

بسم الله الرحمن الرحيم

الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر *

د. عاطف حسن النقى

استاذ مساعد الاقتصاد - حقوق الزقازيق

عمدت الحكومة المصرية منذ بضع سنوات إلى اتخاذ الاجراءات الكفيلة بتصحيح مسار الاقتصاد المصرى وذلك عن طريق ما أسمى بسياسات الاصلاح الاقتصادى والذى استند أساساً على تحرير الاقتصاد المصرى والأخذ بآليات السوق وذلك بطريقة تدريجية بحيث لا يؤدي ذلك إلى صدمات يكون لها رنود فعل اجتماعية لا يمكن تحملها. ولقد كان من ضمن سياسات الاصلاح ضرورة توسيع قاعدة الملكية وزيادة الدور الذى يمكن أن يلعبه القطاع الخاص فى هذا المضمار. وتقوم سياسة توسيع قاعدة الملكية، جزئياً، على التصفية التدريجية لوحدات القطاع العام (الخصخصة) غير ذات الاهمية الاستراتيجية أو التى لا تمس الأمن القومى. ومما لا شك فيه أن عملية بيع وحدات القطاع العام يكتنفه الكثير من المشاكل والصعاب من حيث تقدير القيمة الحقيقية لهذه الوحدات وسبل بيعها وخصوصاً أن الاغلب الأعم منها يعانى من تشوه هياكلها التمويلية الناجمة عن الخسارات المتلاحقة التى أصابتها وتحملها بأعباء وديون ليست بالقليلة. وأياما كان الأمر بالنسبة لعمليات الخصخصة من خلال بيع وحدات القطاع العام، فقد تنامت الأصوات (ويحق) بضرورة الاهتمام بأسواق المال فى جمهورية مصر العربية وخصوصاً سوق الأوراق المالية وهى موضوع هذا البحث. ويلاحظ أن عملية الربط بين تصفية القطاع العام أو بيع بعض وحداته وبين ضرورة وجود سوق للأوراق المالية قد أثار كثيراً من الجدل بين جمهور الاقتصاديين، وكل حججه وأسائده التى هى محل اعتبار. ونجد أن تجارب الدول الصناعية المتقدمة (التي تقوم على اقتصاديات السوق) قد يأخذ منها ما يؤيد وجهتى النظر. فمثلاً الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة يعتمدا لحد لا بأس به على سوق الأوراق المالية كوسيلة فعالة لتمويل الاستثمارات. فى حين نولة مثل ألمانيا بالرغم من قوتها الاقتصادية وضخامة حجم اقتصادها القومى يوجد بها سوق صغير نسبياً لأوراق المال مقارنة بسوق التمويل الذى يعتمد على الجهاز المصرفى والملوك فى اغبه للقطاع الخاص. وإن كنا نرى منطقية كل من الاتجاهين الآن الأمر الذى يحدثنا فى هذا المقام هو واقع الاقتصاد المصرى وسابقته مع سوق الأوراق المالية التى ازدهرت فيه لفترة طويلة حتى تطبيق القوانين الاشتراكية. كذلك نلاحظ ضعف الجهاز المصرفى فى تنويع أوعيته الائتمانية رغم ضخامة الايداعات الادخارية التى يحوزها، لذلك نرى لنا أن عملية

* بحث أعد والنقى فى مؤتمر " برنامج الاصلاح الاقتصادى والهيكلى وتحديات المستقبل " كلية التجارة

تطوير سوق الأوراق المالية في مصر أصبحت ضرورة تشارك الجهاز المصرفي في عملية تمويل الاستثمارات. ونحن لا نحبذ أن ينصب الاهتمام على سوق الأوراق المالية فقط، بل نرمي أن يسير هيكل التمويل فيما بين الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية جنباً إلى جنب يساند كل منهما الآخر للوصول لأفضل وسائل تمويل الاستثمارات. هذا بالإضافة إلى أن عمليات بيع القطاع العام قد تسير بخطى أفضل وأكثر عقلانية في حالة طرح أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية مع مراعاة أن تكون أكبر كمية من المكتتبين المصريين وعدم حصرها في يد أعداد بسيطة من المستثمرين. بالتالي يمكن أن نجد أن سوق الأوراق المالية عاملاً مساعداً في إصلاح مسار الاقتصاد المصري إذا ما أحسن استغلاله ولم يحدث اندفاعاً غير محسوب لتطويره حتى لا يكون صورة محسنة لشركات توظيف الإموال أو إعادة لسيناريو سوق المناخ الكويتي.

وعليه لقد قسمت البحث إلى أقسام ثلاثة، الأول يهتم بعملية الخصخصة ومدى حاجتها لسوق الأوراق المالية والثاني فقد تناولنا الأطار النظري لاسواق الأوراق المالية والثالث يختص بدراسة سوق الأوراق المالية في مصر.

١- إشكالية القطاع العام والخصخصة-

مع مطلع الستينات بدأ القطاع العام يسيطر على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي في مصر حيث كان صاحب النصيب الأكبر في الناتج المحلي الإجمالي وفي أجمالي العمالة، كذلك حل التخطيط المركزي محل آليات السوق. وكان المأمول من هذا القطاع قيادة الاقتصاد القومي ليصل به إلى التقدم الاقتصادي والرفاه الاقتصادية ولكن لم يستطع القيام بذلك نظراً للعديد من الأسباب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. وكان أهم مكامن الفشل هو عدم قدرته على توجيه الموارد الاقتصادية والتوجيه السليم ليضمن الكفاءة الاقتصادية لمختلف القطاعات الانتاجية والخدمية على السواء. وانعكس ذلك في سوء الإدارة الاقتصادية للقطاع الذي نجم عنها الكثير من التجاوزات مما أدى إلى الحاق الكثير من الخسائر بوحدات القطاع العام، وكانت بداية الانطلاق بالنسبة لسوء الإدارة هي تعيين غير ذوي الخبرة والاختصاص وبالتالي لم يكونوا على علم أو دراية باصول الإدارة الاقتصادية وأساليبها. وانتقلت العدى حتى للمتخصصين وذلك لاستشراء التشوه في الاغلب الاعم من وحدات القطاع وكان بعض القائمين على هذه الوحدات يديرونها وكأن هذا القطاع ليس له مالك. وبون الدخول في كثير من التفصيلات حول الازمات السنية للقطاع العام، نخلص إلى أنه لم يحقق الهدف منه كما كان مرجواً بل حمل ميزانية الدولة الكثير من الاعباء المالية نتيجة تشوه هيكله التمويلي مما

أدى إلى أن تلجأ الدولة في تمويل هذا العجز إما إلى الاقتراض أو للاصدار النقدي (١). ويلاحظ أن عمليات بيع القطاع العام ليست جديدة فهي معروفة في الدول الصناعية ولجات بريطانيا وفرنسا (العهد قريب) إلى التخصصية وذلك بعد سلسلة من التأميمات في كلا البلدين. في حين نجد أن اليابان قامت ببناء اسس الاقتصاد الحديث في مختلف نواحي النشاط الاقتصادي وقامت بالتمويل والتشغيل للعديد من المشروعات وفي مرحلة تالية شرعت في بيع المشروعات التي أنشأتها للأفراد (٢). ولم يكن دائماً تطور المبادرات الفردية وتعاضم ربحية المشروعات العامة هي السبب في الخصخصة، ففي أحيان كثيرة كانت قلة ارباح هذه المشروعات والحاجة للاموال للتسليح وراء لجوء اليابان إلى بيع مشروعاتها للأفراد وبأثمان منخفضة جداً في غالب الاحيان (٣).

١-١ توجه السياسة الاقتصادية نحو تصفية القطاع العام:-

تقوم الفلسفة الاقتصادية في مصر الآن على الاتجاه نحو تدعيم القطاع الخاص من خلال محاولة تصفية وحدات القطاع العام بصورة تدريجية وذلك بهدف تخليص ميزانية الدولة من الابعاء الملقاه على عاتقها بسبب الخسارات المالية المتتالية لاغلب وحدات القطاع العام (اختلال هياكل تمويلها)، فهذا الامر هو عبارته عن استنزاف موارد الدولة دون وجه استفادته بدعوى تحقيق أهداف اجتماعية وسياسية. ففي دراسة لستة عشر بلداً نامياً كان العبء المالى الصافى الناجم عن عمليات القطاع العام يمثل نسبة كبيرة من عجز الميزانية (في الغالب يتم عن طريق التمويل بالعجز) وبلغت هذه النسبة في مصر والهند وتركيا ما يعادل ربع الميزانية (٤). وهذا الامر من شأنه أن يكون مصدراً هاماً للتضخم ومن ثم يؤدي إلى مزيد من الضغوط التضخمية التي يعانى ويضار منها اصحاب الدخول النقدية الثابتة والمنخفضة. كذلك قد تلجأ إلى تمويل الاختلال في الهياكل التمويلية لوحدات القطاع العام عن طريق السياسات الائتمانية التوسعية (عن طريق الجهاز المصرفى التابع فى اقله للدولة) وذلك دون استناد إلى موارد حقيقية وهذا مصدر آخر من مصادر التضخم (٥) الامر الذى يوقع الاقتصاد القومى فى حلقه مفرغة لانهاية ويدلل على ذلك من خلال دراسة قام بها المجلس القومى للانتاج والشئون الاقتصادية أن ٩٤ شركة من شركات القطاع الصناعية والبالغ عددها ١١٦ تعاني من مشاكل سيولة. كذلك أن هناك ٥٦ شركة تعاني من مشاكل فى هياكل تمويلها وذلك بسبب زيادة نسبة مديونيتها عن ٥٠٪ من اجمالى أصول الشركة ونتيجة لهذه المشاكل التمويلية حققت ٤٨ شركة خسائر خلال الفترة ٨١ - ٨٦ حيث تطورت الخسائر من ٣٢٠,٤ مليون جنيه إلى ٩٦٥,٢ مليون جنيه (٦) ومن خلال دراسة حديثه نسبياً لبنك

الاستثمار القومي لاجراء تحليل شامل لاوزاع شركات القطاع العام وعددها ٢٧٢ اعتماداً على الحسابات الختامية للشركات المتابعة الميدانية وتحليل الموازنات فى يونيو ١٩٩٠ تبين ان المحصلة النهائية لحساب العمليات الجارية لشركات القطاع العام تتضمن عجزاً مقداره ٥٠٠ مليون جنيه وأن الفائض الصافى القابل للتوزيع يقدر بنحو ٢٢٤٧ مليون جنيه. ويقلل من المدلول الاقتصادى لهذا الفائض: أنه قبل فرض الضريبة وأن الجزء الأكبر منه يرجع إلى أسباب لا ترتبط بالنشاط الانتاجى الرئيسى لهذه الشركات وإنما يمثل إيرادات تحويلية عرضيه وإرباحاً رأسمالية ناجمة عن بيع بعض الشركات لاصول ثابتة وراضى، كما أن نسبة هذا الفائض إلى حجم رأس المال المستثمر فى القطاع العام لا تتعدى ٢,٨ - ٢,٥ ٪ (٧).

وفى دراسة قيمة (٨) فى هذا الخصوص أوضحت أن الاداء الاقتصادى للقطاع العام (والذى يقصد به مدى مساهمة المنشأة العامة فى الناتج القومى). حيث أوضحت أن الاداء الاقتصادى يتم قياسه بناء على الربح أو الخساره فى حالة بيع المنشأة لمختجاتها أو شرائها لمدخلاتها باسعار اقتصادية. فإذا كانت المؤسسة قد حققت ارباحاً على اساس الاسعار الاقتصادية فهى قد اضافت اضافة صافيه للناتج القومى والعكس صحيح. وتقاس الاسعار الاقتصادية على اساس التفرقه بين نوعين من الموارد الاقتصادية النوع الأول ينتمى إلى السلع الدولية (التي تدخل فى التصدير أو الاستيراد) والسعر الاقتصادى لها هو السعر السائد فى السوق الدولى. والنوع الآخر ينتمى إلى السلع غير الدولية (مثل القوة العاملة فى المنشأة أو الخدمات المحليه بأنواعها) والسعر الاقتصادى لها هو السعر الذى يمثل الندرة الحقيقية وهو السعر السائد فى السوق الحرة ولقد ذكرت الدراسة أن البنك الدولى قام بدراسة الاداء الاقتصادى لعدد من المؤسسات العامة فى مختلف الفروع وعلى اساس الاسعار الاقتصادية وانتهت إلى تدنى مستوى الاداء الاقتصادى لأغلب هذه الوحدات الاقتصادية وفى بعض الحالات تبين أن القيمة المضافة على اساس الاسعار الاقتصادية هى قيمة سلبية أى أن الاقتصاد القومى يكون أحسن حالاً لو توقفت هذه المنشآت عن الانتاج. وفى رد لهذه الدراسة على من يزعم أن الكفاءه الانتاجيه ليست هى المقياس الوحيد للحكم على القطاع العام، حيث أن له وظيفه هامه وهى تحقيق توزيع أفضل للدخل. ولقد اجابت الدراسة أن هذا الامر لا يتحقق على المستويين الماكرو والميكرو اقتصادى. فمن الناحيه الماكرو اقتصادية وجد أن هناك علاقة واضحة بين التسعير وخسائر القطاع العام وهناك علاقة وثيق بين خسائر القطاع العام وبين عجز الميزانية والتوسع الائتمانى وهما السببان الرئيسيان للتضخم. والسبب أن السلع المدعومه لا تمثل أكثر من ثلث السلع والخدمات التى يستهلكها

نوى الدخول المنخفض والثابتة. وبالتالي تتلشى الفائدة الراجعة من الدعم نتيجة الضغوط التضخمية والتي تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار ومن الناحية الميكرواقتصادية ان السلع المدعومة متاحة أكثر لاصحاب الدخل المرتفع (لان لهم اليد الطولى فى الحصول عليها) مما هو متاح لاصحاب الدخل المنخفضه. هذا بالاضافة إلى أنه غالباً ما يؤدي الدعم إلى وجود سوق سواء يتم تهريب السلع المدعومه إليها حيث تباع بسعر اعلى بكثير مما هو مقرر لها وبالتالي فإن هذا كله يتعارض مع حجة مساهمة القطاع العام فى اعادة توزيع الدخل بصورة أفضل.

بالإضافة إلى ما سبق فإن المشاهده الحاليه لاسعار القطاع العام بعد رفع الدعم عنها أنها اعلى من اسعار نفس المنتجات فى القطاع الخاص حيث تحاول وحدات القطاع العام تقليل تشوهات الاسعار أو حتى استبعادها نهائياً وبالتالي تصبح السلع «فى حالات كثيره» فى القطاع العام اعلى من القطاع الخاص.

وبالرغم من ضرورة اللجوء للخصخصة كمحاولة لرفع كفاءة الاقتصاد القومى ولزيادة حجم الانتاج ولتوجيه الموارد الاقتصادية التوجيه الامثل، فإنه لا بد وأن تبقى بعض القطاعات الانتاجيه فى يد الدولة مثل قطاعات النفط والثروه المعدنيه والاحتكارات الطبيعيه (كهرباء ومياه) وبعض الصناعات التى تحتاج لاستثمارات ضخمة تفوق امكانيات القطاع الخاص. وقد يكون ذلك فى المراحل الأولى التى من الصعب تصور قيام القطاع الخاص بها نظراً لمالها فى الغالب الاعم من أهميه استراتيجيه وما يتعلق بعضها بالامن القومى على أن يكون ذلك فى اضيق الحدود وهناك فرق أن تمتلك الدول قطاع البترول أو الانتاج وان تمتلك محلات لبيع الفول والبقوليات.

١ - ٢ اساليب اللجوء إلى الخصخصة:

كما سبق القول أن عمليات الخصخصة أمر معروف منذ فترة ليست بالقليله وهى تعنى نقل ملكية الوحدات الاقتصادية المملوكه للدولة إلى الافراد وغالباً ما يتم ذلك بطرح اسهمها فى السوق للاكتتاب فيها بين الافراد والهيئات الخاصة، وعملية البيع تاتى على كل المنشأه أى نقل الملكية تامه للأفراد ويترك عمليه الاداره لهم. لكن تغيير الامر بالنسبه للدول الناميه الباحثه عن اتباع اقتصاديات السوق والتحرر الاقتصادي، حيث لا تلجأ الدوله إلى بيع كامل الوحده بل نسبه معينه أو تحاول تأجيرها للقطاع الخاص أو استخدام شركة ما لادارتها. وفى هذا الصدد نجد أن الدول الناميه نظراً لطبيعه ظروفها واعتمادها لفتترات طويله على اقتصاديات داخلية مصطنعة من تسعير

وتوجيه لعناصر الانتاج لخدمة اغراض معينه وغيرها تحاول الا تتخلى عن القطاع العام دفعه واحده أو بطريقة مفاجئه.

ونجد ان جمهورية مصر العربيه اتبعت هذا الاسلوب، حيث ترمى السياسه الاقتصاديه إلى تدعيم دور القطاع الخاص وتوسيع مشاركته في الاقتصاد القومى والبيع التدريجى لوحدات القطاع العام سواء كاملا فى صورته صفقات متكامله (كما اعلن عن بيع صفقه شركة الكوكا كولا) أو بيع نسبة معينه من اسهم الشركة للعاملين أو المشاركة فى الادارة.

وفيما يتعلق بالقيام بعملية الخصخصة دأب الادب الاقتصادى على محاولة الربط بينها وبين قيام سوق مالى كفاء وتنافسى وخصوصاً سوق الاوراق المالية. وكما هو معروف أن سوق الاوراق المالية فى الاغلب الاعم من الدول الناميه يعانى من ضعف وعدم توافر البنيه الاساسيه له. وهذا الأمر يفرض امكانية محددته لعملية بيع وحدات القطاع العام، حيث لن يكون ملائماً أن يتم تطبيق الخصخصة دفعه واحده بل لابد وأن يأخذ فى الاعتبار قدره الاستيعابيه المحليه وبالتالي لابد من القيام بتطوير سوق الاوراق المالية لغرض توسيع قاعدة الملكيه عند نقل ملكية هذه الشركات إلى القطاع الخاص والعمل على تشجيع استخدام المدخرات فى هذا القطاع. ومن الصحيح أن تتم هذه العملية تدريجياً حتى لا تقع الاصول الانتاجيه فى الدوله فى يد رأس المال الاجنبى وهذا أمر غير محبذ لدرجه كبيره وحتى لا تكون هناك شبه تواطؤ عند اتمام عمليات البيع.

ونجد أن التجريه الانجليزيه فى هذا الشأن كانت تجريه رائده مع الاخذ فى الاعتبار توافر العناصر الاقتصاديه التى أدت لنجاح التجريه وخصوصاً توافر سوق للاوراق المالية يعمل بكفاءة وتوافر رؤوس الاموال المحليه، نجد أن النموذج الانجليزى فى هذا الشأن حاول تحقيق هدفين (٩):

الأول البيع دون خساره وذلك عن طريق مشاركة رؤوس الاموال الضخمه عن طريق كبار المستثمرين ولم توضع قيود على حجم الملكيه الا باستثناء بعض القيود على الحيازات الاجنبيه وتم البيع فى هذه الحاله عن طريق المزاد العلنى كوسيله لتحديد سعر بيع الاسهم.

الثانى العمل على توسيع قاعدة الملكيه أمام الافراد وذلك عن طريق طرح كميه من الاسهم فى شكل حصص للموظفين وصغار المستثمرين على أساس سعر موحد روعى فيه أن يكون حافزاً لاكبر عدد على الاكتاب وحيازة هذه الاسهم لتكون قاعده عريضه من الرأسماليه الشعبيه.

وهنا يثور التساؤل حول مدى الارتباط بين التخصصية وأسواق الأوراق المالية، بمعنى آخر هل تدور التخصصية وجوداً وهدماً مع أسواق الأوراق المالية؟ يلاحظ أنه لا تتوافر الاحصاءات التي تعزل أثر التخصصية عن العوامل الأخرى التي تؤثر على حجم وكفاءة اسواق الأوراق المالية والعكس صحيح في عدم وجود الاحصاءات التي تعزل أثر وجود وكفاءة اسواق الأوراق المالية عن العوامل الأخرى التي تؤثر في زيادة ونجاح درجة التخصصية (١٠) ومع ذلك تعتبر وجود هذه السوق من العوامل المساعدة على اتمام عملية بيع القطاع العام وتوسيع قاعدة الملكية من خلال مساهمة أكبر عدد من الافراد في حيازه اسهم الوحدات المباعة، كذلك إن القيام بعملية بيع القطاع العام يمكن أن تساعد في تنشيط اسواق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها خصوصاً في الدول حديثه العهد بهذه الاسواق. وعلى ذلك يمكن القول بأن هناك عامل ارتباط متبادل بين الامرين وإن لم يكن الوحيد الذي يساعد على كفاءة كل منهما فهناك العديد من العوامل التي تؤدي إلى كفاءة سوق الأوراق المالية واتساعها وأيضاً بالنسبة لنجاح عملية بيع وحدات القطاع العام. بمعنى آخر إن وجود سوق للأوراق المالية يعتبر عامل مساعد في انجاح عملية التخصصية وإن لم يكن العامل الوحيد لضمان هذا النجاح.

وكما هو معروف أن عملية القيام ببيع وحدات القطاع يكتنفها عدة محاذير منها:

أ- الجهة القائمة على عملية البيع، لا بد وأن يعهد بهذه العملية إلى جهاز على اعلى مستوى تتوافر لديه قدره على اختيار الوحدات التي سيتم بيعها وبأى الوحدات نبدأ البيع هل يبدأ البيع بالنسبة للوحدات الخاسرة بأسعار زهيدة على أن يتم اصلاح هياكل تمويلها من خلال عمليات الاكتتاب فيها أم نبدأ بالوحدات الراجح كنوع من تشجيع الأفراد على المساهمة فيها وترغيبهم في حيازه الاسهم الخاصه بها وهو نوع غريب من توظيف المدخرات على الاغلب الاعم من الأفراد.

ب- عمليات تقييم الوحدات المباعة وبأى اشكال التقييم يأخذ به عند البيع هل على اساس القيمة الدفترية للاصول أم على أساس القيمة السوقية، وهل يمكن الأخذ بكل شكل على حده على اساس حاله بحاله أم ستوضع قاعده عامه تسرى على كل الوحدات الراجحه والخاسرة. ومن المعروف أن عملية تحديد سعر البيع هو أمر شائك، حيث إذا تم التقييم والبيع بسعر منخفض فهناك شبهه التواطؤ وتبديد الثروة وإن تم تحديدمرتقع فقد يكون في ذلك عزوف البعض عن عملية الشراء وخصوصاً صغار المدخرين في حالة البيع بالاسهم. ولا بد من الاشارة هنا إلى أن ارتفاع معدل التضخم قد يكون من الامور الشائكة عن تحديد السعر،

حيث من الممكن تقدير قيمة الأصول بأكثر من قيمتها وفى ذلك اضرار بالغ بعملية الاستمرار فى الاستثمار طويل الأجل ومتوسط الأجل السواء.

ج- فى حالة القيام ببيع الوحدات عن طريق الاسهم فى مزاد، قد يؤدي ذلك إلى استبعاد صفار المدخرين وعدم مشاركة العاملين فى ملكية الوحدات المباع. لذا فقد نأخذ بالتجربة الانجليزية السابق الإشارة إليها وذلك بتحديد نسبة معينة من الاسهم يتم بيعها بسعر محدد وغالباً ما يكون منخفض لصالح صفار المدخرين (المستثمرين) والعاملين بهدف توسيع قاعدة الملكية.

د- ضعف المؤسسات المالية التى تعمل على توجيه المدخرات إلى اسواق الأوراق المالية وكذلك محدودية الاعويه المالية التى يمكن أن يتم طرحها فى السوق. هذا بالاضافة إلى أن وجود معاملة تفضيلية (حوافز واعفاءات ضريبية) لصالح الاعويه الادخارية قد يضر بعملية الاكتتاب فى أسهم الشركات (الوحدات المباعة) ويؤدي إلى عزوف الافراد عن هذا الطريق.

و- عدم توافر الوعى الخاص بالتعامل فى اسواق الأوراق المالية والخوف من ضياع المدخرات فى طريق قد يكتنفه الكثير من المخاطر (تقلب اسعار الاوراق المالية) والرغبة فى الادخار الأمن البعيد عن المخاطره ولو كان بعائد أقل.

هـ- هل تتوافر رؤوس الأموال التى قد تصل إلى العديد من المليارات من الجنيهات اللازمة لشراء وحدات القطاع العام المراد بيعها؟

كل هذه المشاكل تجعل من الضرورة بمكان عدم الاندفاع نحو القيام ببيع القطاع العام دفعه واحدة وأيضاً أن يكون هناك تروى عند انشاء اسواق الأوراق المالية وعدم التسرع فى محاولة تطويرها والدفع بأى وعاء مالى نون دراسة كافي له، لأن هذا سيجرب عليه الكثير من الاضرار عما لو بقى القطاع العام على ما هو عليه. وبالرغم من ذلك لا بد من القيام بالتخلص من وحدات القطاع العام (التى هى فى الأصل نشاط يقوم بها القطاع الخاص بصورة أفضل) وان يتم ذلك من خلال طرحها فى سوق الاسهم مع توفير الضمانات اللازمة لنجاح هذه العملية. وقد يكون اللجوء لسوق الأوراق المالية لبيع وحدات القطاع العام فيه الكثير من المزايا منها:-

١- المساعدة على توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صفار المدخرين (المستثمرين) على ارتياده فى حالة توفير عوامل الثقة والتشجيع من خلال تخفيض سعر الاسهم وتقرير اعفاءات وحوافز ضريبية للحائزين.

٢- ابعاد شبهه الربيه فى عمليات بيع وحدات القطاع العام فى حالة البيع بالمزاد مع تقرير قيود على الحيازات الاجنبية، فهذا يبعد نسبة التميز لصالح فئة معينه.

٣- احلال اشراف المساهميين والحافز الشخصى محل اشراف موظفين لا مصلحة مباشرة لهم، حيث تدار المنشأة على اساس الربحية التجارية الامر الذى يؤدى إلى ضرورة انتقاء عنصر الادارة ذات الكفاءة والقدرة على انجاح المؤسسة.

٤- تقليل التدخل السياسى من قبل الحكومة فى عملية اتخاذ القرار داخل المنشأة، الامر الذى يؤدى إلى التركيز على عملية كفاءة المنشأة وتطوير ادائها بما يحقق لها المكاسب المادية. فلا يعقل أن يتم نقل ملكية الوحدة الاقتصادية إلى القطاع الخاص دون نقل السيطرة على الادراه إلى الملاك الجدد وذلك بهدف تحقيق الكفاءة فى الاداء التى من الممكن أن تتم فى ظل قدر معقول من الاستقلال عن سيطرة الدولة.

وهناك بعض تجارب للدول النامية فى هذا الخصوص فمنها من نجح بدرجة معقوله ومنها ما هو متعثر، فمثلاً فى شيلي بدأت عمليات الخصخصة بدون وجود سوق أوراق مالية قوى ومع ذلك نجحت التجربة وساهمت فى نمو سريع وحقيقى لهذا السوق، كذلك قامت بخصخصة نظام الضمان الاجتماعى للموظفين من خلال تحويل عدد من الصناديق الحكومية المفلسه إلى صناديق ذات ادارة خاصه يسمح لها بحيازة الاسهم (١١). كذلك تمت عمليات طرح الاسهم بصورة واسعه كوسيله لتوزيع الملكيه على نطاق واسع فى كل من الفلبين وجاميكا ونفذت بنجاح. فى حين كانت عملية التخصصيه فى السنغال تتم ببطء وكان ذلك راجعاً إلى تشدد الحكومه على ضرورة توسيع قاعدة ملكية الاسهم بالرغم من ضعف الاسواق المالية وعدم وجود سوق للاوراق المالية وضعف الجهاز المصرفى وهو الاداة التى اقترحتها الحكومه لتكون بمثابة سوق مؤقتة وناشئة للاسهم (١٢). وفى مصر نجد ان قانون قطاع الاعمال رقم ٢٠٣ سنة ١٩٩١ عمد إلى تحويل القطاع العام إلى شركات قابضة تمثل حقوق ملكية (حوافظ أوراق مالىة) فى الشركات التابعه ويحق لها اللجوء لمصادر التمويل من خلال اسواق المال وطرح جزء من الاسهم للبيع (١٣). وقد تم فعلياً طرح وحدات من القطاع العام للبيع الكلى أو الجزئى ونجد ان ذلك يتم من خلال إما بيع جزء من اسهم الشركات إلى العاملين فى الشركات (اتحاد العاملين طبقاً لقانون سوق راس المال ٩٥ سنة ١٩٩٢) والباقى من المفروض أن يعرض للاكتتاب العام. وفى عملية بيع أخيره كما نشر عنها فى وسائل الاعلام (شركة البييسى كولا) وذلك يتضمن العقد مع المشترين الالتزام فوراً ببيع ١٠٪ من الاسهم للعاملين وطرح ٣٠٪ منها للجمهور خلال سنتين.

ومما تقدم نجد أن وجود سوق للأوراق المالية في مصر أمر هام خصوصاً أن لمصر تجربه رائده في نجاح هذا السوق ولم يوقفه سوى القوانين الاشتراكية وعمليات تحديد الارباح على الاسهم مما أدى لتدهور اسعار الاسهم وانهار السوق، لذلك فعملية انعاش السوق ممكن أن تتم بنجاح لو استطاعت الحكومة كسب ثقة المدخرين واصحاب رؤوس الأموال المصرية.

٢- الاطار النظري لسوق الاوراق المالية:

يعد سوق الاوراق المالية احد عناصر ثلاثة يتألف منها أسواق المال Financial Markets وأسوق المال هي عبارة عن تلك الاسواق التي يتم من خلالها انتقال الارصدة النقدية المتاحة ممن لديهم فائض (وهم المدخرين الذين يمثلون جانب العرض في السوق) إلى من هم في حاجة إلى تلك الارصدة (وهم المقرضين الذين يمثلون جانب الطلب). ويلاحظ أن هذه الاسواق تقوم بعملية توجيه للفائض المتاح من الارصدة النقدية ممن لا تتوافر لديهم الخبرة باساليب وكيفية فرص الاستثمار لمن لديهم تلك الفرص والاساليب (١٤).

وتنقسم اسواق المال إلى سوق النقود Money Market والتي من خلاله يتم التعامل مع أوعية ائتمانية قصيرة الأجل لا تزيد عن سنة واحدة وتتميز هذه الأوعية بانخفاض درجة المخاطرة فيها ويقوم الجهاز المصرفي بالدور الرئيسي في هذه السوق. وهناك سوق رأس المال Nonsecurities capital Market والذي يقوم بالتعامل في رؤوس الأموال لأجل طويله ومتوسطه ويعمل في هذا السوق بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاشات والادخار. (وفي هذه الحالة نجد ان هذه الجهات تقوم باقراض الغير بنفسها). والعنصر الأخير لاسواق المال وهو محل دراستنا ومحور اهتمامنا في هذه الدراسة إن شاء الله هو سوق الأوراق المالية securitees Market ، حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية من اسهم shares وسندات bonds وهي يتعامل بها لأجل متوسطة وطويلة.

٢-١ ماهية سوق الاوراق المالية:-

كما سبق القول أن سوق الأوراق المالية يفتح المجال لتجميع المدخرات للاستخدام في المجال الاستثماري وذلك من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لانشاء مشروعات جديدة أو لزيادة حجم نشاط القائم منها وذلك في صورة اسهم وسندات. والجدير بالذكر أنه من الممكن لأي مدخر أن يوجه مدخراته إلى هذه السوق مهما تواضعت مدخراته وذلك عن طريق التعامل في سوق الاسهم والسندات إما مباشرة أو بطريق غير مباشر كما سيأتى بيانه. والاتجاه الحديث في هذا الشأن هو محاولة تنويع الاوعية في سوق الاوراق المالية بحيث تصبح

ممكنة وجذابه حتى لصغار المدخرين، حيث الهدف هو حشد أكبر كم من الموارد المالية بقدر اتساع قاعدة المدخرين وليس فقط حسب قدرتهم المالية. وعلى ذلك فإن أسواق الأوراق المالية تؤدي وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في عملية تحويل الارصده النقدية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استثمارات انتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الانتاجية وزيادة فرص العماله وبالتالي خلق دخول جديدة تستخدم لزيادة الطلب على الانتاج وبالتالي تكون النتيجة مزيداً من فعالية الاقتصاد ومزيداً الرفاهيه الاقتصادية. وتتم عملية تحويل الارصده إلى الاستخدامات الانتاجية من خلال شراء المدخرين إما مباشرة أو بطريق مباشر للأوراق المالية التي يصدرها المقترضين وتسمى بالادويه المالية Financial instruments وتعتبر الأوراق المالية اصولاً بالنسبة لمشتريها، في حين تعتبر مطالبات على الدخل المستقبلية أو خصوم على المقترضين. وبهذه الوسيله تحدث عمليات تحويل مدخرات الأفراد إلى استثمارات حقيقية تعود بمردود جيد على الاقتصاد. ويمكن أن ندرك مدى أهمية هذه الوظيفة التي تقوم بها اسواق الأوراق المالية (كأحد عناصر سوق المال) عند غيابها عن بعض الاقتصاديات وخصوصاً النامية والتي يعجز القطاع العام بها عن القيام بالدور الذي كان ينتظر منه. ففي مصر وكما سيأتى بيان ذلك تراكمت المدخرات في قطاع البنوك الذي عجز عن استخدامها الاستخدام الأمثل، أو وجدت طريقها لبعض شركات توظيف الأموال التي خدعت واستولت على قدر كبير من مدخرات المصريين. ويعلم الله أنه كان من الصعب أن يحدث ذلك لو استمر سوق الأوراق المالية في مصر كما كان قبل القوانين الاشتراكية التي طبقت في مصر وأدت إلى كثير من المسالب الاقتصادية والتي نعاني من آثارها حتى الآن. وعلى ذلك يمكن القول أنه إذا وجدت سوق أوراق مالية ذات كفاءة ونشاط فإنها سوف تساعد على توفير العديد من الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى ارتفاع معدلات الانتاج وبالتالي تحسين معدل الاداء الاقتصادي وزيادة الرفاهيه الاقتصادية ككل.

ويقوم سوق الأوراق المالية على ثلاثة عناصر، أولها هي السوق أو المكان الذي يتم التعامل فيه بين المقترضين والمقرضين والذي غالباً ما يطلق عليه البورصة Exchanges، ثم السلع التي يتم التعامل بها في البورصات وهي الأوراق المالية securities (والتي يطلق عليها أيضاً الادوات المالية - Financial instruments) وأخير القائمين بالوساطه بين المدخرين والمقرضين ويعرفوا بالوسطاء الماليين Financial intermediaries.

٢-١-١ هيكل سوق الأوراق المالية

يلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في توفير فرص التمويل طويله ومتوسطة عن طريق

طرح الأوراق المالية أو الاوعية المالية يصدرها من فى حاجة للارصدة النقدية فى السوق. وتتم هذه العملية من خلال احدى وسيلتين الأولى أن يقوم الافراد (المقرضين) بشراء الأوراق المالية التى تصدرها المشروعات أو الحكومه مباشرة أو يقوم بشراء هذا الأوراق من يعرف بالوسيط المالى لحاسبه ثم يبيعها للأفراد. لذلك نجد ان سوق الأوراق المالية ينقسم إلى سوقين، الأول ويعرف بسوق الاصدار أو السوق الأولى والآخر يسمى بسوق التداول أو السوق الثانوى.

السوق الأولى (سوق الاصدار) :- Primary Market

هى تلك السوق التى يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام (١٥) وهو أما يكون عن طريق الجمهور وقد يتم عن طريق المؤسسات المالية الاستثمارية والتى غالباً ما يكون لها السيطرة على هذه السوق. فحينما تقرر إحدى الشركات أو المشروعات أنها فى حاجة لارصدة نقدية جديدة، فغالباً ماتلجأ فى ذلك لهذه المؤسسات المالية التى تقوم بأسداء النصح والتسويق للأوراق المالية المصدرة سواء كان ذلك فى صورة اسهم أو سندات. وتقوم هذه المؤسسات المالية بالاكتتاب فى هذه الاصدارات الجديدة للأوراق المالية ثم تقوم ببيعها مرة أخرى فى السوق الثانوى لتحقيق ارباحاً من فارق سعر البيع والشراء. ومن الجدير بالذكر ان الأصل استبعاد البنوك التجارية من القيام بمثل هذه العمليات نظراً لطبيعة البنوك التجارية كمؤسسات إيداع وأيضاً بسبب نسبة المخاطر الموجودة فى الأوراق المالية. مع ذلك نجد أن معظم القوانين المنظمة لعمل البنوك تسمح لها بإنشاء اقسام داخلها بالتعامل فى اسواق الاوراق المالية لصالح عملائها (١٦).

السوق الثانوى (سوق التداول) :- Secondary Market

هى تلك السوق التى يتم فيها إعادة بيع الاصدارات الأولى من الأوراق المالية والتى تم التعامل فيها فى السوق الأولى، وعلى ذلك فإن القائم ببيع الورقة المالية فى السوق الثانوى هو الذى يحصل على ثمنها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها، وذلك لانها لا تحصل على نقود الا فى حالة بيع هذه الاوراق لأول مرة فى السوق الأولى أو سوق الاصدار. والسوق الثانوى يقوم بوظيفتين هامتين:-

١- السوق الثانوى يجعل من السهولة بمكان القيام باعادة بيع الاوعية المالية (اسهم ، سندات) بهدف تجميع السيولة وهذا يجعل هذه الوعاء أكثر قابلية للتسييل. وامكانيه تسييل هذه الأوراق أو زيادة درجة سيولتها يجعلها أكثر قبولاً وجاذبية للتعامل فيها حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود. ويمكن ضرب مثالا لذلك وإن كان مبسطاً، انه فى حالة رغبة احدى الشركات فى شراء أصل راسمالي وارادت تمويل شرائه باصدار سند لمدة عشر

سنوات. من الصعب أن نجد من يريد الاحتفاظ بالسنة طيلة العشر سنوات ولكن هذا ما كان سيحدث في حالة غياب السوق الثانوى. ولكن مع وجود السوق الأولى نجد ان المشتري الأول سيكون متاكدا من امكانية بيع هذا السند فى السوق الثانوى وحصوله على السيولة مقابله بعد فترة يحددها طالت ام قصرت حسب حاجته للسيولة أو رغبته فى تحقيق ربح من وراء الورقة المالية، ولذلك فإن السوق الثانوى يقدم السيولة للاصدارات الأولى والتي تم التعامل فيها فى السوق الأولى.

٢- تساعد فى تحديد اسعار الأوراق المالية المصدره فى السوق الأولى حيث أن المشروعات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولى سوف تدفع للجهة المصدرة ذلك الثمن الذى يمكن أن يقل عن سعر السوق الثانوى.

وعلى ذلك نجد أن هذه السوق (البورصة) تعمل على توافر سوق دائمة للتعامل فى الأوراق المالية طالما كانت السوق فى حالة عمل. ونلاحظ أن كلما كانت هناك اعداد كافية من البائعين والمشتريين مستعدين للشراء والبيع وان تسمح البورصة بالتعامل على المشكوف* كلما كانت البورصة سوق دائمة (١٧).

وطالما أن هذه السوق مستمره لابد وأن يترتب على ذلك

- سرعة التداول بين المتعاملين

- امكانية التعرف على اثمان الاوراق المالية فى كل لحظه.

- امكانية تحويل الاوراق المالية إلى نقود فى أى لحظه.

ويتم التداول عن طريق من اثنين:- (١٨)

١- طريق المفاوضة قيام كل وسيط باعلان اسعار العرض أو الطلب والتفاوض حولها للوصول لسعر أتمام الصفقة.

٢- عن طريق المزاد العلنى والذى يمكن من الوصول لأفضل الاسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

والسوق الثانوى إما أن يكون منظما أو سوق رسمى حيث يلتقى البائعون والمشترون فى مكان واحد وحيث تكون لاوراق المتداوله فيه مسجلة ومستوفاه لشروط التبادل. وقد تكون هذه السوق غير منظمة أو غير رسمية حيث يتم التعامل فى هذه السوق فى الأوراق المالية غير المسجلة فى السوق الرسمية وتمتاز هذه السوق بسهولة التعامل فيها والتخفف من بعض

* يقصد بالتعامل على المشكوف أنه حتى فى حالة عدم وجود السلمة فى حيازه البائع وقت ابرام الصفقة فإن المشتري يعلم أنه سوق يحصل عليها نظرا لان البورصة سوق مستمرة.

الشروط التي يجب أن تتوافر في السوق الرسمية ويطلق على هذه السوق Over the coun-
ter. ونجد أن في حين تتم عمليات التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة (السوق الثانوى
المنظم أو الرسمي)، تحدث عمليات التعامل في السوق غير المنظم (التعامل خارج المنصه) من
خلال مكاتب المتعاملين وسماسة السوق حيث لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية
المتعامل فيها واسهارها وفي الاغلب الاعم نجد أن هؤلاء يرتبطوا معا بشبكة معلومات من
خلال اجهزة الكمبيوتر تتيح لهم اجراء عملياتهم فوراً. (١٩)

٢-١-٢ الاوعيه المالية (الاوراق المالية)-

تعتبر الاوراق المالية هي السلعه التي يتم تبادلها في سوق الاوراق المالية، وهي صك يتم
اصداره لحصول الجهه المصدره له على الارصده النقديه التي تحتاجها. وهذه الصكوك تأخذ
صوره حصه في ملكية جماعيه لشركة أو مشروع ويسمى سهم، أو تأخذ صوره عقد اقراض
يقوم به شخص عام أو مشروع خاص ويسمى سند. ويلاحظ أن هذه الاوعيه الماليه تتقلب
اسعارها بصوره أكبر مما هو عليه الحال. بالنسبه للاوعيه في سوق النقد، وبالتالي فإن
التعامل في الأوراق المالية يحمل في طياته درجة من المخاطر تختلف من وعاء مالى لآخر
يسمى سند.

١- السند- Bond

تعتبر السندات من أكثر الطرق شيوعاً لحصول المشروعات الخاصه والحكومات على
المتاح من الارصده النقديه وهي عبارة عن اتفاق تعاقدى لمدة معينه وبمبلغ معين بين المقترض
والمقرض ويتعهد فيه الأول للثانى (الحائز للسند) بالقيام باجراء مدفوعات دوريه لصالحه طيله
مده حياة السند Maturity وهي عبارة عن قيمة سعر الفائدة المقرر على السند. مدة حياة
السند هي عبارة عن الوقت الذى يظل فيه السند قائماً قبل استهلاكه أى حتى ميعاد
استحقاقه، وبعد انتهاء مدة السند يتم سداد قيمته لحائزه.

والسندات إما يصدرها شخص عام كالنولة (وملحقاتها) أو شخص خاص (كشركة أو
مشروع) ومن الطبيعي أن تختلف السندات حسب مدة استهلاكها وسعر فائدتها ودرجة
المخاطر المتعلقة بكل منها. فالسندات التي تصدرها الدوله غالباً ما تكون طويلة الأجل تزيد
عن ١٠ سنوات وتخفض فيها سعر الفائدة نسبياً حيث انعدام عنصر المخاطرة تقريباً. فى
حين ترتفع نسبة المخاطره فيما يتعلق بالسندات التي تصدرها الشركات بسبب قيام
احتمالات التعثر المالى ولذا نجد ان اسعار الفائدة على السندات التي تصدرها الشركات
اعلى من اسعار الفائدة على السندات الحكوميه. كذلك نجد أن بعض الشركات أو المشروعات

الخاصة تصدر ما يعرف بالسندات القابلة للتحويل لاسهم convertible bonds، هذه الخاصية يمكن أن تجعل هذا النوع من السندات أكثر جاذبية من بقية الانواع التي يمكن أن يتم تحويلها إلى اسهم، هذا بالإضافة للسندات ذات الفائدة المتغيرة. وعلى ذلك يمكن القول أن السندات من حيث العائد يمكن أن تنقسم إلى سندات يتم تحصيل سعر الفائدة المقروض عليها بصورة دورية طيلة مدة السند وهذه هي السندات العادية coupon bond والسندات المخفضة (discount bond - zero coupon bond) حيث يتم شراء السند بأقل من قيمته الاسمية (الفارق بين القيمة الاسمية للسند والمبلغ المدفوع فعلاً يمثل سعر فائدة مجمع) وبالتالي لا توجد مدفوعات دورية يحصل عليها حائز السند طيلة مدة هذا السند بل يحصل على قيمته في نهاية المدة. ولقد شهدت اسواق الاوراق المالية المتقدمة ذات الكفاءة تطوراً كبيراً في الاعوية المالية المتاحة، فهذه الاعوية شأنها شأن أى سلعة تكون محلاً للتطوير والابتكار لكي توفى بحاجات مستهلكيها وتزيد من ربحية المتعامل فيها، فهي لا بد وأن تؤدي إلى ربحية الحائز لها والوسيط المالي. وكان السبب الرئيسي في ذلك هو تقلبات اسعار الفائدة التي تؤدي إلى عدم التيقن من عوائد الاستثمار وهذا ما يعرف بمخاطر سعر الفائدة. لذلك نجد ان العديد من المؤسسات المالية ابتكرت سندات تتغير فيها سعر الفائدة حسب سعر الفائدة السائد في السوق والذي غالباً ما يستخدم سعر فائدة إئونات الخزانة للاسترشاد به (٢٠) كذلك انشأت السوق الأجل للأوراق المالية بهدف تجنب مخاطر تقلب اسعار الأوراق المالية أو اسعار الفائدة ويطلق عليها عقود المستقبلية، حيث تتم هذه العمليات عن طريق أخذ مراكز في السوق الأجل (عكس) المركز الفوري أو الحالي للمتعامل في السوق. كذلك هناك عقود الخيار وتهدف أيضاً لحماية المتعامل من التقلبات المستقبلية ولكن عن طريق عقد يعطى مالكة الحق في شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مقدماً مقابل علاوة يتم دفعها للبايع ويكون هذا العقد سارياً طول مدته، وهنا يلاحظ أنه في حالة ارتفاع السعر فإن المشتري سوف يربح فرق السعر الذي باع به وبين السعر المشتري به وما يخسره هو العلووة (مبلغ) المدفوعه للبايع اما في حالة انخفاض السعر فله ان يتراجع عن اتمام الصفقة ولا يخسر سوى هذه العلووة المدفوعه للبايع (٢١).

ب- الاسهم: Share

عبارة عن حصة في راس مال الشركة أو المشروع حيث يقسم راس المال إلى عدد متساو من الاسهم، حيث تكفل هذه الحصة حصة مساوية لنسبة السهم إلى راس المال وفي اصول الشركة بالاضافة إلى حصة في ارباح الشركة. فمثلا لو كان عدد الاسهم المصدره

١٠٠٠ سهم، بالتالى يكون لهذا السهم حصة تساوى ٠.٠١ . من دخل الشركة الصافى (الدخل بعد حساب التكاليف والضرائب) ونفس الحصة من أصولها . على ذلك يقدم السهم لحائزه مدفوعات نورية فى صورة ارباح (إذا كانت الشركة محققة لارباح)، وكذلك يعتبر من الأوراق المالىة طويله الأجل حيث لا توجد مدة محده لبقاء للسهم (حيث يبيق طالماً الشركة قائمة). والاسهم تتعد أوصافها فمنها الاسهم الاسمية وهى صاحبة القاعدة العريضة فى راس مال الشركة وهناك الاسهم الممتازة، هذا بالإضافة للاسهم لحامله.

وكما هو معروف ان الارباح الموزعة على الاسهم لا تتم الا بعد استيفاء حقوق الغير والتى من ضمنها الفوائد المقرره على السندات التى تصرف بغض النظر عن ربحية الشركة المصدرة لها من عدمه. ونجد أن أغلب الشركات والمشروعات تعتمد إلى تمويل مؤسساتها من خلال اصدار السندات (خصوصاً إذا كانت هذه الشركات تتمتع بوضع مالى قوى ومضمون) حتى لا توسع قاعدة المشاركة فى الملكية ومن ثم يقل نصيب الاسهم من الارباح، ومن الممكن أن يترتب على ذلك انخفاض القيمة السوقية له. هذا بالإضافة إلى استفادة السهم من توسع المشروع من خلال ارتفاع نصيبه فى أصول الشركة فى حالة زيادتها وأيضاً فى معدل الارباح المتحقق. وكما هو معروف أن الأغلب الأعم من اصدارات الاسهم تكون أسميه ولكن هناك أيضاً الاسهم لحامله والتى لاتخضع فى الغالب لنفس قيود الاسهم الاسمية عند تداولها حيث ان الحيازة تعتبر سند ملكيتها، فنجد أن غالباً ما يتم تداول هذه الاسهم من خلال سوق التعامل خارج المنصة (OTC). ولذلك نجد ان هذا النوع من الاسهم لا يتجاوز نسبة محده من راس المال للمشروع ويختلف الأمر من تشريع لآخر (٢٢).

٢-١-٣ الوسطاء المالىيون-

٢-١-٣-١ أهمية الوسطاء المالىين-

إن كان لابد لاسواق الأوراق المالىة من سوق وأوعيه مالىة فلا بد لها لكى يكتمل عملها بصورة سليمة من توافر الوسطاء المالىين، حيث هم العنصر الفاعل فى التقريب والتوسط ما بين طائفة المدخرين وطائفة المقترضين، ويعرف هذا الاسلوب بالتمويل غير المباشر ومن خلال هذه العملية يقوم الوسطاء المالىون بتحقيق ارباح. ولا يقتصر دور هؤلاء على الوساطة بين كبار المقرضين والمقترضين بل نجد أنهم يقوموا بتجميع المدخرات من صغار المدخرين مقابل عائد معين حسب نوع الوعاء المالى المتعامل فيه ويقوموا بإقراضها إلى صغار المقترضين ومما هو معروف أن التعامل فى اسواق الأوراق المالىة ذات تكاليف قد لا يستطيع تحملها صغار المدخرين والمقترضين حيث أن ابرام الصفقات يحتاج إلى ضرورة توافر

معلومات هامة عن الورقة المالية ومصدرها أو القدره الماليه للمقترض على الرد. وهذا الأمر قد يخرج عن امكانية صغار المدخرين أو قد يكلفهم الحصول عليها الكثير من الجهد والمال، ولهذا نجد أن الوسيط المالى يمكن أن يقوم بذلك نيابة عن هؤلاء بتكاليف أقل مما لو قاموا بها منفردين فمن المعروف أن هؤلاء الوسطاء يمكنهم القيام بشراء كميات كبيرة من الاوراق المالية مما يقلل من تكاليف التداول وبالتالي يمكنهم ان يجعلوا تكاليف الصفقة أقل بالنسبة للمدخرين كل على حدة (٢٣)، كذلك ليس من السهل على بعض رجال الاعمال أن يلجأوا مباشرة لسوق الاوراق المالية للاقتراض من خلال اصدار سندات وذلك لعدم معرفة السوق والافراد بهم بالتالى لابد من وجود الوسطاء الماليين لحصول هؤلاء على مصادر لتمويل استثماراتهم، فى نفس الوقت الذى يكون فيه من الأفضل لصغار المدخرين أن يلجأوا للوسيطه الماليه لعدم قدرتهم على الاختيار بين الأفضل من الاوراق المالية والابتعاد عن الاوراق التى ترتفع فيها نسبة المخاطرة.

٢-٣-١-٢ الوسطاء الماليون فى سوق الاوراق المالية:

كما سبقت الاشارة إلى أنه فى عمليات التمويل غير المباشرة حيث يتم الجمع بين المقترضين للارصده والمقرضين لها عن طريق الوسطاء الماليين. وهؤلاء يلعبون دوراً هاماً فى الاقتصاديات المتقدمة والتى لديها أسواق أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية، حيث هم الاساس فى عملية توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات المختلفة التى يلجأ المستثمرين لتمويلها عن طريق سوق الاوراق المالية، وزادت من أهميتهم قدرتهم على تقديم اشكالاً جديدة من الأوعيه المالية والتى تسد حاجة كل من المدخرين والمستثمرين (المقترضيين) وتعمل على حمايتهم بقدر الامكان من التقلبات التى من الممكن أن تعترى السوق.

فى هذا الصدد سوف نفرق بين المؤسسات التى تقوم بدور الوساطة فى سوق الاوراق المالية من خلال الحصول على الارصده النقدية مقابل إصدار ضمانات (سواء فى صورة أسهم أو سندات) ثم يتم استخدام هذه الارصده النقدية فى التعامل فى الأصول المالية وبين هذه التى تحصل على الارصده عن غير طريق إصدار أوراق مالية ولكنها تستعمل مالىها من أرصده فى التعامل فى أسواق الاوراق المالية.

اولا المؤسسات التى لا تحصل على ارصدها بناء على إصداراتها المالية:

تعتبر كل من بنوك الاستثمار والسماسرة من الوسطاء فى سوق الاوراق المالية وممن لهم قدره كبيرة فى عملية تحويل الارصده النقدية من المدخرين إلى المقترضيين، فنجد أن بنوك الأستثمار تساعد فى عمليات البيع الأولية للأصدرات الجديدة فى السوق الأولى فى

حين نجد السماسرة يساعون في عملية تداول الأوراق في السوق الثانوى والتي تتم فى جزء منها فى البورصة والأخرى يتم خارج المنصة (over the counter).

١- بنوك الإستثمار investment banks

بنوك الاستثمار لا تقبل الودائع ثم تقوم بعد ذلك بإقراضها بصورة أو أخرى، إنما فى الأساس تعمل فى أسواق الأوراق المالية خصوصاً أسواق الأصدار. فعند ترغيب إحدى الشركات فى الإقتراض (الحصول على أرصدة نقدية) فهى تلجأ فى الأغلب الأعم إلى بنك الاستثمار لمساعدتها فى تصريف الأوراق المالية المصدرة. ويتم ذلك من خلال تقديم النصيحة عما هو أكثر مناسبة لظروف الشركة وظروف السوق فى عملية إصدار اسهم أم سندات؟ فى حالة إصدار سندات يقدم البنك النصيحة حول مدة السند وسعر الفائدة المقرر له. بعد ذلك يقوم البنك بمفرده أو مع غيره من البنوك بالاككتاب فى الورقة المالية المصدرة، ويقوم بذلك بمفرده إذا كانت قيمة الأوراق المصدرة قليلة أما إذا كانت كبيرة فنجد أن أكثر من بنك استثمارى يقوم بالاككتاب وذلك حتى تتوزع المخاطرة بالنسبة للورقة المالية. بعد ذلك يقوم المكتسبين بعرض وإعادة بيع هذه الأصول فى السوق الثانوى للمشتريين من الأفراد أو البنوك أو شركات التأمين وصناديق الاستثمار.

١- سماسرة وتجار الأوراق المالية Brokers and dealers

يقوم سماسرة وتجار الأوراق المالية بدورهم فى السوق الثانوى (سوق التداول)، حيث يقوم السمسار بدور الوسيط فى عمليات بيع وشراء الأوراق المالية (بين البائع والمشتري) ومقابل ذلك يحصل على عمولة. فى حين نجد أن تاجر الأوراق المالية يقوم بالاتصال بالبائعين والمشتريين كمشتري وبائع للأوراق المالية بسعر معين لحساب نفسه. فهو يقوم ببيع الأوراق المالية بأعلى من ثمن شرائها وبالتالي هامش الربح ناجم من فرق سعري الشراء والبيع لذا نجد أنه يتحمل لمخاطر تقلب اسعار الأوراق المالية نظراً لتعامله فيها لحسابه.

ويلاحظ أن الاتجاه الحديث هو الجمع فى كثير من المؤسسات المالية للوساطة بين نشاط السمسرة والتجارة وبنوك الاستثمار.

ثانياً المؤسسات التى تحصل على (رصدة عن طريق الإصدارات المالية)-

١- صناديق الاستثمار Mutual Funds

تحصل صناديق الاستثمار على الارصدة النقدية التى تحتاجها فى مباشرة أعمالها المالية عن طريق تجميع الارصدة المتاحة لصغار المستثمرين مقابل حصولهم على أسهم تصدرها هذه الصناديق، ويتم استخدام الارصدة ا لجمعة عن طريق الصناديق فى شراء الأوراق

المالية (سواء أسهم وسندات) بكميات كبيرة مما يجعل تكلفة الصفقات صغيراً نسبياً فى نفس الوقت الذى ينوع فيه الصندوق من حافظته المالية (٢٤). من خلال هذا الوسيط المالى يتاح لصغار المدخرين أن يتحولوا لمستثمرين حيث يمثل السهم حصة شائعة فى أصول الصندوق التى تتكون أساساً من محافظته المالية المتنوعة. وهكذا نجد أن الفرد يبتعد عن شبح المخاطرة بمدخراته فى سوق الأوراق المالية خصوصاً إذا كان ليس لديه خبرة فى هذا المجال، فى نفس الوقت يستفاد من إرتفاع الربحية الناجمة عن تنوع المحفظة المالية للصندوق ويتم تقييم السهم فى صناديق الاستثمار على أساس قيمة أصوله، وبالتالي فإن الأسهم التى يحملها الافراد وغيرهم والخاصة بصناديق الاستثمار تقل درجة المخاطره فيها نتيجة لتنوع الأصول التى تحوزها.

ب - شركات التمويل . Finance Companies

تقوم أساساً هذه الشركات على تجميع الأرصدة النقدية من خلال إصدار أوراق مالية (أسهم - سندات) ويتم تداولها فى سوق الأوراق المالية كأى ورقة عادية ولكن الاختلاف هنا أن هذه الشركات لا تستخدم هذه الارصدة فى التعامل بالأوراق المالية فى السوق بل تستخدم فى ترتيب أقراض مباشر لأغراض استهلاكية للأفراد أو لتمويل المشروعات الصغيرة (٢٥). وبالتالي نجد أن هذه الشركات كوسيط مالى تعمل على تجميع كميات كبيرة من المدخرات لتقوم بإقراضها فى شكل قروض صغيرة تحصل منها على فوائد تستخدم فى خدمة الأوراق المالية التى تصدرها هذه الشركات.

ثالثا الوساطة المالية القائمة على الادخار التعاقدى:-

١ - شركات التأمين . Insurance Companies

تحصل شركات التأمين على مواردها من خلال المدفوعات الدورية التى يقوم بها المؤمن لديها وهى فى الأغلب الأعم تستخدم جزء هام من مواردها تلك فى الاستثمار فى الأصول المالية (الأسهم والسندات) والأرباح الناجمة عن مثل هذه الاستثمارات يتم استخدامها جزئياً فى القيام بالمدفوعات الازمة عند حدوث واقعة التأمين. وتعتبر شركات التأمين من الوسطاء المالىين الهامين فى مجال تنشيط وتعزيز التعامل فى سوق الأوراق المالية حيث أن قدرتها المالية كبيرة وبالتالي تزداد قدراتها على تنوع محافظتها المالية.

ب - صناديق المعاشات والتأمين الاجتماعى . Pension Funds

تحصل أيضاً هذه الصناديق على مواردها النقدية عن طريق مدفوعات دورية يقوم بها المستفيد من خدمات الصندوق (سواء كان معاش عند سن معينى أو عند حدوث عجز يمنع

صاحبه عن العمل). ويتم استخدام وتوظيف هذه الموارد فى الاسواق المالية وتتميز هذه الصناديق بقدرتها على جولة استثماراتها مع الفترات الزمنية الواجب القيام فيها بمدفوعات لصالح الاعضاء وبالتالي تستطيع الاستثمار فى سوق الأوراق المالية على مدى متسع وبالتالي تعتبر من المتعاملين الهامين فى الاسواق المالية والمنشطين له.

٢-٢ كفاءة سوق الأوراق المالية:-

كفاءة سوق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً فى عملية تمويل الاستثمارات والتقدم الاقتصادى، ومع هذا لا بد من الاشارة إلى أن تمويل الاستثمارات والتقدم الاقتصادى يعتمد لحد ما على وجود سوق الأوراق المالية. فمثلاً فى دولة مثل المانيا نجد أن الجهاز المصرفى هو الممول الأول للاقتصاد الالمانى مع وجود سوق صغيرة للأوراق المالية على عكس كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة حيث يلعب هذا السوق دوراً كبيراً لا يمكن اغفاله فى تحقيق هذا الهدف (٢٦) وطبقاً لاسلوب البحث سوف نتناول مدى كفاءة أسواق الأوراق المالية بعيداً عن مناقشة التساؤل حول ضرورة أو عدم ضرورة هذه الأسواق لنجاح العملية الاقتصادية.

ومن خلال الطرح الوارد لمسألة كفاءة أسواق الأوراق المالية هناك معايير عدة لقياس مدى كفاءتها ولذلك فقد حاولنا أن نقدم تجميع منطقى لهذه المعايير من خلال عناصر السوق نفسه. هذا مع الأخذ فى الاعتبار أن هناك عوامل خارجية قد تؤدي إلى تدهور كفاءة سوق الأوراق المالية وخصوصاً السياسى منها، ذلك كما حدث فى بعض الدول التى أخذت فى الستينات بمبدأ التحول الاشتراكى فاصدرت قوانين التأمينات والقرارات المحددة للأرباح الموزعة على الأسهم وكذلك وضع حدود ضيقة للفائدة على السندات. وهذا من شأنه إن يؤدي إلى تدهور إن لم يكن توقف عمل سوق الأوراق المالية وبالتالي إنعدام كفاءتها. على ذلك نجد أن توافر كفاءة سوق الأوراق المالية يتوقف على ضرورة وجود آليات تتسم بالكفاءة لتعبئة المدخرات وتوجيهها التوجيه السليم من خلال سوق تنافسية تؤدي إلى تدفق رأس المال بصورة مناسبة لأفضل الاستخدامات كفاءة بتكلفة وساطة منخفضة (٢٧). وطالما كانت عناصر السوق تنحصر فى الأوعية المالية المصدرة وجهات إصدارها والوسطاء فيما بينها، إذن لا بد وأن كفاءة السوق نابعة من كفاءة هذه العناصر الثلاثة بالإضافة لعنصر خارجى وهو ضمان الرقابة على السوق بصورة لاتتضمن تفريطاً لصالح أحد العناصر وفى نفس نون تعقيد الأمور بدون مبرر.

٢-٢-١ اتساع سوق الأوراق المالية:-

فى هذا الصدد يقصد باتساع السوق تنوع الاوعية المالية المصدرة وزيادة اصداراتها كميأ بحيث يمكن أن تتناسب مع دخول المدخرين، هذا بالإضافة إلى زيادة عدد المشاركين فى السوق من الجهات المصدرة لمثل هذه الأوراق سواء حكومة أو شركات أو مؤسسات تقوم على عملية إصدار الأوراق المالية. بالتالى نجد أن هذا الأمر ينحصر فى الورقة المالية المصدرة والجهة المصدرة للورقة.

٢-٢-١-١ الاوعية (الأوراق) المالية:-

أ- سواء كان الامر يتعلق بسند أو سهم لايد وأن يؤدي ذلك إلى توجيه سليم للموارد المالية المتاحة وذلك من خلال تعبير هذه الأوراق المصدرة عن تنوع أوجه الاستثمار الانتاجى بما يفيد الأقتصاد القومى. فالأوراق المالية هى وسيلة لتمويل استثمارات جديدة أو التوسع فيما هو قائم وبالتالي لايد وأن تكون هذه الاستثمار تسميع لعملية توسيع النشاط الانتاجى بما يحقق الأهداف الاقتصادية الكلية للاقتصاد. وتفسير ذلك لدينا أن كفاءة سوق الأوراق المالية لاتنحصر فى الكفاءة الذاتية للسوق ولكن يجب أن تتعداها لكى تؤتى هذه الكفاءة ثمارها بالنسبة للاقتصاد ككل. لكى تكون عملية التمويل ذات كفاءة لايد وأن تؤدي أيضاً إلى خدمة الأهداف الاقتصادية من خلال تنويع وتوسيع قاعدة الانتاج سواء كان مادياً أو خديماً.

ب- وإن كانت الأوراق المالية يجب أن تؤدي هدفها بالنسبة للاقتصاد القومى فلايد وأن تؤدي الحافز الذاتى لكل من المصدر والحائز لها، وإن كنا نرى أن الحافز المتحقق للمصدر يتم من خلال الزيادة فى الاكتتاب (أو التداول) بالنسبة لوعائه المالى المصدر حيث يتحقق لديه التمويل. فى حين الحافز الذاتى للمكاتب أو لحائز الورقة من خلال قدرته على تعظيم العائد سواء مباشرة عن طريق شراء الأسهم أو بطريقة غير مباشرة من خلال صناديق الاستثمار وصناديق التأمين والمعاشات. وفى هذا الصدد لايد من مراعاة عدة أمور منها:

١- أن تكون تكلفة الاكتتاب أو التداول غير باهظة وخصوصاً بالنسبة للمصاريف الادارية فى حالة الاكتتاب وأيضاً بالنسبة لعملية عمولة السمسرة التى من خلالها يحوز الورقة المالية، وهذا مايعرف بالكفاءة التبادلية Transaction efficiency حيث ترمز لنسبة تكاليف التبادل وعمولات السمسرة. ويلاحظ هنا العلاقة العكسية بين الكفاءة التبادلية وهذه النسبة فتزيد الكفاءة التبادلية فى حالة انخفاض هذه النسبة والعكس صحيح(٢٨).

٢- يتحقق للحائز القدرة على تعظيم العائد فى حالة انخفاض درجة المخاطرة التى تحملها الأوراق المالية ونجد أن الأغلب الأعم من الحائزين لهذه الأوراق المالية (خصوصاً فى

الدول النامية) ليس لديهم القدرة الكافية على المعرفة التامة بدرجة أمان الاستثمار المالى ولذلك نجد أن الامر هنا يتعلق بداءة بالوسيط المالى وقدرته على تقليل وتوزيع المخاطر بالنسبة للحائزين من الأفراد لمختلف الأوراق المالية. ويلاحظ أن عدم توافر الأمان (زيادة درجة المخاطره) بالنسبة للأوراق المالية يدفع المدخرين وخصوصاً صغارهم إلى الهروب إلى الأوعية الأكثر أماناً وخصوصاً الایداعات الادخارية فى السندات الحكومية المضمونة وهذا سيؤدى إلى انحصار التعامل فى الأوراق المالية الأخرى.

٢- تلعب الحوافز والاعفاءات الضريبية على عوائد الأوراق المالية دوراً هاماً فى مدى جاذبية التعامل فى الأسواق محل البحث فلا بد وأن تنقسم قوانين الضرائب بمعقولة معدلات الضريبة لكى تراعى العامل الشخصى للفرد سواء كان منتجاً أو مدخراً فليس من المعقول أن تصادر الضريبة النسبة الكبرى من ربحية الفرد المنتج أو من عائد المستثمر فى الأوراق المالية. وفى هذا الصدد يجب أن تتمشى الضرائب على الأوراق المالية مع السياسة الاقتصادية للدولة بحيث أن تعطى ميزة تفضيلية للمستثمر عن طريق الأوراق المالية لأن فى ذلك توجيه وتمويل وتوسيع المجالات الاستثمارية مع الأخذ فى الاعتبار الأيوى ذلك للاضرار بسوق النقد (الاقراض قصير الأجل)

ج- لكى نشط سوق الأوراق المالية لا بد من توافر العوامل اللازمة لاستمرار تداول الأوراق المالية وكثرة عدد المشاركين فى عمليات التداول حيث تضمن الحصول على أكبر قدر من المدخرات فهذه الاستمرارية تعطى الثقة للمتعاملين فى السوق وبالتالي تزيد من مشاركتهم وتشجع غيرهم على المشاركة (٢٩). وهذا الأمر يعكس درجة الكفاءة الهيكلية فى السوق Structural efficiency حيث عدد المشتركين فى السوق من مقترضين ومستثمرين ونجد أن العلاقة طردية بين زيادة عدد المشتركين فى السوق ومدى كفاءته (٣٠).

٤- وكما سبق القول أن عملية تداول الأوراق المالية إما تتم عن طريق المفاوضة أو المزاد داخل البورصة، وهنا لا بد من الإشارة إلى ضرورة اتمام عملية التداول دون تعقيد مع الاحتفاظ بتطبيق القواعد النظامية المعمول بها فى السوق حتى تتجنب اية عمليات خداعية تضر بمصلحة المتعاملين فى السوق، حيث أن هذا الأمر من المعناصر الأساسية لحماية المستثمرين. وفى الأغلب الأعم تصدر قوانين أو تنظيمات معينة بكيفية وطرق التداول ونحن نرى أن ذلك يتفاوت فى درجة الانضباط طبقاً لمدى نظاميه السوق وطول فترة العمل فيه.

و- استقرار الاسعار التى يتم بها تداول الأوراق المالية أمر فى غاية الأهمية حيث أن عدم تحقق ذلك سوف يقلل من كفاءة السوق، لان الارتفاع السريع فى الأسعار يؤدى إلى

انهيار البورصة كما يحدث تماماً فى حالة هبوط الأسعار فجاءة (٣١). فلا بد من ملاحظة الأسعار فى اسواق التداول حتى يتم تجنب عمليات المضاربة الضارة التى تهدف إلى تحقيق مكاسب خيالية لحساب بعض المتعاملين فى السوق وذلك على حساب الآخرين. ونحن نرى أن عملية الملاحظة أو الرقابة لتشوهات الأسعار فى سوق التداول لاتعتبر مثبط لعمليات التداول بل هى مدعم لها إذا ما أحسنت القيام بها من قبل المتخصصين فى السوق وعلى أسس عملية سلمية ومقدرة تامة على التنبؤ وتحليل أوضاع السوق ويكون ذلك عن طريق دراسة الأوضاع المالية السائدة فى جهة الأصدار وتبين هل التقلبات السعرية فى الورقة المالية نتيجة تغيرات اقتصادية حقيقية أم هى وليده للتلاعب وخلق دوافع غير صحيحة بالسوق.

٢-٢-٢ تعدد الأوراق المالية

يشترط لاستمرار السوق فى التعامل ولزيادة وتعدد الأوعية المالية محل التعامل، أن تكون هناك تعددية فى جهات اصدار الأوراق المالية سواء مشروعات خاصة أو شركات مختلطة (بحكم النظام الاقتصادى السائد). فتعدد وزيادة الأوعية المالية لن يكون الا إذا كان هناك عدة جهات محتاجة للتمويل عن طريق السوق وبالتالي سوف تعمل على المنافسة فيما بينها على اجتذاب الفوائض النقدية لدى المدخرين عن طريق تقديم أوعية مالية قادرة على اجتذاب هذه المدخرات. ولكى يتم ذلك وخصوصاً فى الدول النامية التى تحاول اصلاح الهياكل التمويلية لمختلف مشروعاتها لابد أن تشجع هذه الدول القطاع الخاص على ارتياد مجال التمويل عن طريق اسواق الأوراق المالية وذلك من خلال الاعفاءات والحوافز الضريبية فى هذا المجال. كذلك يجب افساح المجال لهذه المشروعات الخاصة عن طريق البعد عن التعقيدات الإدارية البيروقراطية التى قد تكون عامل طرد وليس عامل جذب لرؤوس الأموال خاصة الوطنى منها. هذا بالإضافة إلى ضرورة تفضيل هذه المشروعات الوطنية عند التجائها لمصادر التمويل الوطنية لان وكما هو معروف أن المشروعات الاجنبية يكون لديها قدرة أكبر على اجتذاب رؤوس الأموال الوطنية. هذا كله لايتعارض مع حماية المدخرين من المحاولات العابثة من جانب البعض وذلك من خلال اجراءات الاشراف على السوق التى سوف نتناولها فيما هو أت.

٢-٢-٣ الاشراف على سوق الأوراق المالية

لضمان كفاءة عمل سوق الأوراق المالية لابد وأن يتسم بالنظامية وضمان عدم الاضرار العمدى بمصالح المستثمرين وهذا أمر غاية فى الأهمية ومن شأنه أن يزيد كفاءة السوق وليس تعويقها. ونجد هذا الأمر يتم فى أكثر الدول أخذاً بنظام السوق الحر وأكثرها اعتماداً على

أسواق الأوراق المالية فى تمويل المشروعات المختلفة، فنلاحظ أن هذا السوق يخضع فى الولايات المتحدة الأمريكية إلى تنظيم دقيق ورقابة فعالة أكثر من أى قطاع اقتصادى آخر، فالقوى السياسية تشجع الحكومة على أن تلعب مثل هذا الدور الهام لتحقيق هذا الهدف (٣٢).

وهناك شبه اجماع من جانب خبراء اسواق الأوراق المالية من أن الرقابة والاشراف على السوق تتحقق بصورة فعالة إذا توافر عدد من الشروط من أهمها.

١- توافر المعلومات الكاملة للمستثمرين :-

من المشاكل التى تواجه المستثمرين فى أسواق المالية مدى أمان الاستثمار ومدى درجة المخاطرة فيه، وهذه المشكلة ليست باليسيرة بالنسبة للأفراد العاديين فمن الصعب (إلا على خبير) أن يحدد درجة المخاطرة بالنسبة لورقة مالية وهل يعتبر الاكتتاب فيها أو تداولها آمن من عدمه. فالمستثمرين (الأفراد) العاديين فى هذا السوق لا يكتفوا فى الأغلب الأعم بالمعلومات التى تقدمها لهم الشركات المصدرة للأوراق المالية بل يتطلب الأمر لزيادة ثقتهم أن تتدخل الحكومة لدى الجهات المصدرة للتأكد من سلامة البيانات والمعلومات التى تنشرها على المستثمرين. فمثلاً نجد القانون الأمريكى الصادر فى سنة ١٩٣٣ (٣٣) والخاص بالأوراق المالية وإنشاء لجنة البورصات والأوراق المالية الأمريكية يتطلب أن تفصح الشركات المصدرة للأوراق المالية عن المعلومات السليمة حول مبيعاتها وحجم أصولها وأرباحها على الأفراد فى حالة طرحها الأوراق المالية. كذلك يحرم على كبار المساهمين والمؤسسين فى الشركة أن يتخذوا أى إجراء تجارى من شأنه أن يحدث تغير غير سليم لاسعار الأوراق المالية التى تصدرها. كذلك يحرم عليهم القانون إنشاء أو تسريب بعض المعلومات الهامة عن أوضاع الشركة لبيت مالى أو متعامل معين فى البورصة مما يمكنه من تحقيق مراكز مريحة فى السوق دون أن يتوافر ذلك لغيره من المتعاملين فى السوق. فالمعلومات الخاصة بأوضاع الشركة والتى يمكن أن تؤثر على أوراقها المالية المتداولة فى السوق من حق كافة المتعاملين فى السوق وحائزى هذه الأوراق أن يعلموها وتكون من متاحة للجميع وليس لفرد معين أو بيت مالى معين حتى يستفيد منها لتحقيق أرباحاً غير عادية من ورائها. وبالتالي فإن القانون يقدم الحماية الكافية للمستثمر من خلال الزام الشركات بالافصاح عن كافة البيانات التى تهم المتعاملين فى أوراقها المالية المتداولة فى السوق، وكذلك عن طريق تحريم إجراءات من جانب كبار المساهمين أو المؤسسين وتكون شأنها الاضرار بالمستثمرين فى أوراقها المالية. وهذه الحماية فى واقع

الأمر ليس من شأنها تعويق السوق عن أداء مهمته بل هي عامل دفع لمزيد من ممارسة السوق لعمله بكفاءة.

ب- التأكيد على سلامة موقف الوسطاء الماليين :

تتأكد الحماية الخاصة بالمستثمرين والارصدة النقدية التي يقدموها للوسطاء الماليين من خلال التأكد من سلامة موقف الوسيط نفسه. ويتم ذلك عن طريق تأكيد اتخاذ عدة إجراءات:-

أ- أن عملية القيام بأعمال الوساطة المالية لا يمكن أن تتم بالا بعد أخذ موافقة صريحة من الجهات المختصة التي تقوم بفحص موقف الفرد أو الشركة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة.

ب- اتباع قواعد محاسبية معينة حتى لا تتعرض حقوق المستثمرين للتهديد والضياح، كذلك إخضاع الدفاتر المحاسبية لهم لعملية مراجعة دورية من أجهزة معينة لبيان صحتها.

ج- هناك بعض القيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين بحيازتها وذلك لضمان السلامة الخاصة بأموال المستثمرين لدى هؤلاء الوسطاء (صناديق الاستثمار والمعاشات والتأمينات وغيرها)، وقد تكون بعض هذه القيود خاصة بحيازة هؤلاء الوسطاء لبعض الأصول المالية التي ترتفع فيها درجة المخاطرة أو على الأقل بتحديد نسبة معينة منها يمكن حيازتها حيث أنها تتعرض لمخاطر تقلبات الأسعار ومن ثم تعرض حقوق المستثمرين للضياح. ويلاحظ أن الأقلب الأعم من التشريعات المالية تحرم على البنوك التجارية حيازة الأسهم لصالحها وإن كانت ترخص لها بالتعامل فيها لحساب عملائها وذلك حتى لا تتعرض الأيداعات للخطر بسبب التقلبات في أسعار الاسهم.

د- من الممكن قيام بعض صناديق التأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين كما هو الحال بالنسبة للتأمين على الودائع في البنوك التجارية عن طريق حقوق التأمين على الودائع ويمكن أن تخضع صناديق التأمين على حقوق المستثمرين لدى الوسطاء الماليين لنفس ضوابط صناديق التأمين على الودائع (٢٤)

٣- سوق الأوراق المالية في مصر

عرفت مصر سوق الأوراق المالية منذ فترة طويلة وتطور بها العمل لدرجة مقبولة جداً بل أنها أصبحت من الأسواق المعروفة في العالم بكفاءة عملها واستمر وضعها إلى أن قامت الثورة بإصدار القوانين الاشتراكية الخاصة بتأميم الشركات المساهمة وفرض بعض القيود على قيام الجديد فيها بل تعدى الأمر إلى التدخل الإداري في تحديد الأرباح الموزعة مما أدى إلى اضعاف الأوراق المالية وهبوط أسعارها بشكل حدى بالحكومة لوضع حداً أدنى

للاسعار ومع ذلك لم يمنع هذا الاجراء استمرار محاولة الافراد للتخلص من الأسهم بأقل من الاسعار المحددة من جانب الحكومة حيث خلفت سوقاً سوداء لتصريف الأسهم بأقل من الحد الأدنى لاسعارها (٢٥). وحتى مع سياسة الباب المفتوح فى منتصف السبعينات وبداية الاهتمام باسواق المال كمصدر اساسى للتمويل مع بداية الثمانينات فقد ظل التعامل فى أسواق الأوراق المالية محدوداً وغير ذى فعالية فى تنويع وتوجيه رؤوس الاموال للاستثمار وساعد على ذلك التواجد القوى للجهاز المصرفى وارتفاع اسعار الفائدة فى السنوات القليلة السابقة، كل هذا شجع على اتخاذ المدخرات طريقها للجهاز المصرفى هذا بالإضافة لما سببته شركات توظيف الأموال من صدمة للافراد لايزال أثرها فعالاً حتى الآن.

١-٢ المشاكل التى يعانى منها سوق الأوراق المالية:-

١-١-٢ عدم توافر الثقة وامية الاستثمار المالى:-

لقد تعرض المدخر والمستثمر المصرى لعدة صدمات كان نتيجتها فقد مدخراته وفقد استثماراته التى يعتمد عليها لسنوات طويلة منها :

قيام ثورة يوليو ١٩٥٢ بعدة اجراءات أستهدفت تأمين والاستيلاء على ثروات الافراد فى مصر (والتي كانت تكون تراكم راسمالي لو احسنت الثورة استغلاله لكانت عوائده أفضل من عوائد البترول) بدءاً بعمليات الاصلاح الزراعى والاستيلاء على اراضى كبار الملاك وتفتيت ملكيتها واضعاف انتاجيتها بالتالى. هذا الامر حرم الراسمالية الوطنية من كمية لا بأس بها من المدخرات التى تأخذ شكل ريع الأراضى الزراعية واثمان المحاصيل الزراعية وخاصة القطن. كانت الثورة تستطيع أن تكون موجهها جيداً لمثل هذه الثروة الزراعية وما يترتب عليها من تراكمات رأسمالية فى سبيل المزيد من التطور الأفقى والرأسى للزراعة وتنشيط الصناعات المعتمدة على الزراعة بدلاً من نزع الملكية الذى لم يؤدى إلا إلى تدهور الزراعة فى مصر وانخفاض انتاجية الأرض. وتلقى الصدمة التالىه الراسماليين الوطنيين عن طريق القوانين الخاصة بتأميم الشركات العاملة (وإن كنا فيما يتعلق بالشركات الأجنبية كان يجب أن توضع لها قواعد تضمن إفادة الاقتصاد المصرى منها باعادة استثمار جزء لا بأس به من ارباحها فى مصر) وتحويل ملكيتها للدولة. فقد وصل عدد الشركات المساهمة قبل التأميم ٩٢٥ شركة ووصل عددها بعد التأميم إلى ٢٠ شركة، وكانت هذه الشركات تؤدى دورها فى الاقتصاد القومى وأدت إلى ازدهار التعامل على الأوراق المالية ووصل حجم التعامل سنة ١٩٥٨ إلى ٦٦.٧ مليون جنيه (٣٦). هذا الأمر اصاب رؤوس الاموال المصرية بالهلع وترتب على ذلك تهريبها للخارج لكى تأمن على نفسها والمحصلة أن الاقتصاد المصرى

خسر هذه الأموال واستفادت منها الاقتصاديات الاجنبية. مع سياسات الباب المفتوح مع منتصف السبعينات وتشجيع رأس المال الخاص وسياسات التحرر الاقتصادي تحاول الدولة اكتساب ثقة هؤلاء مرة أخرى ولكن الثقة لن تعود الا مع وجود ضمانات اكيدة من الناحية القانونية بالاضافة إلى مايكسبه الواقع العملى من مصادقية تتمثل فى القضاء على بيروقراطية الاستثمار فى مصر ومنح رأس المال الوطنى اعفاءات ضريبية حقيقية ليشرع رأس المال بالأمان فى وطنه، هذا بالنسبة لرؤوس الأموال الكبيرة. أما بالنسبة لصغار المدخرين فقد كانوا فريسة لاسوء عملية نصب فى التاريخ الاقتصادى المصرى تمثلت فى شركات توظيف الأموال التى ليست عبادة الاسلام والاسلام منها براء حيث استولت على أموال صغار المدخرين ولم تضع لهم الضمانات الكافية لارصدتهم. وهذه الشركات توظيف الأموال معروفة ولم تكن بدعه مصرية ولكن فى الخارج توضع ضمن تنظيم واطار قانونيين يكفل حق الأفراد فى حماية مدخراتهم من عمليات الخداع والنصب الذى تعرض له المدخر المصرى والذى وجد فيها صالته المنشودة حيث العائد الحلال (كما صور له) المرتفع الذى أخذ بالباب الناس، فهذه الشركات وفرت للأفراد وهماً تمثل فى كون العائد حلالاً لأن ليس فيه شبهة الربا وايضا فى ارتفاع معدله الذى تعدى كثيراً ماكانت تقدمه الأوعية الادخارية المتاحة فى ذلك الوقت.

وعلى ذلك نجد أن هناك جانباً كبيراً من الثقة فى الاستثمار الخاص مفقود فى مصر، بالتالى لم يكن هناك ملجأ للأفراد إلا الايداعات الادخارية فى الجهاز المصرفى المضمون من الحكومة والذى يرتفع فيه العائد بصورة أو بأخرى. ونحن نرى أن تضخم الايداعات فى البنوك التجارية من مظاهر عدم الثقة، إلا فى البنوك التجارية المضمونة من جانب البنك المركزى (الحكومة).

بالاضافة لعدم الثقة فيما يمكن أن تفرزه اسواق المال من أوعية مالية خاصة، نجد أن هناك مايشبه الأمية المالية فيما بين القطاع العريض من المدخرين (المستثمرين الاحتماليين فى سوق الأوراق المالية) وللأسف فإن هذه الأمية أو عدم الوعى بماهية الأوراق المالية سواء فى صورة الاسهم أو السندات ينتشر حتى فيما بين المثقفين والجامعيين الاقله. فلابد من القيام بحملات توعيه فى مختلف وسائل الاعلام ويجب أن تساهم الحكومة بدعمها مالياً حتى تنتشر وتأتى بثمارها. فهذه الحملات يجب أن تشتمل على التعريف بمعنى الورقة المالية وما يترتب عليها من حقوق سواء فى صورة السهم أو السند ويكون ذلك بأسلوب مبسط يستطيع رجل الشارع أن يتفهمه ويشعر بأنه سوف يعود عليه بالنفع فى حالة استثماره فى هذه

الأوراق المالية، فيعرف أن السهم يجعله شريكاً في مشروع اقتصادى يدر عليه عائد بعيداً عن شبهة الربا وأن قيمة السهم وبالتالي نصيبه في الشركة غالباً ماتكون محلاً للزيادة وهذا أفضل من الأوعية الادخارية التي قد ينال منها معدل التضخم. كذلك التبصير بالسند وأنه دين على الشركة أو المشروع المصدر له وأن هذا الدين يضمنه أصول المشروع ويمكن أن يستخدم العائد المتغير كأساس للسند بدلاً من سعر الفائدة الثابت. ويجب أن تصحب حملات التوعية بتبسيط الاجراءات الكاشفة عن المركز المالى للمشروع عند الاكتتاب فيما يصدره من أوراق مالية بحيث يستطيع المستثمر عن تبصر إتخاذ قراره بشأن نوعية الاستثمار الذى ينوى القيام به.

٣-١-٢ ضيق حجم سوق الأوراق المالية-

وفى هذا الصدد نقصد بضيق حجم السوق كلا من الاصدار أو السوق الأولى وأيضاً السوق الثانوى، وكما هو معلوم أن السوق الأولى (الاصدار) يتعلق بإصدار أوراق مالية جديدة سواء أسهم أو سندات. ويرجع ذلك فى مصر إلى طبيعة الشركات المساهمة والتي تقوم بإصدار الاسهم والسندات وبالنسبة لاصدارات الحكومة من السندات فهي محدودة أيضاً بأغراض معينة. ومن المعروف أن تأسيس الشركات المساهمة فى مصر يخضع لقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أو وفقاً لقانون استثمار رأس المال العربى والاجنبى الحرة رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل بقانون رقم ٢٢ لسنة ١٩٧٧، هذا بالاضافة إلى الشركات المنشأة فى ظل قانون التأميم الجزئى رقم ١١١٨ لسنة ١٩٦٦ (وتسمى بالشركات المختلطة). وبالنسبة لشركات القطاع العام المختلطة لايمكن أن يعتد بها فى مجال السوق الأولى إلا إذا حاولت اصلاح اختلال هيكل التمويل فى بعضها أو نقص السيولة من خلال زيادة رأس المال بطرح أسهم جديدة فى السوق أو إصدار سندات لهذا الغرض. وإن كان هذا الأمر تخطط له الحكومة من خلال وزارة قطاع الاعمال إلا أنه لم يصدر حتى الان ما يؤكد ذلك عملياً. وبالنسبة للشركات التى تتبع القطاع الخاص نجد أن الأغلب الأعم منها مغلق وبالتالي يتم تغطية قيمة رأس المال عن طريق المؤسسين. وبالتالي نجد أن سوق الاصدار يعتمد على بعض الشركات التى تطرح للاكتتاب العام بهدف تغطية رأس مال الشركة. وبالتالي نجد أن السوق الأولى والذى يعتبر المغذى الرئيسى للسوق الثانوى يعانى من قلة الاسهم التى تطرح من خلاله. وفيما يتعلق بالسندات نجد أن السندات الحكومية المطروح من خلال السوق الأولى معدودة ويتم الاكتتاب فى أغلبها عن طريق البنوك التجارية وشركات القطاع العام وهى لاتأخذ طابع التعامل التجارى عليها فى الغالب. وبالنسبة للاصدارات الأولية للسندات عن طريق القطاع الخاص

نجد أنها محدودة جداً هي الأخرى حيث نعتقد أن الهيئة العامة لسوق المال سمحت لاحدى شركات الصناعات اللوائية باصدار سندات فى شهر مارس الماضى سنة ١٩٩٤.

أما بالنسبة للسوق الثانوى (سوق التداول) نجد أن حجم الاوراق المالية فيه مازال ضعيفاً حيث لم يبلغ فى حجمه، سواء من ناحية عدد الاوراق المسجلة محل التداول أو فى حجم قيمة العمليات التى تتم على الأسهم، مبلغ الأسواق النشطة ذات الحجم فى تمويل الاستثمارات المختلفة. ويرجع ذلك إلى أنه لا يتم تداول الإجزاء يسير من اسهم شركات القطاع العام المختلطة (بحكم القانون) كذلك نلاحظ أن النسبة الكبرى من شركات القطاع الخاص والتى يتكون رأس مالها من أسهم هى شركات مغلقة على مالكيها ومن ثم ليست محلاً للتداول من الناحية الواقعية فطبقاً لأحصائية التقرير السنوى للبنك المركزى نجد أن عدد الشركات المقيدة فى البورصة حتى عام ١٩٩٣ بلغ ٦٥٤ شركة، منها ١٥٥ شركة طرحت اسهمها فى اكتوبر عام ١٩٩٣ شركة مغلقة، وذلك يعنى أن ٧٦.٣٪ من الشركات هى شركات مغلقة وسوق التداول محروم منها فعلاً (٣٧). إذا أضفنا إلى ذلك أن الشركات المساهمة الخاصة والتى تطرح فى أكتوبر عام، يتم الاكتوبر وقت انشاء الشركة فى الغالب وبالتالي فإن حائزى أسهم الشركة سيضطروا فى واقع الأمر لحيازة هذه الأسهم حتى تبدأ عمليات الانتاج وتبدأ الشركة فى صرف أرباحها حتى لاتتأثر القيمة السوقية لهذه الأسهم ويستفيد حائزى الأسهم منها (٢٨). كذلك نجد عدم ميل الكثير من الشركات المساهمة الى قيد أسهمها فى البورصة ومن ثم لا يتم تداول هذه الأسهم، وبالتالي نجد أن سوق التداول (السوق الثانوى) هو الآخر يعانى من قلة الأسهم المتداولة فيه. وبالنسبة للسندات المتداولة فى السوق الثانوى حتى نهاية ١٩٩٣ عبارة عن ثلاث سندات كلها حكومية وهى سندات التنمية بالدولار وسندات التنمية الوطنية ذات العائد المتغير وسندات الاسكان (٣٩).

٣-١-٣ غياب دور المؤسسات المالية فى سوق الأوراق المالية-

يلاحظ أن فى مصر عدد لائس به من المؤسسات المالية التى تعمل فى مجال سوق المال، وهذه المؤسسات بطبيعتها (كما هى فى الدول الصناعية المتقدمة) تلعب دوراً هاماً فى سوق الأوراق المالية كوسيط مالى من خلال مايمكن أن تصدره أو تكتتب فيه من أوراق مالية.

* البنوك العقارية، من المفروض أن تقدم هذه البنوك القروض طويلة الأجل لتمويل المباني وإنشاء المدن الجديدة وهى من الممكن أن تلعب دوراً فى انعاش السوق عن طريق اصدار سندات لتمويل استثماراتها.

* بنك التنمية الصناعية، يمكن أن يساهم في تمويل المشروعات الصناعية وذلك بالاكْتِتاب في اسمها (كمغطى ومروج لها) ثم يقوم باعادة طرحها في السوق الثانوى، كذلك يمكن أن يصدر سندات لتوفير الموارد اللازمة لنشاطه بدلاً من لجوئه للاقتراض من البنك المركزى ومن المؤسسات الدولية.

* بنوك الاستثمار والاعمال، الاصل فى قيام هذه البنوك أن تباشر تجميع المدخرات لتوجيهها لخدمة الاستثمار الاقتصاد القومى والمفروض أن يتم تدبير موارده عن طريق اصدار سندات ثم يستخدم هذه الموارد فى تمويل المشروعات الاستثمارية وشراء الاسهم والسندات ويتعامل فى هذه الاوراق. إلا أن هذه البنوك يغلب على نشاطها التعامل فى الودائع قصيرة الأجل وأن نسبة ما تحوزه من أوراق مالية واستثمارات إلى إجمالى الأصول ١١.٢٪ ومن الجدير بالذكر أن هذه النسبة تتضمن ما تحوزه هذه البنوك من أدوات خزانه على الحكومة المصرية (أصول قصيرة الأجل) ولو تم تجاهل قيمة هذه الأدوات لانخفضت هذه النسبة لتصل إلى ٢.٧٪ (٤٠).

* بنك الاستثمار القومى، أهم ما يميز هذا البنك أنه يحصل على جزء هام من موارده اعتماداً على ما يخصص له من ميزانية الدولة هذا بالإضافة إلى المبالغ التى يقترضها من هيئة التأمينات الاجتماعية والهيئة العامة للتأمين وحصوله لشهادات الاستثمار وهيئة توفير البريد. وكان من المفروض وما يتسق مع الظروف الاقتصادية الخاصة بالتححر الاقتصادى أن يحاول البنك استيفاء حاجاته المالية عن طريق اصدار سندات وأيضاً محاولة توظيف موارده جزئياً فى الأوراق المالية للمشروعات الجديدة.

* شركات التأمين نظراً لطبيعة هذه الشركات وما تغله من موارد فى صورة اقساط ومدفوعات دورية فهى تقوم بدفع التأمين دفعة واحدة ومن ثم فهى تحتاج إلى استغلال مواردها بما يكفل الأمان وسرعة التسبيل ولهذا يمكن لهذه الشركات أن تحقق ذلك بان تقوم بالإضافة للاستخدامات والاستثمارات المأمونة لمواردها أن تقوم بالاستثمار فى الأسهم والسندات المطروحة فى السوق. ويلاحظ أن هذا التوجه تعتمد الشركات المماثلة فى الدول الصناعية وخصوصاً شركات التأمين على الحياة. ونجد أن هذه الشركات قامت باستثمار ما قيمته ٤٤.٣٪ فى الأوراق المالية من إجمالى توظيفاتها الاستثمارية وذلك عام ١٩٩١ وكان تفصيل ذلك كالتالى، الصكوك والسندات الحكومية ١١٪ وشهادات الاستثمار ٥٨.٢٪ وأوراق ذات إيراد ثابت ٦.٩٪ وأوراق ذات إيراد متغير ٢٤٪. وفى عام ١٩٩٢ قامت باستثمار ما قيمته ٤٣.٧٪ فى الأوراق المالية من اجمالى التوظيفات الاستثمارية مسجلة انخفاضاً

طفيفاً. وتفصيل ذلك الصكوك والسندات الحكومية زادت إلى ١٧.٢٪ و ٥١.٥٪ بالنسبة لشهادات الاستثمار و ٦٪ بالنسبة للأوراق ذات الإيراد الثابت و ٢٥.٣٪ للأوراق ذات الإيراد المتغير (٤١) ويعتبر هذا الأداء مرضياً نسبياً لهذه الشركات وإن كان الملاحظ أن توجيه الاستثمار في الأوراق المالية منصب على الأوراق الحكومية وشهادات الاستثمار المصدرة لحساب الحكومة وقد يرجع ذلك إلى التزام الشركات العامة بتمويل الحكومة من خلال الأوراق المالية ذات الصبغة العامة.

* هيئة التأمين والمعاشات وهما يعتبران من المؤسسات التي تحصل على مواردها من المدفوعات الدورية للأفراد المستفيدين من خدماتهما بعد الاحالة للمعاش أو في حالة العجز ومن المفروض أن يتم توظيف هذه الموارد جزئياً في الأوراق المالية المتاحة في السوق إلا أننا نجد أن هاتين الهيئتين استثمرتا ١٠٪ من توظيفاتهما الاستثمارية في الأوراق المالية وانصبت هذه النسبة على الصكوك والسندات الحكومية عام ١٩٩١ وأنخفضت هذه النسبة إلى ٨.٢٪ عام ١٩٩٢ مع استمرار هذا الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية. وكان الأفضل أن يتم تنويع الحافظة المالية لهاتين الهيئتين.

* صناديق التأمين الخاصة ويصدق عليها مايسرى على هيئة التأمين والمعاشات من حيث الحصول على الموارد والغرض المفروض أن تستخدم فيه، ومع ذلك كان أداء هذه الصناديق لا يختلف كثيراً عن هيئة التأمين والمعاشات من الانحياز شبه الكامل للأوراق المالية الحكومية حيث بلغت نسبة الاستثمار في الأوراق المالية إلي اجمالي التوظيفات الاستثمارية ٥٢٪ كان نصيب الأوراق المالية فيها ٩٨٪ في عام ١٩٩١. وفي عام ١٩٩٢ انخفض نصيب الاستثمار في الأوراق المالية من اجمالي التوظيفات الاستثمارية حيث بلغت النسبة ٤٤.٨٪ استأثرت الأوراق المالية الحكومية على نسبة ٩٣٪ منها (٤٢) والباقي لمختلف الأوراق المالية .
ومما سبق نرى، أنه يمكن لهذه المؤسسات أن تلعب دوراً أكبر مما تلعبه الآن في سوق الأوراق المالية وتعمل على تنشيطه بصورة سليمة بعيدة عن الاندفاع نحو الاستفادة بصورة غير سليمة من هذا السوق (مثل المضاربات الضارة) ويمكن لهذه المؤسسات أن تكون عامل تهدئة للأسواق في حالة تعرضها لأية اضطرابات سعرية غير حقيقية.

٢-٣ تطوير سوق الأوراق المالية -

يتطلب تطوير أداء سوق الأوراق المالية في مصر القضاء على المعوقات التي تقف في سبيله، وأهم هذه المعوقات ضيق السوق، ويتم معالجة هذا الأمر من خلال الاهتمام بسوق الاصدار وسوق التداول. سوق الاصدار لا بد وأن يساهم في تنشيط المؤسسات المالية (بنك

الاستثمار - شركات القطاع العام- البنوك المتخصصة والتوسع فى انشاء الشركات الخاصة) وسوق التداول عن طريق طرح شركات القطاع العام أسهمها للبيع وتشجيع الشركات الخاصة على الاكتتاب العام والقيود فى البورصة واستخدام البنك المركزى لسياسة السوق المفتوحة. وكذلك هناك أمر هام وهو استحداث المؤسسات المالية الجديدة القادرة على تجميع المدخرات وتوجيهها لاسواق الأوراق المالية وكذلك تشجيع الأفراد وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات على ارتياد سوق التداول، أى نهتم بزيادة الطلب على الأوراق المالية. هذا بالإضافة لضرورة الاهتمام بالصيغة الاسلامية لطرق أبواب سوق الأوراق المالية فقد تكون عاملاً مساعداً فى هذا المجال. بالتالى فإن تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر لابد وأن يقوم على مساعدة المدخرات لتبى تسلك أفضل سبل الاستثمار من ناحية تعظيم العائد وتخفيض المخاطر الممكن أن تتعرض لها وذلك من خلال تنوع وتوافر الأدوات المالية. وهذا التطوير من شأنه أن يجعل سوق المال أكثر فعالية وبالتالى يساهم فى زيادة حجم الاستثمار وبالتالي الناتج المحلى الاجمالى ومعدل النمو الاقتصادى.

٢-٢-١ زيادة عرض الأوراق المالية فى السوق :-

يمكن أن تلعب المؤسسات المالية (مثل بنوك الاستثمار والاعمال-بنك الاستثمار القومى-صناديق الادخار وهيئتا التأمين والمعاشات) دوراً حيوياً فى تنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر وذلك من خلال طريقتين الأولى أن تقوم بنوك الاستثمار والاعمال وبنك الاستثمار القومى بالحصول على جزء من موارده عن طريق طرح سندات متنوعة فى السوق سواء كانت سندات بفائدة محددة أو متغيرة أو السندات المخفضة. فهذا الطرح من الممكن أن ينشط سوق الاصدار ويعمل على تشجيع الشركات على ابتكار أوعية مالية جديدة بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية فى مصر. كذلك من الممكن لهذه الهيئات أن تقوم بانشاء شركات تعمل على ترويج وضممان الاكتتاب Under writers ونفس الأمر يمكن أن تقوم به هذه المؤسسات فى سوق التداول وذلك عن طريق زيادة حجم استثماراتها فى الأوراق المالية المتداولة من أسهم وسندات. قيام هذه المؤسسات بطرح وتداول الأوراق المالية فى السوق قد يؤدى إلى زيادة المعروض من الأوعية المالية وتنشيط التعامل عليها مما يشكل طريق فعال لتجميع المدخرات المصرية بصورة أكثر انتاجية بدلاً من الرضاء بالدخول الربيعي الناجمة عن الأوعية الادخارية فى البنوك(٤٣). بالنسبة للشركات القطاع العام المملوكة للدولة ملكية تامة وأيضاً المختلطة يجب أن يتم بيعها من خلال الاكتتاب العام بصورة تدريجية ومن المفضل أن يتم بيع الشركات المحققة للأرباح التى لاتعانى من مشاكل فى هياكل تمويلها.

فهذا سوف يؤيد ويساعد تجربة بيع القطاع العام واكتساب الافراد للثقة من خلال تجربة ناجحة تؤدي إلى حصول مدخراتهم (فى شكل أسهم هذه الشركات الرابحة) على عوائد أكثر ارتفاعاً مما يمكن أن تحصل عليها من مدخراتهم فى الأوعية الادخارية بالقطاع المصرفى. وهذا الطرح لايد وان يفيد فى توسيع المعروض من الأوراق المالية فى السوق الثانوى. وفى مرحلة تالية حيث يرسخ التعامل فى السوق المصرى ويكتسب المدخر المصرى الثقة والخبرة فى التعامل يمكن للشركات التى تعانى من تشوهات مالية فى هياكل تمويلها أو تعانى من نقص السيولة أن تقوم بعملية زيادة رأس مالها من خلال طرح جديد للاسهم أو طرح سندات. وبالتالي فهذا يساعد على زيادة المعروض فى السوق الأولى ويمكن لهذه الشركات أن تشارك فى تكوين شركات تكون مهمتها ترويج وتغطية الاكتتاب فى مثل هذه الأوراق الجديدة.

كذلك لابد من تشجيع تكوين الشركات المساهمة وطرحها للاكتتاب العام وتسجيل أوراقها فى البورصة، وخيراً فعل قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون الضريبة فى تقرير الاعفاءات عن حملة الاسهم والسندات بما يحقق المساواة بينهم وبين مودعى المدخرات فى الجهاز المصرفى. ونحن نرى أن البنوك التجارية هي المؤهلة حالياً للقيام بانشاء شركات ترويج وضممان الاكتتاب فى الأوراق المالية وذلك نظراً لتراكم الفوائض النقدية لديها وكذلك توافر الخبرات المالية لديها أو سهولة تدريب العاملين لديها على ذلك (اتباعاً لتجربة بنك مصر فى العشرينات). وبالتالي فوجود الاعفاءات الضريبية وشركات ترويج الاكتتاب سوف يكون لها عظيم الأثر فى تشجيع انشاء شركات مساهمة خاصة جديدة تجد اسهمها طريقها للاسواق المصرية.

ويستطيع البنك المركزى أن يمارس دوراً فعالاً فى تنشيط حجم التعامل وزيادة الأوراق المتداولة فى الأسواق وذلك من خلال استخدامه لعمليات السوق المفتوحة عن طريق بيعه أو شرائه للأوراق المالية فهذا الأمر سوف يساعد على أن يجعل للبنك المركزى تواجداً محسوساً فى مجال سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى أنه يستخدم هذه الوسيلة لضبط ايقاع الرقابة على عرض النقود فى الاقتصاد فيعمل على امتصاص زيادة كمية السيولة فى السوق والتى لاتقابلها زيادة فى معدل النمو الاقتصادى الحقيقى. وهذه المهمة لانعتقد أن البنك المركزى المصرى قد مارسها بسبب انحصار سوق الأوراق المالية فى مصر وعدم أهميته خلال فترتى الخمسينات والسبعينات وان كان تناولها فى نطاق ضيق بالنسبة للسندات الحكومية ومع بنوك القطاع العام التجارية. وقد يمكن للبنك المركزى من خلال عمليات السوق المفتوحة أن يكون صمام الامان فى أسواق الأوراق المالية فى الفترة الأولى لقيامها وتوسعها نظراً للامكانات

الهائلة المتاحة للبنك المركزي والتي يستطيع من خلالها أن يلعب هذا الدور من خلال عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية.

وفى النهاية يمكن القول أن عمليات توسيع وتنشيط الأوراق المالية سوف يكون عاملاً مساعداً هاماً على انجاز عملية الخصخصة بصورة مرضية وأكثر كفاءة.

٣-٢-٢ استحداث مؤسسات مالية جديدة :-

استحدث قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ عدد من المؤسسات المالية التي تعرف طريقها لسوق الأوراق المالية فى مصر لأول مرة مثل صناديق الأستثمار واتحادات العاملين فى الشركات (والتي تقابل نواى الأستثمار فى الدول الصناعية) وشركات ترويج وضمنان الأكتتاب وهذه الأخيرة ليست جديدة على السوق المصرى حيث قام بها بنك مصر بصورة فاعلة ومؤثرة وهي تجربة يجب أن يحتزى بها بالنسبة للبنوك التجارية العاملة وخصوصاً بنوك القطاع العام.

★ صناديق الأستثمار :-

تعمل صناديق الأستثمار على تجميع المدخرات سواء كانت صغيرة أم كبيرة حيث الهدف الاساسى توسيع قاعدة المستثمرين فى مصر وخصوصاً ممن ليسوا لديهم خبرة كافية لادارة المدخرات الخاصة بهم فى شكل من أشكال الأستثمار. ويقوم الصندوق أساساً على الأستثمار فى الأوراق المالية المتاحة فى السوق مستخدماً موارد التي حصل عليها من مدخرات الافراد. وفى مقابل هذه المدخرات يصدر الصندوق أوراق مالية (سُميت بوثائق الأستثمار فى القانون ٩٥ لسنة ٩٢ ولكنها تأخذ شكل أسهم فى صناديق الأستثمار فى الدول الصناعية) وهي عبارة عن حصة شائعة فى محتويات المحفظة المالية التي يديرها الصندوق. وتقدم صناديق الأستثمار عدة مزايا حيث أن تسمح لصغار المدخرين بالتحول إلى مستثمرين من خلال الأكتتاب فى وثائق الأستثمار التي يصدرها الصندوق (تنص م ١٤٨م أن قيمة الوثيقة لاتقل عن عشرة جنيهاً ولاتزيد عن ألف جنيه وتصدر وثائق من فئة وثيقة واحدة أو خمسة ومضاعفاتها). ويسمح لهم بالكسب السنوية والكسب الرأسمالى الناجم عن زيادة قيمة حصته فى الصندوق. ونلاحظ أن هذه الصناديق تعمل على توزيع مخاطر الأستثمار حيث تقوم بالأستثمار فى العديد من الأوراق المالية المطروحة (المتداولة) فى السوق. ولقد اهتم المشرع بهذا الامر حيث (م ١٤٣ من اللائحة التنفيذية للقانون) أنه لايجوز للصندوق أن يستثمر فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة مايزيد عن ١٠٪ من أموال الصندوق وبما لايجاوز ١٥٪ من

أوراق تلك الشركة. وهذا التنوع في المحفظة المالية للصندوق من شأنه أن يوزع المخاطر ويقللها بالنسبة لحامل الوثيقة إذا أنه يملك حصة شائعة في كل الحافطة. كذلك وضع نفس القيد في حالة قيام الصندوق بالاستثمار في وثائق الاستثمار التي يصدرها صندوق آخر حيث لايجوز له استثمار أكثر من ١٠٪ من قيمة الوثائق المصدره في شراء وثائق استثمار صندوق استثمار آخر والا يجاوز ذلك بأى شكل ٥٪ من أموال الصندوق المستثمر فيه. الامر الهام هنا هو مالم يتناوله القانون أو لائحته التنفيذية هو جواز اشتراك هذه الصناديق في تغطية اكتتاب اصدار واحد كبير لشركة كبيرة وطبقاً للحدود السابقة الإشارة إليها. وهذا وإن لم يكن من المهام الأساسية للصناديق (تغطية الإكتتاب) إلا انه قد يمثل فرصة لهم يمكن استغلالها. وتتميز هذه الصناديق بإمكانية الخروج منها وذلك طبقاً لما تقرره نشرة الاكتتاب (وفقاً لاحكام القانون) الذي اتاح فرصة الخروج واسترداد قيمة الوثيقة بالسعر الاسمى أو القيمة السوقية أيهما أقل وذلك منعاً للمضاربة على اسعار وثائق الاستثمار لضمان استقرار الأوضاع وذلك قبل انقضاء مدة الوثيقة (المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية) ونلاحظ أن التنظيم القانونى لهذه الصناديق قد أفاض في حماية المستثمر في الوثائق الاستثمارية المصدره عنها وهىء المناخ بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية وعدم الاندفاع نحو التطوير الطفرى لقوى سوق الأوراق المالية. وتحتاج هذه الصناديق للقيام بحملة توعية للأفراد عنها بصورة مبسطة يستطيع رجل الشارع أن يفهمها ولايد من تبسيط نشرة الاكتتاب والضمانات المقدمة لهؤلاء المدخرين حتى لايقعوا فريسة لعمليات الخداع المالى.

★ شركات ضمان أو ترويج الاكتتاب :-

تتزايد صعوبة الاكتتاب كلما كان حجم المشروع كبيراً أو كانت السوق في بدايتها وتحتاج لمن يدعم الثقة في الأوراق المالية المصدره وكما هو الحال بالنسبة للسوق المصرية فالأمر يحتاج إلى وجود مؤسسات مالية متخصصة في القيام بضمان الاكتتاب أو الترويج له. فهي تعمل على توفير رؤوس الأموال اللازمة عند تأسيس الشركة أو عند التوسع في رأس المال (من خلال الاسهم) أو توفير ذلك عن طريق إصدار سندات، حيث تقدم النصيحة فيما يتعلق بمدة السند وسعر الفائدة عليه وهل هى فائدة متغيرة أم ثابتة أم سندات مخفضة zero coupon bond . على ذلك فهذه الشركات تتخصص في توفير الأموال بأشكالها المختلفة للمشروعات المختلفة سواء فى شكل وساطة فقط بين المشروع وجهة التمويل أو فى شكل وساطة وإشتراك فى تقديم الأموال بالاضافة الي الخدمات المالية الأخرى المتعلقة بالتمويل وإدارة المحافظ الأوراق المالية والمشورة (٤٤). وعلى ذلك فإن أهمية هذه الشركات

كبيرة وتحقق عدد من المزايا حيث تساعد فى اصدار الأوراق المالية عن طريق تحديد هيكل وحجم التمويل وتقديم الخدمات الاستشارية فيما يتعلق بوقت الاصدار ونوعية الورقة المصدرة. كذلك ترويج الاكتتاب من خلال تعريف الجمهور بالورقة المطروحة ومزاياها، هذا بالإضافة لضمان تغطية الاكتتاب. ويمكن أن تساهم فى اتساع ونشاط السوق الثانوى من خلال قيامها ببيع ما اكتتب فيه لهذه الشركات من أوراق مالية فى السوق الثانوى. ومن الجدير بالذكر ان الاقتصاد المصرى عرف هذا النوع من الشركات منذ العشرينات من خلال بنك مصر الذى كان يسعى لتكوين الشركات مستخدماً فوائضه المالية ليس بهدف الاحتفاظ باسهم هذه الشركات لتحقيق ربح متوقع أو لتكوين احتكاكات مالية صناعية بل كان الهدف منذ البداية ترويج الاكتتاب فى اسهم الشركات التى يساهم فى انشائها والاحتفاظ بالاسهم حتى يقوى مركزها المالى والانتاجى ثم يقوم ببيعها. وحذى حنو بنك مصر الكثير من الاقتصاديين المصريين فى انشاء الشركات وطرح أسهمها للتداول واذلك فهناك من ذهب إلى أنه قد نمى لدى الجمهور تفضيل المكسب الرأسمالى فى صورة تفضيل التزايد فى قيم الأوراق المالية بدلاً من العائد العاجل فى صورة الفائدة وذلك ثقة فى نجاح المشروعات (٤٥).

ولقد قام المشرع المصرى فى قانون سوق رأس المال بإدخال هذا النوع من المؤسسات المالية للعمل فى سوق المال المصرى وذلك بالنص عليها فى المادة ٢٧٥ من القانون ونلاحظ أن المشرع جعل نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب من بين الانشطة للشركات التى أسماها بالشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية. وفيما يتعلق بنشاط ترويج وتغطية الاكتتاب الثانوى قد اعطى القانون هذه الشركات (بفرض التوسع فى سوق الأوراق المالية مع أخذ الضمانات الكافية لحماية المستثمرين) الحق فى الاكتتاب فى الأوراق المطروحة للاكتتاب العام أو غير المطروحة للاكتتاب العام واعطاها حق طرحها فى اكتتاب عام بون التقيد بالقيمة الاسمية للورقة المصدرة. (م ١٢١ من اللائحة التنفيذية للقانون) وهنا نرى ان المشرع عالج مسألة عدم قيام الشركات بطرح اسهمها فى السوق للاكتتاب فيها أو لتداولها، فجعل لهذه المؤسسات والشركات العاملة فى مجال ترويج وتغطية الاكتتاب أن تقوم بشرائها واعادة طرحها فى السوق مرة أخرى وهذه سيؤدى إلى توسيع حجم السوق وتنوع الأوراق المالية المتاحة.

★ اتحادات العاملين المساهمين

لقد أخذ قانون سوق رأس المال بهذه الوسيله كوسيله لتوسيع قاعدة الملكية ونشر الوعى الخاص بالتعامل الاستثمارى فى مجال الأوراق المالية، هذه الوسيله هى نفس فكرة نوادى الاستثمار الموجوده فى بعض الدول المتقدمة، حيث يتم اقتطاع مبالغ دورية فى صورة

مدخرات تستخدم فى شراء اسهم أو سندات بصورة جماعية ويقتسمو الأرباح بعد ذلك وتنشأ نوادى الاستثمار فى أماكن تجمع العمل أو السكن. وفى مصر يتم تكوين هذه الاتحادات من العاملين بالشركات المساهمة الراغبين فى شراء بعض الأسهم المطروحة للتداول أو للاكتتاب فى شركاتهم (م ١٨٤ من اللائحة التنفيذية للقانون). وهذه الاتحادات يمكن أن تساهم فى اتساع سوق التداول وتزيد من الوعى والخبرة بشئون الاستثمار فى الأوراق المالية ومن المستحسن أن تتم ندوات للعاملين فى هذه الشركات وخصوصاً شركات القطاع العام لارشادهم وتوعيتهم بالاستثمار فى مجال الأوراق المالية وما يمكن أن يعود عليهم بالنفع سواء فى صورة أرباح أو زيادة فى قيمة الأسهم تؤدى إلى زيادة حصتهم فى أصول الشركة. ومن المفيد فى المراحل الأولى لهذه الاتحادات أن يكون تسديد اثمان الاسهم (فى حالة البيع لاسهم شركات القطاع العام) عن طريق خصم نسبة من الحوافز والأرباح التى يحصل عليها العاملين.

★ شركات رأس مال المخاطر -

هى فى واقع الأمر شركات مالية تهدف إلى تمويل المشروعات التى تتميز بابتكار الافكار الجديدة فى المجالات التى يمكن أن تساهم فى تطوير المجالات الانتاجية فى شكل نقله تكنولوجية، مثل عمليات تمويل شركات الكمبيوتر فى بدايتها أو الافكار الجريئة التى يتخوف البعض من تمويلها لعدم التيقن من درجة نجاحها. كذلك امتد نشاط هذه الشركات لتمويل المشروعات التى يتوقع لها نمواً سريعاً (٤٦). كذلك يمتد نشاط هذه الشركات للتمويل بالنسبة للشركات التى تعاني قصوراً فى التمويل أو اختلال هيكلها التمويلية وبالتالي ينطوى الاستثمار فيها على درجة عالية من المخاطر. ويلاحظ أن اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد أوردت هذا النشاط ضمن النشاط الذى يمكن أن تقوم به شركات ترويج وتغطية الاكتتاب. ونحن لانرى صحة هذا الاتجاه من جانب اللائحة لان هذا النشاط ينطوى على درجة عالية من المخاطر من الصعب على سوق ناشئ كالسوق المصرى أن يتحمل عبئها دون أن يكون هناك تنظيم خاص يعمل على حماية المستثمر فى هذه الشركات وضرورة توضيح مدى الخطورة التى تنطوى عليها مثل هذه الاستثمارات.

٣-٢-٣ تشجيع زيادة الطلب على الأوراق المالية :

ويقصد هنا تشجيع جمهور المدخرين (المستثمرين المحتملين) على خوض الاستثمار المالى عن طريق التعامل فى سوق الأوراق المالية سواء الأولى أو الثانوى، وسواء يكون ذلك مباشرة عن طريق الاكتتاب أو الشراء من السوق الثانوى أو من خلال الوسطاء

الماليين والسماسة في السوق. وزيادة حجم الطلب من جانب الافراد يستلزم أن يتوافر لديهم الثقة في جنية وانتظام السوق ودرجة الامان فيه وهذا كله يمكن أن يتحقق من جانب الدولة متمثلاً في هيئة سوق المال التي يمكن أن تقوم بدور رقابى هام في الفترة الأولية لعمل السوق. كذلك نجد أن الطلب على الاعفاء الضريبية مع تزايد الاعفاءات الضريبية التي تقدم إلى المستثمر في هذا المجال لتعويضه عن المخاطر التي لا يمكن أن يتعرض لها في سوق الأوراق المالية، وفعل خير المشرع المصرى باضفاء الاعفاءات الضريبية بالنسبة للأوراق المالية المقيدة في الجداول الرسمية للبورصة مما سوى بينها وبين المدخرات في القطاع المصرفى. ويمكن أن يزيد حجم الطلب من خلال قيام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية سواء من خلال الاكتتاب العام في الأوراق المالية المصدرة لأول مرة (نتيجة انشاء شركات جديدة أو طرح شركات القطاع العام للبيع في صورة أسهم) أو زيادة حجم تعاملها في السوق الثانوى.

٢-٣-٤: الأخذ بالصيغة الاسلامية في الأوراق المالية-

من الممكن أن تكون الصيغة الاسلامية من نوافع تشجيع الطلب في سوق الأسهم حيث أن السهم كما هو معروف حصة في رأس المال تجعل حائزه له الحق في اقتسام الأرباح أو الخسائر حسب حصته وذلك يتفق مع القاعدة الشرعية في مجال المعاملات الاسلامية وهي الغرم بالغنم. ونجد ان محاولة الهروب من شبهه الربا المتعلقة بأسعار الفائدة (سواء في الجهاز المصرفى أو في السندات بأسواق الأوراق المالية) تجد غايتها في تداول الأسهم لانها تتمشى مع الصيغة الاسلامية التي يحرص عليها المسلمون.

ويمكن القول أن الادب الاقتصادي الاسلامى لم يقم إلى الآن باسهامات بارزة في مجال اسواق المال وخصوصاً سوق الأوراق المالية فلم تقدم الحلول الخاصة بمشكلة سعر الفائدة على السندات. ولانعلم حقيقة موقف الفقه الاسلامى من شرعية السندات ذات الفائدة المتغيرة، حيث غالباً ما ترتبط بمعدل اسعار الفائدة السائدة في الجهاز المصرفى. وقد نتصور (على قدر علمنا) أن من الممكن الخروج من مأزق سعر الفائدة على السندات عن طريق طرح نوعاً من السندات التي ترتبط بالعائد الذي تحققه الاسهم خلال فترة السند. وقد يتعارض مع هذا الرأى القاعدة الشرعية التي تذهب بان كل نفع يأتى من قرض فهو ربا.

٣-٣-٣- تحليل أداء سوق الأوراق المالية -

تحاول الحكومة تشجيع استخدام الشركات لسوق الأوراق المالية حتى يتسنى للقطاع الخاص النمو معتمداً على السوق في تمويله وحتى تتخلص من الاعباء المالية الناجمة عن

القطاع العام، وكلما كان حجم هذا السوق كبيراً كلما كان الهدف أقرب إلى التحقيق. وسوف نحاول تحليل أداء سواق الأوراق المالية بشقيه من خلال الاحصاءات التي توافرت في هذا الخصوص.

٣-١-٣ الطاقة الاستيعابية لسوق الأوراق المالية:

ويتوقف أداء السوق جزئياً على الطاقة الاستيعابية له، ونعنى بها مدى قدرة اسواق الأوراق المالية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية من خلال الأوعية المالية المتاحة في السوق. وكلما زادت هذه الطاقة كلما كان هناك فرص أكثر لتمويل الاستثمارات وذلك على مستوى السوق الأولى والسوق الثانوى. فكلما كان المناخ الاقتصادى مهيئاً للمزيد من الاستثمارات فهذا يشجع على إقامة الشركات وتمويلها إما عن طريق اصدار سندات أو طرح اسهم الشركة فى اكتتاب عام وهذا الأمر سوف يؤدي إلى استيعاب جزء لا بأس به من المدخرات التي تحاول الاستفادة من المناخ الاقتصادى المنحاز إلى الاستثمار. ويتحقق ذلك أيضاً من خلال السوق الثانوى حيث ان تداول الأوراق المالية سوف يوفر رؤوس أموال يمكن استغلالها فى فرص استثمارية أخرى. وطالما كان الاستثمار ناجحاً وتحقق الشركة ارباحاً حقيقية تتعدى معدلات الفائدة فهذا معناه استقطاب الأوراق المالية المتداولة فى السوق لمزيد من المدخرات لتتحول إلى استثمارات مالية قد يترتب عليها كسب مالى فى صورة ارتفاع القيمة السوقية للوعاء المالى. ويمكن قياس الطاقة الاستيعابية من خلال مقارنة كل من حجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول الاجمالي للنتائج المحلى الاجمالي والمدخرات.

وفيما يتعلق بالاصدارات الجديدة سنأخذ الفترة التالية لنهاى قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لسوق راس المال كمؤشر على هذه الطاقة (٤٧) وهى من ٩٢/٤/٨ - ١٩٩٤/٣/٢١، كذلك الاصدارات الجديدة يقصد بها الطرح الأول لاسهم شركة جديدة بالإضافة إلى طرح اسهم جديدة لزيادة راس المال. بلغت اجمالى الاصدارات خلال هذه الفترة ٣,٢٢٩ مليار جنيه (٤٨) وخلال عام ١٩٩٢ بلغ الناتج المحلى الاجمالي ١٣٤,٢ مليار جنيه (٤٩) وبالتالي ومع التجاوز عن فروق المدة المتمثلة فى ٣ اشهر) يمكن القول أن نسبة الاصدار الأولى للناتج المحلى الاجمالي حوالى ٢٪، وبلغت اجمالى المدخرات لعام ١٩٩٣ ١٢٩,٤ مليار جنيه وبالتالي تكون نسبة الاصدارات الجديدة إلى هذه المدخرات (مع الأخذ فى الاعتبار نفسى التجاوز الخاص بالمدة) هى حوالى ٢٪ أيضاً. وهذه النسب وإن كانت قليلة نسبياً فإن لها دلالة عن استجابة جزئية للمدخرات لكى تتحول إلى الاستثمار المالى. وبالنسبة لقياس حجم التداول فى بورصة الأوراق المالية (بورصة القاهرة وبورصة الاسكندرية) سنأخذ سنتى ١٩٩٣, ٩٢ فى الاعتبار

عند قياس هذه النسب. بلغ اجمالى حجم التداول فى بورصتى القاهرة والاسكندرية (اسهم وسندات) ٢٢٢٢٢٧ مليون جنيه، وكان اجمالى حجم التعامل إلى الادخار الاجمالي ٠,٢٪ فى عام ١٩٩٢ وارتفع إلى ٠,٢٣ فى عام ١٩٩٣ (٥٠) ويلاحظ ضعف نسبة اجمالى حجم التداول الى اجمالى المدخرات وذلك نظراً للفرق بين حجم الادخار وحجم التداول أيضاً لأن الفرق بين مقدار التغير فى كلاهما كان كبيراً حيث زاد الادخار الاجمالي من عام ٩٢ إلى عام ١٩٩٣ بمقدار ١٩,٢ مليار جنيه بنسبة ١٧,٥٪، فى حين زاد حجم التداول الاجمالي لنفس الفترة بمقدار ٩٥,٣ مليون جنيه. وعلى ذلك تكون نسبة الزيادة فى اجمالى حجم التعامل إلى الزيادة فى اجمالى الادخار ٥٠٪ ونجد أن نسبة اجمالى التداول للنتائج المحلى الاجمالي لسنة ١٩٩٢ ٢٥٪ وزادت هذه النسبة إلى ٣٢,٢٪ عام ١٩٩٣ (٥١). وعلى ذلك نجد أن القطاع المصرفى يستحوذ على غالبية الفوائض النقدية المتاحة والتي تفضل الحصول على عائد مرتفع نسبياً مع ضمان الوديعة لانعدام المخاطر تقريباً بالنسبة للودائع الادخارية فى البنوك المصرية (خاصة بنوك القطاع العام) والمضمونة من البنك المركزى. وبالتالي نجد أن سوق الأوراق المالية فى مصر مازال غير قادراً على اجتذاب المدخرات وذلك يرجع جزئياً لحدائه العهد به بعد محاولة احيائه من جديد فى المقابل نجد أن نولة مثل كوريا الجنوبية ارتفع حجم التداول فى بورصتها من ١٠٪ من اجمالى الناتج المحلى عام ١٩٨٥ إلى ٣٠٪ وذلك عام ١٩٨٨ (٥٢).

٣-٢-٣ أداء سوق الاصدار الاولى-

شهد سوق الاصدار (السوق الاولى) بعد العمل بقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ نشاطاً لا بأس به فى عملية اصدار الأوراق المالية. بالنسبة للسندات نجد انه بالنسبة لشركات القطاع الخاص رخصت الهيئة العامة لسوق المال لشركة هوكست الشرقية فى شهر ابريل ١٩٩٤ باصدار نشره اكتاب ل طرح سندات مقدارها ٢٠ مليون جنيه بقيمة اسميه للسند مائه جنيه. فى حين نجد ان الحكومة اصدرت سندات بقيمة ١٩٩٥ مليون جنيه عام ١٩٩٢ وبقيمة ٢٣٥٢,٨ عام ١٩٩٣ (٥٣). وبالنسبة لاسهم الشركات نجد أن سوق الاصدار قد حظى بتعزيز نشاطه من خلال طرح اصدارات جديدة للاسهم وتوسيع راس مال بعض الشركات الموجوده وذلك فى الفترة من ١٩٩٣/٤/٨ إلى ١٩٩٤/٣/٣١، قبلت قيمسة هذه الاصدارات مبلغ ٢,٤ مليار جنيه. ومن الطبيعى أن هذه الاصدارات سوف تؤدي إلى إنعاش سوق التداول فى المرحلة القادمة ومن ثم زيادة عملية تمويل الاستثمارات الانتاجية عن طريق الاستثمار المالى فى الاسهم. ونلاحظ أن تشجيع قيام شركات لترويج وتغطية الاكتاب سوف يساعد على

المزيد من طرح الأوراق المالية في السوق الأولى. وبالمقارنة بالفترة من ٧٥ - ١٩٨٦ نجد أن اجمالى الاصدارات للشركات بلغت ٨,٧ مليار جنيه (٥٤). أى أن نسبة الاصدارات الجديدة خلال سنة تقريباً بلغت ٢٩٪ مما أصدر خلال عشر سنوات. ويرجع ضعف الاصدار فى الفترات السابقة إلى ارتفاع اسعار الفائدة مع الايداعات الادخارية فى البنوك والمعاملة الضريبية المنخفضة على الشركات المساهمة وحائزى اسهمها، بالتالى كانت المعاملة تميزه ضد الابعه المالية وذلك لاعتماد القطاع العام كاساس للتنمية الاقتصادية وقيادة النشاط الاقتصادي فى الدولة وذلك بالرغم من اتباع سياسة السوق المفتوح منذ منتصف السبعينات. ولقد كان للاعفاءات الضريبية، جزئياً، التى نص عليها قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أثر لا بأس به فى تشجيع التمويل من خلال الأوراق المالية بتكوين شركات جديدة يتم طرحها فى سوق الاصدار. ونعتقد أن قانون الضريبة الموحد يشجع الاستمرار على هذا النحو فيما يتعلق بتكوين الشركات المساهمة التى تقيد أوراقها المالية فى الجدول الرسمى (أ).

٣-٣-٣ أداء سوق التداول (السوق الثانوى)-

٣-٣-٣ اجمالى التعامل فى سوق التداول-

١- الاسهم (٥٥)-

* الاسهم المصدره بالجنيه المصرى: تشير بيانات بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والاسنكرية إلى أن خلال السنة المالية ١٩٨٩/٨٩ تم التعامل على ٦,٢٨٥ مليون سهم بقيمة اسمية مقدارها ٥٢٤,٧٦ مليون جنيه وبلغت القيمة السوقية للتعامل على الاسهم ٩٩,٩٤٧ مليون جنيه. وفى السنه المالية ١٩٩٠/٨٩ تم التعامل على ٩,٧٩ مليون سهم بقيمة اسميه مقدارها ٤٩٨,٨٤ مليون جنيه وبلغت القيمة السوقية للتداول ٥٤٦,١٥٢ مليون جنيه. وبالتالى نجد انه خلال هذه السنه الماليه مقارنه بالسنه السابقه زاد عدد الاسهم المتداوله بنسبه ٥٢,٢٪ وزاد القيمة الاسميه بمقدار ١٠٪ فى حين بلغت نسبة الزيادة فى القيمة السوقيه ٥٢,٦٪. وخلال السنه الماليه ١٩٩١/٩٠ تم تداول ١٩,٨١١ مليون سهم بقيمة اسميه تبلغ ١٥٧,٢٤١ مليون جنيه وقيمة سوقيه تصل ١٨١,٥٤٥ مليون جنيه. وبالتالى نجد أن عمليات التداول على الاسهم فى خلال هذه السنه الماليه ارتفعت عن السنه الماليه السابقه بنسبه ١٠,٢٪ وزادت القيمة الاسميه لهذه الاسهم بنسبه ٨٦٪ فى حين زادت القيمة السوقيه بنسبه ١٩,٠١٪. وفى السنه الماليه ١٩٩٢/٩١ جرى التعامل على ١٨,١٧٥ مليون سهم بقيمة اسميه مقدارها ١١٣,٢٨ مليون جنيه وبلغت قيمتها السوقيه ١٤١,٢٢٥ مليون جنيه. وبالتالى نجد أن حجم التعامل على الاسهم انخفض بنسبه ١,٦٪ وأيضاً انخفضت القيمة الاسميه للاسهم

المتداوله فى هذه السنه عن سابقتها بنسبة ٢٧,٩٪ فى حين زادت القيمة السوقية للاسهم المتداوله فى هذه السنه الماليه عن سابقتها بنسبة ٢٩,٥٪. وفى السنه الماليه ١٩٩٢/٩٢ تم تداول ١٥,١١٥ مليون سهم بقيمه اسميه تبلغ ١٨٨,١٢١ مليون جنيه وقيمه سوقيه تصل ٣٤٧,٤٩٥. وفى خلال هذه السنه الماليه مقارنة بسابقتها نجد أن عدد الاسهم التى جرى عليها التعامل انخفضت بنسبة ١٦,٨٪ وأيضاً ارتفعت القيمة الاسمية بنسبة ٦٦٪ وارتفعت القيمة السوقية بنسبة ٤٧,٨٪. ونلاحظ مما سبق أن هناك اتجاهاً شبه عاماً نحو تزايد عدد الاسهم التى يتم عليها التداول فى بورصتى القاهرة والاسكندرية، وفى الفترة ٨٩/٩٠ - ٩٠/٩١ زادت القيمة الاسمية للاسهم بنسبة ١٠٪ وزادت القيمة السوقية بنسبة ٥٢,٦٪ وهذا يعكس اتجاهاتصاعدياً للقيم المتداوله فى السوق. وفى الفترة ٩٠/٩١ - ٩٢/٩١ زادت القيمة الاسمية للاسهم المتداوله بنسبة ٨٦٪ فى حين زادت القيمة السوقية بنسبة ١٩,٠١٪ فقط وهذا يعكس اتجاهاً تنازلياً للقيم المتداوله خلال هذه الفترة. وبالنسبة للفترة ٩٢/٩١ - ٩٣/٩٢ نجد ان القيم الاسمية للاسهم المتداوله خلالها زادت بنسبة ٦٦٪ فى حين ارتفعت القيمة السوقية للاسهم عن نفس الفترة بنسبة ٤٧,٨٪ وهذا يعتبر اتجاهاً تنازلياً للقيم المتداوله خلال هذه الفترة. ونحن نرى وإن كان اجمالى التعامل فى سوق الأوراق الماليه بالنسبة للمنتجرات الاقتصادية الكليه صغيراً (الناتج المحلى الاجمالى واجمالى الادخار) إلا أن السوق فى حالة نمو ولكن بخطى بطيئة. ونلاحظ أن حجم التعامل بالاسهم المصدره بالجنيه اتسم بالتركز فى عدد محدد من القطاعات وذلك من حيث القيمة أو عدد الصفقات أو عدد الأسهم وهذا الأمر سوف نتناول بالتفصيل فيما بعد.

★ الاسهم المصدره بالعملات الاجنبية-

خلال السنه الماليه ١٩٨٩/٨٨ بلغ عدد الاسهم المتعامل عليها فى بورصتى القاهرة والاسكندرية ٣,١٥٧ مليون سهم بقيمه اسميه ٥٩,٩٣٤ مليون دولار وقيمه سوقية ٧١,٩٦٤ مليون دولار. والسنه الماليه ١٩٩٠/٨٩ بلغ كعدد الاسهم المتداوله ٤,٦٨٨ مليون سهم بقيمه اسميه تبلغ ١٠٧,٧٤٤ مليون دولار وقيمه سوقية تصل ٦٢,٠٠٣ مليون دولار. وبالتالى نجد بمقارنه هذه السنه الماليه مع سابقتها أن عدد الأسهم المتداوله زاد بنسبة ٤٨,٥٪ وزادت القيمة الاسمية بنسبة ٧٩,٧٪ فى حين أنخفضت القيمة السوقية بنسبة ١٣,٨٪. وخلال السنه الماليه ١٩٩١/٩٠ بلغ عدد الاسهم المتعامل عليها ١١,٥٧٥ مليون سهم بقيمه اسميه تصل ٨١,٢٤١ مليون دولار وكانت القيمة السوقية لهذه الاسهم المتداوله تبلغ ٧٧,٠١٢ مليون دولار. ومع عقد مقارنه للسنه الماليه هذه مع سابقتها نجد أن نسبة الأسهم المتداوله زادت بنسبة

١٤٦.٩٪ وأنخفضت القيمة الاسمية بنسبة ٢٤.٥٪ فى حين زادت القيمة السوقية بنسبة ٢٤.٢٪. وبالنسبة للسنة المالية ١٩٩٢/٩١ كان عدد الأسهم المتعامل عليها ٥.٤١٩ مليون سهم بقيمة اسمية مقدارها ٧٢.١١٣ مليون دولار وقيمة سوقية تبلغ ٧٩.٥٨٤ مليون دولار. وباجراء المقارنة لهذه السنة المالية مع سابقتها نجد أن عدد الأسهم المتداولة لهذه السنة المالية بالنسبة للسنة المالية السابقة قد أنخفضت بنسبة ٥٣.٢٪ وأنخفضت أيضاً القيمة الاسمية لهذه الأسهم بنسبة ١١.٢٪، فى حين أرتفعت القيمة السوقية لها بنسبة ٣.٣٪. وبالنسبة للسنة المالية ١٩٩٣/٩٢ بلغت الأسهم المتداولة فى بورصتى القاهرة والاسكندرية ١٠.٧٥١ مليون سهم بقيمة اسمية ٩٥.٤٤٢ مليون دولار وقيمة سوقية تبلغ ٧٠.٨٨٩ مليون دولار. ويعقد المقارنة بين هذه السنة المالية والسنة المالية السابقة عليها نجد أن عدد الأسهم المتعامل عليها قد زاد بنسبة ٩٨.٣٪ وأرتفعت القيمة الاسمية بنسبة ٣٢.٤٪ فى حين أنخفضت القيمة السوقية بنسبة ١٠.٩٪. وبالتالي يمكن أن نرى خلال هذه الفترة. وبالنسبة للفترة ٨٩/٩٠-٩١/٩٠ أن الاتجاه تصاعدى حيث زادت القيمة السوقية عن القيمة الاسمية. وخلال الفترة ٩٠/٩١-٩٢/٩١ استمر الاتجاه التصاعدى بسبب زيادة القيمة السوقية عن القيمة الاسمية. وخلال الفترة ٩٢/٩١-٩٣/٩٢ عاد الاتجاه للتنازل مرة أخرى حيث زادت القيمة الاسمية وأنخفضت القيمة السوقية للتداول. وفى المقابل نجد أن الاتجاه العام لعدد الأسهم المتعامل فيها تصاعدياً. وعموماً يمكن القول أن عدم استقرار الاسعار بين الارتفاع والانخفاض هو الذى يؤدي إلى تضارب اتجاهات السوق بين التصاعد والتنازل فى قيمة الأسهم المتداولة سواء بالجنيه المصرى أو بالدولار.

٢- السندات (٥٦)

بالنسبة للسندات فإنه لايتداول حتى الآن أي سند مصدر من جانب القطاع الخاص وإن كان هناك ترخيص بالموافقة على نشرة اكتتاب الشركة هوكست الشرقية وافقت عليه الهيئة العامة لسوق المال بمقدار ٣٠ مليون جنيه قيمة السند مائة جنيه مصرى. وبالتالي ينصب التعامل فى السوق الثانوى للسندات على السندات الحكومية المصدرة بالجنيه والدولار الأمريكى ويحوز أغلبها البنوك التجارية وخاصة بنوك القطاع العام.

* السندات المصدرة بالجنيه المصرى (اجمالى التعامل فى بورصتى القاهرة

والاسكندرية):-

السنة المالية ٨٨/٨٩ كان عدد السندات المتداولة يبلغ ١.٧٧٧ سند بقيمة اسمية ١.٧٧٧ مليون جنيه وقيمة سوقية تبلغ ١.٣٣٤ مليون جنيه وفى السند المالية ٨٩/٨٩ كان

عدد السندات المتعامل عليها يبلغ ٢.٤٦٧ مليون سند بقيمة اسمية ٢.٤٦٧ مليون جنيه وقيمة سوقية مقدارها ٢.٠٦٩ مليون جنيه. وبإجراء المقارنة بين هاتين السنتين الماليتين نجد زيادة عدد السندات المتعامل عليها بنسبة ٣٨.٨٪ في حين زادت القيمة السوقية بنسبة ٥٥٪ في السنة المالية ١٩٩١/٩٠ كان عدد السندات المتداولة ٣.٦٩٨ مليون سند بقيمة اسمية ٣.٦٩٨ مليون جنيه قيمتها السوقية ٣.١٤٩. وبمقارنة هذه السنة المالية بسابقتها نجد أن عدد السندات المتداولة زادت بنسبة ٤٩.٨٪ في حين زادت قيمتها السوقية بنسبة ٥٢.١٪. وخلال السنة المالية ١٩٩٢/٩١ بلغ عدد السندات المتداولة ٢.٨٥٠ مليون سند بقيمة اسمية ٢.٨٥٠ مليون جنيه وبلغت قيمتها السوقية ٢.٠٥٩ مليون جنيه. وبمقارنة هذه السنة المالية بسابقتها نجد أن عدد السندات المتعامل عليها بالسوق انخفض بنسبة ٢٢.٩٪ وانخفضت أيضاً القيمة السوقية بنسبة ١٧.٧٪. وفي خلال السنة المالية ١٩٩٣/٩٢ نجد أن عدد السندات المتداولة قد انخفض ووصل إلى ١.٤٣١ مليون سند بقيمة اسمية مقدارها ١.٤٣١ مليون جنيه وقيمة سوقية مقدارها ٠.٧٥٦ مليون جنيه. وبإجراء المقارنة بين هذه السنة المالية وسابقتها نجد أن عدد السندات انخفضت بنسبة ٤٩.٧٪ في حين أن القيمة السوقية انخفضت بنسبة ٦٣.٢٪.

★ السندات المصدرة بالعملة الأجنبية (الدولار).

في السنة المالية ١٩٨٩/٨٨ كانت السندات المتداولة ٠.٦٠٢ مليون سند بقيمة اسمية ٠.٦٠٢ مليون دولار وقيمة سوقية ٠.٥٧ مليون دولار. في السنة المالية ١٩٩٠/٨٩ كان عدد السندات التي تم التعامل عليها ٠.٦٥٦ مليون سند بقيمة اسمية ٠.٦٥٦ مليون دولار وقيمة سوقية ٠.٦٠٨ مليون دولار. وبمقارنة هاتين السنتين الماليتين نجد أن نسبة السندات المتداولة زادت ٨.٩٪، وزادت القيمة السوقية بنسبة ٦.٦٪. وخلال السنة المالية ١٩٩١/٩٠ كان عدد السندات المتداولة (محل التعامل) ٤.٨٦٩ مليون سند بقيمة اسمية ٤.٨٦٩ مليون دولار وقيمة سوقية ٤.٨٢١ مليون دولار. وبإجراء المقارنة بين هذه السنة المالية وسابقتها نجد أن نسبة السندات التي تتم التعامل فيها زادت بنسبة ٦٤٢.٢٪ وزادت قيمتها السوقية بنسبة ٦٩٢.٩٪. وخلال السنة المالية ١٩٩٢/٩١ بلغت عدد السندات المتعامل عليها ١٤.٣٤٢ مليون سند بقيمة اسمية مقدارها ١٤.٣٤٢ مليون دولار وقيمة سوقية مقدارها ١٥.٥٤٣ مليون دولار. وبإلقيام بمقارنة هذه السنة المالية مع سابقتها نجد أن عدد السندات المتعامل عليها زاد بنسبة ١٩٤.٥٪ في حين زادت القيمة السوقية بنسبة ٢٢٢.٤٪. وفي السنة المالية ١٩٩٣/٩٢ انخفضت اعداد السندات المتداولة حيث بلغت ٨.٣٨١ مليون سند بقيمة اسمية ٨.٣٨١ مليون دولار وبلغت قيمتها السوقية ٨.٥٣١ مليون دولار وبمقارنة هذه السنة المالية

بالسنة المالية السابقة عليها نجد أن أعداد السندات المتداولة انخفض بنسبة ٤١.٥٪ وانخفضت قيمتها السوقية بمقدار ٤٥.١٪.

ونلاحظ أن الاتجاه العام لاسواق تداول السندات تأخذ اتجاه نحو الانخفاض حيث أن القيمة الاسمية في الأغلب الاعم أكبر من القيمة الاسمية في تداول السندات سواء بالدولار أو بالجنيه. ويرجع انخفاض حجم التداول إلى انخفاض العائد على السند بالمقارنة بالعائد المرتفع لانونات الخزانة والوعية الاخرية الأخرى.

٣-٢-٢-٢-٢ نسبة التركيز في سوق التداول-

من المعروف أنه كلما كانت الوعية المالية المتداولة في السوق متنوعة وأيضاً يتوزع حجم التداول بصورة متناسبة بين مختلف الوعية المتولدة في السوق كلما كان ذلك دلالة أو مؤشر على كفاءة السوق واتساعه والعكس صحيح إذا تركّز التداول في عدد محصور من الأوراق المالية لعدد محدود من الشركات المصدر لها.

سيتم التركيز في هذا الخصوص على الفترة اللاحقة للعمل بالقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حيث توافر الاحصاءات الخاصة بذلك ولنلقى نظرة على أثر هذا القانون في حجم التداول للأوراق المالية في السوق من خلال البيانات المتوافرة عن هيئة سوق المال نجد (٥٧) أن هناك عشر شركات استأثرت بنسبة ٤٦.٣٪ من إجمالي حجم تداول الأوراق المالية وهذا يعني ارتفاع نسبة التركيز في السوق وهذا بالتالي يعكس الضعف النسبي لاداء سوق التداول. حيث يعتمد في تداوله للأوراق المالية على عدد محدود من الأوراق المالية التي أصدرتها عدد محدود من الشركات. ولو عرفنا أن عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية (القاهرة والاسكندرية) بلغ ٦٧٤ شركة وكان حجم التداول الإجمالي ٨١٤ مليون جنيه ونصيب العشر شركات المذكورة يبلغ ٢٧٧.٣ مليون جنيه سيتضح لنا مدى ارتفاع درجة التركيز في السوق الثانوى. ونجد أن ٥٠٪ من الأسهم المتداولة تخص ١٠ شركات من بين ٦٧٤ شركة مقيدة. وهذا يعني أن وظيفة السوق الثانوى في تسهيل الاصول المالية لاتخدم بصورة فعالة سوى عشر شركات. في المقابل نجد أن شركة واحدة يمثل حجم تداول اسهمها ٢٧٪ من حجم تداول اسهم العشر شركات، وتمثل نسبة تداول أسهم هذه الشركة ١٢.٥٪ من إجمالي حجم التداول في السوق كله. واستمر هذا الوضع بالنسبة للشهود الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٤ (٥٨) فنجد أن ٨٩.٨٥٪ من حجم التداول على الاسهم كان من نصيب عشر شركات أيضاً ويمثل حجم تداول أسهم شركة واحدة منهم ٤٤.٣٪ من إجمالي التداول للشركات العشر ويمثل ٣٩.٧٪ من الإجمالي العام لحجم التداول في السوق عن نفس الفترة.

٣-٣-٣-٣-٣ التوزيعى القطاعى لتداول الاسهم (٥٩)

نلاحظ أن التحليل القطاعى لحجم التداول لفترة الثلاثة اشهر الأولى من عام ١٩٩٤ يشير إلى أن

قطاع الصناعات التحويلية استحوذ على ٥٥.٢٪ من حجم تداول الاسهم يليه نشاط التمويل والتأمين والعقارات بنسبة ٤١.١٪. ونجد أن قطاع الزراعة والغابات وصيد الأسماك لا يمثل تداول اسهمه سوى ٣.٢٪ من إجمالي النشاط. ومن الممكن الاستفادة من القطاع الزراعي في مصر من خلال تشجيع إقامة شركات مساهمة تعمل بهذا النشاط ونتوقع نجاحها وارتفاع معدل تداول اسهمها لارتفاع ارباحها نظراً لاتساع السوق المصري واعتماده كثيراً على الخارج في الحصول على الغذاء. كذلك قطاع التشييد يبلغ حجم تداول اسهمه ١.١٪ من إجمالي حجم التداول رغم الازمة السكانية التي تعيشها مصر وذلك يرجع إلى أن أكبر الشركات العاملة والمسيطره في هذا القطاع شركات حكومية. لذلك يجب أن يتم تخصيصها وطرح اسهمها في اکتتاب عام مع اشتراط نقل السيطرة على الادارة للقطاع الخاص وليس الابقاء عليها في يد الحكومة. ويجب أن نشير هنا إلى أن عملية بيع اسهم الشركات العامة للعاملين بها واستمرار الادارة الحكومية بها لن يغير من الامر شيء.

الخاتمة

تم تقسيم البحث إلى ثلاثة أقسام تناول القسم الأول منها اشكالية القطاع العام والخصصة، أى مدى ضرورة وجود سوق للأوراق المالية لمساندة نجاح عملية الخصصة والقسم الثانى تناولنا فيه الاطار النظرى لسوق الأوراق المالية مع بيان كفاءة السوق. وفى الثالث تناولنا تحليل أداء سوق الأوراق المالية فى مصر. ولقد خرجنا بعده نتائج أهمها ضرورة قيام الحكومة ببيع وحدات القطاع العام التى هى فى الأصل نشاط خاص بطبيعته ويستثنى من ذلك الإبقاء على الوحدات التى تمس الامن القومى أو ذات الأهمية الاستراتيجية أو القطاعات التى تتميز بضخامة الاستثمارات فيها وعدم قدرة القطاع الخاص على القيام بها.

واعتبرنا أن بيع الوحدات الربحة من القطاع العام سوف يكون دافعاً للأفراد وسوف يؤثر على نمو سوق الأوراق المالية ويؤثر فيه الأخير بصورة تبادلية.

وفيما يتعلق بسوق الأوراق المالية فى مصر ما من شك أن السوق فى بداية تطوره ونموه وبالتالى فنجد أن السوق لا يعمل بكفاءة مثل الاسواق الأخرى فى الدول الصناعية أو فى الدول التى أخذت بهذا النظام لتمويل استثماراتها منذ فتره طويلة. ولذلك فإن ضيق حجم السوق حالياً لا يشكل مشكلة حقيقية لانه فى طريقه إلى النمو ويحتاج لتوعية الافراد به وزيادة ثقتهم فيه مما يؤدى إلى إتساع حجمه وزيادة الطلب على مختلف الوعية المالية التى يمكن إن تتاح فيه وبالتالى ستقل نسبة التركيز فيه.

ونحن بصدد تطوير هذا السوق يجب الا يكون بأسلوب مندفع متسرع بل لابد وأن يكون بخطوات مدروسة متأنية، هذا بالإضافة إلى عدم ضرورة التوسع فى تسجيل الأوراق المالية الأجنبية فى السوق المصرى لان فى ذلك تسرب للمخدرات المصرية لان مما من شك أن الأوراق المالية الأجنبية أكثر جاذبية وقوة مما هو متاح من الأوراق المالية المصرية، هذا بالإضافة للاحتمال القائم من أن يستغل البعض حداثة السوق المصرى لممارسة بعض العمليات التى يشوبها الغش والخداع. كذلك لا نحبذ حالياً تسجيل الأوراق المالية المصرية، خصوصاً فى حالة بيع الوحدات الناجحة من القطاع العام، فى البورصات الأجنبية لان قد يترتب على ذلك سيطرة رأس المال الأجنبى على الاصول الانتاجية الناجحة فى مصر.

وأخير مازال الوقت مبكراً لتقييم ويحث تأثير القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على سوق الأوراق المالية فى مصر ومع هذا فلا بد من حذف الفقرة الثانية من المادة ١١ والتى تنص على أنه فى حالة بيع الأسهم باكثر من ثمن الشراء تخضع لضريبة مقدارها ٢٪ من قيمة الزيادة. هذه الضريبة فعلاً لا لزوم لها، هل هى استرداد بعض ما منح لهائزى الأسهم من اعفاءات ضريبية بمقتضى هذا القانون. نحن فى مرحلة نحاول فيها تشجيع تناول الأوراق المالية لتكون مساهمة فى عملية تمويل الاستثمارات وبالتالى لابد من إلغاء هذه النسبة أو على الأقل تخفيضها بحيث لا تزيد عن ٠.٠٢٪. فهذه الضريبة قد تؤدى إلى أن يحتفظ الأفراد

بحياسة الاسهم بدلاً من تداولها ومن ثم لا تتحقق بكفاءة وظيفة السوق الثانوي الخاصة بتسييل الأصول المالية لاستخدام الارصدة المسيله فى مجالات استثمارية أخرى.

الهوامش

- ١- د. سعيد النجار التخصصية والتصحيحات الهيكلية : القضايا الاساسية " التخصصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية " ، صندوق النقد العربي ديسمبر ١٩٨٨ ص١٨
- ٢- د. محمد حامد بويدار ، دراسات الاقتصاد المالى ، ١٩٨٥ ص ٢٠-٢٥ ، كما هو مثبت فى د. محمود الباز ، استراتيجية فعالة لاجتياز الركود فى الاقتصاديات النامية، مجلة الحقوق العدد الأول سنة ١٩٩٢ ص٢٦ .
- ٣- المرجع السابق مباشرة .
- ٤- Robert Floyd et al. "A Public en terprises in mixed Economies". IM.F,1984 . كما هو مثبت فى د سعيد النجار التخصصية والتصحيحات الهيكلية ص٢٧ .
- ٥- د. سعيد النجار مرجع سابق ص٢٧
- ٦- المجلس القومى للإنتاج والشئون الاقتصادية، كما هو مثبت فى د سيد عبد المولى " دور الجهاز المصرفى فى تمويل التنمية الصناعية فى مصر خلال الفترة ٨٠-١٩٨٧ " مصر المعاصرة، السنة ٧٩ العددان ٤٩٣ - ٤١٤ يوليو - أكتوبر سنة ١٩٨٨ ص٨٢-٢٨٣ .
- ٧- د. صلاح زين الدين "تحرير الاقتصاد ومستقبل التخطيط فى مصر" المؤتمر العلمى السنوى السادس عشر للاقتصاديين ص١٩٩١ ص٦ .
- ٨- د. سعيد النجار فى مرجع سابق ص٢٨-٣٠ .
- ٩- الآن والترزده التحرير الاقتصادى والتخصصية، نظرة عامة ، فى التخصصية والتصحيحات الهيكلية فى البلاد العربية، مرجع سابق ص٥٩ .
- ١٠- فريد جيل ، التخصصية وفرص تطوير الاسواق المالية ، فى التخصصية والتصحيحات الهيكلية، مرجع سابق ص١٥٩ .
- ١١- آلان والترزده مرجع سابق ص٥٨ .
- ١٢- جون نيليس ، التخصصية والمؤسسة العامة ، فى التخصصية والتصحيحات الهيكلية مرجع سابق ص٩٩ .
- ١٣- تجارب النول النامية فى التحرر الاقتصادى تقرير التنمية الدولية يصدره البنك الدولى سنة ١٩٨٢ ص١٠٢-١٠٥ عام ١٩٨٨ ص١٩٥-٢١٠ .
- ١٤- لمزيد من التفصيلات فى ذلك د. زكى شافعى ، مقدمة فى النقود والبنوك، القاهرة دار النهضة العربية سنة ١٩٥٨ ص٢٢٩ .
- ١٥- لابد وأن يصدر به نشرة تسمى بنشرة الاكتتاب تظهر الوضع والمركز المالى لمصدر الورقة المالية والاصول الخاصة به وطبيعة الاصدار (اسهم أو سند) وكافة البيانات التفصيلية التى تجعل المكتب على علم تام بكل ما يتعلق بوضع الشركة المصدرة والوعاء المالى المصدر.

- Frederic Mishkin " The Economics of Money, Banking and Financial Markets" Second ed -١٦
1989,P227.
- ١٧- المستشار محمود فهمي « تطور سوق الأوراق المالية في مصر وسائل وأساليب تميمتها » معهد التخطيط القومي مذكرة
رقم ١٢٣١ أكتوبر ١٩٨٢ ص ١٤-١٧.
- ١٨- د. السيد الطيبي « أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية الاقتصادية في
مصر » المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، نوفمبر ١٩٨٨ ص ١١-١٢.
- Frederic Mishkin OP.Cit P.47. -١٩
- David. Davst " The Complete Band Book " New York, Mac Graw-Hill, 1975,Chap.2. -٢٠
- ٢١- نشأت عبد العزيز معروض « بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار » كتاب الاقتصاد العدد ٧٢ فبراير سنة ١٩٩٤
ص ٥٢-٥٤.
- ٢٢- م(١) من اللائحة التنفيذية لقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال صدرت هذه النسبة بـ ٢٥٪ من إجمالي
اسهم الشركة منسوبة إلى جميع الأصدارات
- Frederic Mishkin " Op. Cit, P.48. -٢٣
- ٢٤- ونلاحظ أن هذه الصناديق لا تقتصر في تجميعها لمواردها المالية على صفار المخربين بل يكتب فيها مؤسسات
وشركات متوسطة وكبيرة وأيضاً كبار المخربين الأفراد هذا بالإضافة إلى أن بعض صناديق الاستثمار تقوم بنشاط
رأس مال المخاطر. انما قصد هنا بانها تهتم بكافة اجهام المخبرات بما في ذلك صفار المخربين . انظر أيضاً
- Sandrum, R.M " Development "conomics" Johnwiley & sons, PP 123-125. -٢٥
- Maury Harris "Finance companies as business leaders" Fed. Res. Bank of New york Quarter by
Rev, No4-1979 PP35-39.
- ٢٦- دافيد جيل مرجع سابق ص ١٥٦-١٥٧
- ٢٧- نفس المرجع ص ١٥٥
- ٢٨- د. السيد الطيبي مرجع ساب ص ١٢.
- ٢٩- دكتور صبرى احمد ابو زيد « دور سوق المال في تنمية الاستثمارات » مصر المعاصرة السنة ٧٩ العددان ٤١١ ، ٤١٢
يناير وابريل ١٩٨٨ ص ٩٨-٩٩.
- ٣٠- دكتور السيد الطيبي مرجع سابق ص ١٤-١٥.
- O.EC. Capital Market, Paris,1967, P.207 -٣١
- كما هو مثبت في د. صبرى احمد ابو زيد مرجع سابق ص ٩٩.
- ٣٢
- scott winningham and Douglas Hagen Regulation "An Historical Perspective" -٣٣

Frederic Mishkin. OP. cit P64.

-٣٤

٣٥- انظر فى ذلك « سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية تاريخها وتطورها والتشريعات المنظمة لها ص ٧٨ وكذلك هيكل سوق المال فى مصر ص ١٨٨ وانظر كذلك فؤاد كمال حسين « مداخل تطوير وتنمية سوق المال فى مصر، المؤسسة المالية التى تعمل فى ترويج وضمان الاكتتاب فى الأوراق المالية » ص ٢٠٧ - ٢٠٨ الهيئة العامة لسوق المال «دراسات وابحاث لتنمية سوق المال فى مصر سنة ١٩٨٤»

٣٦- فؤاد كمال حسين المرجع السابق ص ٢٠٧ وهيكل سوق المال فى مصر المرجع السابق ص ١٧٩.

٣٧- تقرير البنك المركزى المصرى ١٩٩٢/٩٢ ص ٧٢.

David kerr "survey of the Securities market in Egypt"

-٣٨

الهيئة العامة لسوق المال مرجع سابق ص ١١١ (الجزء المكتوب باللغة الانجليزية)

٣٩- تقرير البنك المركزى ١٩٩٢/٩٢ ص ٢٠٤ جنول ٣/٥.

٤٠- النسب محسوبة من جدول ٣/٤ ص ١٨١ «الركن المالى لبنوك الاستثمار والاعمال» تقرير البنك المركزى ١٩٩٢/٩٢.

٤١- النسب محسوبة من الجدول ١/٥ ص ٢٠٢ « التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين » تقرير البنك المركزى ١٩٩٢/٩٢

٤٢- نفس المرجع السابق.

٤٣- د. محمود طنطاوى الباز «نحو جهاز مصرفى تنموى» مجلة الحقوق العدد الأول ١٩٩٢ ص ٢-٣.

٤٤- فؤاد كمال حسين «مداخل تطوير وتنمية سوق المال فى مصر» مرجع سابق ص ٢٠٥.

٤٥- انظر فى ذلك لمزيد من التفاصيل د. محمد زكى شافعى مرجع سابق ص ٣١٢-٣١٥ وايضاً ساميه سعيد أمام «بنك

مصر العشرينات وبنك مصر السبعينات» قضايا فكرية الكتاب الثالث والرابع اغسطس - اكتوبر ١٩٨٦ ص ٥٦-٧٠

وايضاً د. محمود الباز «نحو جهاز مصرفى تنموى» مرجع سابق ص ٢٠-٢١ وايضاً فؤاد كمال حسين مرجع سابق

ص ٢٠٦.

٤٦- د. حسن حسنى التقرير العام الهيئة العامة لسوق المال مرجع سابق ص ٢٥١.

٤٧- يجب ملاحظة أنه من الصعب خلال هذه الفترة القصيرة أن نخرج بنتيجة حاسمة لاداء سوق الأوراق المالية وإنما يعتبر

ذلك مؤشر على الاتجاه العالى للسوق.

٤٨- الهيئة العامة لسوق المال. الادارة العامة للمعلومات، بيانات عن الاصدارات الاولى فى سوق المال للفترة من

١٩٩٢/٤/٨-١٩٩٤/٢/٣١ بيانات غير منشورة

٤٩- تقرير البنك المركزى ١٩٩٢/٩٢ جنول ٢/١ ص ١٢٥.

٥٠- نسب محسوبة من خلال تقرير البنك المركزى ٩٢/٩٢ عن حجم الاخبار الاجمالى جنول ص ٩٥ واجمالى حجم التداول

جنولى ٥/٥/٤ ص ٢٠٥-٢٠٦.

- ٥١- نسب محسوبة من خلال الجداول المشار إليها في هامش ٤٩، ٥٠.
- ٥٢- انظر نفيذ جيل مرجع سابق ص ١٦١.
- ٥٣- تقرير البنك المركزى ٩٢/٩٢ جدول ٣/٥ ص ٢٠٤.
- ٥٤- د. صبرى احمد أبو زيد مرجع سابق جدول ٣ ص ٩٢.
- ٥٥- تجميع لحجم التداول فى بورصتى القاهرة والاسكندرية محسوب على أساس تقرير البنك المركزى ١٩٩٢/٩٢ جدول ٤/٥ ص ٢٠٥.
- ٥٦- نسب محسوبة على أساس الجدول ٥/٥ لتقرير البنك المركزى ص ٢٠٦.
- ٥٧- الهيئة العامة لسوق المال الادارة العامة للمعلومات ، بيان بالشركات الاكثر نشاطا من الفترة ١٩٩١/١/١-١٩٩٢/١٢/٣١ بيانات غير منشورة
- ٥٨- نفس المصدر السابق لكن عن الفترة ١٩٩٤/١/١-١٩٩٤/٣/٣١
- ٥٩- الهيئة العامة لسوق المال الادارة العامة للمعلومات بيانات بالقطاعات الاكثر نشاطا عن الفترة ١٩٩٤/١/١-١٩٩٤/٣/٣١.

