



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير  
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

# مجلة البحوث الإدارية

## Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُكمّمة - دورية ربع سنوية

للسنة  
الحادية والأربعون

Vol. 41, No.1; Jan. 2023

عدد يناير 2023



[www.sams.edu.eg/crdc](http://www.sams.edu.eg/crdc)

رئيس مجلس الإدارة  
أ.د. محمد حسن عبد العظيم  
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير  
أ.د. أنور محمود النقيب  
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

## دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر

إعداد

**الباحث/ رامي خالد محمد زكي مطر**

باحث دكتوراه بقسم الاقتصاد

بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

## ملخص الدراسة:

تهدف الدراسة الي معرفة هل يوجد دور لسوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر وذلك عن طريق معرفة الأهمية النسبية لأجمالي قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر وتوصلت الدراسة الي ان اجمالي قيمة الإصدارات من الأسهم والسندات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر كانت متواضعة بما يعني ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة بها حيث تراوحت النسبة بين 0.06% الي 5.88% خلال الفترة من 1990 الي 2020 وهذا يعني عدم فاعلية سوق الإصدار في حشد المدخرات لتمويل الاستثمارات ودفع النمو الاقتصادي.

### Abstract:

The study aims to know whether there is a role for the issuance market in advancing economic growth in Egypt, by knowing the relative importance of the total value of publications to GDP with fixed prices in Egypt, and the study concluded that the total value of publications from stocks and bonds to GDP with fixed prices in Egypt It was modest, which means twice the size of the primary market and the humility of the tools offered in it, as the percentage ranged between 0.06% to 5.88% during the period from 1990 to 2020, and this means the effectiveness of the issuance market in mobilizing savings to finance investments and pay economic growth.

## أولاً: المقدمة:

يلعب سوق الإصدار دوراً هاماً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي إذا توافرت البيئة المناسبة لانطلاقه ويمكن القول ان سوق الإصدار له أهمية كبيرة حيث انه يقوم بتعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي يوفرها للمدخرين مثل الأسهم والسندات الي جانب اتاحة الفرصة للربح للمدخر او المستثمر الامر الذي يعمل على نقص المدخرات ويضاف الي ذلك انخفاض المخاطر مما يجعل المدخرات تنتقل تدريجياً الي مجالات الاستثمار المختلفة ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي ورفع مستوي المعيشة، كما تنعكس قدرة سوق الإصدار في تعبئة المدخرات علي تحسين تخصيص الموارد وانتعاش الابداع والتطور التكنولوجي

(1).

<sup>1</sup> - إيهاب الدسوقي "النقود والبنوك والبورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2021، ص162.

ويعتبر سوق الإصدار اللبنة الأساسية في سوق الأوراق المالية بحيث يكون منوط به اصدار الصكوك المالية بكافة أنواعها للاكتتاب فيها ولا بد ان تتمتع هذه السوق بالمرونة الكافية حتى تستطيع خلق أدوات مالية جديدة تستطيع من خلالها جذب المستثمرين الجدد الي السوق وخاصة صغار المستثمرين حتى تتمكن من حشد أكبر قدر من المدخرات لتمويل المشروعات في الاقتصاد القومي وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي.

### ثانياً: مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في معرفة هل يوجد دور لسوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر حيث ان سوق الإصدار له أهمية كبيرة في جذب رأس المال وتحريك الاستثمار والأنشطة الاقتصادية وتحفيزها من خلال إعادة تدوير رأس المال وتنشيط الاعمال، ولكن سوق الإصدار في مصر لا يزال يواجه العديد من التحديات التي تعوق عمله مثل التحديات السياسية الداخلية والخارجية التي انعكست سلباً على أداء سوق الإصدار في مصر وبالتالي أثرت بالسلب على جذب الاستثمارات. في ضوء ما سبق فإن مشكلة البحث تكمن في الإجابة علي السؤال التالي هل يوجد دور لسوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر وذلك من خلال معرفة نسبة الإصدارات الأولية الي الناتج المحلي الإجمالي في مصر؟.

### ثالثاً: أهمية البحث:

- 1- يعتبر سوق الإصدار البوابة الأولى والأساسية لأدراج الشركات في سوق الأوراق المالية مما يحتم علينا ذلك دراسة سوق الإصدار بالتفصيل ودوره في دفع النمو الاقتصادي في مصر.
- 2- يكتسب هذا البحث أهميته من حيث إنه يلقي الضوء على أحد أهم المشكلات في الاقتصاد المصري وهي مشكلة التمويل ويركز هذا البحث على سوق الإصدار كألية لحشد المدخرات لتمويل المشروعات المختلفة وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.

### رابعاً: أهداف البحث:

- 1- دراسة سوق الإصدار بصفة عامة كألية لحشد المدخرات.
- 2- تقييم أداء سوق الإصدار في خلق فرص استثمارية داخل المجتمع.

3- تحليل دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر .

#### خامساً: فرضية البحث:

يقوم البحث على الفرضية التالية وجود دور لسوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر .

#### سادساً: منهجية البحث:

للإجابة على التساؤلات التي يطرحها البحث ولتحقيق أهدافه اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي لدراسة دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر من خلال معرفة نسبة قيمة الإصدارات الأولية الي الناتج المحلي الإجمالي.

#### سابعاً: الدراسات السابقة:

##### 1- دراسة شاهيناز جمال الدين محمد (2003):

تناولت الدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1992-2002) واهتمت الدراسة بالقطاع المالي والنمو الاقتصادي وتحليل سوق الأوراق المالية في مصر وتوصلت الدراسة الي عدم وجود علاقة قوية بين نمو سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر.<sup>(2)</sup>

##### 2- دراسة ماجدة محمد عبده (2009):

تناولت هذه الدراسة تقييم أداء سوق الأوراق المالية ودورها التنموي في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1995الي2008) وتهدف هذه الدراسة الي انه لا بد من تقييم أداء سوق الأوراق المالية لان أصحاب الشركات يهتمون بتفعيل أداء هذا السوق حتى يمكنهم تكوين هيكل تمويلي متوازن لمشروعاتهم واهتمت الدراسة بدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد للقطاعات المختلفة في الاقتصاد المصري والعلاقة بين مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية والمؤشرات المعبرة عن النمو الاقتصادي. وتوصلت

1- شاهيناز جمال الدين محمد، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1992-2002)" رسالة ماجستير كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2003، ص 69.

الدراسة الي ان الدور التتموي لسوق الأوراق المالية مازال بحاجة الي خطوات عديدة لكي يصل الي مستوي مناسب للقيام بدوره في عملية التنمية<sup>(3)</sup>.

### 3- دراسة إيمان صبري بخيت فكري (2013):

تناول هذا البحث أهمية سوق الإصدار في دفع النشاط الاقتصادي من عام 1993 الي 2013 في مصر وتهدف هذه الدراسة الي دراسة دور سوق الأوراق المالية كألية لحشد المدخرات في دفع النشاط الاقتصادي وتوصلت الي ضألة حجم الإصدارات الجديدة في سوق الأوراق المالية مقارنة بنظيرتها في الأسواق الناشئة وتوصلت أيضا الي ابتكار دور الحكومة في تمويل العجز عن طريق اصدار الأوراق المالية بدلا من الاعتماد على سوق النقد في تمويل العجز وتوصلت أيضا الدراسة الي غياب المؤسسات التي تعمل على خلق توازن مستمر بين العرض والطلب<sup>(4)</sup>.

### 4-Vinod Kumar, (2012)

تناولت هذه الدراسة تأثير سوق الإصدار علي النمو الاقتصادي والإنتاجية في الهند وتهدف هذه الدراسة الي التعريف بسوق الإصدار والنمو الاقتصادي والنظريات المعبرة عنه لمعرفة تأثير سوق الإصدار علي النمو الاقتصادي وتوصلت الدراسة الي ان لسوق الإصدار تأثير كبير علي النمو الاقتصادي وذلك من خلال دوره في تعبئة المدخرات من المستثمرين وتوجيهها الي أوجه النشاط الاقتصادي المختلفة مما يؤدي الي زيادة الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي وتوصلت أيضا الي ضرورة توعية المستثمرين الي توجيه مدخراتهم الي النشاط الاقتصادي بدلاً من اللجوء الي الاكتناز<sup>(5)</sup>.

### 5- ANDRIANSYAH,GEORGE, (2014).

تتحدث هذه الدراسة عن أسواق الأسهم والتنمية الاقتصادية وهل سوق الإصدار يؤثر على التنمية الاقتصادية؟ (دراسة السوق السعودي) تهدف هذه الدراسة الي معرفة هل يوجد تأثير من سوق الأوراق

1- ماجدة محمد عبده، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1995-2008)" رسالة دكتوراة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، 2009، ص 89.

2- إيمان صبري بخيت فكري، "أهمية سوق الإصدار في دفع النشاط الاقتصادي في مصر من 1993 الي 2013"، بحث ترقية كلية التجارة جامعة عين شمس، 2013، ص 23.

5 - Vinod Kumar, "Impact of The Primary Market on Economic Growth, Productivity "master thesis,2012, p 89.

المالية على النمو الاقتصادي وهل سوق الإصدار يؤثر ام لا. وتوصلت الي ان سوق الإصدار ليس عاملاً هاماً للنمو الاقتصادي، ولكن سوق التداول هو الذي يؤثر على التنمية الاقتصادية (6).

### تقسيم البحث:

أولاً: موقع سوق الإصدار من سوق المال.

ثانياً: أساليب الإصدار في السوق الاولي.

ثالثاً: مزايا وعيوب الطرح العام الاولي.

رابعاً: دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر.

خامساً: العلاقة بين سوق الإصدار والنمو الاقتصادي معبراً عنه بالنتاج المحلي الإجمالي.

سادساً: تقييم دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر من خلال معرفة الأهمية النسبية لأجمالي قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر.

سابعاً: النتائج والتوصيات.

أولاً: موقع سوق الإصدار من سوق المال.

تعريف الأسواق المالية:

تعرف بأنها مكان التقاء رغبات عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) وظيفتها نقل جزء مهم من مدخرات المجتمع الي استثمارات ذات جدوى اقتصادية، وبالتالي فان مفهوم سوق المال يتسع ليشمل جميع القنوات التي ينتقل من خلالها المال بين جميع المؤسسات وأفراد المجتمع، ويضم كلاً

6 - Andriansyah,George,"Equate Markets and Economic Development :Does the primary market matter?"article,2014,p33.

من المؤسسات المصرفية والغير مصرفية حيث يتم من خلال هذه المؤسسات المختلفة تداول الأدوات المالية بين المؤسسات وأفراد المجتمع (7).

انواع أسواق رأس المال:

تعد البورصة (سوق الاوراق المالية) قسم رئيسي من اسواق المال وتنقسم الأسواق المالية بصفه عامة الي قسمين رئيسيين

(1) سوق النقد:

وهي تلك السوق التي يتم فيها اصدار وتداول الاصول النقدية قصيره الاجل و يتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي والبنوك التجارية القيام بهذه العمليات ويتم فيها تداول الاوراق المالية قصيره الاجل مثل اذون الخزانة والاوراق التجارية وشهادات الإيداع الغير اسمية والكمبيالات المصرفية وتتمثل هذه الأوراق في شكل صك مديونية لضمان حق استرداد قيمتها لحاملها وتتميز هذه الأوراق بان مدتها لا تزيد عن سنة ، وتعتبر البنوك المركزية هي المسيطرة في هذه الأسواق حيث تلعب دوراً هاماً في تنظيمها من خلال السياسات والتشريعات المرتبطة بتحديد أسعار الفائدة ونسبة الاحتياطيات النقدية لدي البنوك ومن ثم حجم الائتمان . ويمكن القول ايضاً بأن سوق النقد يعمل على تحقيق توازن السيولة للوحدات الاقتصادية بمعنى التوازن بين التدفقات الخارجية والداخلية (8).

(2) سوق رأس المال:

يتمثل سوق رأس المال في المؤسسات والافراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية طويلة الاجل أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة ويكون اقتراض هذه الأموال واستثمارها لأجل طويل بهدف استغلال الأموال لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها ويهدف التعامل في أسواق رأس المال بالدرجة الاولى الي إمكانية توفير التمويل لأقامه المشروعات كالمصانع والمرافق، وبعبارة أخرى يمكن القول بأن سوق رأس المال يمثل نقطة الالتقاء بين الاستثمار طويل الاجل مع التمويل طويل الاجل.

<sup>7</sup> - Roger Le Roy Millar , "Money ,Banking ,and Financial markets "second ED, south Westernm,2004,p53.

2- شريف عبد الحميد محمد "دور سوق المال في تحقيق أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر", رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس , 2003 , ص13.



وتتقسم بدورها الي قسمين رئيسيين هما:

أ- سوق راس المال غير المالي:

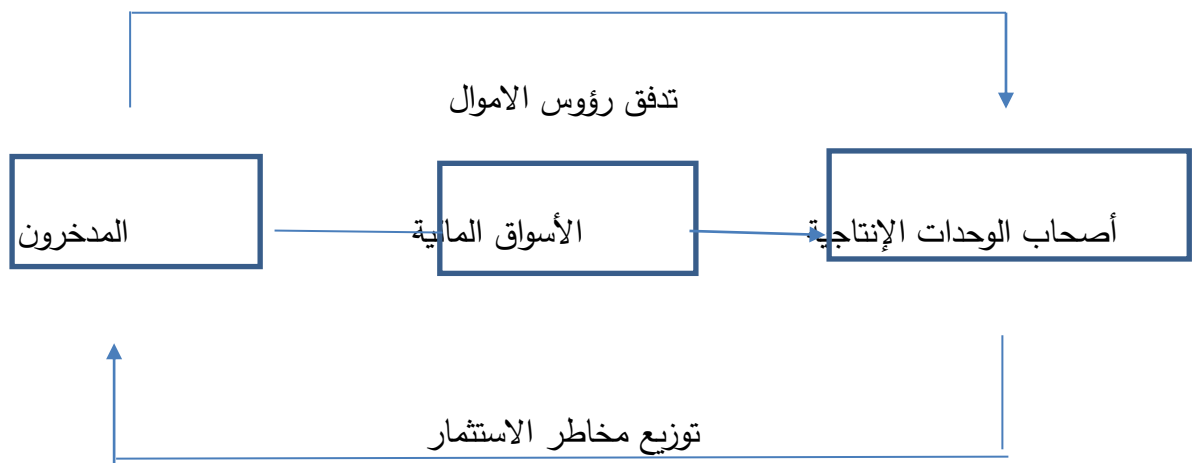
وتشتمل هذه السوق على الأجهزة والمؤسسات التي تقوم بعمليات الاقراض والاقتراض متوسطه وطويله الاجل وتضم المؤسسات المصرفية ومنها على سبيل المثال مصارف التنمية الصناعية والمصارف العقارية وبنوك الاستثمار والاعمال وتضم ايضاً المؤسسات غير المصرفية مثل صناديق الادخار وشركات التأمين.

ب- سوق الاوراق المالية:

تعد سوق الاوراق المالية احدى اهم اليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هذه السوق دوراً اساسياً في تطوير وتنظيم اساليب التمويل للمشروعات وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الافراد والشركات لما يصدر في هذا السوق من أسهم وسندات (9). ويظهر ذلك من خلال الشكل رقم (1) التالي.

(شكل رقم 1)

انسياب الفوائض المالية من المدخرين الي المستثمرين عبر الأسواق المالية



المصدر: معهد تخطيط القومي "سلسلة قضايا التنمية"، العدد السابع والعشرين، الكويت، 2004، ص3

وبهذا المعني تتقسم هذا السوق الي شقين رئيسيين هما:

(1) - سوق الاصدار (السوق الاولية):

1- Azzam, H, "Gulf Capital Market Development Prospects and Constraints" in Development of finance Market in Arab countries Iran and Turkey, 1995, p.181.

هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل في الأوراق المالية التي يتم إصدارها اول مرة وذلك عن طريق الاكتتاب العام (المفتوح) في الأوراق المالية (الأسهم، السندات) وقد يتمثل الاكتتاب في الأسهم المتعلقة بتأسيس الشركة او زيادة رأسمالها، وقد يكون الاكتتاب الخاص (مغلق) وذلك عن طريق بيع الإصدارات الجديدة الي أطراف محددة من المؤسسات المالية والافراد وذلك بموجب صفقات خاصة. ويتم الاكتتاب عن طريق مؤسسات السوق الأولية المتخصصة والتي تتمثل في البنوك الاستثمارية او مؤسسات مالية مثل مؤسسة بوسطن الأولى، مورجان ستانلي في الولايات المتحدة حيث تعرض الي الجمهور أوراق مالية تصدرها نيابة عن منشأة خاصة او حكومية وتتولي بعض البنوك التجارية عملية الاكتتاب في الأسواق الصغيرة (10).

## (2) سوق التداول (السوق الثانوية):

يتم في نطاق هذا السوق التعامل على الاوراق المالية التي سبق اصدارها في السوق الاولية وتم الاكتتاب فيها. وبالتالي وجود سوق ثانوية يشجع الافراد على شراء الاوراق المالية الجديدة من السوق الاولية نظراً لبيعها مره اخري عند الحاجة الي نقود وهنا تتضح علاقة السوق الاولي بالسوق الثانوي فلولا السوق الثانوي لتأثرت السوق الاولية الي اقصى الحدود حيث يحجم الافراد عن شراء الاصدار الاولي وبطبيعة الحال ترتبط السوقان معاً ارتباطاً وثيقاً فلا يتصور ان تقوم السوق الاولية مالم تكن هناك سوق ثانويه متقدمة (11). وتتبع اهمية السوق الثانوية من انها تعمل على تحويل الاوراق المالية او بيعها خلال اجالها المحدد مما يجعل المستثمر مطمئناً الي انه يستطيع الحصول على السيولة اللازمة له في اي وقت يريده (12) والاسواق الثانوية اما منظمه يحكم التعامل فيها قوانين واجراءات رسميه ويقتصر التعامل فيها على الاوراق المالية المسجلة لديها. او اسواق غير منظمه يقوم بإدارتها مجموعه من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ويحددون الاسعار وفقاً لحجم العرض والطلب. ويعتبر السوق الثانوي كفاء اذا كانت المعلومات متاحة الي الجميع مما يقلل من تكلفة الحصول على المعلومة في هذه السوق. وتبين الدراسات ان المستثمرين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في يوم الإصدار ثم يقومون بإعادة بيعها في اول يوم تداول يحققون أرباح عالية من الذين يحتفظون بأسهمهم لفترة أطول (13).

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية" دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص33.

<sup>2</sup>- Robert A Schwartz, "Equity Markets" Harper Row, Publishers, Inc, 1988.p3.

<sup>3</sup>- Returfed، J، "Introduction to stock exchange investment", London : Mc Milanese's , 1983,p21.

<sup>1</sup>-Ritter, sibber ",financial markets" therdbook,2000, p25.

## ثانياً: أساليب الإصدار في السوق الاولي.

يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاث أساليب جديدة:

1- وجود وسيط للإصدار.

2- البيع المباشر.

3- أسلوب المزاد.

1- وجود وسيط للإصدار:

بمعني ان تتولي مؤسسة مالية متخصصة عادة ما يطلق عليه بنك الاستثمار او المتعهد تتولي عملية الإصدار لحساب الشركة او الجهة الحكومية، ويعتبر بنك الاستثمار هو الوسيط الرئيسي في التقريب والوساطة بين بائعي او مصدري الأوراق المالية ومشتريها وبالتالي فان دوره لا يخرج عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قررت إصدارها. وتبعاً لذلك فان بنك الاستثمار يعتبر بمثابة صانع السوق حيث يقوم في اغلب الأحيان بشراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من الشركات المصدرة عن سعر متفق عليه بأمل ان يعيد بيعها لجمهور المستثمرين عند سعر أعلى. وفي هذه الحالة يمكن القول ان بنك الاستثمار يتعهد طرح الإصدار وتصريفه وقد يشكل بنك الاستثمار اتحاداً لضمان تصريف الإصدار وفي جميع الأحوال يحصل بنك الاستثمار على عمولة تتمثل في قيمة الهامش بين سعر شرائه للإصدار من الجهة المصدرة وسعر بيعه للإصدار، وفي سبيله للقيام بمهمة تصريف الإصدارات عند السعر الذي يضمن تحقيق الربح او الهامش المناسب. ويقدم بنك الاستثمار المشورة للجهة المعنية فيما يتعلق بنوع الورقة المصدرة والتوقيت المناسب للإصدار وحجم وسعر الاصدار ويأخذ بين الإصدارات الجديدة من خلال بنك الاستثمار اشكال عدة فقد يتعهد البنك بتصريف كل الإصدارات او حد ادني منه، وقد يقتصر تعهد بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أي التزام منه بتصريف قدر معين، ويلجأ البنك الي ذلك في الأحوال التي لا يستطيع ان يضمن تصريف كامل للإصدار، وفي تلك الحالة يتم ارجاع أي أوراق مالية لم يتم بيعها للجهة المصدرة. ويوظف أسلوب "بذل أفضل جهد" لتصريف الإصدار في عمليات الأوراق المالية الخاصة بنوعين من مصدري الأوراق المالية:

- الشركات الصغيرة الجديدة التي تشكل خطر كبير على بنك الاستثمار عند قبوله ضمان تصريف إصداراته وتبعاً لذلك يفضل اتباع صيغة " بذل أقصى جهد" لتصريف الصادر.

-تشعر الكثير من الشركات ان إصداراتها الجديدة سوف تواجه بإقبال وحماس كبيرين من الجمهور، وفي تلك الحالة تكون صيغة " بذل أفضل جهد" لتصريف هذه الإصدارات اقل تكلفة من صيغة الضمان الكامل لتصريف هذه الإصدارات من قبل بنك الاستثمار. حيث تجد الشركة او الجهة المصدرة ان الاجراء الأخير ينطوي على تكلفة غير مبررة في ظل الاقبال المتوقع على هذه الإصدارات. ويجب ان نذكر انه فالدول التي تتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار (14).

## 2- البيع المباشر:

بمعني أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع الأسهم والسندات المصدرة وفي تلك الحالة قد يعرض بنك الاستثمار مساعدته للجهة المصدرة فالبحت عن الجهة المشتريه للإصدار، ولكن الأساس في هذه الطريقة ان تقوم جهة الإصدار بتصريف الإصدارات الخاصة بها سواء أسهم او سندات وتبحث عن جهة تقوم بشراء هذه الإصدارات ويعد هذا الأسلوب حالة من الطرح الخاص حيث يستهدف فئة محددة من المستثمرين وليس جمهور المستثمرين. وقد يتم الاكتتاب الخاص بطريقة اخري وهي طرح الجهة المصدرة للأوراق المالية لفئة محددة من المستثمرين كحملة الأسهم بحيث يقتصر الطرح على هؤلاء دون غيرهم، والملاحظ في هذه الحالة سواء البيع المباشر او البيع لفئة محددة من المستثمرين أن دور البنك الطرح يتراجع عن دوره في الحالة الاولى وتحديداً في حالة البيع المباشر حيث يقتصر دوره في البحث عن مستثمرين من الفئة المستهدفة لشراء الأوراق المالية المصدرة وذلك مقابل حصوله على عمولة محددة (15).

## 3-أسلوب المزاد:

1-محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص51.  
1 - احمد سعد عبد اللطيف "استراتيجيات وسياسات الاستثمار"، دار المعارف، القاهرة، 2005، ص30.

بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكمية المراد شراؤها وسعر الشراء ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل الى أن يتم التصريف الكامل للإصدار وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة وفي هذا الأسلوب ينعدم دور بنك الاستثمار (بنك الطرح) حيث يجري التعامل المباشر بين الطرفين وهذا الأسلوب يتم استخدامه في وزارة الخزانة الأمريكية لتمويل الموازنة الفيدرالية (16).

### ثالثاً: مزايا وعيوب الطرح العام الاولي.

يقوم سوق الإصدار بدور كبير في الحياة الاقتصادية وتطورها فعن طريق سوق الإصدار تحصل المشروعات الخدمية والإنتاجية على الأموال اللازمة لها سواء لبداية نشاطها عند التأسيس او عند زيادة رؤوس أموالها وذلك مقابل اصدار أسهم او الحصول على قرض طويل الاجل اثناء ممارستها لنشاطها عن طريق اصدار السندات او صكوك التمويل الأخرى ولذلك فإنها تعتبر السوق الحقيقية للاستثمار المباشر فتلجأ اليها المشروعات لتحصل على أموال من خلالها كما انها تعتبر للمستثمرين سوق مهمة لتوظيف أموالهم فيها.

ويجذب الطرح العام العديد من الشركات بسبب المزايا التي يمنحها ومنها:

1- الاستحواذ على كم كبير من الأموال لنمو الشركة، وزيادة التسويق للشركة وتوسيع نطاق المنتجات والخدمات.

2- الوصول الي أسواق راس المال العامة بعد الاكتتاب، والتي تمكن الشركة المساهمة من تجميع المال بتكلفة اقل وسرعة أكبر مما كانت عليه في الأسواق الخاصة.

3- القدرة على استخدام أسهم الشركة كأداة للاستحواذ على الأسهم، او أصول الشركات الأخرى لان البائعين هم أكثر استعداداً لقبول الأوراق المالية ووجود سوق التداول العام السائل من سيولة أسهم الشركة الخاصة في عملية البيع.

4- زيادة كبيرة في السيولة للمستثمرين والعاملين.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 88 .

5- إيجاد ثروة كبيرة محتملة للمؤسسين وما قبل الاكتتاب بالأسهم.

6- زيادة سمعة الشركة مكاناً ووضوحاً ومصداقية مع المستثمرين والعملاء والموظفين الحاليين حيث تتطلب الأسواق المالية الكثير من التقارير المالية والنشر.

7- وجود احتمالية لدمج الشركات مع بعضها البعض عن طريق الاستحواذ على الأسهم المصدرة (17).

**علي الرغم من الفوائد والمزايا التي يحققها الطرح العام الاولي الا انه يوجد بعض العيوب منها:**

1- قد يلحق الطرح العام الاولي ضرر بالشركة وذلك من خلال المعلومات القيمة التي يتم توفيرها للمنافسين من الشركات الأخرى.

2- زيادة خطر التعرض للدعاوي القانونية التي من الممكن ان تتعرض لها الشركة التي تقوم بالإصدار من المساهمين او المستثمرين.

3- قد يترتب على اصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية مما يؤدي الي فقدان سيطرة الإدارة على مجريات الأمور.

4- يؤدي اصدار المزيد من الأسهم العادية الي ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين أولهما أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية وبالتالي فان العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفع، أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على العكس من فوائد السندات لا تعتبر من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة (18).

**رابعاً: دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر.**

يستمد سوق الإصدار أهميته من خلال وظائفه المتعددة التي يمارسها في النشاط الاقتصادي فيعتبر سوق الإصدار أحد اهم اليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية

<sup>17</sup> -Sonny Allison, "The Initial public Offering Handbook A Guide for Directors and private investors ", Merrill corporation, USA, 2008, p 40-48.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

المختلفة إذ يؤدي دوراً بارزاً ومهماً في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فيعتبر سوق الإصدار سوق ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق يكمن دور سوق الإصدار في النشاط الاقتصادي فيما يلي (19):

1- تشجيع الادخار وتعبئة المدخرات وتنمية وعي الافراد في مجال الاستثمار المالي.

2- عودة رؤوس الأموال الوطنية من الخارج.

3- تحقيق كفاءة في تخصيص الموارد.

4- الاحتفاظ بالثروة.

5- التعبير عن الحالة الاقتصادية العامة الحالية.

6- وسيلة لجذب المدخرات الأجنبية.

7- توسيع قاعدة الملكية.

وفيما يلي شرح لهذه الأدوار:

### 1- تشجيع الادخار وتعبئة المدخرات وتنمية وعي الافراد في مجال الاستثمار المالي:

يساعد التعامل في سوق الإصدار في تنمية وعي الافراد في مجال التوظيف المالي وخاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشروعات مستقلة بأموالهم المحدودة ومن ثم يفضلون توظيف أموالهم في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات، فعن طريق سوق الإصدار يستطيع كل مدخر او مستثمر في هذا السوق ان يسترد القيمة السوقية لأوراقه المالية عند الحاجة اليها عن طريق سوق التداول وبيعها لمستثمرين آخرين ويشجع هذا الوضع الافراد على حيازة الأوراق المالية بدلاً من الاحتفاظ بالنقود وزيادة رأس مالهم. ويتم تشجيع الادخار عن طريق تجميع رؤوس الأموال اللازمة من

2-Musonera, E. and V. Safari, "Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenges and Opportunities" , The Journal of International Management Studies, 2008,p62- 68.

المستثمرين لتمويل شتي المشروعات وما يترتب على تلك المشروعات من تنمية الدخل القومي وتشغيل الأيدي العاملة ويؤدي ذلك الي زيادة الاستثمار في الدولة ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي (20).

## 2- عودة رؤوس الأموال الوطنية من الخارج:

انتشرت ظاهرة هروب رأس المال من الدول النامية الي الدول المتقدمة الامر الذي أضعف مقدراتها الاستثمارية والتي هي في حاجة اليها لدفع عجلة التنمية الاقتصادية ومن أسباب هروب راس المال من الدول النامية ما يلي (21):

أ- الخوف من بعض الظروف غير الملائمة في الدول النامية مثل ظروف التضخم الشديد او الظروف السياسية المضطربة.

ب- ضعف فرص الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية وغياب الثقة في المناخ الاستثماري والرغبة في تحقيق دخل أكبر مما يتحقق في الدول النامية.

ج - المضاربة على العملات الأجنبية والتي تحدث عند توقع تغيرات ملموسة في القيمة الخارجية للعملة الوطنية لأحدي الدول النامية فعندما تنخفض القيمة الخارجية لإحدى العملات الوطنية يتدفق راس المال الوطني الي الخارج.

ولكن مع عودة نشاط سوق الإصدار في الدول النامية كنتيجة لتطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي المالي والهيكلية والتحول الي نظام السوق الحر بدأت سوق الإصدار في جذب رأس المال الهارب حيث وفرت له فرص استثمارية تتمتع بدرجة عالية من الربحية والأمان والتي لم تكن متوفرة من قبل عن طريق شراء الإصدارات الجديدة من الاسهم ويعتبر ذلك ميزة من مزايا ازدهار سوق الإصدار في الدول الناشئة، فكلما نمت وتطورت هذه الأسواق كلما زاد دورها الإيجابي في عودة رؤوس الأموال الوطنية من الخارج ومن ثم زيادة الاستثمارات في الدول النامية وزيادة النمو الاقتصادي .

<sup>20</sup> -Jenette Rutherford, "Introduction to Stock exchange investment", London, Macmillan publishers, 1985, p.61.

<sup>21</sup> -Manuel Pastor, "Capital Flight Latin America", world bank, working paper, 2009, p 10.



### 3- تحقيق كفاءة في تخصيص الموارد:

يلعب سوق الإصدار دوراً هاماً في توزيع الموارد حيث ان المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأه ما فهم في حقيقة الامر يحققون عوائد مستقبلية وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية لإصدار المزيد من الاسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع ستحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهو ما يعني انخفاض تكلفة الأموال مما يؤدي الي زيادة الاستثمارات وزيادة مستوى النشاط الاقتصادي. ويكون لسوق الإصدار ايضاً دور غير مباشر عندما يقبل المستثمرون على التعامل مع أسهم المنشأة مما يعد بمثابة شهادة ضمان للمقترضين، الذين لن يترددوا في تزويد المنشأة بما تحتاجه من اموال اضافيه وبسعر فائدة مناسبة وعلى ذلك تحقق سوق الإصدار كفاءه عالية في توجيه الموارد مما يحقق كفاءه اقتصاديه عالية مما يؤدي الي زيادة الاستثمارات ومن ثم زيادة مستوى النشاط الاقتصادي. ولذلك يجب ان تتوافر هذه سمات في سوق الإصدار كالاتي:

- كفاءه التسعير: اي ان اسعار الاوراق المالية للشركات تعكس كافة المعلومات المتاحة
  - كفاءه التشغيل: بمعنى ان تتخفف تكلفه المعاملات الي أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن ان تسفر عنه تلك المعلومات (الصفقات)
  - عدالة السوق: أي ان هناك فرص متساوية لكل من يرغب في ابرام الصفقات فيها
  - الامان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد مخاطر الغش والتدليس وغيرها (22).
- فاذا توافرت كل تلك السمات في سوق الإصدار سيؤدي ذلك الي زيادة كفاءة البورصة وتطورها

### 4- الاحتفاظ بالثروة:

يعمل سوق الإصدار من خلال الادوات المالية التي يوفرها على القيام بدور مخزن للقيمة او مخزن للثروة وذلك لان المدخر يقارن بين اساليب الادخار المختلفة على اساس عده معايير توفر له الربح والامان وزيادة الثروة. وتتسم الادوات المالية التي يوفرها سوق الإصدار بانها لا تتعرض للأهلاك كما انها تولد دخل خلال فتره الاحتفاظ بها. فضلاً عن ان مخاطرها تعد اقل من مخاطر الاشكال الأخرى للادخار او للاحتفاظ بالثروة (23).

1- J. Francis, " Investment Analysis and Management ",New York , Graw Hill,1986,p.82-85.

2- إيهاب الدسوقي "النقود والبنوك والبورصة"، مرجع سبق ذكره، ص163.

وتعني الثروة مجموعه قيم كل الاصول الموجودة بالمجتمع، اما صافي الثروة فانه يعني الفرق بين الاجمالي والخصوم ويشير مفهوم الثروة الي انها تتكون من اجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة الي العائد او الدخل المتوقع. ومن ثم فان زيادة قدره سوق الإصدار علي تعبئه المدخرات وزيادة العائد علي الاصول

المالية يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار. لان زيادة العائد في الحاضر تتعكس علي زيادة الشراء في المستقبل للسلع والخدمات وبالتالي تحسين مستويات المعيشة (24).

### 5- التعبير عن الحالة الاقتصادية العامة الحالية:

في الدول التي يعتمد نظامها الاقتصادي على السوق تقوم غالبية المنشآت الممثلة للجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة بأصدار أوراقها المالية في سوق الإصدار وفي حالة إذا ما كان السوق يتسم بالكفاءة فان مؤشر السوق سوف يعكس بشكل جيد حالة السوق والذي يعد بدوره بمثابة مرآة تعكس الحالة الاقتصادية العامة للدولة. وهو امر يبدو طبيعياً في ظل توافر اليات معينة فالتحليل السليم للمعلومات التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية المصدرة يتطلب تنفيذ هذا التحليل على العديد من المستويات التي من بينها مستوى الاقتصاد القومي ويقصد بتحليل المعلومات على مستوى الاقتصاد القومي دراسة مجموعة المتغيرات التي تعبر عن الأداء الاقتصادي القومي مثل معدل التضخم ومعدل النمو الاقتصادي ومستوي أسعار الفائدة والدخل القومي فمن خلال دراسة تلك المتغيرات من الممكن ايضاً ان تعبر عن الحالة الاقتصادية المستقبلية.

### 6- وسيلة لجذب المدخرات الأجنبية:

يلعب سوق الإصدار دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي عن طريق علاج المديونية من خلال المدخرات الأجنبية الموجهة للاستثمار في الأسهم المصدرة محلياً مما يؤدي الي تجنب مشاكل الاقتراض الخارجي المتمثل في أعباء خدمة الديون ويكون ذلك وفقاً لقوانين الاستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي مما يؤدي ذلك الي زيادة تدفق العملة الأجنبية الي الداخل مما يؤدي ذلك الي زيادة ثقة جميع المستثمرين في الشركة التي تقوم بعملية الإصدار (25).

<sup>3</sup> - Edwin J. Elytron, Martin J. Gruber, "Modern Portfolio theory investment analysis "New York, John Wiley, and sons, 1991, p220.

<sup>1</sup>- عمر صقر، " العولمة قضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص125.

ويعتبر أيضاً سوق الإصدار خير معين للحكومة في ترويج الأدوات المالية الحكومية وتؤدي هذه السوق الي تزويد الحكومة بالعملة الأجنبية والتي يمكن الحصول عليها من خلال طرح الصكوك الحكومية والأسهم مما يؤدي ذلك الي تحويل سوق الإصدار من سوق محلية الي سوق دولية.

### **7- توسيع قاعدة الملكية:**

يلعب سوق الإصدار دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي من خلال عمليات الخصخصة وذلك بتحريك الاقتصاد والعمل بمبدأ اليات السوق والتي من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل دور القطاع الخاص في ذلك، حيث أشارت التجارب العملية الي ان نجاح عملية الخصخصة مرتبط بوجود سوق اصدار متطور ومنظم ومن أبرز مزايا اللجوء الي سوق الإصدار في عمليات الخصخصة ما يلي:

أ- تشجيع صغار المدخرين على الاستثمار.

ب- ابعاد الشبهة في عمليات بيع وحدات القطاع العام.

ج- توفير الحافز لدي المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للورقة المالية (26).

### **خامساً: العلاقة بين سوق الإصدار والنمو الاقتصادي معبراً عنه بالنتائج المحلي الإجمالي.**

يؤثر الناتج المحلي الإجمالي على نشاط سوق الإصدار حيث إن زيادة الناتج المحلي الإجمالي تؤدي الي زيادة مستوى الدخل الفردي مما يؤدي الي زيادة مستوى الادخار وبالتالي يؤدي ذلك الي زيادة الاقبال على حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات مما يزيد من نشاط سوق الإصدار. كما ان تحقيق نمو اقتصادي مرتفع يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يؤدي الي زيادة حركة التعامل مع حجم الإصدارات.

والعكس صحيح في حالة انخفاض قيمة الناتج المحلي الإجمالي يؤدي ذلك الي قلة مستوى الدخل الفردي مما يؤدي الي تقليل مستوى الادخار مما يؤثر بالسلب على نشاط سوق الإصدار نتيجة قلة حركة التعامل مع حجم الإصدارات الجديدة. ويتأثر أيضاً الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الفائدة ارتفاعاً وانخفاضاً حيث يؤدي انخفاض سعر الفائدة الي زيادة الطلب على الاستثمار وهو ما يؤدي بدوره الي زيادة النمو الاقتصادي من خلال مضاعف الاستثمار مؤدياً بذلك الي زيادة الناتج المحلي الاجمالي الذي

<sup>26</sup> - Roger Le Roy Miller, David, "Money Banking and Financial Markets", second Ed, south, western, 2004, p 53-59.

ينعكس بدوره علي زيادة الطلب على حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم مما يؤدي الي نشاط سوق الإصدار.

علاوة على ذلك فان زيادة النمو الاقتصادي لبلد ما نتيجة لزيادة إيرادات القطاعات المكونة له يساهم في تطوره كما ان لحالتي الرواج والانكماش في الاقتصاد أثرهم على نشاط السوق حيث علي أساسها يتخذ المستثمرين قراراتهم سواء بالاستثمار في الدولة او عدم الاستثمار ففي حالة الرواج الاقتصادي يشجع المستثمرين سواء المحليين او الأجانب علي الاستثمار في حجم الإصدارات الجديدة مما يؤدي الي زيادة قيمتها مما يؤدي الي التأثير بالإيجاب علي سوق الإصدار وعلي النشاط الاقتصادي والعكس في حالة الانكماش الاقتصادي يؤدي ذلك الي ابتعاد المستثمرين المحليين والأجانب علي الاستثمار في سوق الإصدار مما يؤدي ذلك الي التأثير بالسلب علي سوق الإصدار وعلي النشاط الاقتصادي ، وعلي الجانب الاخر فقد تساهم احدي القطاعات الاقتصادية في زيادة معدل النمو الاقتصادي مما يؤدي الي زيادة التعامل في الشركات التابعة لها من قبل المستثمرين نظراً لأنها تحقق أرباح عالية وبالتالي فان تحليل مكونات الناتج المحلي الإجمالي يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية بمعرفتهم القطاعات الأكثر ربحية (27). وهناك العديد من الدراسات التي قامت بدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات مثل دراسة محمد عبده مصطفى عن العلاقة بين الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم وتوصلت العلاقة الي ان هناك علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وسوق الأسهم فزيادة الناتج المحلي الإجمالي تؤدي الي زيادة قيمة الأسهم والسندات من الإصدارات الأولية.

ومن جهة اخري يوجد علاقة بين سوق الإصدار والناتج المحلي الإجمالي فزيادة قيمة الإصدارات الأولية وزيادة عددها يؤدي ذلك الي زيادة الاستثمارات والنشاط الاقتصادي مما يؤدي ذلك الي زيادة الناتج المحلي الإجمالي أي يوجد علاقة طردية بين سوق الإصدار والنشاط الاقتصادي فبالتالي يوجد

27- B. Bernard, "The Secrets of Economics Indicators", 3rd edition, Pearson Education, Inc, Upper Saddle River, New Jersey, 2013, p33-38.

علاقة طردية في الاتجاهين بين سوق الإصدار والنتاج المحلي الإجمالي وبالتالي يوجد علاقة تبادلية بينهم (28).

سادساً: تقييم دور سوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر من خلال معرفة الأهمية النسبية لأجمالي قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر.

يتم تقييم سوق الإصدار في مصر ومدى مساهمته في دفع النمو الاقتصادي في مصر من خلال المؤشر التالي (29):

\* الأهمية النسبية لأجمالي قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر. يتم حساب هذا المؤشر بقسمة اجمالي قيمة الإصدارات الأولية على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة ويشير ارتفاع قيمة هذا المؤشر الي مدى قدرة سوق الإصدار على التأثير ايجابياً على النمو الاقتصادي ويمكن توضيح الأهمية النسبية لقيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول رقم (1) التالي:

### جدول رقم (1)

(التطور السنوي لأجمالي قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي) (القيمة بالمليار جنية)

السنة	اجمالي قيمة الإصدارات (بالمليار جنية) (1)	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (بالمليار جنية) (2)	%2:1
1990	0.7	1120	0.06
1991	1.1	1130	0.09
1992	3.3	1180	0.27
1993	3.4	1210	0.28
1994	4.8	1260	0.38
1995	11.2	1320	0.84
1996	20.4	1390	1.46
1997	19.4	1460	1.32
1998	35.3	1540	2.29
1999	55.6	1640	3.39

2- محمد عبده مصطفى، "تقييم العلاقة بين الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم المصري"، المجلة العلمية للاقتصاد والإدارة، جامعة عين شمس، 2013، ص 20.

3- هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت، 2005، ص 21.

1.17	1740	20.4	2000
0.84	1800	15.2	2001
0.85	1850	15.8	2002
0.97	1910	18.7	2003
1.8	1980	35.7	2004
3.13	2070	64.9	2005
4.46	2210	98.7	2006
4.97	2370	118	2007
3.66	2540	93	2008
3.93	2660	104.7	2009
3.7	2790	103.4	2010
1.55	2850	44.2	2011
1.65	2910	48.3	2012
1.31	2970	39	2013
1.33	3060	41	2014
2.63	3190	84.1	2015
4.09	3330	136.2	2016
4.07	3470	141.3	2017
5.88	3650	214.8	2018
5.67	3860	219	2019
4.68	4000	187.2	2020

(البورصة المصرية: قيمة الإصدارات، التقارير السنوية، أعداد مختلفة)

(البنك الدولي: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، التقارير السنوية، أعداد مختلفة)

يتضح من الجدول رقم (1) ان اجمالي قيمة الإصدارات من الأسهم والسندات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر كانت متواضعة بما يعني ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة بها حيث تراوحت النسبة بين 0.06% الي 5.88% خلال الفترة من 1990 الي 2020 ويلاحظ من الجدول وجود ارتفاع في قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي في عامي 2006، 2007 ويرجع ذلك الارتفاع الي تطبيق الخصخصة وتزايد دور المؤسسات الجديدة العاملة في السوق كصناديق الاستثمار وشركات رأس مال المخاطر في تنشيط السوق.

ثم انخفضت النسبة بعد ذلك في عام 2011 حيث بلغت 1.55% ويرجع الانخفاض الي ضعف مناخ الاستثمار بسبب التأثير بالأحداث السياسية مثل حدوث ثورة 25 يناير واغلاق البورصة في تلك الفترة وهروب المستثمرين العرب والأجانب ثم أخذت تلك النسبة في اتجاه الصعود حتى عام 2020 حيث بلغت النسبة 4.68% ويرجع ذلك الي تطبيق تحرير سعر الصرف في عام 2016 والقضاء على السوق السوداء في السوق المصري مما يشجع ذلك المستثمرين الأجانب في الاستثمار في السوق المصري وزيادة تعامل المصريين من خلال شراء الأوراق المالية من سوق الإصدار ويرجع الارتفاع ايضاً الي حالة الاستقرار السياسي والاقتصادي حيث تتأثر البورصة تأثر مباشر بالأحداث السياسية والاقتصادية.

**وأخيراً حتى يمكن زيادة قيمة الإصدارات الأولية السنوية سواء من الأسهم أو  
من السندات حتى يكون لها تأثير قوي في دفع عجلة النمو الاقتصادي لابد من  
استخدام الوسائل التالية (30):**  
**(أ) استكمال برنامج الخصخصة:**

تعتبر الخصخصة الدعامة الرئيسية لرفع كفاءة سوق الإصدار، حيث تعمل على زيادة عدد الأوراق المالية المعروضة بالسوق، ومن ثم زيادة عدد المستثمرين، ولا شك أن زيادة عدد المستثمرين يسهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة عامة وسوق الإصدار بصفة خاصة ولا شك أن زيادة عدد المستثمرين في ضوء برنامج الخصخصة يعنى زيادة عدد حملة الأسهم وزيادة حجم التعامل على الأوراق المالية، وهذه سمات تعكس زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية، نظراً لأنها تعنى وجود أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية، مما يحقق الاستقرار في سعرها، ويخفض من مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية 31 لذا يتطلب الأمر الإسراع في استكمال تنفيذ برنامج الخصخصة عن طريق طرح مزيد من أسهم شركات قطاع الأعمال العام المرشحة لنقل ملكيتها للتداول، بحيث تزيد من جانب العرض وبالتالي تتوافر البضاعة الجيدة اللازمة لعمل سوق الإصدار مع مراعاة الآتي:

- 1- عدم المغالاة في أسعار الأسهم الجديدة المطروحة من قبل الشركات القابضة، بحيث تتناسب مع القيمة الحقيقية لأصول وأداء الشركات المباعة.
- 2- أن يتم التخصيص على أكبر عدد من المكتتبين حتى لا يتم خلق أي نوع من الاحتكار، وذلك لمنع التحكم في الأسعار.

**(ب) تشجيع شركات قطاع الأعمال العام على زيادة رأسمالها من خلال الاكتتاب العام:**

إن طرح الشركات العامة أسهمها للاكتتاب العام من أجل زيادة رأسمالها، كأحد أساليب برنامج توسيع قاعدة الملكية واصلاح هيكلها التمويلية، يساهم في زيادة المعروض من الأوراق المالية في سوق الإصدار وتبدو أهمية هذا الاقتراح في الوقت الحالي حيث تزيد المطالبة لتصحيح الهياكل التمويلية

1- يسري جرجس بسطا، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة 30 القاهرة، 2000، ص148.

1- السعيد محمد لبد، "مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية في مصر"، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال افريقيا 31 للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال، القاهرة، 1997، ص 259 – 260.

لبعض الشركات العامة، بالنظر إلى عجز رأسمالها عن الوفاء باحتياجات الاحلال والتجديد ونقص السيولة اللازمة لاحتياجات التشغيل. وعلى ذلك فإن السياسة الأكثر واقعية هي تحويل عملية التمويل إلى عملية استثمارية بطرح أسهم زيادة رأسمال هذه الشركات للاكتتاب العام ودعوة المواطنين داخل البلاد للمساهمة فيها.32

(ج) تشجيع البنوك المتخصصة على اصدار سندات جديدة لتمول نشاطها بدلاً من الاتجاه إلى الاقتراض.

يلاحظ أنه يوجد في مصر عدد لا بأس به من المؤسسات المالية التي تعمل في مجال سوق المال، وهذه المؤسسات بطبيعتها، تلعب دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية كوسيط مالي من خلال ما يمكن ان تصدره او تكتتب فيه من أوراق مالية.

**ويوجد العديد من المؤسسات المالية ومثال ذلك ما يلي: -33**

- فالبنوك العقارية، من المفروض أن تقدم قروضاً طويلة الأجل لتمويل إنشاء المباني والمدن الجديدة وهي من الممكن أن تلعب دوراً في إنعاش السوق عن طريق اصدار سندات لتمويل استثماراتها.
- بنك التنمية الصناعية، يمكن أن يساهم في تمويل المشروعات الصناعية، وذلك بالاكتتاب في أسهمها (كمغطى أو مروج لها) ثم يقوم بإعادة طرحها في السوق الثانوية، كذلك يمكن أن يصدر سندات لتوفير الموارد اللازمة لنشاطه بدلاً من لجوئه للاقتراض من البنك المركزي ومن المؤسسات الدولية.
- بنوك الاستثمار والأعمال، حيث أن الأصل في قيام هذه البنوك هو مباشرة تجميع المدخرات لتوجيهها لخدمة الاستثمار والاقتصاد القومي، والمفروض أن يتم تدبير مواردها عن طريق اصدار سندات ثم يستخدم هذه الموارد في تمويل المشروعات الاستثمارية وشراء الأسهم والسندات والتعامل في هذه الأوراق.
- د- تطوير القواعد والقوانين التي تحكم التعامل في السوق وذلك من خلال عدة تدابير من أهمها:

2-أمير أحمد السيد التونسي، "استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية في مصر"، المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة أسيوط، ملحق خاص للعدد العاشر، 1986، ص86-89.

1- أحمد محمد عبده على سليم، "دور سوق الأوراق المالية في دعم امكانيات التنمية الاقتصادية في مصر"، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، 1998، ص 73-84.



- 1- مراجعة كافة القوانين واللوائح التي تحكم التعامل في سوق الأوراق المالية بصفة دورية وتطويرها لتتماشى مع متطلبات تنشيط التعامل في السوق وتفعيل ادوات الرقابة على التعاملات بها مع مراعاة التطورات الأخيرة التي شهدتها أسواق المال العالمية.
- 2- بحث إدخال التعديلات التشريعية اللازمة للسماح بتداول ادوات مالية جديدة تتلاءم مع رغبات مختلف المستثمرين.
- 3- ضرورة تطوير آليات فض المنازعات في سوق الأوراق المالية لتصبح أكثر فاعلية.

#### هـ- تشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات اكتتاب عام والنظر في قيد جزء من السندات الحكومية في البورصة:

يمكن تشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات اكتتاب عام من خلال خلق أدوات تمويلية جديدة تيسر عمل هذه الشركات، بالإضافة إلى المحافظة على النسب اللازمة لإدارتها من قبل اصحابها، أو من قبل مساهميها الأوائل ويمكن أيضا للحكومة أن تعمل على تحويل جزء من السندات الحكومية غير المقيدة في البورصة إلى سندات مقيدة مما يساعد على خلق بضاعة جيدة ومضمونة تساهم في عرض مزيد من السندات المتاحة للتعامل عليها في البورصة.

## سابعاً: النتائج والتوصيات.

### أولاً: النتائج:

يقوم سوق الإصدار بعدد من الوظائف المهمة في خدمة الاقتصاد القومي فهو يساهم في تدفق المدخرات من وحدات الفائض المالي الي وحدات العجز المالي. ويعد سوق الإصدار من أكثر الأسواق تأثراً بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المعبرة عن النشاط الاقتصادي ولذلك هدفت هذه الدراسة إلى معرفة هل يوجد دور لسوق الإصدار في دفع النمو الاقتصادي في مصر وتم استخلاص عدد من النتائج وهي:

1- بدأت البحث بعرض الإطار النظري لسوق الإصدار واهم ما توصلت اليه أن سوق الإصدار يقوم بدور كبير في الحياة الاقتصادية وتطورها فعن طريق سوق الإصدار تحصل المشروعات الخدمية والإنتاجية على الأموال اللازمة لها سواء لبداية نشاطها عند التأسيس او عند زيادة رؤوس أموالها وذلك مقابل اصدار أسهم او الحصول على قرض طويل الاجل اثناء ممارستها لنشاطها عن طريق اصدار السندات مما يؤدي ذلك الي زيادة الاستثمارات وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي.

2- ناقش البحث العلاقة بين سوق الإصدار والنتاج المحلي الإجمالي وتم إيجاد علاقة طردية في الاتجاهين بين سوق الإصدار والنتاج المحلي الإجمالي وبالتالي يوجد علاقة تبادلية بينهم.

3- أثبتت الدراسة أن اجمالي قيمة الإصدارات من الأسهم والسندات الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر كانت متواضعة بما يعني ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة بها حيث تراوحت النسبة بين 0.06% الي 5.88% خلال الفترة من 1990 الي 2020 وهذا يعني عدم فاعلية سوق الإصدار في حشد المدخرات لتمويل الاستثمارات ودفع النمو الاقتصادي.

### ثانياً: التوصيات:

في ضوء النتائج التي توصلت لها الدراسة فإنها توصي بعدد من التوصيات كما يلي:

1- تشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الانفاق الاستهلاكي لصالح المدخرات مما يؤدي الي توجيهها الي الاستثمار في سوق الإصدار لشراء الأوراق المالية الجديدة ويكون ذلك عن طريق توافر مجموعة من المميزات للمدخرين من حيث العائد والضمان والسيولة وعن طريق ايضاً توافر سوق حر يتمتع بالإفصاح والشفافية.

2- لا بد من الاهتمام بسوق السندات الذي يعاني من الضعف في سوق الإصدار وذلك عن طريق تشجيع الشركات الي استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدراً قوياً للتمويل وأقل تكلفة وعن طريق ايضاً تعاون البنك المركزي مع الهيئة العامة للرقابة المالية لإعادة هيكلة سوق السندات وتنشيطه.

3- العمل على رفع كفاءه سوق الإصدار وذلك عن طريق اتاحة المعلومات بصورة دقيقة وسريعة وبدون مقابل مادي والافصاح الكامل عنها وتطوير الإطار التشريعي وذلك عن طريق الاستفادة من الإطار التشريعي للدول المتقدمة وتطويره بما يتلاءم مع السوق المصري وعن طريق ايضاً رفع عدد الشركات المدرجة لتنشيط السوق المالي وتطويره.

4- أخيراً لا بد من العمل على استكمال برامج الخصخصة حيث انها تعمل علي زيادة الأوراق المالية المعروضة وذلك عن طريق طرح مزيد من أسهم شركات قطاع الاعمال العام في سوق الإصدار مما يؤدي ذلك الي تنشيط السوق وبالتالي زيادة الاستثمارات ودفع معدل النمو الاقتصادي.

## المراجع:

### أولاً: المراجع العربية:

#### أ- الكتب:

- 1- إيهاب الدسوقي، " النقود والبنوك والبورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- 2- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، 2010.
- 3- محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 4- احمد سعد عبد اللطيف "استراتيجيات وسياسات الاستثمار"، دار المعارف، القاهرة ، 2005.
- 5- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 6- عمر صقر، "العولمة قضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2003.

#### ب- الدراسات:

- 1- شريف عبد الحميد محمد "دور سوق المال في تحقيق أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، 2003.
- 2- محمد عبده مصطفى، "تقييم العلاقة بين الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم المصري"، المجلة العلمية للاقتصاد والإدارة، جامعة عين شمس ، 2013.
- 3- هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت، 2005.
- 4- يسري جرجس بسطا، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2000.
- 5- السعيد محمد لبد، "مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية في مصر"، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال افريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال، القاهرة، 1997.

- 6- أمير أحمد السيد التونسي، "استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية في مصر"، المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة أسيوط، ملحق خاص للعدد العاشر، 1986.
- 7- أحمد محمد عبده على سليم، "دور سوق الأوراق المالية في دعم امكانيات التنمية الاقتصادية في مصر"، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، 1998.
- 8- شاهيناز جمال الدين محمد، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1992-2002)" رسالة ماجستير كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2003.
- 9- ماجدة محمد عبده، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1995-2008)" رسالة دكتوراة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، 2009.
- 10- ايمان صبري بخيت فكري، "أهمية سوق الإصدار في دفع النشاط الاقتصادي في مصر من 1993 الي 2013"، بحث ترقية كلية التجارة جامعة عين شمس، 2013.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

#### Books:

- 1- Roger Le Roy Millar, "Money, Banking, and financial markets" second ED, south Westernm, 2004.
- 2- Azzam, H, "Gulf Capital Market Development Prospects and Constraints" in Development of finance Market in Arab countries Iran and Turkey, 1995.
- 3- Robert A Schwartz, "Equity Markets" Harper Row, Publishers, Inc, 1988.
- 4- Returfed, J, "Introduction to stock exchange investment", London: Mc Milanese's, 1983.
- 5- Ritter, sibber ", financial markets" therdbook, 2000.
- 6- Sonny Allison, "The Initial public Offering Handbook A Guide for Directors and private investors ", Merrill corporation, USA, 2008.
- 7- Jenette Rutherford, "Introduction to Stock exchange investment", London, Macmillan publishers, 1985.
- 8- J. Francis, " Investment Analysis and Management ", New York, Graw Hill, 1986.

9- Edwin J. elytron, Martin J. Gruber, “Modern Portfolio theory investment analysis  
"New York, John Wiley, and sons, 1991.

10- Roger Le Roy Miller, David, “Money Banking and Financial Markets”, second  
Ed, south, western, 2004.

11- B. Bernard, “The Secrets of Economics Indicators”, 3rd edition, Pearson  
Education, Inc, Upper Saddle River, New Jersey, 2013.

#### **Journals and working paper:**

1- Musonera, E. and V. Safari, “Establishing a Stock Exchange in Emerging  
Economies: Challenges and Opportunities”, The Journal of International Management  
Studies, 2008.

2- Manuel Pastor, “Capital Flight Latin America”, world bank, working paper, 2009.

3- Vinod Kumar, “Impact of The Primary Market on Economic Growth, Productivity  
“master thesis,2012.

4- Andriana, George, “Equate Markets and Economic Development: Does the primary  
market matter?” article,2014.