفاض القدرة على الادخار في الدول النامية بسبب انخفاض مستوى الدخل الحقيقي الناتج عن انخفاض الإنتاجية، ويتوقف طلب رأس المال على الدوافع للاستثمار، ونلاحظ ضعف الدافع إلى الاستثمار في الدول النامية، بسبب انخفاض إنتاجية الفرد الراجع بدوره إلى صغر كمية رأس المال المستخدمه في الإنتاج.

#### دور سوق الأوراق المالية في توفير السيولة للاستثمارات

عانت البورصة المصرية من العديد من السلبيات والإخفاقات في الخمس سنوات الماضية، ما تسبب في تكرار التراجعات الحادة التي منيت بها الأسهم والمؤشرات. وكان من أهم هذه السلبيات التي واجهت السوق المصري، قلة السيولة المالية التي إفتقرت إليها التعاملات على مدار هذه الفترة نتيجة لتضارب التشريعات والقوانين والتخبط، الذي إتسمت به السياسة النقدية والمصرفية، التي عادت بتراجع الأرباح للشركات المقيدة وغياب الثقة في السوق ككل خاصة من قبل الأجانب، الذين سجلوا مبيعات غير مسبوقة على مدار السنوات السابقة في ظل فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية للبورصة، وكذلك على التوزيعات النقدية التي لجأت الشركات للهروب منها من خلال توزيعات الأسهم المجانية، وهو ما لا يفضله المستثمر الذي يبحث عن مخرج لسيولة مالية من حسابه عن طريق الكوبونات السنوية خاصة مع وجود مراكز إئتمانية مفتوحة بالحساب.

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولا مالية، فمن الطبيعي أن تقيمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود. وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بالبورصة وذلك باعتبارها عنصر هام في نفقة المشروعات من ناحية وأيضاً له أثر هام على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، حيث يقوم المدخرون الراغبون في توظيف أموالهم بالمقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات

العائد الثابت والمنخفض المعروف مقدماً دون تحمل أية مخاطر وبين تحمل مخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة(١).

تتبع ردود افعال السوق بحذر تطور سعر الفائدة، غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وإن كان هذا الأثر آلياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه، أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في البورصة(٢).

مما هو لا شك فيه أن هناك رؤوس أموال وبحجم كبير في يد الأفراد ، ويتم توجيه هذه الأموال للحفاظ على قيمتها أما للعقارات أو الذهب أو العملة ، ولكي تعود هذه الأموال ويتم ضخها في العملية الإنتاجية لابد من غعادة الثقة للأفراد وكما يقال "رأس المال جبان" وتتمثل المشكلة في عدم ثقة المستثمر في قدرة السوق وقدرة الاقتصاد على التعافي للأرقام التي تتوقعها الحكومة.

ضمان حرية دخول وخروج أموال المستثمرين يعطي طمأنينة للمستثمر بأن الدولة التي يستثمر فيها تستطيع مساعدته على الدخول والخروج، فأهم من الدخول هو كيفية الخروج.

### الدور الايجابي للطروحات الجديدة علي معدلات السيولة بالسوق

يتمثل في عاملين

الاول :- جذب شريحة من المستثمرين الجدد للبورصة وبالتالي ضخ سيولة جديدة، الثاني:- تشجيع المتعاملين الحاليين علي ادخال جزء من السيولة الجديدة المنتظرة خارج السوق وهو ما يعمل علي ضخ دماء جديدة بسوق المال ومن ثم تنشيطها.

وتزداد لدى المستثمرين شهية المخاطرة للاستثمار في سوق المال في حالة دخول بضاعة جديدة خاصة اذا ارتبط اسم الشركة الجديدة باحتياجاتهم اليومية وحملت الشركة شعار يتمتع بالشهرة وهو ما ميز طرح الشركة المصرية للاتصالات والذي لاقى نجاحا كبيرا بعد ان جذب شريحة جديدة من المتعاملين الافراد نظرا لشهرة الشركة التي ترتبط بخدمات التليفون الثابت.

### الدور السلبي للطروحات علي معدلات السيولة:

توجد انعكاسات سلبية لهذه الطروحات علي سحب السيولة من السوق خاصة فيما يعرف بعمليات الـ « SWAP » او سحب السيولة من شريحة من الاسهم واعادة ضخها

(١) حسين عبدالمطلب الاسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر ، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة ، فرع بنها ، جامعة الزقازيق ، ٢٠٠٢ ، ص ٢٥-٢٦.

(٢) مصطفى رشدي شيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، الاسكندرية: دار المعرفة الجامعية، ١٩٩٢، ص ٥١٠-٥١٣.

باسهم الاكتتاب، فلا تتلقي السوق سيولة جديدة، ويكون أداء الأسهم سلبياً، علاوة على انخفاض أحجام التداولات، وهو ما يعد مؤشراً على استمرار انخفاض معدلات السيولة بالسوق وتدويرها بين الأسهم.

وسوء توقيت الطروحات الجديدة للشركات هو العامل الأساسي الذي ينعكس سلباً على شهية المتعاملين بالمجازفة والمخاطرة بإدخال السيولة المحتجزة خارج السوق.

فسلوك المتعاملين الأفراد خلال الطروحات العامة في اتجاهين، الأول جذب سيولة جديدة للسوق أما من خلال اجتذاب متعاملين جدد أو إدخال المتعاملين الحاليين جانباً من السيولة المحتجزة خارج السوق، فيما يتمثل السلوك الثاني في عمليات مبادلة الأسهم من خلال اتباع السلوك البيعي في بعض الأسهم لتوفير السيولة اللازمة للاكتتاب، وهو ما قد يؤثر سلباً على بعض الأسهم، ولكن هذه التأثيرات تكون لحظية قد تنشأ خلال فترة الاكتتاب نتيجة عمليات الـ ( SWAP ) التي يتبعها بعض المتعاملين الأفراد ولكنها لا تؤثر سلباً على أحجام السيولة لأنها يتم ضخها مجدداً في أسهم الطروحات.

## الفصل الثاني

### الإطار التطبيقي للدراسة

#### مقدمة:

يوجد خيارات عديدة ومتنوعة أمام الدول التي تسعى لتحقيق التنمية من خلال زيادة مشاريعها الاستثمارية في القطاعات المختلفة، ومنها توفير التمويل لتلك المشروعات الاستثمارية أما عن طريق الاقتراض أو عن طريق العمل على زيادة مدخراتها العامة فتقلل من الإنفاق العام لديها.

ونجد أن تلك الخيارات تختلف من دولة إلى أخرى، فعمدت المملكة المتحدة في أواسط التسعينات بتطبيق ما يعرف باسم " القاعدة الذهبية" وهي تسمح للحكومة بالاقتراض لتمويل مشاريع البنية التحتية وغيرها من المشاريع الرأسمالية، وقد أمكن ذلك نظراً لحجم الدين العام المحدود في المملكة المتحدة وتركيزها على ضمان مردودية الإنفاق العام وارتفاع مستوى شفافية المالية العامة (١).

(١) تقرير صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٧، الاستثمار العام والشراكة بين القطاعين العام والخاص.

## • اشكال المشاركة بين القطاع العام والخاص

### ١/ البناء والتملك والتشغيل (BOO) Build, Own, Operate

يعتبر هذا الأسلوب من أساليب الخصخصة الكاملة، والتي يتم فيها إعطاء القطاع الخاص مسئوليات البناء والتشغيل والإدارة بكاملها، بالإضافة إلى الملكية المطلقة له لأصول المشروع.

ولا يكون التشغيل أو الإدارة بهذا الأسلوب مرتبطاً بمدة زمنية محددة، كما لا يكون هناك التزاماً على القطاع الخاص بنقل الأصول إلى الدولة. ويستخدم هذا الأسلوب للمشروعات الجديدة التي لم تنشأ بعد.

ولكن لا يخضع المشروع خلال مدة التشغيل والصيانة لهيمنة السلطة العامة أو الإدارة الحكومية وإن خضع لرقابتها، بالإضافة إلى ذلك فهناك مخاطر من فقدان هيمنة الدولة على طبيعة المشروع الذي قد يتغير نشاطه بقرار من المالك الأصلي (القطاع الخاص).

### ٢/ البناء والتشغيل ونقل الملكية (BOT) Build, Operate, Transfer

يعتبر هذا الأسلوب شكل من أشكال تقديم الخدمات تمنح بمقتضاه الحكومة أو جهة حكومية - لفترة محدودة من الزمن - أحد الاتحادات المالية الخاصة والتي يطلق عليها اسم شركة المشروع الحق في تصميم وبناء وتشغيل وإدارة مشروع معين تقترحه الحكومة بالإضافة إلى حق الاستغلال التجاري لعدد من السنوات يتفق عليها تكون كافية لتسترد شركة المشروع تكاليف البناء إلى جانب تحقيق أرباح مناسبة من عائدات المشروع أو أية مزايا أخرى تمنح للشركة ضمن عقد الاتفاق. وتنتقل ملكية المشروع وفقاً لشروط التعاقد أو الاتفاق إلى الجهة المانحة دون مقابل أو بمقابل تم الاتفاق عليه مسبقاً (١).

أن أهمية نظام عقود البوت تتمثل في أنه يقدم حلاً لمشكلة تمويل مشروعات البنية الأساسية دون أن تضطر الدولة إلى اللجوء للأقتراض أو فرض مزيد من الأعباء على مواطنيها، أو تحميل الموازنة العامة مزيداً من الأعباء فضلاً عن أن هذا يمكن الحكومة الإدارية من تقديم خدمة أساسية للمواطنين بإنشاء المرافق العامة.

ولكن يتطلب هذا النوع من الشراكات عناية خاصة بتصميم مستندات العطاءات، ويمكن أن تكون عمليات الطرح والإرساء طويلة ومعقدة نسبياً عن باقي أنواع العقود، وهو ما يؤثر سلباً على إعداد الخطط التنموية المتعلقة بتنفيذ تلك الشراكة.

(١) محمد سمير زكي- نظام التشبيد والإدارة والتحول BOT - المركز الاستشاري الدولي للبحوث - القاهرة ١٩٩٩.



كما أن من عيوب هذا الأسلوب أنه يتطلب استقراراً سياسياً واقتصادياً ملائماً، وبيئة قانونية وتنظيمية محددة، وتوافر الاستقرار النقدي وغير ذلك من العوامل الملائمة للاستثمار الأجنبي، وكلها متطلبات غير ثابتة ومتغيرة طبقاً للظروف الدولية والإقليمية والمحلية.

**البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية (BOOT)** Build, Own, Operate, Transfer (BOOT) تقوم الدولة أو إحدى أجهزتها الحكومية بمنح مستثمر القطاع الخاص الحق في إقامة أحد المشروعات الخدمية وتمويله على نفقته الخاصة وتملك أصوله وتشغيل المشروع وصيانته وتحصيل مقابل تقديم الخدمة لسداد أعباء التمويل وتحقيق فائض ربح مناسب لمدة زمنية متفق عليها على أن تؤول ملكية أصول المشروع للدولة في نهاية تلك الفترة الزمنية.

ويختلف هذا الأسلوب عن أسلوب BOT حيث يعتبر نظام BOOT تطبيقاً بارزاً لنظام المشروعات الخاصة ذات المنفعة العامة، حيث تكون ملكية الأصول خلال مدة المشروع خالصة للقطاع الخاص وهو الأمر الذي لا يتحقق في أنواع العقود السابق الإشارة إليها.

ولكن لا يخضع المشروع خلال مدة التشغيل والصيانة لهيمنة السلطة العامة أو الإدارة الحكومية وإن خضع لرقابتها.

وبالنظر للوضع في مصر نجد أن الدين العام قد وصل لدرجة من الخطورة<sup>(١)</sup> من حيث الحجم أو الكيف فلا تستطيع الحكومة الاستعانة به، وليس احسن حالا وضع الموازنة العامة فاستمرارية عجزها وعدم توافر الشفافية المطلوبة كل ذلك يقلل من الخيارات التي تكون متاحه امام الحكومة للسعى لاحداث التنمية الاقتصادية، وزيادة استثماراتها.

فيكون الخيار الأفضل في الوقت الراهن أمام الحكومة المصرية هو المشاركة الجادة بينها وبين القطاع الخاص من خلال تأسيس مجموعة من المشروعات الاستثمارية تكون في صورة شركات مساهمة، حيث يكون للدولة حصة تمثل ٢٥% تقريباً من رأس مال المشروع يمثل مساهمتها بالأرض والبنية الأساسية وهو ما يعرف " بالسهم الذهبي"، وتطرح فيها حصة مستثمر استراتيجي" أو شريك استراتيجي لا تقل عن ٣٥% وعادة ما يكون اختيار الشريك بطرح المناقصات في الأسواق العالمية أو عن طريق التفاوض، أما بالنسبة للجزء الثالث يمثل تقريبا ٤٠% ويتم طرحها في صورة اسهم في سوق الأوراق المالية للاكتتاب العام للجمهور.

(١) أنظر هذا البحث ص ٢.

وسنعرض فى هذا الفصل التطبيقى لكلاً من :

الجدوى الاقتصادية لتأسيس المشروع فى صورة شركة مساهمة.

السهم الذهبى

الشريك الاستراتيجى

طرح الاسهم عن طريق الاكتتاب العام للجمهور

### المبحث الأول

الجدوى الاقتصادية لتأسيس المشروع فى صورة شركة مساهمة.

تحتل شركات المساهمة أهمية كبيرة فى الحياة الاقتصادية حيث تقوم باستثمار الأموال، دون الحاجه إلى وجود أصحابها، مما يتيح للكثير سواء أشخاص طبيعيين أو معنويين بالمشاركة فى تلك الشركة مع احتفاظهم بعملهم الأسمى، مما أدى إلى سهولة جذب الأموال إلى هذه الشركات لإنشاء المشروعات الكبيرة، التى يعجز غالبية الأفراد القيام بها<sup>(١)</sup>.

وتفرض الشركات نفسها عند الحديث عن التنمية الاقتصادية، وأصبحت ضرورة اقتصادية وإجتماعية لا يستطيع أى كيان سياسى فى العالم الإستغناء عنها، ومع تطبيق فكرة أن السوق العالمى أصبح سوقاً واحداً، وسقطت الحواجز الاقتصادية بناء على حرية التجارة فباتت الشركات المساهمة من أجدر الأدوات للتعامل مع مثل هذا النظام الاقتصادى، وتهدف الشركات إلى تحقيق المكاسب لأموال مساهميها، والحفاظ عليها فى وسط مناخ استثمارى آمن، وتسعى الدول إلى تحقيق مصالح وطنية عليا خاصة بالتنمية والاقتصاد الكلى، ولا يوجد مفارقة ما بين المصلحتين، ولكن يجب على الدولة أن توفر آلية متوازنة تضمن تحقيق كلا المصلحتين دون جور إحداهما على الأخرى.

تسعى معظم الشركات المساهمة إلى الإندماج مع غيرها ليتسع نشاطها وينمو رأسمالها، مما ترتب عليه أن هناك قوى اقتصادية كبيرة باتت تخيف المجتمع الاقتصادى، فتعسف ادارتها ونهم الارباح يؤثر فى قلب الاقتصاد الوطنى، وسيطرة الاحتكارات نتيجة قلة عدد المشروعات وانحسار نطاق المنافسة فى عدد من المشروعات العملاقة المتفاهمه.

(١) أنظر كلا من:

- د/ احمد محمد محرز، الشركات التجارية، النشر الذهبى، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ٢٥١ وما بعدها.
- د/ سميحة القليوبى، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثانية ١٩٩٣، ص ١٤٥ وما بعدها.
- د/ عبدالحميد الشواربى، الشركات التجارية، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- د/ يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها فى الشركات المساهمة، دار النهضة العربية، ١٩٨٢، ص ٤٧ وما بعدها.

ونرى أن هناك جدوى اقتصادية عظيمة تعود من جراء المشاركة ما بين الدولة (التمثله فى نسبة الدولة فى المشروع -السهم الذهبى-) والقطاع الخاص (التمثله فى الشريك الاستراتيجى) مع طرح الشركة فى سوق الأوراق المالية للحصول على أكبر قدر من التمويل والعديد من المزايا الأخرى المتمثلة فى.

تستطيع الشركة المقيدة فى هذه السوق ان تعتمد على مصادر عديدة ومختلفة عندما تقوم بتمويل المشاريع التوسعية الخاصة بها فبخلاف طرق التمويل العادية مثل اللجوء للسوق المصرفى، تستطيع الشركة من خلال سوق الأوراق المالية بتوسيع قاعدة الملكية فتقوم بطرح أسهم جديدة للجمهور لتزيد من رأس مالها، أو تقوم بالاقتراض من المتعاملين فى هذه السوق بطرح سندات.

أن عملية القيد فى سوق الأوراق المالية ليست بالعملية البسيطة أو العشوائية وإنما تخضع الشركة التى ترغب فى قيد اسهمها فى هذه السوق لقواعد صارمة فىجب عليها على سبيل المثال أن تلتزم بالأفصاح والشفافية عن أى معلومة يكون لها تأثير إيجابى أو سلبى على سعر السهم <sup>(١)</sup> ، وهذه المعلومة تخص نشاط الشركة، بالإضافة إلى أنه يجب على الشركة الالتزام بممارسات حوكمة الشركات <sup>(٢)</sup>، مما يترتب عليه زيادة ثقة المتعاملين مع هذه الشركة ومن ثم إتاحة أكبر قدر ممكن للشركة فى فرص التمويل.

يعنى قيد الشركة فى سوق الأوراق المالية التزامها الكامل بقواعد القيد واستمرارية هذا الالتزام، مما يزيد من ثقة المستثمرين بالشركة وتفضيل الإستثمار بها عن الشركات الأخرى غير المقيدة. فالمستثمر الذى يساهم فى رأسمال الشركة عن طريق إمتلاك مجموعة من اسهم الشركة هذا هو استثمار طويل الأجل ويحق له الحصول على توزيعات الأرباح التى تحققها الشركة بالإضافة إلى العائد الرأسمالى <sup>(٣)</sup> إذا كانت الشركة ناجحة وتحقق أرباح.

تكون إدارة الشركة المقيدة فى سوق الأوراق المالية غير كاملة السلطات فيحد من سلطتها ان هناك من يراقبها من المساهمين فيجب عليها دائماً وابدأ أن تأخذ فى الاعتبار آراء المساهمين عند اتخاذ أى قرارات قد يكون لها تأثير على نشاط ومستقبل الشركة.

(١) لمزيد من المعلومات أنظر:

IASB, "International Financial Reporting Standards", IASCF, London, UK, 2007.

(٢) تتمثل حوكمة الشركات فى مجموعة من الأسس والممارسات التى تطبق على الشركات المملوكة لقاعدة عريضة من المستثمرين والتى تتبعها إدارة الشركة ، وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة مثل مجلس الإدارة والمساهمين والدائنين والبنوك والموردين... الخ ، والتى تظهر من خلال النظم واللوائح الداخلية التى تطبق بالشركة والتى تحكم اتخاذ أى قرار قد يؤثر على مصلحة الشركة.

(٣) العائد الرأسمالى هو ارتفاع سعر بيع السهم عن سعر شراءه.

تتميز شركات المساهمة بقابلية أصولها المالية لنقل الملكية دون انتظار، فالمساهم يمكنه تسويق أسهمه بالبيع دون انتظار لوقت انقضاء الشركة، فيتغير المساهمين من وقت لآخر حسب حاجة المستثمرين في السوق، فالتداول المنظم لإصدار حقوق الملكية للمنشآت المساهمة يسمح للأفراد والمنشآت بالاستثمار أو التصفية لهذه الاستثمارات وبسهولة وبما يناسب التغيير في خططهم الاستهلاكية أو الاستثمارية<sup>(١)</sup>.

أن إمكانية تداول الأصول المالية الخاصة بالملكية في شركات المساهمة بحرية يجعلها أفضل وأكثر الطرق كفاءة لتخفيض الخطر، وفي معظم الاحوال تنوع الاستثمار يكون افضل الطرق لتخفيض المخاطر ( لا يتم وضع البيض كله في سلة واحدة) فنتمكن الشركات المساهمة من توفير هذه الميزة لتعددتها في السوق، وخاصة أن الخطر المرتبط بالأصول المادية (معدات وأصول مختلفة) يتحول وينتقل إلى أصول مالية (أسهم) وأيضاً إلى خطر محدود بدلاً من مخاطر كلية، وبالتالي يمكن تخفيض درجة الخطر بكفاءة أعلى<sup>(٢)</sup>.

تقوم وسائل الأعلام المختلفة بمتابعة أخبار الشركات الأكثر تداولاً في سوق الأوراق المالية ، مما ينعكس ذلك على الشركات بالنفع حيث يزيد ذلك من فهم وعلم المستثمرين والمتعاملين في السوق عن نشاط الشركة وأعمالها، ويقوى مركز الشركة أمام العديد من الأطراف الخارجية من العملاء والموردين والمقرضين.

توجيه النشاطات الاقتصادية والتجارية نحو تحقيق خطط التنمية والاستثمار القومي

حماية صغار المساهمين والمدخرين من المواطنين.

الحد من مظاهر الاحتكار ، والتكتلات الاقتصادية.

خلق حالة من الاستقرار الاقتصادي، وحماية النظام الاقتصادي من الهزات العنيفة

والانهيار المفاجئ.

(١) محب خلة توفيق، التمويل في الشركات المساهمة، مجلة المال والتجارة ، مصر عدد ٥٢٩، مايو ٢٠١٣، ص ١١.

(٢) المرجع السابق ، ص ١١- ١٢.

## المبحث الثاني

## السهم الذهبي

## أولاً: التعريف بالسهم الذهبي

ظهرت الأسهم الذهبية في بداية الثمانينيات في المملكة المتحدة ، ولم تتغير وظائفها كثيراً منذ ذلك الحين، فالهدف الأساسي من الأسهم الذهبية - كان وما زال - حماية المصالح الوطنية الإستراتيجية في الشركات العامة التي تتم خصصتها.

دفعت المصلحة الوطنية المشرعين في العديد من الدول النامية والمتقدمة إلى اعتماد آليات قانونية مثل السهم الذهبي أو التثت المعطل..... الخ بهدف إتاحة المجال للحكومة لممارسة الرقابة على الشركات العامة التي تتم خصصتها، وتعدّ الأسهم الذهبية هي الأسلوب الأكثر استخداماً في العالم لتحقيق هذا الهدف.

والأسهم الذهبية :- هي حقوق أو سلطات خاصة، تُمنح للدولة أو غيرها من الأشخاص المعنوية العامة، تخولها نوعاً من السيطرة داخل الشركات التي تمت خصصتها. وقد عرفه البعض<sup>(١)</sup> بأنه أداة تمنح الدولة حقوقاً تصويتية ذات طبيعه خاصة .

فبالأسهم الذهبية تسمح للحكومة بأن تخصص شركة عامة، وتتسحب من الانخراط في الإدارة اليومية، ومع ذلك يظل بإمكانها صون المصلحة الوطنية، من خلال حماية هذه الشركة من الوقوع في براثن المستثمرين الأجانب خاصة العدائين منهم<sup>(٢)</sup>. وفي الواقع، فإن التبرير الرسمي للأسهم الذهبية غالباً ما يكون الاعتبارات الإستراتيجية ، مثل الحفاظ على موارد الدولة من التلاعب ، وضمان استمرارية تدفق السلع والخدمات الحيوية إلى الأسواق المحلية، وحماية المصلحة العامة<sup>(٣)</sup>، فهي أداة قانونية للسيطرة على الشركات من خلال التزام الدولة بعدم السماح للأجانب بالسيطرة على المشروعات الاستراتيجية الهامة.

ويعنى أيضا إنسحاب الحكومة من عمليات إدارة الإنتاج والتشغيل والاستثمار بشكل كامل، ولكن يظل لها رقيب داخل مجالس الإدارة للشركات التي تحقق أهداف استراتيجية.

(1) Stefan Grundmann and Wiss. Mitarbeiter, "Golden Shares State Control in Privatized Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects," European Banking and Financial Law Journal, 1 (2004)

(2) Megginson, W.L., The Financial Economics of Privatization , Oxford University Press , 2005, he wrote

(3) OECD, Privatisation in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries ,Report on Good Practices ,OECD Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State Owned Assets 2009, p 56 .

- هذا وتضمن الأسهم الذهبية للدول مجموعة من الحقوق والسلطات، لعل أهمها:
- الحق فى التمثيل فى مجلس الإدارة ، بجانب الحق فى تعيين المسئولين التنفيذيين أو بعضهم (١).
  - الحق فى المشاركة مع مديرى الشركات الأجنبية فى التمثيل.
  - الحق فى الاعتراض على قرارات الشركة بصفه عامه (٢)، وبصفه خاص هناك قرارات إستراتيجية للشركة مثل قرار حل الشركة أو الدمج أو الأستحواذ، وتعديل النظام الأساسى للتصفية يكون للدولة فى هذه الحاله السيطرة الكاملة.
  - السهم الذهبى يعطى الدولة الحق فى مواجهة عمليات الأستحواذ والتلاعب بالشركة(٣).
- وعند تأسيس الشركة وفق هذا المقترح لابد أن يتم النص على الميزة التصويتية للسهم الذهبى فى عقد التأسيس أو النظام الأساسى للشركة ، حيث من حق المستثمر الاستراتيجى الإطلاع على الميزات التصويتية للسهم الذهبى قبل المشاركة فى المشروع، ومن حق المساهمين ايضا العلم بذلك قبل الاكتتاب العام.
- وهناك مجموعة من الإشكالات حول السهم الذهبى لتعارضه مع مجموعة من المبادئ القانونية:

يستند قانون شركات المساهمة إلى أن لكل مساهم عدداً من الأصوات يعادل عدد أسهمه، وتكون القرارات بالأغلبية المطلقة للأسهم الممثلة، ويتمتع حاملى الأسهم جميعاً بحقوق متساوية ويخضعون لالتزامات واحدة ، وهنا نجد أن السهم الذهبى يتعارض مع مبدأ ديمقراطية الإدارة حيث يكون له القوة فى إيقاف أى قرار يرى أنه يؤثر على المصلحة العامة أو الأمن القومى، وأيضاً يتعارض مع حرية التصرف فى الملك ، حيث أن الملكية الخاصة مصونة بالدستور، وقد يتعارض مع حرية إنتقال رأس المال.

(1) Pezard, A., The Golden Share of Privatized Companies, Brooklin Journal of International Law, Vol. 85, 1995, p 92.

(2) Kronenberger, V., 'The Rise of the 'Golden' Age of Free Movement of Capital: A Comment on the Golden Shares Judgments of the Court of Justice of the European Communities' 4 EBOR 2003, pp 115, 123.

(3) Secretary of State for Energy, H.C. Deb., volume 16, no 171, 1982.

ومن هنا لابد من التدخل التشريعي الذي يوازن بين كافة المصالح العامه والخاصة ويحل هذه الاشكالية لحماية المصلحة العامة لأنه كما هو معلوم مدى أهمية واستراتيجية هذه المنطقة ومدى تأثيرها على الأمن القومي لمصر فلا بد مشاركة للشخصية القانونية للدولة أو أحد اشخاص القانون العام فى المشروعات الحيوية التى تنشأ فى هذه المنطقة مع العمل على تطبيق فكرة السهم الذهبى وتضييق نطاقه وتقييد استعماله.

وبناء على ما سبق نرى أنه يجب على النظام المقترح للسهم الذهبى أن يستند إلى مجموعة من الضوابط:

- أن يتم تحديد حالات استعمال السهم الذهبى حصرياً لاستنادها للمصلحة العامة ، فيجب تحديد الهدف المراد حمايته فى كل شركة على حدى، ومثال ذلك المشروعات اللوجستية المجاورة لمحور قناة السويس يكون الغرض من السهم الذهبى الحفاظ على عدم السيطرة الخارجية وعدم الإضرار بالمصلحة العامة، فيكون الاعتراض على اندماج الشركات أو انفصالها أو التصفية الإدارية للشركة أو أى قرار ينجم عنه تغيير هيكل فى طبيعة نشاط الشركة.
- ويجب وضع مدة محددة لسريان السهم الذهبى .
- ويتم وضع آليات ومدد الاعتراض ، فمثلاً ضرورة تسبيب الاعتراض أو أن يكون الاعتراض خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطار الوزير المختص بقرار الشركة.
- وأيضا حق الشركة فى التظلم من الاعتراض واللجوء للقضاء فيما بعد إذا تم رفض تظلمها.

### المبحث الثالث

#### الشريك الاستراتيجى

أن فكرة الشراكة ليست بظاهرة مستجدة على المجتمع الاقتصادى -الداخلى / الخارجى - بل هى قديمة قدم الخليقة نظراً لإعتمادها على مبدأ المصالح المشتركة والمتبادلة. وتعتمد عملية التنمية الاقتصادية على حشد كافة إمكانيات الاقتصاد بما فيها من موارد وخبرات كل من القطاعين العام والخاص ليتشاركوا فى إنشاء وتشغيل المشروعات الاقتصادية المختلفة (تجارية ، صناعية ، خدمية... الخ).

الهدف من إدخال مستثمر استراتيجى شريك للدولة فى المشروع الذى تقوم الدولة بإنشاءه فى صورة شركة مساهمة عامة هو حصول هذا المستثمر على حصة من الأسهم

يتمكن خلالها من إدارة الشركة الأمر الذي يعود بالنفع والفائدة على المستثمر والشركة سواء بسواء.

يحقق الشريك الإستراتيجي<sup>(١)</sup> للطرف الآخر من الشراكة - من خلال نشاطه التجاري أو الصناعي أو الخدمي أو الاستثماري أو المالي - أهدافه الإستراتيجية. التي من أمثلتها: المؤسسة التي ليس بإمكانها استغلال ومراقبة كل عوامل الإنتاج تلجأ الى اتخاذ سبيل الشراكة مع مؤسسات إقتصادية أخرى للعمل في مجال نشاطاتها. فمثلا الشركات البترولية العالمية غير المنتجة للمحروقات تسعى لإستغلال إمكاناتها وطاقاتها التكنولوجية والتقنية المتطورة وهذا بإستيراد المواد البترولية الخام وإعادة تحويلها وتصنيعها ثم تقوم بتصديرها على شكل مواد تامة الصنع مع الإشارة الى فارق السعر بين شراء المواد الخام وإعادة بيعها في شكل آخر مع العلم أن عمليات التحويل و التصنيع للنفط الخام يمكن القيام بها في البلد الأصلي (المنتج) ولتدارك هذا الموقف غير العادل فإن الدول الأصلية (المنتجة) قصد استغلال إمكاناتها بصفة شاملة، عمدت الى منح تسهيلات مختلفة للشركات ذات الإختصاص في تحويل المواد البترولية، وعمدت على إنشاء شركات استراتيجية معها قصد القيام بمثل هذه النشاطات محليا(٢).

يدفع نظام السوق الكيانات الاقتصادية إلى استخدام كل طاقاتها في مواجهة المنافسة، والمشاركة باعتبارها أداة للاتحاد بين الكيانات الاقتصادية فغالبا تُستخدم لمواجهة المنافسة باعتبارها تشكل ثقلًا حيث توفر المشاركة مجموعة من الإمكانيات مثل التقدم والإبتكارات التكنولوجية ، انخفاض التكاليف ، فتح اسواق جديدة.

وأما أهم مواصفات الشريك الإستراتيجي هي السمعة العالمية والخبرة المحترفة في نشاطه والقوة المالية.

وعادة ما يكون اختيار الشريك بطرح المناقصات في الأسواق العالمية أو عن طريق البروتوكولات الرسمية للدولة التي لها ممثلين دبلوماسيين في الدول الأخرى وتكون بزيارات للمسؤولين بشكل رسمي للتعاون وقيام المشاركة الإستراتيجية لمصلحة البلدين .والإتفاق بينهما يحكمه بروتوكول القانون الدولي المعروف عالمياً للتعاون الدولي المتبادل.

(١) تعتبر الشراكة الاستراتيجية الطريقة المتبعة من طرف المؤسسات -عامه/خاصه - في التعاون مع بعضها البعض للقيام بمشروع معين ذو اختصاص وهذا بتوفير وتكثيف الجهود والكفاءات علاوة على الوسائل والإمكانيات الضرورية المساعدة على البدء في تنفيذ المشروع أو النشاط مع تحمل جميع الأعباء والمخاطر التي تنجم عن هذه الشراكة بصفة متعادلة بين الشركاء.

(٢) حفيظ عبد الحميد، دور الشراكة في تدويل اقتصاديات الدول النامية ، الملتقى الدولي حول: أثار وانعكاسات اتفاق الشراكة على الاقتصاد الجزائري وعلى منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص ٩.



وهناك شركات استثمارية ليس لها شريك تقوم الدولة باستضافتها وتهيئ لها جميع التسهيلات والبيئة اللازمة.

وفي سياق آخر تكون الشراكة بين شركتين (من القطاع الخاص) من دولتين مختلفتين أو من دولة واحدة ويحكمهما عقد شراكة يتفق عليه الطرفان على ألا يخل العقد بأحد بنوده أو ببعضها أو كلياً بنظام وسياسة الدولة المضيفة (أي يكون خاضع للقوانين المحلية والحكومية). مثلاً شركة إنشاء مباني تعقد شراكة استراتيجية مع شركة متخصصة بالتسويق العقاري .

وهناك شراكة أخرى وهي بين البنوك الإستثمارية أو الشركات الإستثمارية وبين الأفراد مثل شراء بيت بالتقسيط طويل الأجل<sup>(١)</sup>.

وغالباً ماتكون هذه العقود طويلة الأجل أحياناً ٢٠ سنة أو أكثر لذا كسبت صفة ومسمى (استراتيجي) وأما عقود اتفاقها بشكل عام فهي تخضع لتفاصيل التفاصيل وهي عقود دقيقة يراعى فيها طول المدة الزمنية وجميع خطتها العريضة البعيدة والقريبة وفى نهاية هذا المبحث نرى ان الشريك الاستراتيجي ممكن أن يكون مؤسسة عالمية أو شخص معنوي له خبرة وسمعه طيبه فى النشاط الذى يرغب أن يقوم به داخل المنطقة الاقتصادية ويكون لمجلس إدارة المنطقة الاقتصادية من خلال الآلية التى يحددها الموافقة على قبول الشريك الاستراتيجي من عدمه.

#### المبحث الرابع

##### طرح الاسهم عن طريق الاكتتاب العام للجمهور

يعتبر قرار التمويل الذى تتخذه المنشأة من أهم القرارات التى تتعلق بإدارة المنشأة، حيث يتخطى ذلك التأثير شكل الهيكل التمويلي للمنشأة الذى يتكون من حقوق ملكية أو مديونية، حيث يصل تأثيره إلى أسواق المال، المستثمرين سواء الحاليين أو المستقبليين، وسياسات التوزيعات، الضرائب، الدائنين.... الخ وكافة الأطراف المرتبطة بالمنشأة.

يوجد اختلاف بين الباحثين فى مجال الإدارة المالية على وجود أو عدم وجود هيكل تمويل أمثل<sup>(٢)</sup>، حيث يمثل هيكل التمويل الأمثل ضرورة لتحقيق الاستقرار المالى للمنشأة

(1) CONTRACTOR ET LORANGE , « Cooperative strategies in international joint business » Lexington, pp.347-368

(2)

وأنظر ايضاً:

• عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص. ٢١٠.

لفترة زمنية. وتهدف أى منشأة تؤسس فى شكل شركة مساهمة عامة أن يكون تمويلها عبر الأنتشار على مجموعة كبيرة من المساهمين لغرض تمويل أنشطتها المختلفة. فتلجأ الشركة إلى إصدار أسهم فى سوق الأوراق المالية بهدف جمع الأموال وفقاً لمجموعة ضوابط وقواعد قانونية واقتصادية.

فالإكتتاب العام هو دعوة عامة للجمهور للإكتتاب فى الأوراق المالية للشركة المساهمة العامة قيد التأسيس أو عند زيادة رأس مال شركة قائمة وفقاً للقواعد المنصوص عليها فى القانون، حيث يُعد الإكتتاب العام إحدى الطرق المهمة لتوسيع قاعدة المستثمرين فى سوق الأوراق المالية.

ومما هو جدير بالذكر أن عملية الإكتتاب لها من الخطورة مكانه، وذلك لما لها من علاقة وثيقة بالادخار العام بسبب سهولة تداول الاسهم محل الإكتتاب بين الجمهور، فضلاً عن أهميتها القصوى للاقتصاد القومى حيث أن المشروعات الكبرى لا يقوم لها قائمة بدون تلك العملية.

لا يجوز طرح اسهم الشركة للإكتتاب العام إلا بعد إقرار هيئة الأوراق المالية لنشرة الإكتتاب التى توجه إلى الجمهور فى هذا الشأن. ويجب أن تشتمل نشرة الإكتتاب على الأقل على جميع البيانات الواردة بالملحق رقم (٢) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المعدل بالقانون رقم ٦٧ لسنة ٢٠٠٩ (١).

وتضم سوق الأوراق المالية كافة التعاملات التى تتم على الأوراق المالية سواء كانت عند إصدارها لأول مرة (السوق الأولية) أو عند تداولها بعد ذلك (السوق الثانوية).

والتعامل على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة (الأكتتاب) يتم فى سوق الإصدار (السوق الأولية) سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة، أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس، أو إصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل.

قد يكون الأكتتاب فى الأسهم مغلقاً أى مقصوراً على المؤسسين وحدهم، أو يكون عاماً وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للأكتتاب فيها. ونرى أن هيئة الرقابة المالية والبورصة يستطيعان أن ينفذا الضوابط (أى شروط وضمانات لا تخالف النظام العام فى عملية الإكتتاب) التى من شأنها تحمى المصلحة العامة أو تحمى

• محمد صالح الحناوى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٦،

الطبيعه الخاصة للمنطقة الاستثمارية (محمور قناة السويس) بالضوابط والاسس التي تضعها الشركة عند إجراء عملية الاكتتاب.

ويكون الإكتتاب في السندات غالباً عاماً ، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للإكتتاب في السندات. وفي معظم الفروض يتم الاستعانة بالبنوك في عملية الإكتتاب عن طريق تلقيها رغبات الإكتتاب من الجمهور وتقوم بتحصيل المبالغ المطلوبة عند الإكتتاب وإيداعها لأصحاب الحق فيها، وهناك شركات متخصصة تسمى شركات الإكتتاب هي التي تتولى مسئولية تغطية الإكتتاب ، سواء بتوزيع قيمته على عملائها ، أو الإكتتاب فيه كلياً أو جزئياً، ثم التصرف في الأوراق المالية بعد ذلك عندما تسمح ظروف السوق، وهي تتقاضى عمولة على ذلك، وقد تحقق أرباحاً في حالة ما إذا باعت الأوراق المالية بثمن يزيد عن ثمن شرائها لها<sup>(١)</sup>.

وتتميز عملية الاكتتاب بتوفير تقييم مستقل للشركة من خلال متابعتها منذ دخولها إلى السوق عن طريق رصد استثماراتها التي يتم تقييمها من خلال كافة المستثمرين، وتوفير التقارير المالية عن الشركة وهي عبارة عن البيانات التي توفر معلومات عن الحالة المالية للشركة مع تسجيل كافة بياناتها المالية في الوقت المناسب.

ويضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين سلامة هذه الأوراق المصدرة من الناحية القانونية، وسلامة الشكل القانوني للشركة مصدرة الورقة المالية وملائتها المالية وقت إصدار الورقة، بجانب المعرفة المستمرة لأسعار الأوراق المالية عن طريق السوق المستمرة المفتوحة (البورصة).

يوفر قيد الأوراق المالية عنصر الشفافية والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة عن طريق القوائم المالية التي تلزم سوق الأوراق المالية الشركات بنشرها<sup>(٢)</sup>، مع إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى نقود بسرعة وسهولة ودون إنخفاض قيمتها. وهناك فوائد ومزايا جمه تعود على الشركة من وراء عملية الأكتتاب، حيث يتم توزيع الإصدارات على نطاق واسع، مما يؤدي إلى خلق اهتمام كبير بين الجمهور فيما يخص نمو

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة ، كلية الاقتصاد

والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٣، ٤.

(٢) لمزيد من المعلومات أنظر

الشركة ونجاحها، مع توفير عملية التمويل المستدام للشركة عن طريق تعريف جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المالية، مما يسهل على الشركة إصدار أوراق مالية جديدة. وأخيراً يكون الغرض من عملية الأكتتاب هنا هي أمتصاص أكبر قدر من السيولة الموجودة في السوق المصري وضخها في عمليات إنتاجية حقيقية سواء سلعية أو خدمية مما ينعكس مردودها على الاقتصاد من خلال زيادة الانتاج ، وزيادة القدرة التصديرية للدولة، وعلاج إختلال ميزان المدفوعات، والحفاظ على سعر صرف الجنيه المصري ، وتوفير فرص عمل .

## الخاتمة والتوصيات

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً هاماً في الاقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف أهمها التمويل حيث تأخذ ممن لديه فائض وتمول من لديه عجز، ولكن من المفترض أن لا تقف تلك السوق عند هذا الحد فنجد أن سوق الأوراق المالية بلا مبالغة تمثل مرآة للاقتصاد وقلبه النابض تنتعش لإنتعاشه وتنتكس لكساده ، وتقوم بدور محورياً في معالجة أزماته فهي أداة من الأدوات الاقتصادية التي من الجائز توجيهها لمعالجة مشكلة من المشاكل التي يتعرض لها الاقتصاد، وعلى سبيل المثال تقوم سوق الأوراق المالية بمعالجة التضخم من خلال سحب قدر كبير من السيولة من السوق ولكن هذه العملية لا بد لها من ديناميكية وأحترافية وألا لن تأتي بغرضها او تسبب مشكلة أكبر .

ومن الجائز استخدام سوق الأوراق المالية في معالجة البطالة من خلال توفير فرص عمل جديد عن طريق التوسع في المشروعات الأستثمارية كثيفة العماله مثلاً.

ومما هو لا شك فيه أن الله سبحانه وتعالى قد منح مصر مجموعة من المزايا لا تتوافر في كثير من دول العالم وأخص بالذكر هنا المنطقة الاقتصادية لمحور قناة السويس فبجانب الموقع الاستراتيجي التي تتمتع به أهتمام القيادة السياسية بهذه المنطقة الذي وفر لها الكثير من العوامل الجاذبة للاستثمار مثل التسهيلات الضريبية والتخفيف من البيروقراطية والتسهيلات التشريعية والقانونية ..... الخ، فهي محط انظار الكثير من المستثمرين .

وأنه لمن غير المعقول أن تقف سوق الأوراق المالية مكفوفة الأيد أمام عملية التنمية لهذه المنطقة الواعدة وألا تساهم في معالجة المشاكل الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد المصري مثل التضخم وانخفاض سعر الصرف والبطالة ، وقلة التدفقات الاستثمارية الخارجية، وتدهور ميزان المدفوعات وارتفاع حجم الدين العام.

ويرتكز مضمون هذه الورقة البحثية حول إنشاء مجموعة من المشاريع الاستثمارية العملاقة في تلك المنطقة في صورة شركات مساهمة وتوفر سوق الأوراق المالية لها التمويل، حيث يتم طرح الاسهم من قبل الشركات لصغار المدخرين للإكتتاب في تلك الأسهم ويكون هناك في كل شركة ( مشروع ) شريك استراتيجي أو مجموعة شركاء استراتيجيين يساهموا في قدر من التمويل (ليكون هناك دافع لهم لإنجاح هذا المشروع) وتكون مهمتهم الإدارة الناجحة لهذا المشروع مع العلم أن كافة المساهمين يراقبوا ويديروا الشركة من خلال قواعد شركات المساهمة المنصوص عليها في القانون ويكون للدولة حصة ما يسمى بالسهم

الذهبي كحق سيادة وحماية للمصالح القومية التي تمثل خطوط حمراء كالأمن القومي ، دون أن يكون هناك تدخل فى الإدارة.

وبالتالى مساهمة مجموع افراد الشعب فى هذه المشروعات سيعود عليهم بالنفع لأن ربحية هذه المشروعات ستتجاوز فوائد البنوك والمضاربات فى العقارات وخلافه، بجانب الفائدة التى ستعود على الاقتصاد حيث سيتم القضاء على التضخم (ارتفاع الاسعار) من خلال امتصاص أكبر قدر من السيولة من السوق وتوجيهه للعملية الإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج الذى بدوره أى (زيادة الإنتاج) سيؤدي إلى زيادة عرض السلع والخدمات الذى يؤدي إلى تحجيم وتقليل التضخم، ولا سيما اذا تم توجيه هذا الإنتاج إلى الخارج سيؤدي إلى تحسين وضع ميزان المدفوعات مع تقوية العملة المصرية .

ويجب علينا أن نتذكر هنا أن عملية مزج رأس المال الوطنى (مساهمة افراد الشعب من خلال شرائهم لأسهم المشروعات) ورؤوس الأموال الأجنبية (من خلال الشريك الإستراتيجى) أو رجال الأعمال المصريين وضخها فى مشروعات انتاجية وتنموية سيكون لها مردود كبير على عملية البطالة فسيتم خلق فرص عمل والتي بدورها ستخلق دخل الذى يمثل طلب جديد على سلع وخدمات جديدة مما يؤدي إلى تحفيز العرض على زيادة الإنتاج مرة أخرى مما سيؤدي أيضا إلى طلب جديد على العمالة وهكذا .....

ومما هو جدير بالذكر أن هذه المشروعات سيكون لها مردود إيجابى على الدين العام فتقله وذلك من خلال الموارد التى ستحصل عليها خزينة الدولة فى صورة ضرائب أو رسوم أو خلافه ، بخلاف أن إنشاء هذه المشروعات بهذه الصورة قد أعفى الدولة من تحمل تكاليف وأعباء إنشاء هذه المشروعات.

ومما لا شك فيه أن رفع سعر الفائدة على الودائع فى البنوك قرار صحيح فى وقته؛ ولكن استمراره سيتسبب فى مشاكل أكثر من فوائده وقد بدأ البنك المركزى بخفض سعر الفائدة ، بجانب أن التوسع فى المدن الجديدة شئ جيد فالغرض منه سحب أكبر قدر من السيولة من السوق وخلق فرص عمل جديدة لأن هذه المشروعات كثيفة العمالة. ولكن نفرق بين أمرين الإسكان الإجتماعى فالطلب عليه من أجل غرضه وهو السكن، أما إذا كان الغرض من الطلب على الاسكان هو الاحتفاظ بالقيمة أو المضاربه والتربح فهذا ما نخشاه فمع التوسع الجامح فى المشروعات العقارية وزيادة عرضها قد يتسبب فيما يسمى بالفقاعه العقارية.

## التوصيات المقترحة:

العمل على رفع العائد النسبي للاستثمار فى الأوراق المالية ، وذلك عن طريق استخدام السياستين المالية والنقدية، فبالنسبة للسياسة النقدية يجب تخفيض سعر الفائدة بحيث يتم الدفع برؤوس الأموال نحو الاستثمار فى الأوراق المالية لأن التدفقات النقدية الناتجة عن الأوراق المالية ستكون أكبر من الفائدة البنكية، وبخصوص العرض النقدى فيستطيع البنك المركزى الدخول من خلال عمليات السوق المفتوح لضبط إيقاع السيولة وسيكون لها أثر فى تنشيط التداول. وفيما يخص السياسة المالية لابد أن تضع آليات لتشجيع المستثمر للاستثمار فى الأوراق المالية وعلى سبيل المثال الحوافز الضريبية.

التوعية الاقتصادية وإعطاء أهمية للإعلام الاقتصادى بما يمكنه من حشد أكبر قدر من رؤوس الأموال من صغار المستثمرين وتوعية الأفراد بماهية سوق الأوراق المالية وأهميتها ومساهمتها فى التنمية الاقتصادية ومردودها على المصلحة الخاصة للمواطنين والمصلحة العامة للدولة.

تأهيل العنصر البشرى فمصر تتمتع بكثافة عالية فى عنصر العمل حيث أن ٦٥% من السكان قادرين على العمل ولكن ليس بالكفاءة المطلوبة، فلا بد من إنشاء المعاهد المتخصصة التى توفر الكوادر المؤهلة عملياً وعلمياً فى معظم التخصصات وبالأخص الإدارة المالية، مع الاستعانة ببرامج التدريب المكثف لكافة التخصصات.

العمل على التنوع فى أدوات التمويل داخل سوق الأوراق المالية وأن يكون هناك أكثر من خيار للمستثمر للدفع بمدخراته فى أيهما شاء.

وإنشاء صناديق الاستثمار حيث تتيح للمستثمر تنويع محفظته المالية وتقلل من المخاطرة التى يتعرض لها.

وختاماً فأنتى لا أزعم لهذا العمل كمالاً ينأى به عن النقصان، وإنما مثله كأي عمل بشرى يعتريه النقص والخطأ وكل ما أرجوه أن يكون مجرد لبنة أساهم بها مع غيرى من واضعى اللبنة الأخرى.

"واخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين"

## المراجع

- احمد محمد محرز، الشركات التجارية، النسر الذهبى ، القاهرة ، ٢٠٠٠.
- أسار فخرى عبداللطيف ، دور أسواق الأوراق المالية فى التنمية الاقتصادية ، قسم بحوث الائتمان ، البنك المركزى العراقى. أنظر الموقع الالكترونى:  
<http://elibrary.medi.u.edu.my/books/MAL00355.pdf>
- اسامه محمد الفولى ، زينب عوض الله ، اقتصاديات النقود والتمويل ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ٢٠٠٥.
- السيد عليوة ، تحليل مخاطر الاستثمار فى البورصة والأوراق المالية ، دار الأمين للطباعة والنشر والتوزيع ، مصر ، ٢٠٠٦.
- حسن كريم حمزة ، مناخ الاستثمار فى العراق ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة، العراق، ٢٠١٢.
- حسين عبدالمطلب الاسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الأدخار فى مصر ، رسالة ماجستير فى الاقتصاد، كلية التجارة ، فرع بنها ، جامعة الزقازيق ، ٢٠٠٢.
- حسين هانى ، الأسواق المالية ، طبيعتها، تنظيمها ، أدواتها المشتقة ، دار الكندى، ٢٠٠٢.
- حفيظ عبدالحميد، دور الشراكة فى تدويل اقتصاديات الدول النامية ، الملتقى الدولى حول : أثار وانعكاسات اتفاق الشراكة على الاقتصاد الجزائرى وعلى منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربى، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة نشر.
- سعيد فرحات ، جاب الرب المنيأوى : بورصات الأوراق المالية ، الواقع والطموحات ، دار أم القرى، المنصورة ، طبعة سنة ١٩٩٨.
- سميحة القليوبى ، الشركات التجارية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، الطبعة الثانية ١٩٩٣.
- صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية ٢٠٠٠.
- عاطف وليم اندراوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، شباب الجامعة ، مصر ، ٢٠٠٥.



- عبدالحميد الشواربي ، الشركات التجارية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية.
- عبدالرحمن طه، " ضمانات الاستثمار فى البلاد العربية ، دور المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أحد أبحاث ندوة سياسات الاستثمار فى البلاد العربية التى نظمها الصندوق العربى للإنماء الاقتصادى والاجتماعى وصندوق النقد العربى، الكويت ديسمبر ١٩٨٩.
- عبدالعزيز النجار، اساسيات الإدارة المالية ، المكتب العربى الحديث مصر ، ٢٠٠٧.
- عبدالغفار حنفى، الاستثمار فى الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر ٢٠٠٠.
- عبدالغفار حنفى ، رسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية ٢٠٠١.
- عبد الغفار حنفى، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص.٢١٠.
- عبدالفتاح محمد عبدالفتاح ، مناخ الاستثمار فى مصر ، المؤتمر الضريبي الثانى والعشرين ٢٠١٥ تطوير النظام الضريبي المصرى فى ضوء متطلبات الاستثمار والتنمية.
- عبدالمطلب عبدالحميد ، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ٢٠٠٦.
- عبدالنعيم مبارك ، محمود يونس ، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية ٢٠٠٣ .
- غزال العوسى: آليات العمل فى بورصة الأوراق المالية"دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا فى ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفمية"، الناشر دار النهضة العربية، سنة النشر ٢٠١٠.
- فريد النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الأستثمار فى البورصة)، الناشر الدار الجامعية، سنة النشر ٢٠٠٩.
- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، سنة ١٩٩٨.
- محب خلة توفيق، التمويل فى الشركات المساهمة، مجلة المال والتجارة ، مصر عدد ٥٢٩، مايو ٢٠١٣.
- محمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى ، ٢٠٠١.

- محمد سمير زكى - نظام التشييد والإدارة والتحول BOT - المركز الاستشاري الدولي للبحوث - القاهرة ١٩٩٩ .
- محمد صالح الحناوى، جلال إبراهيم العبد : ، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٦ ، ص ٤١٦ .
- مروة سعودى ، مريم رؤوف فرح، مناخ الاستثمار: دروس وتحديات : التحديات والفرص، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، مجلد ١٥، عدد ١ ، يونيو ٢٠٠٧، ص ١٦١ - ٢٠٤ .
- مصطفى رشدى شيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، الاسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، ١٩٩٢ .
- منير إبراهيم هندی ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، الناشر دار المعارف بالإسكندرية، سنة النشر ٢٠٠٢ .
- منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق المال، الناشر دار المعارف بالإسكندرية، سنة النشر ٢٠٠٦ .
- يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧ .
- يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها فى الشركات المساهمة، دار النهضة العربية ، ١٩٨٢

#### التقارير والنشرات:

- التقرير السنوى ، ٢٠١٦ ، الهيئة العامة للمنطقة الاقتصادية لقناة السويس.ص ١٩ .متوفر على شبكة الانترنت على الرابط الآتى:
- <https://www.dropbox.com/s/ynpsikmzmh07rok/%2SCZone0Annual%20Report%20FINAL%202016.pdf?dl=0>
- تقرير صندوق النقد الدولي ، ٢٠٠٧ ، الاستثمار العام والشراكة بين القطاعين العام والخاص
- قانون الشركات التجارية المصرى رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١م وتعديلاته.

المراجع باللغة الأجنبية:

- Ahmet Faruk Aysan, Mustapha Kamel Nabil and others, " The role of governance institutions in private investment decisions .. the case of MENA ", working paper no. 384, 2008, ERF ( Economic Research Forum ).
- Belkaoui, Ahmed Riahi, Accounting Theory, 4th Edition, Thomson Learning, 2000
- Francis, J. Investment Analysis and Management (4th ed.), N.Y.: McGraw-Hill, 1986.
- H. Sala-i-Martin and E.V. Artad, Economic growth and investment in the Arab world, Which was - prepared for the Arab world competitiveness report (World Economic Forum, October 2002. P. 25
- IASB, "International Financial Reporting Standards", IASCF, London, UK, 2007.
- James Chen, Essentials of Technical analysis for Financial Markets, John Wiley and Sons, INC, 2010.
- Kaufman, D., A. Kraay, and P. Zoido-Lobaton. 2002. "Governance Matters II: Updated Indicators for 2000/01." Policy Research Working Paper 2772. The World Bank, Washington, D.C.
- Kronenberger, V., 'The Rise of the 'Golden' Age of Free Movement of Capital: A Comment on the Golden Shares Judgments of the Court of Justice of the European Communities' 4 EBOR 2003.
- Megginson, W.L., The Financial Economics of Privatization , Oxford University Press , 2005, he wrote.
- OECD, Privatisation in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries ,Report on Good Practices ,OECD Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State Owned Assets 2009.
- Pezard, A., The Golden Share of Privatized Companies, Brooklyn Journal of International Law, Vol. 85, 1995
- Secretary of State for Energy, H.C. Deb., volume 16, no 171, 1982.
- Stefan Grundmann and Wiss. Mitarbeiter, "Golden Shares State Control in Privatized Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects," European Banking and Financial Law Journal, 1 (2004)

- The Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, Economic trends in the MENA Region, Cairo , 1998
- Unctad, World Investment Report, 1998, Trends and Determinants, UN, New York, 1998, P. 106-107.
- World Bank, working paper 277- Jack, Glen, international comparison of stock trading practices papers unpublished, February, 1995.

المواقع الإلكترونية:

[http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Government\\_Debt](http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Government_Debt)  
<https://www.gafi.gov.eg/Arabic/StartaBusiness/InvestmentZones/Pages/Special-Economic-Zones.aspx>