

سوق الأوراق المالية

وتأثيرها على التنمية الاقتصادية بمصر

دكتور
عبدالحكيم جمعه

الم

تعتبر الأسواق المالية إنعكاساً للنظم الماليه والاقتصاديه للدوله، حيث يمكنها أن تؤثر على التنميه الاقتصاديه تأثيراً إيجابياً من خلال تعبئة المدخرات الكافيه والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات المجمعه على الإستثمارات المختلفه، الأمر الذى يقتضى وجود سياسه قوميه هدفها تشجيع الإدخار والإستثمار، وكذا العمل على جذب رؤوس الأموال والمدخرات للمشاركه فى عملية التنميه المنشوده، ذلك أن تمويل خطط التنميه الإقتصاديه يعد من الوظائف الأساسيه للأسواق الماليه التى تمثل أحد المصادر الهامه لتوفير الإستثمارات للقطاعات التى توجد بها سيوله غير مستغله فضلاً عن أهميتها فى تمويل القطاعات التى يوجد لديها عجز فى السيوله النقديه.

وقد تنامى الإتجاه نحو الإهتمام بأسواق المال وخصوصاً أسواق الأوراق الماليه نظراً لدورها الحيوى والهام فى تشابك القطاعات الإقتصاديه المختلفه، ومصدراً رئيسياً من مصادر التمويل متوسط وطويل الأجل لعملية التنميه الاقتصاديه والتى تتطلب ضرورة تعبئة رأس المال اللازم عن طريق جذب مدخرات الأفراد والشركات وتوجيهها لشراء أوراق ماليه تمثل حقوق ملكيه (أسهم) أو حقوق دين (قروض وسندات) الى الجهات التى أصدرت تلك الأوراق.

ولا يقتصر دور سوق الأوراق الماليه على ذلك، ولكنها تعد أداة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث تساعد على التعرف على المراكز الماليه الحقيقيه لها والتدقيق فى حساباتها، كما تقوم السوق أيضاً بتسهيل معرفه أوضاع الشركات المدرجه على قائمه التداول، وعن حركة التداول، وتطورات الأسعار، مما يسهم فى زياده وعى المستثمرين، وبهذا فإن سوق الأوراق الماليه تمثل سلطه رقابيه غير رسميه على كفاءه الشركات والمشروعات التى يجرى تداول أوراقها الماليه، فهى تساعد على تقييم المشروعات عن طريق تقويم أسهمها، الأمر الذى يترتب عليه حسن توجيه المدخرات.

لذلك تزايد الإهتمام بدراسه سبل تنميه الأسواق الماليه وخصوصاً سوق الأوراق الماليه باعتبارها آليه تستهدف خلق روافد مستمره من التدفقات النقديه اللازمه لتلبية الإحتياجات الماليه للمشاريع الإنتاجيه المختلفه عبر قنوات متنوع أشكالها وأنواعها وأنماطها. بالإضافة

إلى ذلك فإن مثل هذه السوق تعمل على تنشيط كافة قطاعات النشاط الإقتصادي، بما ينعكس أثره في النهاية على عملية التنمية الاقتصادية.

وقد أولت الحكومات المتعاقبة في مصر إهتماماً متزايداً لتطوير وإصلاح وتحريك قطاعاتها المالية إنطلاقاً من الدور الهام والحيوي الذي يقوم به هذا القطاع في تعزيز النمو الإقتصادي والتي أثبتت التجارب العملية أن نجاح الإصلاحات الهيكلية وقدرة الإقتصاد على التصدي للصدمات الخارجية غير المتوقعة مرتبطة الى درجة كبيرة بإصلاح القطاع المالي نظراً لمساهمته الكبيرة في رفع كفاءة الإقتصاد وتعميق الاستقرار.

ويؤكد على ذلك أن ما تعرض له الإقتصاد المصري في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية ليس ببعيد، حيث كان للإصلاحات التي قام بها البنك المركزي المصري وصدور القانون ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ أثر كبير في حماية الإقتصاد القومي من أثار تلك الأزمة.

إن القطاع المالي الكفاء يمثل بمكوناته وعناصره القناة المثلى لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها في شكل ائتمان وأدوات استثمارية، ومن ثم توجيهها نحو القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما أن هذا القطاع يعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية واستقطابها لتوفير موارد تمويلية إضافية تساهم في تغطية احتياجات التنمية المحلية.

وتأتى هذه الدراسة لتوضح أهمية البورصة والتي تعتبر بحكم وظيفتها الأقتصادية حلقة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد والمؤسسات، فهي تعتبر السوق الطبيعي التي تلتقى فيها مصلحة المشروعات التي تسعى دائماً وراء رأس المال لتنمو وتتطور، ومصلحة الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال وذلك بالإسهام في المشروعات الإقتصادية المختلفة، بالإضافة إلى ذلك فإن البورصة تساعد على توفير الإفصاح والعلايه بالنسبه للمستثمر عن وضع الشركة المالي وحالة العرض والطلب بالنسبه للأوراق الماليه المتداوله، حيث يلعب العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار، وبالتالي تلعب البورصة دوراً هاماً في توزيع المدخرات على المشروعات الإقتصادية، كما تعكس حقيقة الوضع الإقتصادي في أوقات الرواج والكساد.

وبذلك يتضح لنا أن الأسواق المالية تعمل كمرآة للإقتصاد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، حيث تأثر هذه القوى في الحالة الاقتصادية، فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي يعد من المؤشرات السابقة للأحداث، بإعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلاً، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس

الوضع الاقتصادي الذي سيسود، وبالتالي يساعد راسمي السياسة الاقتصادية على اتخاذ التدابير الصحيحة حتى تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية.

ووصولاً لتحقيق الهدف من الدراسة فقد تم تقسيمها الى مقدمة وثلاثة فصول وخاتمة وعدد من التوصيات، عرضنا في الفصل الأول للتأصيل النظري لسوق الأوراق المالية من خلال أربعة مباحث تناولت ماهية بورصة الأوراق المالية ونشأتها، ومفهوم الأوراق المالية وأنواعها، ووظائف سوق الأوراق المالية وهيكلها التنظيمي، وكفاءتها. وتناولنا في الفصل الثاني سوق الأوراق المالية في مصر وتطوره في ثلاثة مباحث تناولنا من خلالها نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر، وتطور الأدوات المالية فيها، وأهم المؤسسات المؤثرة فيها، وأهم معوقاتهما. ثم عرضنا في الفصل الثالث لدور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية من خلال ثلاثة مباحث تناولت دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية، ودور سوق الأوراق المالية في جذب المدخرات المحلية والأجنبية، ودور حوكمة الشركات في تفعيل الدور التنموي لسوق الأوراق المالية. ثم أنهينا دراستنا بخاتمة اشتملت على أهم النتائج والتوصيات.

الفصل الأول التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية

شهدت السنوات الأخيرة إهتماماً متزايداً في إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في مختلف بلدان العالم المتقدمة والنامية، وفي إمكانية الربط بينها، وقد جاء هذا الإهتمام إنطلاقاً من أن هذه الأسواق تساعد على زيادة النمو الإقتصادي، وتقليل الإعتماد على التمويل الخارجي بإعتبارها أحد القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية، إذ تشكل أسواق الأوراق المالية آليه هامه من آليات تجميع المدخرات من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي.

وسوق الأوراق المالية تعرف بأنها تلك السوق التي تتعامل في الاستثمار المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها، أي أنها النطاق الذي تتداول فيه الأوراق المالية سواء من جهة المستثمرين المحليين أو المستثمرين الأجانب، وتمثل البورصة الحركة والنشاط في هذا النطاق.

ولسوق الأوراق المالية دور هام فى القيام بوظيفة تسهيل الأصول طويلة الأجل، وهى الوظيفة التى تحقق للمدخرين إمكانية الاستفادة من أموالهم المستثمرة فى المشروعات المختلفة دون الحاجة لتصفية تلك المشروعات أو تخفيض رؤوس أموالها. وبذلك فإن ارتفاع سيولة الأصول المتداولة فى البورصة يعتبر تشجيعاً للمدخرين على حيازة الأصول المالية من ناحية، وتشجيعاً للمستثمرين على التوسع فى النشاط فى ظل توافر فرصة للحصول على التمويل من خلال طرح الأسهم والسندات. ويلقى هذا الفصل الضوء على ماهية بورصة الأوراق المالية ونشأتها، ومفهوم الأوراق المالية وأنواعها، ووظائف سوق الأوراق المالية وهيكلها التنظيمى وكفاءتها، ودورها فى عملية التنمية الاقتصادية وذلك فى أربعة مباحث على النحو التالى:

المبحث الأول : ماهية البورصة ووظائفها

المبحث الثانى : الهيكل التنظيمى لسوق الأوراق المالية

المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الرابع : دور سوق الأوراق المالية فى التنمية الاقتصادية

المبحث الأول

ماهية البورصة ووظائفها

على الرغم من أن سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتقى فيها قوى العرض والطلب، وتتحدد على أساسها الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق، حيث أنه يجرى فى تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، بينما فى أسواق الأوراق المالية يجرى التعامل فى حقوق على هذه الثروة وهى الأسهم التى فى حوزة المتعاملين، ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، فقد ظهرت الحاجة الى هذه الأسواق، حيث تباع الحقوق وتشتري دون المساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع.

وفى الوقت الذى تحتاج فيه المشروعات إلى رؤوس أموال لمدته طويله أو متوسطه، نجد أن بعض المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم بشكل لايعرضها للمخاطر التى تنجم عن إمتلاك الأصول العينية، وبشرط تمكين أصحابها من تحويل هذه الإستثمارات المتوسطه والطويلة الأجل إلى مال حاضر فى أى وقت، وهذا ما إقتضى توظيف المدخرات فى أوراق ماليه تمثل حق ملكية أسهم أو حقوق دين وذلك تحقيقاً لسيولة الأموال التى

تتضمنها هذه الأوراق التي لاتمثل ثروه فى حد ذاتها بل تمثل حقوقاً على الثروه تصدرها المشروعات التي تحتاج إلى اموال طويلة الأجل وتقوم ببيعها إلى المدخرين، وبالتالي يبيع المدخر الحقوق التي ترتبها هذه الأوراق على الثروه، ومن هنا كانت اهمية الأسواق الماليه حيث تباع وتشتري الحقوق على الثروه والتي تعطى لذلك سيولة للأوراق الماليه تشجع الأفراد على التوظيف فيها، ومن أهم أشكال هذه الأسواق الماليه (البورصات).

ونقسم هذا المبحث الى ثلاثة فروع على النحو التالى:

الفرع الأول : ماهية بورصة الأوراق المالية ونشأتها

الفرع الثانى : مفهوم الأوراق المالية وأنواعها

الفرع الثالث : وظائف سوق الأوراق المالية

الفرع الأول

ماهية بورصة الأوراق المالية ونشأتها

ماهية البورصة:

البورصة هي سوق منظمة لرأس المال، تقام فى مكان ثابت، يتولى ادارتها والاشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليذ، يقصدها المتعاملون فى الأسهم والسندات من الراغبين فى الاستثمار للاستفادة من تقلبات الأسعار، وتنعقد جلساتها فى المقصورة يومياً حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين.^(١) وهناك من يعرفها بأنها " مكان لاجتماع سماسرة الأوراق المالية، يتم وفقاً لأشكال المحددة بواسطة القوانين واللوائح، بقصد تداول الأوراق المالية وتحديد أسعارها".^(٢) وقد عرفها بنك مصر بأنها " السوق التي تتعامل فى الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ومن أهم وظائفها ضمان التداول المنظم لأوراق المالية، وتعبئة الأموال من أجل الاستثمار".^(٣)

(١) للمزيد من التفاصيل راجع :

- Charles Amos Dice " The stock market " Mc Graw Hill Book Co Inc – 1952 – P. 15 -

- د. صالح البربرى - الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية - مركز المساندة القانونية - القاهرة ٢٠٠١ - ص ١١٨ .

(٢) المستشار/ محمود فهمى - ندوة سوق المال وبورصة الأوراق المالية - مركز البحوث والدراسات القانونية - كلية الحقوق جامعة القاهرة - نوفمبر ١٩٩٥ - ص ٤ .

(٣) بنك مصر - سوق الأوراق المالية فى مصر، المشاكل والسماط الخاصة بالسوق المالية الناشئة (١٩٩٠ - ١٩٩٦) - أوراق بنك

مصر البحثية - العدد رقم (١) لعام ١٩٩٧ - ص ١٠ .

نشأتها:

اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة بورصة، فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة BOURSE يرجع إلى مصدرين هما: (١)

الأول: إسم احد كبار التجار الأغنياء وكان إسمه (فان دن بورص) Van Den Bourse وكان يقيم في مدينة (بروج) Bruges في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

الثاني: أن هذه العائلة كان لها فندق خاص في مدينة (بروج) اشتهر بأسمها وكانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس Trois Bourses، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع.

وتشير الوثائق بأنه في نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافه الإيطالية في الهجرة الى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما أن وطد الايطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعو في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج البلجيكية، واتخذت القنصليات الإيطالية الثلاث لكل من جنوه والبندقية وفلورنسا مقراً دائماً لكل منها في قلب حي الأعمال في هذه المدينة، وكان لتجمع هذه القنصليات في مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الايطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. (٢)

ولما كان من الثابت تاريخياً أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في سابق عهده فندقاً مملوكاً لعائلة "فان ديربيرس Van Der Beurse" البلجيكية، والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد الى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق والوافدين على المدينة طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، فلم يكن مستغرباً أن يتسمى الميدان الذي تحيطه القنصليات الثلاث بإسم هذه العائلة.

وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة أنفريس عام ١٥٣٦ ثم في إمستردام عام ١٦٠٨ ثم في لندن عام ١٦٦٦

(١) د. أحمد زكي هيكل - عمليات البورصة في مصر - القاهرة ١٩٤٩ - ص ٢٢.

(٢) سمير عبدالحاميد رضوان - أسواق الأوراق المالية - القاهرة ١٩٩٦ - ص ٢٨.

ثم فى باريس ١٨٠٨، ولقد ظهرت ضرورة تنظيم الأسواق الماليه مع تطور ونمو التجاره، وكان الرومان أول من عرف الأسواق الماليه فى القرن الخامس قبل الميلاد، وفى العصور الوسطى إعتبرت كل من بروج وانفرس وليون وإمستردام ولندن من المراكز الماليه المهمه حيث قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجاربه والمصرفيه وتم فيها التبادل على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجاربه، ومنذ عام ١٥٩٢ ظهرت قوائم أسعار الأسهم فى أسواق أمستردام وباريس ولندن.^(١)

ومنذ بداية القرن السابع عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون فى بورصة أمستردام وأحتلت المكان الأول فى العالم، ولكن السيطرة البريطانيه لم تتمكن من الصمود بين الحربين العالميتين حيث تقلص حجم الإمبراطوريه وأفل نجم الإسترليني وإن كان مركز لندن المالى ظل يحتفظ بتنظيم مصرفى فعال ونشاط كبير للبورصه. كذلك عرفت باريس دورها فى القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين عندما كان الإبخار الفرنسى يمول مشروعات العالم، إلا أن نتائج المساهمات الخارجيه لم تكن دائماً إيجابيه ومربحه، ولذلك عاد الإبخار الفرنسى للداخل، وفى هذه الأثناء كانت (وول ستريت) فى أمريكا هى بورصة العالم الجديد.

ورغم أن الأزمه العالميه الكبرى عام ١٩٢٩ أودت بحياة العديد من البنوك والشركات إلا أن السوق الأمريكى سرعان ما عرف الثقه والأطمئنان والتوسع نتيجة دور الدولار المتعاطم بعد الحرب العالميه الثانيه وخروج الولايات المتحده الأمريكيه منتصره سياسياً وأقتصادياً.

ومنذ القرن التاسع عشر ظهرت الأوراق الماليه وإزداد إصدارها وتداولها حتى ظهرت ضرورة قيام سوق لتأمين التعامل بها، ومن هنا ظهرت الحاجة الى وجود بورصة للأوراق الماليه، والتي تعد بمثابة سوق ماليه منظمه تتداول فيها الأسهم والسندات، وتتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب، ويتم التداول فيها على صورتين:

عمليات عاجله : حيث يتم تصفيه العمليه مباشره ويتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق الماليه إلى المشتري.

عمليات آجله : ويتم عقدها مباشره إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد قائم.

ولاتختلف البورصة عن السوق، فالبورصة وليدة السوق ووجه الشبه بينهما كبير فكل منهما محل للبيع والشراء، إلا أن البورصة تتميز عن السوق بكونها سوقاً منظمه تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لاتنسحب كلمة

(١) صلاح الدين حسن السيسى - الأسواق الماليه - دار الفكر العربى- القاهرة ٢٠٠٨ - ص ١٤٨.

البورصة على السوق، حيث أن البورصة فرع والسوق هو الأصل، لذلك فلا حرج من استخدام أياً من اللفظين الشائعين "السوق أو البورصة" عند الإشارة الى هذا الكيان.

وفيما مضى لم يكن هناك حد يفصل بين بورصات التجارة والبورصات المالية، ولم يحدث هذا التمييز الا بمرور الزمن واتساع دائرة الأعمال ووضوح التخصص.^(١)

ويمكن تصوير العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية على أنها ذات العلاقة بين الأصول العينية التي يجرى التعامل عليها فى البورصات السلعية، والأصول المالية متمثلة فى أسهم هذه الشركات والتي يجرى التعامل عليها فى أسواق الأوراق المالية، ذلك أن الشركات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، يتم فى ذات الوقت التعامل على أسهمها فى بورصات الأوراق المالية، لذلك فإن تقلبات الأسعار صعوداً وهبوطاً فى البورصات التجارية تنعكس فى الحال على أسعار التداول لأسهم هذه الشركات فى بورصات الأوراق المالية، ولذلك فالعلاقة بينهما هى علاقة متغير تابع وهى أسواق الأوراق المالية بمتغير مستقل وهى البورصات السلعية، والأمر على النحو المتقدم يكشف عن طبيعة العلاقة بين البورصتين وحساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار فى بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار فى البورصات السلعية.

ومن المفيد فى نهاية هذا العرض تحديد الفرق بين سوق الأوراق المالية وبين السوق المالية بمعناها الواسع منعاً للخلط والالتباس.

فالسوق المالية هى مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع الى مثيلاتها فى شكل تيار نقدى أو مالى مستمر.

أما سوق الأوراق المالية فهى بمثابة قناه من القنوات أو رافداً واحداً من روافد السوق المالية، وهو ماسنوضحه فيما بعد فى الهيكل التنظيمى لسوق الأوراق المالية.

وقد مرت فكرة الأسواق المالىه فى نشوءها بخمس مراحل إرتبطت بالتطور المالى والإقتصادى للدول، وذلك على النحو التالى:^(٢)

المرحلة الأولى : وتميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة، ومحال الصرافه، وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم فى مشروعات مختلفه.

المرحلة الثانية : وتميزت ببداية ظهور البنك المركزى الذى يسيطر على البنوك.

(١) سمير عبدالحميد رضوان - المرجع السابق - ص ٢٩.

(٢) سمير عبدالحميد رضوان - المرجع السابق - ص ٣١.

المرحلة الثالثة : وفيها ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل لسد حاجتها من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة.

المرحلة الرابعة : وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والإهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزانه لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بدايه لإندماج السوق النقدى فى السوق المالى، وبداية ظهور أسواق ثانويه لتبادل هذه الأوراق أى (البورصات) بالإضافة إلى وجود سوق نقدى متقدمه، مما يقتضى وجود موارد مالىه كبيره بالنسبه لحجم العمليات التى تجرى فيه.

المرحلة الخامسة: وهى مرحلة إندماج الأسواق المالىه المحليه فى الأسواق المالىه الدوليه، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرقله تمثل حلقله متطوره فى نماء النظام المصرفى داخل الدوله وتطور المرافق الإقتصاديه العامه فيها.

الفرع الثانى مفهوم الأوراق المالىة وأنواعها

مفهوم الأوراق المالىة:

يقصد بالأوراق المالىة أنها تلك السلعة اللى يتم تداولها بيعاً وشراءً فى بورصة الأوراق المالىة، والورقة المالىة تمثل صك يعطى لحامله الحق فى الحصول على جزء من عائد، أو الحق فى جزء من أصول المنشأة، أو الحقين معاً، ويمكن تقويمه وتداوله بسهولة فى بورصة الأوراق المالىة، وهو يثبت بطريقة مؤكدة مايمثله من حقوق.^(١)

والورقة المالىة تمثل فى جوهرها عقداً بين المؤسسة أو الحكومة المصدرة لها، ومايين المستثمر، حيث يتم بموجب هذا العقد تحديد حقوق وواجبات وامتيازات الطرفين، كما تمثل الأوراق المالىة فى سوق الأوراق المالىة مجرد مجموعة من اختيارات الاستثمار المتاحة مقابل اختيارات أخرى كحسابات البنوك والذهب والعقارات والعملات ووثائق التأمين، ويستترشد المستثمرون فى سوق الأوراق المالىة بثلاثة عوامل رئيسية عند إتخاذ قرار الاستثمار، ويبحثون على الخليط المناسب منها وهى العائد المتوقع، والمخاطر، والسيولة.^(٢)

(١) د. صالح البربرى - المرجع السابق - ص ٥٦.

(٢) د. مجدة مجد عبده - تقييم أداء سوق الأوراق المالىه ودوره التنامى فى الإقتصاد المصرى - رسالتها للدكتوراه مقممه لكلية الإقتصاد والعلوم السياسيه بجامعة القاهرة عام ٢٠٠٩ - ص ٣٢.

أنواعها:

يمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها الى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، وهناك الأسهم الممتازة التي تعتبر خليطاً من الأسهم العادية والسندات، وتصنف ضمن الفئة الأولى.^(١) وكذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ استحقاقها الى أوراق مالية قصيرة الأجل، وأوراق مالية متوسطة الأجل، وأوراق مالية طويلة الأجل. وهناك من يصنف الأوراق المالية الى الأسهم والسندات، سواء كانت من نصيب المساهمين أو من نصيب المؤسسين، وكذلك في أنون الخزانة، كما يدخل البعض تحت مسمى الأوراق المالية أيضاً كإبونات الأرباح، وحقوق المكتتبين أو أى حقوق تتعلق بهذه الأوراق المالية.^(٢)

وقد تعددت الأوراق المالية، فهناك مثلاً الأسهم العادية والأسهم الممتازة وأسهم التمتع أو الانتفاع، وكذلك هناك السندات ذات العائد الثابت والعائد المتغير، وسندات تتضمن شرط الاستهلاك، ثم دخلت الأسواق المالية وثائق الاستثمار الخاصة بصناديق الاستثمار، إلا أنه عادة لايجرى تداولها في البورصة بل يتم شراؤها وبيعها لدى الصندوق المصدر نفسه.

(١) الأسهم العادية هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، والقيمة الاسمية هي القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ماينص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

أما الأسهم الممتازة فيمكن تعريفها بأنها مستند ملكية - وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي - له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، فلايجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح أو نصيبهم من أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم منها .

أما السند فقد عرفه بعض الفقهاء بأنه صك مديونية طويلة الأجل بفائدة سنوية، كما عرفه البعض بأنه صك يثبت حق المكتتب في قرض طويل الأجل تصدره شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم أو أى شخص معنوى عام أو خاص، للمزيد من التفاصيل راجع د. صبرى ابراهيم الشافعى - سوق رأس المال كأحد مقومات التنمية الاقتصادية مع التطبيق على مصر - رسالته للدكتوراه مقدمة لكلية الحقوق جامعة عين شمس عام ٢٠١٠ - ص ١٧ ومابعدها .

(٢) د. صالح البربرى - المرجع السابق - ص ٥٦ .

ومع انفتاح أسواق رأس المال وإزالة القيود التي كانت تعرقل انتقال رؤوس الأموال في العالم وتحرير تجارة الخدمات، ومنها أسواق رأس المال، فقد أصبح بإمكان مصدري الأوراق المالية أن يروجوا تلك الأوراق في الأسواق العالمية على شكل شهادات إيداع دولية. أما من ناحية الشكل فنظراً للتطورات السريعة فقد تغير الشكل التقليدي للورقة المالية، فبعد أن كانت تتمثل في شكل صك مطبوع، فقد أصبحت الآن عبارة عن قيد حسابي، أي تحولت من الشكل المادي العادي إلى شكل حسابي، ويتم تبادلها بخصمها من حساب وقيدتها لحساب آخر.

التفرقة بين السهم والسند:

يتمثل الفرق بين السهم والسند في أن السهم يمثل حصة في رأس مال شركة، ويضفي على حائزه صفة مساهم، وبالتالي يؤكد السهم علاقة ما أو صلة بالشركة تعطى حائزها حقوقاً متساوية.

أما السند فهو يمثل فقط (حق دائنية) أي إثبات دين على الشركة، وبمعنى آخر فإن حائز السهم أو المساهم هو شريك، أما حائز السند فهو دائن.

ويترتب على التفرقة السابقة نتائج هامه، فمن الناحية المالية يتحمل المساهم كل الاحتمالات المتعلقة بأداء الشركة من مكسب أو خسارة، أما حائز السند فيحصل على عائد السند (الدين) بطريقة مضمونة، بصرف النظر عن أحوال الشركة سواء ربحت أم خسرت، ومن الناحية السياسية للشركة يشترك المساهم ولو بطريقة غير مباشر في أداء الشركة، بينما ليس لحامل السند حق التدخل في هذا الخصوص.

وبذلك نخلص إلى أن حامل السند له مال (دين) ولكن ليس له أي سلطة تدخل قبل الشركة المدينة، أما المساهم فله (مال) وله (سلطه) قبل الشركة، تتمثل في حق التدخل في أداء الشركة ولو بطريقة غير مباشرة، وهي سلطة نسبية ترتبط بما له من أسهم، وعلى هذا اختلفت الحقوق بين المساهمين وحملة السندات.

حقوق المساهمين (حاملى الأسهم):

المبدأ الأساسى هو أن السهم يخول لصاحبه حقين : مال وسلطه، فالحق المالى يتمثل فى قيمة السهم ومايمثله من حصة فى رأس المال ومايترتب عليه من مميزات مثل: (١)

(١) د. صالح البربرى - المرجع السابق - ص ٥٩.

- ١ - الحق فى الحصول على الأرباح.
 - ٢ - الحق فى الاكتتاب فى زيادة رأس المال.
 - ٣ - الحق فى أن يتصرف فيما يملكه من أسهم.
 - ٤ - الحق فى استعادة نصيبه فى رأس المال عند التصفية مع العائد إن وجد.
- أما السلطة أو حق الإدارة فهو يتمثل فيما يتمتع به صاحب السهم من حق الاقتراع فى الجمعية العمومية للشركة، وإن كان هذا الحق يرتبط دائماً بالحق المالى، كذلك حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وحق محاسبتهم، وحق الاستعلام.
- حقوق حاملى السندات:**

ان أساس العلاقة بين إصدار السندات والاكتتاب فيها يتمثل فى أنها عقد قرض يعطى لحامل السند عدداً من الحقوق قبل الشركة المصدرة، وتتماثل هذه الحقوق بالنسبة لجميع السندات ذات نفس الاصدار وبنفس القيمة الأسمية، فى الآتى :

أولاً : باعتبارهم دائنين :

فيعتبر جميع حاملى السندات دائنين قبل الشركة المصدرة لها، وهم بهذه الصفة يتمتعون بكافة الحقوق التى يتمتع بها الدائن العادى، وتطبق عليهم فى هذا الشأن القواعد العامة وهى :

- ١ - اللجوء الى القضاء ضد الشركة لاقتضاء دفع المستحق لهم (الأرباح) أو إلغاء العقد، أو نقض الأفعال التى تتسم بالغش تجاه حقوقهم.
- ٢ - استخدام حق الرهن الذى يتمتع به الدائن على الذمة المالية للمدين أو على الضمانات الخاصة بإصدار السندات أو أخذ اجراءات تحفظية لتأكيد فعالية هذا الحق العام (الرهن).
- ٣ - استخدام الحقوق وممارسة الدعاوى المتعلقة بالشركة عن طريق الدعوى غير المباشرة.
- ٤ - طلب إعلان إفلاس الشركة التجارية.
- ٥ - التصرف ضد المساهمين بدعوى رد المدفوع من الأرباح بدون وجه حق.

ثانياً : باعتبارهم مقرضين :

كما يعتبر حاملى السندات مقرضين للشركة مما يعطيهم الحق فى أن يطلبوا من الشركة العائد المادى المتفق عليه مقابل القرض، فلهم الحق فى الحصول على

الفائدة وكذلك رد رأس المال فى موعده، وبموجب السندات التى يحوزونها يحق لهم القيام بالاجراءات القانونية والقضائية اللازمة عند فقد أو سرقة السندات لحامله. ومن المميزات الأخرى التى يحصل عليها حاملى السندات ميزة حياة سند قابل للتداول، حيث يحق لحائزى السندات الحصول من الشركة على السندات التى تمثل حقوقهم، ووفقاً للاتفاق يستطيعون أن يقوموا بإجراء عمليات التداول على هذا الصك. وحيث إن حائزى السندات يعتبرون دائنين وليسو مساهمين فهم لا يتمتعون بحق المشاركة فى الجمعية العمومية الخاصة بالمساهمين لمتابعة سير وأداء الشركة الا بممثل عن جماعة حائزى السندات الذى له حق إبداء ملاحظاته دون أن يكون له صوت معدود فى المداولات. كذلك لا يجوز لصاحب السند طلب الاطلاع على وثائق الشركة فى الظروف التى تسبق عقد الجمعية العمومية ولكن له أن يطلب من المركز الرئيسى بيان بعدد السندات المصدرة والمتداولة.

الفرع الثالث وظائف سوق الأوراق المالية

يتمثل الدور الرئيسى لسوق الأوراق المالية فى القيام بوظيفة تسهيل الأصول طويلة الأجل، وهى الوظيفة التى تحقق للمدخرين إمكانية الاستفادة من أموالهم المستثمرة فى المشروعات المختلفة دون الحاجة لتصفية تلك المشروعات أو تخفيض رؤوس أموالها، وبذلك فإن ارتفاع سيولة الأصول المتداولة فى البورصة يعتبر تشجيعاً للمدخرين على حياة الأصول المالية من ناحية، وتشجيعاً للمستثمرين على التوسع فى النشاط فى ظل توافر فرصة للحصول على التمويل من خلال طرح الأسهم والسندات. وتعد بورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، وبذلك

يمكن تقسيم وظائفها الى :

- ١ - وظائف رئيسية .
- ٢ - وظائف مكملة .

ويمكن توضيح تلك الوظائف فيما يلى: (١)

(١) سمير عبدالحميد رضوان - المرجع السابق - ص ٣٣.

أولاً : الوظائف الرئيسية :

وهى تلك الوظائف التى اذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها، وتتمثل فيما يلى:

١- بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع من أرض ومبان وآلات ومعدات، فلما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين اذا مارغب فى الانسحاب من الشركة التى يمتلك جزءاً من أسهمها، فقد ظهرت الحاجة الى هذه الأسواق لتؤدى أهم الوظائف التى دعت الى وجودها.

٢- خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة، بحيث يكون بوسع المستثمر فى أى وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.

وتتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين فى استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع الى تصفية استثماراتهم هو الحاجة الى السيولة المطلقة المتمثلة فى النقدين، أو الانتقال من قطاع استثمارى الى آخر تتعاضد فيه معدلات الربحية، أو لايثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر اذا ما ارتفعت أسعار الفائدة فى سوق النقد.

٣- تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء فى سوق للمزايدة يتزاحم فيه المتنافسون من البائعين والمشتريين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

٤- توفير الإفصاح المالى عن الشركات المدرجة للمتعاملين، حيث توفر البورصة مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، فحجم العمليات والمستوى النسبى للأسعار يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطنى وضعفه أو لقطاع من قطاعاته.

٥- المساهمة فى تنشيط الأعمال وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجارى للمشروع دون تفريط فى الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتماداً على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية مع تحوط مؤسسات الأقرض بخصم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات فى أسعار الأسهم والسندات فى بورصات الأوراق المالية.

ثانياً: الوظائف المكملة:

- ١ - تمثل البورصة سلطة رقابية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها الى البورصة، فترتفع أسعارها ثواباً أو تنخفض عقاباً، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء .
 - ٢ - توفر هذه السوق مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلاً منهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم ولايضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لاتحوز قناعاته.
 - ٣ - يعد الاستثمار في البورصة وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار، استناداً الى أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوى الشرائية. وبذلك يمكن حصر أهم الوظائف التي تقوم بها سوق الأوراق المالية فيمايلي: (١)
- * تعبئة المدخرات وتوظيف الأموال، حيث تعمل على جذب فوائض الأفراد والقطاعات المختلفه مما يساعد على تنشيط مجالات الإستثمار العام والخاص وتنشيط الإقتصاد القومى.
 - * مد المقترضين بالأموال اللازمه لتنفيذ مشروعاتهم بإعتبارها قناه تصل بين طالبى وعارضى النقود.
 - * نشر المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق الماليه وأسعار الفائده عليها مما يحقق صالح البائعين والمشتريين فى معرفة قيمه الحقيقيه للأوراق الماليه. تكوين تراكم رأسمالى لآجال قصيره أو طويلة الأجل.
 - * تخصيص الموارد وتوزيع المدخرات بين الأنشطة الإقتصاديه المختلفه.

(١) أمانى محمد عبدالوهاب، دور سوق الأوراق المالية فى نمو القطاع الصناعى، رسالة مقدمة للحصول على الماجستير لكلية الاقتصاد بجامعة القاهرة، عام ٢٠٠٩، ص ١٨.

المبحث الثاني الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً فى النظم الإقتصادية الحديثه التى تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص فى تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الإقتصادية، وكلما كان النظام المالى للدولة متطوراً كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الإقتصادى وتقدمه، ودعم التنمية الإقتصادية التى تعتمد إلى حد كبير على معدل تكوين (تجميع) رأس المال، والذى يعتمد بدوره على معدل الإدخار.

ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الإقتصادية تأثيراً إيجابياً من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه المدخرات المجمعه على الإستثمارات، وإزالة الإزدواج المالى بين السوق المالى المنظم والسوق المالى غير المنظم.

ومن المهم قبل أن نشرع فى عرض التقسيم الوظيفى والتنظيمى لسوق الأوراق المالية أن نحدد الفرق بين سوق الأوراق المالية وبين السوق المالية بمعناها الواسع منعاً للخلط والالتباس.

فينصرف مفهوم القطاع المالى عادة الى الوحدات التى تؤدى دور الوساطة المالية بين المدخرين والمقترضين، وبهذا المفهوم فإن القطاع المالى يشمل البنوك ومكاتب وشركات الصرافة، وصناديق الاستثمار، وبيوت الخصم، وشركات الاكتتاب، وشركات التأمين، وصناديق توفير البريد، وصناديق التأمين والمعاشات، والبورصة بكل ماتشمله من هياكل تنظيمية، ومكاتب وشركات السمسرة وإدارة محافظ الأوراق المالية.^(١)

وبذلك يمكن تعريف السوق المالية فى ضوء ماتقدم بأنها مجموعة القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال الزائدة من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع الى من هم فى حاجة اليها من الأفراد والهيئات والمؤسسات فى شكل تيار نقدى أو مالى مستمر.^(٢)

(١) د. محمود عبدالحى - - القطاع المالى وتحدياته - المجلة المصرية للتنمية والتخطيط - المجلد الثانى - العدد الثانى - عام ٢٠٠٠ - ص ٢١.

(٢) د. صلاح زين الدين، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموى المنشود، بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للإقتصاديين المصريين، الجمعيه المصريه للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع، القاهره ٧-٩ إبريل ١٩٩٥، ص ٣.

أما سوق الأوراق المالية فهي تمثل قناه من القنوات أو رافداً واحداً من روافد السوق المالية، ويقصد بها أنها " سوق مستمره فى مواعيد محدده يغلب عليها اليوميه، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسره أو البائعين والمشتريين للتعامل فى الأوراق الماليه وفقاً لنظم وقوانين محدده".^(١)

فى ضوء التعريف السابق يتضح لنا أن السوق المالى يشتمل على:^(٢)

١ - سوق النقد: وتهتم مؤسساته بالإستثمارات والإئتمان قصير الأجل، ومن أبرزها أدون الخزانة وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول والأوراق التجارية التى تصدرها الشركات المتخصصة، وتعتبر البنوك أبرز المؤسسات العاملة فى سوق النقد، ويشتمل سوق النقد على:

أ - مؤسسات مصرفية (البنك المركزى - البنوك التجارية - بيوت الصرافه).

ب - مؤسسات غير مصرفية (هيئات التأمين - صناديق الإيداع والتأمين - شركات التأمين).

٢ - سوق رأس المال: ويهتم بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل، ومن أبرز الأدوات المالية المتداولة بسوق رأس المال الأسهم والسندات وصكوك التمويل التى تصدرها الشركات والسندات الحكومية التى تصدرها الخزانة العامة للدولة ووثائق صناديق الاستثمار، وتنقسم هذه السوق بدورها الى قسمين رئيسيين، هما:

أ - مؤسسات تعمل فى الأموال والقروض طويلة الأجل ومتوسطة الأجل مثل (بنوك التنمية الصناعية - البنوك العقارية - بنوك الاستثمار والأعمال).

ب - سوق الأوراق المالية، وهى تعد إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال، وتأتى أهميتها لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادى للمجتمع، ويتم الاستثمار فيها عن طريق شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات، وسواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك، ويشتمل هذا السوق على :

(١) سيد عيسى - تطوير سوق التمويل فى مصر - بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للإقتصاديين المصريين -

الجمعية المصريه للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع - القاوه ١٩٨٨ - ص ٢.

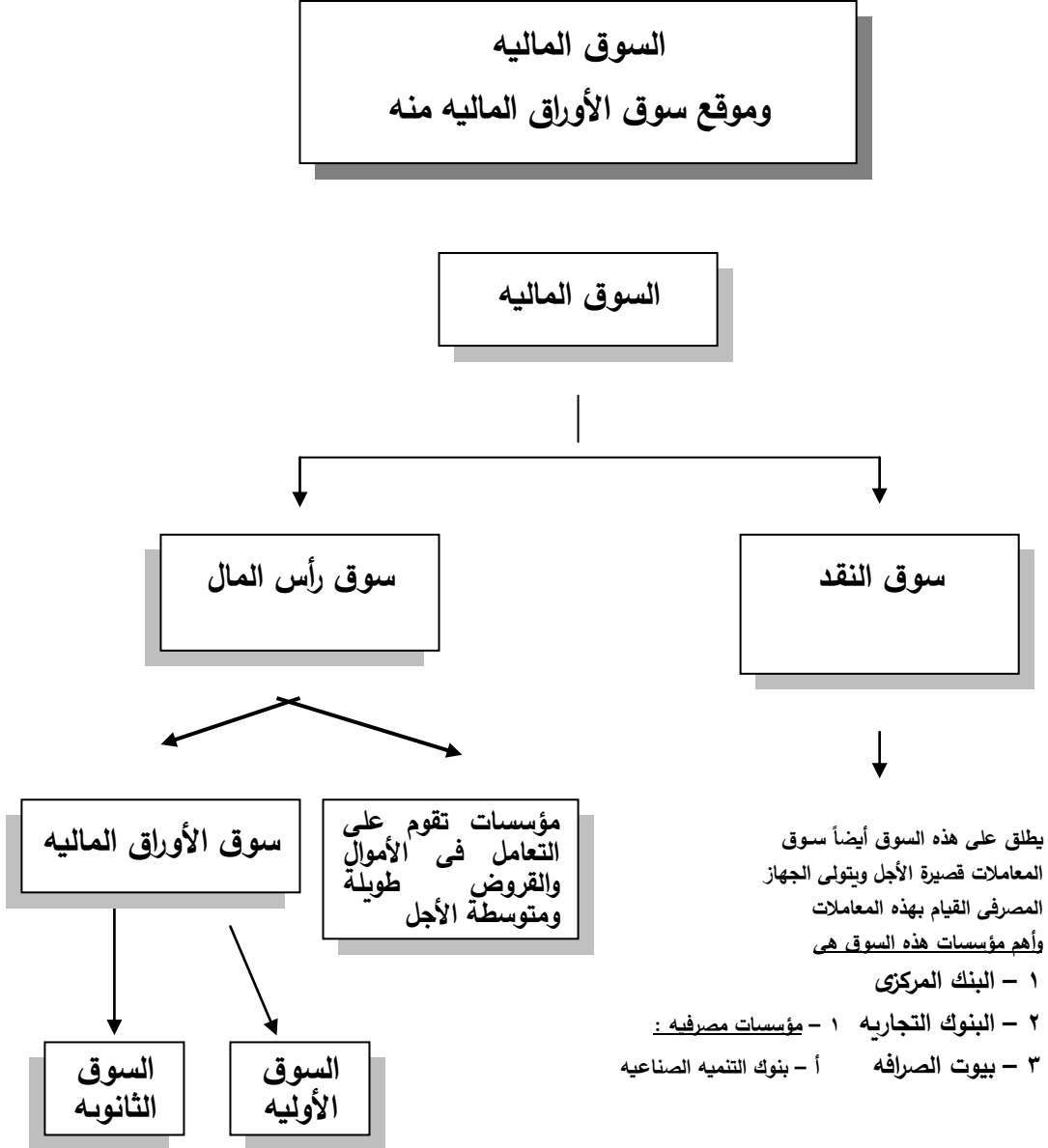
(٢) أمانى محمد عبدالوهاب - المرجع السابق - ص ١٥.

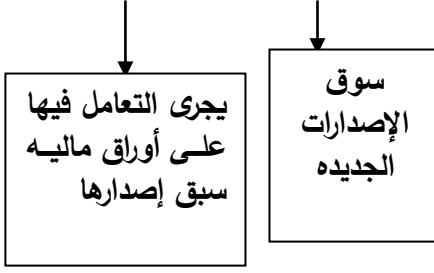
- (١) سوق الإصدار : ويختص بإصدار الأوراق المالية لأول مرة.
 (٢) سوق التداول : ويختص بتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل.

والشكل رقم (١) يوضح موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق

المالية:

شكل رقم (١) يوضح





- ب - البنوك العقاريه
ج - بنوك الإستثمار والأعمال
٢ - مؤسسات غير مصرفيه :
أ - هيئات التأمين
ب - صناديق الإيداع والتأمين
ج . شركات التأمين

التقسيم الوظيفي لسوق الأوراق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها الى السوق الأولية والسوق الثانوية، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية، حيث يتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، والسوق الثانوية التي يجرى من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية لن تدعو الحاجة الى وجودها في غياب السوق الأولية، ونوضح ذلك فيمايلي: (١)

١ - السوق الأولية (سوق الإصدارات الجديدة): ويتم التعامل فيها على بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي تطرح لأول مره من قبل الهيئات والشركات التي تصدرها، ويتمثل ذلك في تأسيس الشركات الجديده وطرح رأسمالها في صورة أسهم تطرح للاكتتاب من الجمهور، وكذا زيادة رؤوس أموال الشركات القائمة عن طريق أسهم الإكتتاب.

ويتضح مما سبق أن الاصدار الجديد له ثلاثة أحوال، هي :

- أ - أن الاصدارات الجديدة تتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهم للاكتتاب العام لأول مرة.
- ب- أن الاصدارات الجديدة تمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو سندات بغرض زيادة مواردها المالية.
- ج- أن الاصدارات الجديدة تمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق. والذي يقصد به أن شركة المساهمة قد لاتطرح أسهمها للاكتتاب العام، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسى الشركة، ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق.

وتتضح الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية في كونها دعامة قوية وركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي وليس من المتصور - في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة - إحداث التنمية في غيابها، فهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض وتوجيهها مباشرة نحو

(١) للمزيد من التفاصيل راجع :

- سمير عبدالحميد رضوان، المرجع السابق، ص ٣٧.
- د. عيسى فتحى عيسى، البورصة والقطاع الصناعى، كيف يستفيد كل منهما من الآخر، مؤتمر أولويات الاستثمار الصناعى فى مصر - معهد التخطيط القومى، القاهرة مايو ٢٠٠٦.

المشروعات الانتاجية ذات العجز فى الموارد المالية، كما أنها مصدر أصيل لضمان استمرار التدفقات النقدية، وهو مايشجع الوحدات الانتاجية على إعادة تقدير احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل فى هياكلها التمويلية، وتمكين هذه الشركات من اجراء عمليات الاحلال والتجديد أو التوسع والتحديث دون حاجة للاقتراض الذى يؤدي غالباً الى ارهاقها واستنزاف أموالها وعوائد انتاجها وتراكم الديون وأعبائها، كما أنها تولد عند المواطن العادى الشعور بالانتماء بمشاركته الفعلية فى تمويل التنمية الاقتصادية، وهو ما يوضح مدى دور تلك السوق وأهميتها توجيهية المدخرات الوطنية والتدفقات النقدية فى مسارها الصحيح.

٢ - السوق الثانوية (سوق التداول): ويقصد بها تلك السوق التى يجرى التعامل فيها على الأوراق المالية التى سبق إصدارها، حيث يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها، كما يتم تداول الأوراق المالية التى تطرح للجمهور من خلال سوق الإصدار، وتتكون سوق التداول من بورصة الأوراق المالية، ووسطاء سوق الأوراق المالية (شركات السمسرة - شركات تقييم الأوراق المالية - صناديق الإستثمار فى الأوراق المالية)^(١).

وتتضح أهمية السوق الثانوية فى أنها تمثل سوق تبايع فيها الحقوق وتشتري دون المساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروعات القائمة، فلما كانت حقوق أصحاب المشروع فى شركات المساهمة تمثل أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، فقد ظهرت الحاجة الى هذه الأسواق.

فلو افترضنا أن أحد مساهمى إحدى شركات المساهمة يمتلك مائة سهم ويرغب فى تسهيل هذه الأوراق لسبب أو لآخر، فليس أمام هذا المستثمر سوى أن يشرع فى إجراء سلسلة من الاتصالات قد تستمر فترة طويلة حتى يستطيع الحصول على مشتري لهذه الأسهم، وقد تنعدم فرص تسهيلها، وإذا وجد من يقبل شراءها فإن الأمر سيخضع للمساومة واستغلال الفرص، ولاشك أن عجز المساهمين عن تسهيل مافى حوزتهم من أصول مالية أو تضائل فرص تحويلها بسرعة وسهولة الى نقدية مؤداه استحالة قيام

(١) للمزيد من التفاصيل راجع:

- سمير عبدالحميد رضوان - المرجع السابق - ص ٤٤

- د. السيد الطيبى - أهمية تطوير سوق الأوراق المالية- بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للإقتصاديين المصريين- القاهرة ١٩٨٨، ص ١٦.

شركات مساهمة جديدة، فمن غير المتصور أن يقبل المستثمرون على شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها، كما يؤدي ذلك الى وأد أيه محاولة من قبل الشركات لزيادة رؤوس أموالها بهدف زيادة الانتاج أو تنويعه أو تطويره. فضلاً عن ذلك فإن الأوراق المالية التي تتضاءل فرص بيعها تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرها، وهو ما يمثل الأهمية القصوى لوجود أسواق الأوراق المالية في حياتنا المعاصرة.

في ضوء ماتقدم فإنه يمكن حصر أهم الوظائف التي تقوم بها السوق الثانوية

فيما يلي:

- ١ - تسييل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بسرعة وسهولة، حيث يصبح بوسع المستثمر الاستعانة بخدمات بيوت السمسرة في الحصول على قيمة هذه الأوراق دون حاجة لتكبد مشقة البحث عن مشتر.
- ٢ - إن الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات تكتسب مزيداً من السيولة من خلال تقويم السوق المستمر لها، حيث يصبح بوسع المستثمر الحصول على قروض بضمانها، وبنسبة معينة من القيم السوقية المعلنة.
- ٣ - إن تسهيل تسييل الأوراق المالية في أسواق التداول يؤدي الى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض.
- ٤ - نظراً لقيام السوق بتلك الخدمات فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات واثقين من امكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وأفضل سعر ممكن، وهو ما يتضح معه أهمية الخدمات التي تؤديها السوق الثانوية للسوق الأولية.
- ٥ - أن هذه الأسواق تساهم بفاعلية في تمويل التنمية الاقتصادية وذلك عن طريق توجيه التدفقات النقدية في مسارها الصحيح.

المبحث الثالث كفاءة سوق الأوراق المالية

مفهوم كفاءة سوق رأس المال:

سوق رأس المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة الى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

وبذلك فإن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة الماليه التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفره عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم الماليه أو السجلات التاريخيه، لحركة الأسهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام المختلفه، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، حيث يظهر في السوق مايسمى السعر العادل للورقه الماليه، والذي يعكس القيمه المحوريه لها، حيث تكون القيمه السوقيه للورقه الماليه معادله للقيمه الحاليه للمكاسب المتوقعه والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوى عليه الإستثمار في الورقه الماليه من مخاطر.^(١)

وينطوى مفهوم الكفاءه بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت، ولكن هذا لايعنى تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعه ومستوى المخاطره، ذلك أن سوق الأوراق الماليه يتضمن أنواعاً مختلفه من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق رأس المال، فهناك:^(٢)

- ١ - المستثمرين قليلي الخبره، وتمثل تصرفاتهم ضغطاً سلبياً على الأسعار في اتجاهات بعيده عن القيم المحوريه للأوراق الماليه.
- ٢ - المستثمرين المحترفين، وهم يتمتعون بقدر عال من الخبره، وتحتل تصرفاتهم ضغطاً إيجابياً على الأسعار في اتجاه القيم المحوريه.

1 - Higgins, Robert C., " Analysis for financial management " 6th ed - McGraw - hill, U.S.A, 2001, P. 169. .

(٢) صلاح الدين حسن السيسى - المرجع السابق - ص ١٦٤ .

ونتيجه للتفاوت فى مستويات خبره ودقة التحليل بين مختلف أنواع المستثمرين، يكون المتوقع وجود إنحراف بين القيم السوقية للورقه المالىه والقيم المحوريه لها من شأنه أن يخلق فرصاً مختلفه لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عاديه.

إن كفاءة سوق رأس المال تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها، وعدالة فرص الإستفاده منها وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحيه، ويستلزم تحقيق الكفاءه بهذا المفهوم تحقيق كل من:

- ١ - كفاءة التسعير أو (الكفاءه الخارجيه): وهى تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديده فى وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون فى سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعه مع تكافؤ فرص الحصول عليها والإستفاده منها.
- ٢ - كفاءة التشغيل أو (الكفاءه الداخليه): ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عاليه، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصاً لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.

أنواع كفاءة أسواق رأس المال

فى مجال كفاءة أسواق رأس المال يتم التمييز بين: (١)

- ١ - الكفاءه الكامله : وتقتضى توافر نفس شروط سوق المنافسه الكامله والتي من أهمها:

- أ - عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أى كميته من الأسهم مهما صغر حجمها، بسوله ويسر نسبياً، مما يعنى قابلية الأوراق المالىه للتجزئه.
- ب - توافر معلومات كامله عن الأوراق المالىه الموجوده فى السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافيه، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثله.

(١) للمزيد من التفاصيل راجع :

- صلاح الدين حسن السيسى - المرجع السابق - ص ١٦٥ .
- د. صبرى ابراهيم الشافعى - المرجع السابق - ص ١١٠ .

ج - وجود عدد كبير جداً من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أى منهم على حركة الأسعار فى السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

د - تمتع المتعاملون فى السوق بالرشد الإقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

٢ - الكفاءة الإقتصادية : وتستند إلى فرضية السعى المستمر للمستثمر فى تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل فى سباق مع المتعاملين الآخرين فى الحصول على البيانات والمعلومات التى تساعده على تحقيق هذا الهدف.

وفى ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يكون من المتوقع أن يمضى بعض الوقت منذ وصول المعلومات الى السوق وبين إنعكاس أثرها على الأسعار السوقية للأسهم، مما يجعل الأسعار أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت، وبالتالي توقع إنحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية، الا أن الفرق بين القيمتين لن يكون كبيراً الى الحد الذى يسمح للمستثمر من تحقيق أرباح كبيرة خصوصاً فى المدى الطويل، وتقتضى الكفاءة الاقتصادية طبقاً لذلك توافر شرطاً واحداً وهو سعى الغالبية من المتعاملين فى السوق الى تعظيم ثرواتهم.

وبذلك فإنه إستناداً إلى مفهوم الكفاءة الإقتصادية، فإن السوق الكفاء لأوراق المالية هو ذلك السوق الذى يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق إستجابته سريعاً فى أسعار الأوراق المالية للتغيرات فى نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي فى النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

متطلبات سوق رأس المال الكفاء:

إن السوق الكفاء هى السوق التى تحقق تخصيصاً كفوئاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد الى المجالات الأكثر ربحية، وفى هذا الصدد تلعب السوق الكفاء دورين على قدر كبير من الأهمية أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.^(١)

(١) د. صبرى ابراهيم الشافعى، المرجع السابق، ص ١١٣.

ويقوم الدور المباشر على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم منشأة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية، أى إن المنشأة التى تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر مناسب، وهو ما يعنى زيادة الاصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

أما الدور غير المباشر للسوق الكفاء فيتمثل فى أن إقبال المستثمرين على التعامل فى الأسهم التى تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، وهو ما يعنى إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال اصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية بسعر فائدة مناسب.

صيغ كفاءة سوق رأس المال:

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال فى ثلاث فرضيات أساسية،

هى: (١)

- ١ - أسواق ضعيفة الكفاءة : ويقضى هذا الفرض بأن الأسعار السائدة فى لحظة معينة فى السوق تعكس كل ما يمكن معرفته عن الأسعار الماضية للورقة المالية وحجم تبادلها.
- ٢ - أسواق متوسطة الكفاءة : ويقضى هذا الفرض بأن الأسعار تعكس بكفاءة البيانات المعلنة عن الشركة المعنية مثل الأرباح التى وزعت أو تقرر توزيعها على المساهمين وحجم الأرباح المحققة وغير ذلك من البيانات المنشورة المؤثرة على الأسعار والتى تتضمنها الميزانيات والتقارير المالية المصاحبة لها.
- ٣ - أسواق عالية الكفاءة: وأساس هذا الافتراض هو أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لاتعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين، وإنما كل ما يمكن أن يكون معلوماً عن الشركة، وتعتبر السوق عالية الكفاءة اذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالى من المخاطرة مضافاً اليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتى تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلي للمنشأة، أو بمعنى آخر فإن السوق تعتبر على درجة عالية من الكفاءة اذا كانت القيمة السوقية لأية ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية.

(١) سمير رضوان - المرجع السابق - ص ٦٦.

وعن مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية نجد أنه فى جميع الدول التى يعتمد اقتصادها على الشركات الكبيرة أن نشاط المنشآت التى يتم تداول أوراقها المالية فى سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادى لتلك الدول، وفى سبيل ذلك فقد صممت مؤشرات بيانية واحصائية وضعت بعناية لقياس حالة السوق ككل حتى تكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، وذلك للدور الذى يقوم به مؤشر أسعار الأسهم وخاصة التنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أى تغيير بفترة زمنية، حيث يقيس المؤشر مستوى واتجاهات الأسعار فى السوق، ويمثل انعكاس لأداء تلك الشركات، وبالتالي يعكس مستوى أداء كل قطاع اقتصادى (زراعى، صناعى، سياحى، مصرفى..).^(١)

ويعتمد المؤشر على عينة من أسهم الشركات القائمة التى يتم تداولها فى أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وهذه العينة تتيج للمؤشر أن يعكس الحالة التى عليها سوق رأس المال والتى يستهدف المؤشر قياسها مثل مؤشر داو دونز أو ستاندر أند بورز.

ويرتبط بمفهوم الكفاءة سمة السيولة لسوق السهم، حيث ان المتعاملين لايمانعون من شراء الورقة المالية اذا ماتسم سوق تلك الورقة بدرجة عالية من السيولة، ويمكن تحديد السمات التى اذا ماتوافرت فى السوق الذى تتداول فيه الورقة المالية يجعلها سهلة التسويق بدرجة تقل أقل فى قيمتها السوقية، وتتمثل تلك السمات فيما يلى:^(٢)

١ - عمق السوق: يتسم السوق العميق بأن تقلباته السعرية تكون فى نطاق محدود بسبب الأوامر المستمرة التى تساعده على إعادة توازنه بسرعة اذا حدث خلل فيها، أما فى السوق غير العميق فإن أى خلل فى التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي الى تغيرات سعرية كبيرة.

٢ - اتساع السوق: ويعنى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء، ويعتبر الفرق بين السوق العميق والسوق المتسع هو أنه فى السوق العميق تكون أوامر البيع والشراء مستمرة عند مستويات أعلى وأدنى من سعر السوق، أما السوق المتسع فتكون الأوامر ليس فقط مستمرة ولكن كبيرة.

(١) د. صبرى ابراهيم الشافعى - المرجع السابق - ص ١١٦.

(٢) د. منير هندى - أساسيات الاستثمار فى الأوراق المالية - منشأة المعارف - الاسكندرية ١٩٩٩.

٣ - سرعة استجابة السوق : يقصد بسرعة استجابة السوق أن أى خلل محتمل فى العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغيير طفيف فى الأسعار.

وبذلك يتضح لنا أن القطاع المالى الكفاء يمثل بمكوناته وعناصره القناه المثلى لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها فى شكل ائتمان وأدوات استثمارية، ومن ثم توجيهها نحو القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية.

المبحث الرابع دور سوق الأوراق المالية فى التنمية الاقتصادية

تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الإقتصادية حلقة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما أنها تعد سوقاً منظمه لتداول الأسهم والسندات، حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها، ويلعب العرض والطلب دوره الرئيسى فى تحديد الأسعار بما يوفر الحماية للمستثمرين، بالإضافة إلى ما توفره السوق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات المالية. وتقوم سوق الأوراق المالية بدور هام فى توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الإقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات النشاط الإقتصادى بما ينعكس أثره فى النهاية على معدل التنميه الإقتصادية، وهى بذلك تعكس حقيقة الوضع الإقتصادى للبلاد فى أوقات الرواج والكساد.

وهناك شبهة إجماع بين الإقتصاديين على اهمية التكوين الرأسمالى، إلا أنهم إختلفوا فى درجة أهمية عنصر رأس المال، فبينما يرى بعض الإقتصاديين أن مشكلة ندرة رأس المال تعد أحد العوامل المسئولة عن إستمرار أوضاع التخلف، ويرى آخرون أن ندرة رأس المال تحجب ماعداها من خصائص التخلف، وان رأس المال يعتبر محور التنميه الإقتصادية.

وبوافق هؤلاء جميعاً من يرى أنه من غير المتصور إحداث التنميه الإقتصادية فى غيبة التكوينات الرأسمالية، إلا أن فريقاً آخر من الإقتصاديين يرى أن هناك من العوامل مايفوق رأس المال فى الأهمية. ^(١)

(١) سمير رضوان - المرجع السابق - ص ١٧٣.

ويجمع بين هذه الآراء ما ذكره "MEIER" من أن التراكم الرأسمالي ليس كل شئ إلا أنه يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة، وقد اعتبر ماير الهدف النهائي من برامج التنمية هو كسر حلقة الفقر الخبيثة.

ويجدر التأكيد على أن إحداث التنمية يقتضى إحداث تغيير عميق فى البنيان الإقتصادى للدول النامية، وأن السبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال تكوين جهاز إنتاجى كاف لتشغيل الموارد العاطلة، وإلى فن إنتاجى متقدم لاستخدامه فى تشغيل هذا الجهاز، ومما لا شك فيه أن تكوين هذا الجهاز يقتضى زيادة التكوينات الرأسمالية زيادة مضطرده بما يسمح بزيادة المقدره الإنتاجية للإقتصاد القومى. وإذا تمكنت البلاد النامية من زيادة طاقاتها الإنتاجية، وزيادة المدخرات الوطنية، وزيادة التكوينات الرأسمالية، عندئذ تنكسر حلقة الفقر الخبيثة الناتجة عن مشاكل تكوين رأس المال فى تلك الدول.

موقع السوق الماليه من النشاط الإقتصادى:

يدور النشاط الإقتصادى لأى مجتمع فى دائرتين إحداهما ماديّه وتتعلق بالتدفقات العينية والخدميه فى شكل إنتقال وتداول السلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج، والأخرى ماليه وتتعلق بحركة إنتقال وتداول الأصول الماليه.

وقد ترتب على ذلك إنقسام المعاملات التى تصدر عن أية وحده إقتصاديه إلى معاملات خاصه بالسلع والخدمات وهى التى تقترن بالإنتاج والإستهلاك والإستثمار، وعمليات أخرى داخلية وتحويليه يترتب عليها دخل لأصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الإشتراك فى العمليه الإنتاجية، وعمليات ماليه يترتب عليها نقل الموارد الماليه من قطاع لآخر، ولذلك تتعامل هذه الوحدات فى نوعين من الأسواق:

١ - السوق الحقيقيه، وتشمل سوق السلع الإستهلاكيه والإستثماريه وخدمات عناصر الإنتاج.

٢ - السوق الماليه، وتظهر سوق المال فى مجتمع معين نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الإقتصاديه فيه لبعض الفوائض الماليه والتى قد لاتحتاج إليها فى زمن معين، وقد ترغب فى إستثمار هذا الفائض بدلاً من الإحتفاظ به فى شكل سيوله فائضه تمثل رأس مال عاطل، فى حين قد توجد على الجانب الآخر وحدات إقتصاديه أخرى تعاني من عجز فى الموارد الماليه وتسعى فى طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الإقتصادى خلال فتره زمنيّه معينه، ولذلك تلجأ هذه الوحدات ذات العجز والتى تمثل جانب الطلب إلى المجموعه الأولى ذات الفائض التى تمثل جانب العرض، ويترتب على ذلك إنتقال الموارد الماليه من قطاع لآخر من خلال السوق الماليه.

وقد أوضحنا فيما سبق أن السوق الماليه بمعناها الواسع تمثل مجموعه القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها فى شكل تيار نقدى أو مالى مستمر ، وانها بذلك تؤدى دوراً بالغ الأهميه فى إستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقه التمويليه الفائضه إلى القطاعات ذات العجز المالى، وهى بذلك تمارس تأثيراً محسوساً على مسار الإيدار فى مرحله التجميع وعلى توزيعه فى مرحله التوظيف.

وبذلك نخلص من ذلك إلى أن رفع معدلات تكوين رؤوس الأموال وتوجيه الإستثمارات إلى المجالات التي تحقق أكبر زياده ممكنه من الطاقه الإنتاجيه للإقتصاد القومى يمثلان جوهر السياسه الإنمائيه فى أى مجتمع. (١)

المقصود بتمويل سوق الأوراق الماليه للتنميه:

ونحن بصدد الحديث عن دور سوق الأوراق الماليه فى تمويل التنميه الإقتصاديه فإنه يتعين علينا أن نحدد من البدايه أن المقصود بتمويل التنميه إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجى الذى يقوم بتشغيل الموارد البشرى والطبيعيه والماليه ، والذى يتمثل بصفه أساسيه فى شركات المساهمه التي جري التعامل على أسهمها فى أسواق الأوراق الماليه. فهناك إرتباط وثيق بين أسواق الأوراق الماليه وشركات المساهمه والتي أضحت أبرز علامات التقدم الإقتصادى فى عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانيات قد تعجز عنها بعض الحكومات.

وإذا كان من الثابت أن شركات المساهمه كانت وليد الثوره الصناعيه وانها وسيلة التنميه الإقتصاديه ونتاجها، فإن أحداً لايمارى أن أسواق الأوراق الماليه على الجانب الآخر قد إرتبط وجودها بوجود شركات المساهمه، بل هى وبحق لازمه من لوازم بقائها واستمرار مسيرتها وتدعيم إقتصادياتها.

فشركات المساهمه تعد من أهم التنظيمات الإقتصاديه التي فرضها التطور الإقتصادى، وهذه الشركات تمثل كيانات إقتصاديه يتعاضم دورها بتعاظم النشاط الإقتصادى للمجتمع ودرجة نموه وتقدمه، ولأن هذه الشركات لاتقوم على الإعتبار الشخصى للشريك

(١) د. كامل فهمى - دور الجهاز المصرفى فى التوازن المالى - القايره ١٩٨٨ - ص ٥.

فإن لها وجود مستقل عن الشركاء، فلا تنتهى بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه، الأمر الذى يضمن لهذه الشركات الإستمرارية ويضاعف بالتالى من أهميتها.

فقد تطورت هذه الشركات تطوراً مذهلاً منذ بداية القرن السادس عشر وتضخمت رؤوس أموالها وتعددت أنشطتها وتجاوز بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكأنها شبكه للشركات العملاقه التى تجاوز حجمها وحجم أنشطتها حجم بعض البلدان مجتمعه.^(١)

فإذا كانت التنمية الإقتصادية فى بلد ما تتوقف على قدرة جهازها الإنتاجى على تشغيل كافة الموارد التى يمتلكها المجتمع، فإن شركات المساهمه تقوم فى زماننا المعاصر بهذا الدور وبصوره جليه واضحه فى المجتمعات الرأسماليه، ولكن ليس بقصد إحداث التنمية ولكن بهدف زيادة معدل النمو الإقتصادى . ويختلف الأمر فى الدول الناميه، حيث يتوقف الدور الذى تقوم به شركات المساهمه على القدر الذى يسمح به للقطاع الخاص بالمشاركه مع القطاع العام فى خطط التنمية الإقتصادية.

وفى الحقيقة أن الدول الناميه أحوج إلى التوسع فى هذه الشركات، فمن خلالها يمكن الإعتماد على الذات، وتقليل الإعتماد على الخارج لتحقيق التنمية والتخلص من التبعية والوصاية الخارجية.

ولايتحقق ذلك إلا من خلال التوسع فى إنشاء المشروعات الإنتاجيه ودعم قدرة الجهاز الإنتاجى بما يمكنه من زيادة الصادرات والحد من الإستيراد وتحقيق التوازن لميزان المدفوعات، والحفاظ بالتالى على قيمة العمله الوطنيه من الإنهيار.

وتقتضى سياسة الاعتماد على الذات ضرورة تعبئة الموارد الماليه المتاحه والممكنه بأعلى درجه من الكفايه واستخدامها على نحو رشيد، ولعل أفضل السبل وصولاً لهذه الغايه هو تحفيز الأفراد والمؤسسات والهيئات على المشاركه فى تنفيذ خطط التنمية الإقتصادية من خلال المساهمه فى المشروعات التى يتقرر إنشاؤها أو من خلال دعم قدره الإنتاجيه للمشروعات القائمه والتى ترغب فى التوسع والتطوير من خلال زيادة رؤوس أموالها، وهنا يظهر الدور الهام والحيوى لسوق الأوراق المالية فى تمويل تلك المشروعات.

وفى نفس الوقت تتضح المزايا التى تتمتع بها شركات المساهمه والتى يمكن حصر أهمها فيما يلى:^(٢)

(١) د. جمال الدين الشيشى - دور الأسواق المالية فى تمويل التنمية - بحث مقدم لصندوق النقد العربى عام ١٩٩٥ - ص ٤٢.

(٢) د. صلاح أبو اسماعيل - أصول الاقتصاد - دار النهضة العربيه - القاهرة ١٩٧٦ - ص ١٤١.

- ١ - تعتبر هذه الشركات وعاءاً هاماً تصب فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات، حيث يجرى توظيفها بعد تعيينها في استثمار مباشر.
- ٢ - تتمتع هذه الشركات بمقدرة ماليه عاليه تتمثل فى ضخامة رؤوس أموالها، فنظامها القانونى يتيح لآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمه فيها ، مما يمكنها من ممارسة أنشطتها بأسلوب متميز يترتب عليها مزايا أخرى نذكر منها :^(١)
- أ - تتمتع بمزايا الانتاج الكبير وتحقيق الوفورات الداخليه، فمن المعروف أنه بوسع المنشآت الكبيره دون غيرها إستخدام أساليب التكنولوجيا الحديثه.
- ب - قدرة هذه المنشآت على تخصيص جزء من إستثماراتها للقيام بالبحوث والدراسات التى تساهم فى تطوير الإنتاج ونتاج سلع جديده تغزو بها الأسواق المحليه، وتفتح بها أسواقاً جديده خارجيه.
- ج - قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الإستثمار، ذلك أن القدره الماليه والتنظيميه لهذه الشركات وإستقلال شخصيتها القانونيه عن شخصيه أصحاب المشروع يمكنها من الدخول فى المشروعات الإستثماريه الضخمه والتى تكون فيها درجة المخاطره عاليه لا تقدر على تحملها المنشآت الفرديه والصغيره، إلا أن مردود هذه المشروعات يتناسب مع حجم المخاطر، ومع هذا فإن المنشآت الكبيره قادره على تخفيض حدة المخاطر عن طريق تنويع إنتاجها، وتعدد أسواقها ، وتنويع مصادر خاماتها، وهو الأمر الذى لاتتمكن المنشآت الصغيره من تحقيقه ، وتعتبر هذه المزيه أيضاً أحد وفورات الإنتاج الكبير الذى يتوقف هنا على حجم المنشآت.

دور الأسواق الأوليه فى تمويل التنميه:

(١) د. عبدالحكيم جمعه - الاحتكار - دار النهضة العربيه - القاها ٢٠١٢ - ص ٣٣.

أوضحنا فيما سبق أن السوق الأولية تعتبر ركيزة هامه من ركائز النشاط الإقتصادي، وانه ليس من المتصور في ظل النظم الإقتصادية المعاصره إحداث التنميه في غيبتها وذلك للأسباب الآتية :

- ١ - تعد السوق الأوليه أحد الآليات الهامه في تجميع المدخرات الوطنيه، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقه التمويلييه الفائضه إلى القطاعات ذات العجز في الموارد الماليه.
- ٢ - تمارس السوق الأوليه من خلال قيامها بهذا الدور تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مرحله التجميع، وعلى توزيعه في مرحله التوظيف.
- ٣ - تعد السوق الأوليه مصدراً رئيسياً لضمان تدفق الأموال بصفة مستمره وبغير إنقطاع إلى الوحدات الإنتاجيه.

٤ - من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول الناميه ليس مشكلة تجميع لمدخرات فحسب، وإنما مشكلة سوء توجيه المدخرات، حيث يستثمر جزء منها فيما يعرف بالإستثمارات السلبيه، والتي تتمثل في شراء الأراضي وتشبيد المباني وشراء الذهب وما إلى ذلك، في حين أن السوق الأوليه تضمن من جانبها توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات التي في مرحله التكوين أو تلك القائمه والراغبه في التوسع والتطوير.

٥ - إن شركات المساهمه ما كان لها أن تقوم ولا أن يظهر لها ثمة وجود في غيبة السوق الأوليه التي مولتها، وما قامت هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد - بإمكاناتهم المحدوده والشركات الفرديه والصغيره بمواردهم المتاحه - عن تمويل المشروعات العملاقه، خاصه بعد حركة الإستكشافات الجغرافيه في القرن الخامس عشر والتي كانت تعد المحرك الأساسي لظهور تلك الشركات.

٦ - إن الشركات القائمه والتي ترغب في زيادة مواردها الماليه بغرض التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هياكلها التمويلييه، وليس أمامها من سبيل سوى اللجوء إلى أحد مصدرين، الأول وهو سوق النقد، والثاني وهو سوق رأس المال، وتحديدأ السوق الأوليه، ونوضح ذلك فيما يلي:

أولاً : سوق النقد:

ويطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيره الأجل حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفي- بحكم تخصصها في إقراض النقود أو تجاره في الديون - بتمويل المنشآت بما تحتاجه من قروض، وعلاقتها بالعميل في هذه الحاله هي علاقه الدائن بالمدين،

وتتحمل المنشآت المقترضة بثمن الإقراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلفاً حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو خساره. (١)

(١) د. عبدالحميد النزالى، المرجع السابق، ص ٩١.

ثانياً : السوق الأولية:

تلجأ المنشآت " تحت التأسيس " إلى السوق الأولية لأول مره عند إصدار أسهم رأس المال وطرحها للاكتتاب العام، بينما تلجأ المنشآت القائمة إلى هذه السوق إذا ما رغبت فى زيادة رؤوس أموالها وذلك بعد تقديرها لكافة إحتياجاتها من الموارد الماليه، سواء كان ذلك لمواجهة أية برامج توسعيه، أو عمليات إحلال وتجديد تضمن بها المنشأه إستمرارية التشغيل أو إستجابة منها لدواعى التطوير .

وقد يدفع المنشأه إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجارى. كما أن أحد الأسباب التى تدفع بعض المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها فى التخلص من اعباء الديون والتي قد تعجز عن سداد أقساطها أو حتى الوفاء بأعبائها.

وهناك سبب آخر يدعو المنشآت القائمة إلى اللجوء إلى السوق الأولية ، إذ قد تخفق بعض المنشآت فى تحقيق الأرباح التى يتوقعها المساهمون، وقد لا تتمكن لهذا السبب من اجراء توزيعات نقديه فى حدود توزيعات السنوات السابقه، لذلك قد لاتجد هذه المنشآت سبيلاً من توزيع أسهم مجانيه بجانب التوزيعات النقديه أو بدونها إرضاء للمساهمين، وعملاً على إستقرار أسعار أسهم الشركه فى بورصه الأوراق الماليه، الأمر الذى يتوقف عليه دعم موقف الشركه فى مواجهة المساهمين من جهة والمتعاملين مع الشركه من جهه أخرى.

ومن المعروف أن توزيع أسهم مجانيه على المساهمين تقتضى زيادة رأس مال الشركه، وتستخدم الشركه فى هذه الحاله الأرباح المتجمده والمحتجزه من سنوات سابقه فى شكل إحتياطات والتي لم يتم توزيعها على المساهمين وذلك يادماجها فى رأس المال.

ومجمل القول أن بوسع الشركات أن تلجأ إلى أحد الوسائل أو الطرق الآتية لزيادة رأس المال:

١- زيادة رأس المال بمقتضى حصص جديده نقديه أو عينيه.

٢- تحويل جزء من الإحتياطات إلى رأس المال.

٣- تحويل السندات إلى أسهم.

كذلك تلجأ بعض المنشآت الى إصدار أسهم ممتازة رغم مايشيره هذا النوع من الأسهم من اعتراضات على أساس أنه يخلق نوعاً من الطائفية بين المساهمين ويشجع على وجود الطبقة داخل شركات المساهمة التي تتميز من حيث الحقوق بالمساواة بين جميع المساهمين، وهذه الأسهم تعد خليطاً من الأسهم والسندات من حيث أنها تقرر لأصحابها حقوقاً لاتحولها لهم الأسهم العادية، وأنها تعد استثماراً مضموناً وبصفة خاصة فى حالة انقضاء الشركة، وأنها تمنح أصحابها حق الأولوية فى الأرباح أو فى أموال الشركة عند تصفيتها، فضلاً عن تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل التوزيع، أو تقرير فائدة ثابتة لهم يتم اقتطاعها من الأرباح التي حققتها الشركة قبل القيام بالتوزيع، كما أن هذه المنشآت قد تقوم بإصدار سندات لتوظيفها فى أغراض استثمارية، أو لتسد بها العجز فى الموارد المالية أو لتستخدمها فى سداد أحد قروض السندات التي اقرب موعد استهلاكها.

دور السوق الثانويه فى تمويل التنمية:

أشرنا فيما سبق الى أنه لما كانت حقوق أصحاب المشروع فى شركات المساهمة يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، فقد ظهرت الحاجة الى هذه الأسواق حيث تباع فيها الحقوق وتشتري دون المساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع، ومن هنا أجمع علماء الاستثمار والتمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تتمثل فى قيامها بتسييل الأصول المالية المتمثلة فى الأسهم والسندات.

ونظراً لقيام السوق بتلك الخدمة، فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بإمكانهم تسييل مالديهم من أوراق مالية بسرعة وسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وأعلى سعر ممكن، وذلك فى حالة توفر عنصر الكفاءة فى أداء السوق.

وتتضح أهمية السوق الثانويه فى تمويل التنمية الاقتصادية فى أنه عندما يعجز المساهمين عن تسييل الأسهم التي فى حوزتهم فيستحيل معه قيام شركات مساهمة جديدة، حيث لا يوجد هناك من يقبل شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها، ولذلك فإن غياب البورصة يعنى وأد أيه محاوله من جانب شركات المساهمة لزيادة رؤوس أموالها، فضلاً عن تعذر قيام شركات مساهمة جديدة.

ومفاد ما تقدم أنه إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن ساحة النشاط الاقتصادي يعنى إصابة الجهاز الانتاجى بالشلل، وتراجع المستثمرين عن الاستثمار، والتوقف عن إنشاء المشروعات، وتوقف عمليات الإنماء الاقتصادي، الأمر الذى نستطيع أن نؤكد معه أنه لوجود لشركات المساهمة فى غيبة أسواق الأوراق المالية، كما أنه لقيمة لهذه الأسواق فى غيبة شركات المساهمة، فكل منهما لازمة من لوازم بقاء الآخر وسبباً لوجودها.

الفصل الثانى سوق الأوراق المالية فى مصر وتطوره

عرفت مصر الأوراق المالية منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر، حيث إعتادت الحكومات المصرية المتعاقبة فى ذلك الحين على الاقتراض من الخارج، سواء من البنوك الأجنبية مباشرة أو عن طريق سندات طرحها أو تكتتب فيها تلك البنوك، وبالتالي فقد دخلت مصر الى سوق الأوراق المالية من مدخل الدين القومى.

وقد واكب ذلك وعاصره إنشاء الشركات المصرية المساهمة الأولى التى بدأ بعضها عملاقاً مثل الشركة العالمية لقناة السويس البحرية والتى كانت أوراقها المالية تتداول فى بورصات الأوراق المالية فى أهم المراكز المالية بالعالم.

ونتيجة لتطور التجارة فى المحاصيل الزراعية وغيرها، فقد تطور ظهور سوق رأس المال فى مصر ، حيث تعد البورصة المصرية من أقدم البورصات التى شهدها تاريخ الاقتصاد المالى فى العالم، حيث ترجع بداية نشأتها الى نهاية القرن التاسع عشر.

ونتيجة للتطورات المتلاحقة التى شهدتها أسواق المال العالمية منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضى وحتى الآن وتمثلت أهمها فى التوريق، والتوسع فى استخدام المشتقات، والاتجاه نحو عولمة الأسواق المالية، وتزايد حدة المنافسة على اجتذاب الموارد المالية المتاحة عالمياً، فكان من الضرورى تهيئة الاقتصاد المصرى حتى يستطيع مواكبة تلك التطورات وخاصة تطوير سوق رأس المال وتحسين أدائه فى محاولة لاستعادة معدلات النمو الاقتصادى المقبوله.

وعلى الرغم من تلك التطورات التي شهدتها سوق الأوراق المالية فى مصر خاصة من النواحي المؤسسية والتكنولوجية، الا أن الدور الاقتصاى لهذا السوق مازال يفنقء الى الكثير من مقوماته بالمقارنة بالعديد من الأسواق المالية الأقليمية والدولية الناشئة، وهو مايتطلب العمل على وضع السوق المالى فى مصر فى مقدمة الأولويات حتى تستطيع مواجهة التحديات المحلية والأقليمية والدولية.

ونقسم هذا الفصل الى ثلاث مباحث على النحو التالى :

المبحث الأول :نشأة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر

المبحث الثانى : تطور الأدوات المالية فى سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث :المؤسسات المؤثرة فى سوق الأوراق المالية

المبحث الأول نشأة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر

تعتبر سوق المال فى مصر من أقدم الأسواق المالية فى الشرق الأوسط وفى العالم، فقد أنشئت أول سوق للأوراق المالية فى الإسكندرية عام ١٨٨٣، كما انشئت أكبر سوق للأوراق المالية فى القاهرة عام ١٨٩٠.^(١)

(١) نشأت بالاسكندرية فى عام ١٨٦١ أقدم البورصات المشتغلة بالتعامل الآجل فى القطن (أنشئت بورصة عقود نيويورك عام ١٨٧٠ وليفربول عام ١٨٧٣ ونيو أورليانز عام ١٨٨٠) وقد ساعد على وجود بورصة الإسكندرية اطراد زيادة محصول القطن المصرى نتيجة للتوسع فى زراعته وتمتعه بشهرة عالمية فى الأوساط الصناعية، وفى عام ١٨٩٠ تأسست بورصة القاهرة للأوراق المالية خلف حديقة الأزبكية، ونظراً لحالة الكساد التى شهدتها البلاد فقد تم إغلاقها، الا أن ظل التعامل يتم لبضع سنوات فى قهوة نوبار، وفى يوم الخميس الموافق ٢١ مايو ١٩٠٣ قامت لجنة خاصة مشكلة من مجموعة من السماسرة يرأسها أحد المساهمين المؤسسين للبنك الأهلى وهو موريس كاتاوى كبير تجار وسماسرة القاهرة باختيار المبنى القديم للبنك العثمانى (مبنى جروبى فرع عدلى حالياً) كمقر رسمى - وكان بصفة مؤقتة - للشركة المصرية للأعمال المصرفية والبورصة شركة ذات مسئولية محدودة، وكان الأعضاء المؤسسون للبورصة فى عام ١٩٠٣ هم موريس كاتاوى بك - الرئيس أريبب - لوكسن - جناروبولو أوزيول - ماكليفرى - أدلوف كاتاوى، بالاضافة الى ممثل عن كل من بنك لوينيز الائتمانى، بنك مصر، البنك العثمانى الامبريالى، البنك المصرى البريطانى، البنك الأهلى المصرى .

وقد بلغ عدد الشركات المساهمة المسجلة بها عام ١٩٠٠ نحو ٢٣٠ شركة رأسمالها المدفوع حوالى ٢٩ مليون جنيه، وقد تمت أول عمليات تداول فى سوق الأوراق المالية فى مصر عام ١٨٨٣ فى بورصة الإسكندرية وفى عام ١٨٩٠ فى القاهرة، كما صدر الأمر العالى فى ٨ نوفمبر ١٩٠٩ بالتصديق على أول لائحته للبورصات فى مصر، غير أن قيام الحرب العالميه الأولى عام ١٩١٤ أدى إلى إقفال السوق فى يناير عام ١٩١٦ وأعيد فتحها ووضع لائحته جديده لها عام ١٩٣٣ و عدلت تلك اللائحه عام ١٩٤٠^(١).

ثم صدر القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ وإشترط قصر التعامل فى الأوراق المالية على السماسره المقيدین بالسوق، وأن يكون السمسار الذى تتم عن طريقه الصفقة ضامناً لسلامة البيع.

وقد بلغ نشاط التعامل فى السوق المالية المصريه ذروته فى نهاية عام ١٩٥٨ حيث بلغ حجم التعامل اليومي حوالى ١.٥ مليون جنيه مصرى، كما بلغ عدد الشركات التى كانت مدرجة فى البورصة فى ذلك الوقت ٩٢٥ شركة مساهمة، وقد بلغت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فى بورصتى القاهرة والاسكندرية للأوراق المالية عام ١٩٥٨ مبلغ ٦٦.٧ مليون جنيه مصرى.^(٢)

وفى عام ١٩٥٧ صدر القانون رقم ١٦١ وبموجبه وضعت لائحته جديده لسوق الأوراق المالية بدلاً من التى كان معمولاً بها منذ عام ١٩٣٣ وذلك حتى تكون السوق أكثر تمشياً مع الأوضاع والتطورات فى الإقتصاد القومى. وتدل الإحصاءات على أن الفتره التى تلت صدور اللائحه الجديده كانت فتره نشاط وثقه فى السوق،

(١) تم تأسيس بورصة القاهرة فى مايو ١٩٠٣ وتم اختيار المقر القديم للبنك العثمانى (جروبي فرع عدلى حالياً) كمقر مؤقت (كانت تعرف بالبورصة الخديوية)، إلا أنه تم تشييد مبنى مستقل لسوق الأوراق المالية بترتيب من بنك ليونز وغرفة التجارة البريطانية والبنك الأهلى المصرى بشارع البورصة المعروف حالياً حيث بدأت حركة التداول فى ابريل ١٩٠٩ وصدرت فى نفس العام أول لائحة للبورصة، وفى عام ١٩٣٣ تم وضع لائحة جديدة للسوق نظراً لتغير الظروف الاقتصادية، وفى عام ١٩٢٨ انتقلت بورصة القاهرة الى المبنى الحالى الكائن بشارع الشرفين، وقبل انهيار البورصة فى يوليو ١٩٦١ كانت بورصتا القاهرة والاسكندرية تحتلان المركز الرابع فى العالم. للمزيد من التفاصيل راجع د. جابر محمد عبدالجواد، قياس الآثار الاقتصادية الكلية للاقتصاد الخفى فى مصر، رسالته للدكتوراه مقدمة لكلية التجارة جامعة حلوان عام ٢٠٠٣، ص ٣٤٣.

2- IMF: Egypt Beyond Stabilization; Toward Adynamic Market Economy Washington D.c; May 1998; P.26

وساعد على ذلك ما قامت به الحكومة من دور هام فى تكوين الشركات التى ترتبط بالتنمية الإقتصادية ومنها بنوك وشركات صناعية وتجارية وفنادق، كما زادت حركة التعامل فى سوق الأوراق المالية، وزاد رأس المال المستثمر فى الأوراق المالية بدلاً من الإتجاه إلى الإستثمار فى الإنتاج الزراعى والنشاط العقارى.^(١)

كما صدر القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩ بتحديد الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة مما ترتب عليه هبوط الرقم القياسى لأسعار الأسهم من ١٢٤ نقطة فى مارس ١٩٥٩ الى ١٠٦ نقطة فى أواخر عام ١٩٥٩ بمعدل ١٤.٥%، كما هبط حجم التعامل الى ٧١.٥ مليون جنيه مصرى.^(٢)

ومنذ عام ١٩٦١ ومع صدور قوانين التمصير والتأمين وسيطرة القطاع العام على النشاط الإقتصادى فى الستينيات سادت حاله من القلق وفقدان الثقة فى سوق الأوراق المالية، وإنكمش حجم التعامل بها رغم دخول الحكومة إلى السوق مشتريه عن طريق البنوك بغرض دعم السوق وإعادة الثقة إلى نفوس المتعاملين ولكن دون جدوى وتضاءل دور البورصة وتجمد تقريباً.^(٣)

وقد أثرت هذه الظروف على نشاط البورصة وأغلقت لمدة شهرين بموجب القانون رقم ١١٦ لسنة ١٩٦١ والقانون رقم ١١٧ لسنة ١٩٦١ الخاص بتأميم ١٨ بنكاً و ١٢ شركة تأمين و ٥٢ شركة أخرى اعتباراً من ١٦ يوليو الى ١٦ سبتمبر، وقد قدرت قيمة رؤوس أموال الشركات المؤممة جميعاً بنحو ٦٢ مليون جنيه.^(٤)

(١) د. صبرى الشافعى - المرجع السابق - ص ٢٥٠.

(٢) وزارة التجارة الخارجية - تقرير عن سوق الأوراق المالية المصرية (١٩٩٢-٢٠٠١) - القاهرة ٢٠٠٢ - ص ٢٥.

(٣) نص القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩ على أنه لايجوز أن يزيد مايصرف للمساهمين من أرباح أى شركة فى أى سنة عن المبالغ التى وزعت فعلاً عام ١٩٥٨ مضافاً إليها ١٠% على الأكثر، أما الشركات التى نشأت بعد صدور القانون أو التى لم تتجاوز أرباحها الموزعة خلال عام ١٩٥٨ عن نسبة ١٥% من القيمة الاسمية للأسهم فقد سمح لها بتوزيع نسبة لا تتعدى ١٠% من هذه القيمة، ولمواجهة الأثار السلبية لهذا القانون صدر القرار الوزارى رقم ٥٩ لسنة ١٩٥٩ برفع نسبة الـ ١٠% الى ٢٠% بشرط موافقة وزير الاقتصاد، وفى ابريل ١٩٥٩ صدر قرار جمهورى ينص على رفع النسبة الى ٢٠% دون اشتراط موافقة وزير الاقتصاد، ورغم ذلك استمر هبوط حجم التعامل فى البورصة ليصل الى ٦٢.٦ مليون جنيه مصرى، وانخفض الرقم القياسى لأسعار الأسهم ليصل الى ٨٧ نقطة فى أواخر عام ١٩٦٠، للمزيد من التفاصيل راجع البنك المركزى المصرى - سوق الأوراق المالية فى مصر، التجربة والمستقبل - المجلة الاقتصادية لعام ٢٠٠٣ ص ٢٥٥.

(٤) صلاح الدين حسن السيسى - المرجع السابق - ص ١٧٠.

كما صدر القانون رقم ١١٨ لسنة ١٩٦١ بشأن مساهمة القطاع العام بحصة لا تقل عن ٥٠% فى عدد ٨٥ شركة، وقدرت قيمة الحصة بحوالى ٤٢ مليون جنيه، وصدر القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٦١ والذي قضى بالألا يجوز لأى شخص طبيعى أو معنوى - باستثناء الهيئات والمؤسسات العامة - أن يمتلك فى ٢٠ يوليو ١٩٦١ ماتزيد قيمته السوقية عن عشرة آلاف جنيه مصرى من مجموع أسهم الشركات الخاضعة لهذا القانون وعددها ١٤٣ شركة، على أن يؤول مازاد عن ذلك الى الدولة، وقد قدرة المبالغ الأيله للدولة بحوالى ٥٤ مليون جنيه، وقدر عدد المساهمين الذين تزيد ملكيتهم عن النصاب المذكور بحوالى ١١٤٥ مساهما (١٠٣٤ أفراد و ١١١ شركة).^(١)

وقد كان لقرارات وقوانين التأميم أثارها البالغة الضرر على سوق الأوراق المالية فى مصر، فقد أدى التأميم الى انتقال ملكية أسهم الشركات التى تم تأميمها الى الدولة مقابل سندات على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤% سنوياً، وقد أدى ذلك الى استبعاد الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤممة من نطاق التداول فى البورصة، حيث تجمدت مع التأميم سوق الاصدار، والتى تعتمد فى نموها وازدهارها مع اتساع نشاط القطاع الخاص.

ويؤكد على ذلك أنه فى شهر يونيو ١٩٦١ وصل عدد الشركات المساهمة الى ٩٢٥ شركة لم يتبق منها عقب التأميمات سوى ٣٦ شركة مساهمة قطاع خاص، كما لم تنشأ سوى شركة واحدة فى مصر خلال الفترة من ١٩٦١ الى ١٩٧١، الى جانب تراجع حجم التعامل فى بورصة القاهرة من ٣.٩ مليون جنيه عام ١٩٥٨ الى ٣٨.٤ مليون جنيه فى عام ١٩٦٠، ثم الى ٩.١ مليون جنيه فى عام ١٩٦٣، انخفض الى ٣.٦ مليون جنيه فى عام ١٩٧١.

وساعد على زيادة حدة التدهور فى نشاط البورصة فى ذلك الوقت صدور القرار الوزارى رقم ٤١ لسنة ١٩٦٩ والذي قضى بتحديد الحد الأقصى للأرباح الموزعة على أصحاب الأسهم بنسبة ١٥% فقط من القيمة الاسمية لتصل الى حوالى ٨.٤% بعد خصم الضرائب المقررة.^(٢)

(١) د. عاطف النقى - المخصصة وسوق الأوراق المالية فى مصر - كتاب الأهرام الاقتصادى عدد ٧٨ يناير ١٩٩٤ - ص ٣٧.

(٢) د. صبرى الشافعى - المرجع السابق - ص ٢٥٢.

ومنذ عام ١٩٧١ وإعلان الدولة عن إنتهاج سياسة الإنفتاح الإقتصادي، مما اعتبر بمثابة إقرار صريح بأهمية دور القطاع الخاص، وضرورة الإستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع ومدخراته، ووجود سوق للأوراق الماليه يمكنها تجميع المدخرات الخاصة، ويوفر للإقتصاد القومي سوقاً للإستثمار في كافة المشروعات.

وظهرت بعد ذلك بوادر التحسن بصدور القانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٧١، والمعدل بالقانونين رقمي ٤٣ لسنة ١٩٧٤ و ٣٢ لسنة ١٩٧٧ في شأن إستثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحره، مما أثر على حركة التعامل في سوق الأوراق الماليه، كما بدأت الدولة في بحث الوسائل والأساليب لتنشيط سوق الأوراق الماليه، وإجراء الدراسات، وتشكيل اللجان بهدف تنمية هذه السوق، وذلك لخدمة الإقتصاد القومي وسياسة الانفتاح الإقتصادي.

وفي عام ١٩٧٣ وافق مجلس الشعب على طرح ٤٩% من أسهم ٢٣ شركة من شركات القطاع العام للاكتتاب العام بغرض منح القطاع الخاص فرصة للمشاركة في عملية التنمية، وذلك عن طريق زيادة رؤوس أموال تلك الشركات، فضلاً عن إنشاء ٢٧ شركة مساهمة وإدراجها في البورصة بالإضافة الى إنشاء ٢٩ شركة خلال عامي ١٩٨١، ١٩٨٢، وبذلك أصبح عدد الشركات المقيدة في البورصة خلال الفترة من عام ١٩٧٠ الى عام ١٩٨١ حوالي ٩٠ شركة. (١)

وفي أغسطس ١٩٧٧ صدر القرار الوزاري رقم ٢٣٢ الذي كان يقضى بالسماح بقيد الشركات المنشأة وفقاً لأحكام قانون الإستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ في بورصة الأوراق الماليه، كما بدأ في أول نوفمبر ١٩٧٧ تداول سندات التنميه ٨% بالدولار الأمريكي، حيث تم الأكتتاب في الأصدار الأول منها بالكامل، الأمر الذي أدى إلى عوة النشاط إليها مره ثانيه، وقد تبع ذلك صدور بعض الإجراءات التي إستهدفت تنشيطها، حيث أجاز القانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ المعدل للقانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤ بيع الأسهم المقومه بعمله أجنبيه حرة في البورصات المصريه بنقد أجنبي حر، وبحيث يتم تحويل ناتج البيع لحساب البائع إلى الخارج دون أية قيود.

وقد بلغت رؤوس أموال الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق الماليه في نهاية عام ١٩٧٩ حوالي ٨٨.٩ مليون جنيه، وبلغ متوسط حجم التعامل حوالي ٧.٦

(١) د. السيد الطيبي - المرجع السابق - ص ٢١٦.

مليون جنيه، كما ارتفعت الأوراق المالية الحكومية من ١١٢٤.١ مليون جنيه فى نهاية عام ١٩٧٤ إلى ٣٧٣٥.٥ مليون جنيه فى نهاية عام ١٩٧٩ بمعدل زيادة ٢٧.١% سنوياً فى المتوسط، إلا أن معظمها ظل لدى الجهاز المصرفى، ومن ثم لم ينعكس هذا التطور على السوق حتى بالنسبة لسندات التنمية بالدولار، حيث تم الاكتتاب فى الجانب الأكبر منها عن طريق البنوك.^(١)

وفى ١٥/٢/١٩٧٩ صدر قرار رئيس الجمهور رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بهدف تنمية وتطوير سوق المال ومراقبة قيامه بوظائفه والمساهمة فى تدعيم المناخ الملائم للإستثمار وتنمية سوقى الأصدار والتعامل على الأوراق المالية وتاهيل وسطاء الأوراق المالية ومدعم بالتسهيلات التدريبية اللازمه لرفع مستواهم المهني، بالإضافة إلى إعداد الدراسات بشأن تطوير لوائح التعامل فى سوق الأوراق المالية حتى يتمكن من جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية ، بالإضافة إلى تعبئة المدخرات المحليه وتوجيهها للإستثمار داخل مصر.

وقد اتخذت الدولة خلال الفترة التى تلت إنشاء الهيئة العامة لسوق المال مجموعة من الخطوات، حيث أصدرت العديد من التشريعات من أجل تنشيط البورصة، حيث تم تعديل أحكام اللائحة العامة للبورصات التى صدر بها القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ وذلك بمقتضى القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ والذى سمح بقيد الأوراق المالية الأجنبية فى جدول الأسعار، وكذا قيد سماسرة أجنب كمراسلين فى البورصة والسماح لهم بتكوين شركات سمسرة مع المصريين، كما صدر القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ فى شأن الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة، كما صدر أيضاً القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ فى شأن شركات تلقى الأموال مضيفاً ورقة مالية جديدة الى الأوراق المالية وهى صكوك الإستثمار التى تصدرها شركات تلقى الأموال لصالح الأفراد من غير الشركات الذين تتلقى أموالهم.

كما تم تحديث بورصتى القاهرة والأسكندرية وتوفير الأجهزة اللازمة لها وتوفير شبكات الاتصال فيما بينها وبين مكاتب السمسرة وأجهزة سوق المال وبخاصة

(١) د. يسرى جرجس بسطا - دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر - رسالته للدكتوراه مقدمه لكلية الاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة القاهرة عام ١٩٩٧ - ص ١٢٠.

البنوك، ونتيجة لهذه الاجراءات زاد حجم التعامل ليصل الى ٣٠٠ مليون جنيهه فى بورصة القاهرة و ٣٥٠ مليون جنيهه فى بورصة الاسكندرية فى عام ١٩٨٧. (١)

وقد ألزم القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ الشركات المساهمة متى طرحت أسهمها للاكتتاب بالقيود فى جدول الأسعار بعد انتهاء سنة مالية كاملة بالنسبة للشركات المفتوحة وثلاث سنوات للشركات المغلقة، كما ألزم الشركات المساهمة رغم أن أسهمها أسمية على نشر تقرير مجلس الإدارة والميزانية متى طرحت أسهمها للاكتتاب العام.

وقد بلغ عدد الشركات المقيدة فى البورصة ٥٧٣ عام ١٩٩٠ منها ١٥٥ شركة اكتتاب عام بلغ عدد أسهمها ٤٤.٣ مليون سهم بإجمالى رؤوس أموال ٩٠١ مليون جنيه و ٣٢١ مليون دولار، فى حين بلغ عدد أسهم شركات الاكتتاب المغلق ١٣٨.٥ مليون سهم بإجمالى رؤوس أموال بلغت ١٢٠٢ مليون جنيه و ٦٠٣ مليون دولار (٤١٨ شركة). ومع تطبيق برنامج شامل للإصلاح الإقتصادى والخصخصة منذ عام ١٩٩١ فقد زاد التعامل مع البورصة من جديد، الأمر الذى تطلب ضرورة العمل على تطويرها إدارياً ومؤسسياً حتى تستطيع القيام بدورها المنشود فى برنامج الخصخصة، فصدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق المال ليعيد إلى البورصة حيويتها ونشاطها لتستوعب أسهم الشركات المطروحة للبيع، كما شهد النصف الثانى من عام ١٩٩٣ تكوين إتحادات للعاملين بشركات قطاع الأعمال العام وسمح لهم بإمتلاك نسبة من أسهم الشركات المطروحة للبيع (نسبة ١٠% المخصصة للعاملين)، كما تم تأسيس صناديق للإستثمار بالإضافة إلى ربط بورصتى القاهرة والأسكندرية ببعض بواسطة الحاسب الآلى فى ديسمبر ١٩٩٣ من أجل تسهيل التعامل بينهما، وكذا ربطها بالبورصات الإقليمية والعالمية باعتبارها من الأسواق الصاعدة والهامة فى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. وقد أعتبر ذلك خطوه جاده وبنءاه وهامه لتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالىة، حيث شجع ذلك على تأسيس شركات الإكتتاب العام، وإستحداث مؤسسات مالىة جديده مثل صناديق الإستثمار وغيرها مما ساهم فى تنشيط سوق رأس المال حتى أصبح سوقاً متطوراً ومؤهلته للوصول إلى سوق إقليميه ثم عالميه. (٢)

(١) البنك المركزى المصرى - سوق الأوراق المالىة فى مصر، التجربة والمستقبل - المرجع السابق - ص ٢٦٥.

(٢) د. صبرى الشافعى - المرجع السابق - ص ٢٥٧.

ويمثل عام ١٩٩٤ نقطة تحول هامة فى تاريخ سوق الأوراق المالية المصرية، حيث تم منح تراخيص مزاولة نشاط السمسرة فى الأوراق المالية، وتكوين ثلاثة صناديق استثمار فى البنك الأهلى والبنك المصرى الأمريكى وبنك الاسكندرية، وتطوير عملية التداول داخل المقصورة باستخدام النظام الآلى.

وعلى ذلك فإن سوق رأس المال شهدت تطوراً كبيراً خلال الفترة من عام ١٩٩١ حتى عام ١٩٩٦، وذلك لأن تنفيذ برنامج الخصخصة، وتطوير السوق ساعد على تسجيل عدد كبير من الشركات للحصول على التمويل اللازم لتوسعاتها من خلال البورصة، الا أن السوق تأثرت خلال عام ١٩٩٧ نتيجة للمضاربات من قبل المستثمرين الذين حققوا معدلات ربحية مرتفعة مما أدى الى قيام الهيئة العامة لسوق المال بتطبيق نظام تحديد أسقف عليا ودنيا للأسعار بنسبة ٥% يومياً و ٢٠% أسبوعياً، كما تأثرت السوق فى نفس الوقت بالأزمة المالية التى اجتاحت دول جنوب شرق آسيا.

وفى عام ٢٠٠٠ ونتيجة للاحداث التى تعرض لها الاقتصاد المصرى، فقد حدث تراجعاً فى بعض المؤشرات الاقتصادية، مما أدى بدوره الى انخفاض حجم اصدارات الأسهم والسندات، وكذا بطء معدلات نمو مؤشرات التداول بالبورصة، الا أنه اعتباراً من عام ٢٠٠٤ شهدت سوق الأوراق المالية نشاطاً ملحوظاً نتيجة لاستقرار سوق النقد الأجنبى، واستحداث وزارة الاستثمار، ورفع اسم مصر من قائمة الدول غير المتعاونة فى مكافحة غسيل الأموال، وبدء التطبيق العملى لنظام المتعاملون الرئيسيون فى التعامل على سندات الخزانة.^(١)

وفى عام ٢٠٠٥ شهد سوق المال المصرى أداءً متميزاً مما أهله لأن يكون من أفضل الأسواق المالية الصاعدة، وذلك نتيجة للتطور فى التشريعات والقواعد التنفيذية الحاكمة له، كما ساهم برنامج الخصخصة فى عام ٢٠٠٥ فى دعم البورصة حيث كان من أفضل الأعوام على سوق الأوراق المالية وجعلها على قمة أسواق المال الناشئة، حيث حققت أرباحاً بلغت ٢٥%.^(٢)

(١) صلاح الدين حسن السيسى - المرجع السابق - ص ١٧١.

(٢) د. صبرى الشافعى - المرجع السابق - ص ٢٦٦..

أما عن تطوير البنية الأساسية لسوق المال المصري، فقد حدث في السنوات الأخيرة تطوير ملحوظ سواء على المستوى المؤسسي أو التكنولوجي، إذ تم احداث تطوير في المؤسسات الرئيسية المنوط بها ادارة سوق الأوراق المالية مثل (البورصة - شركة مصر للمقاصة - الهيئة العامة لسوق المال) بالإضافة الى تشجيع وتنظيم الجهات ذات التنظيم مثل الجمعية المصرية للأوراق المالية، وجمعية السماسرة وغيرها. (١)

لاشك أن إحداث هذا التطور في مثل هذه الجهات من شأنه أن ينعكس على أدوارها في تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية ككل من خلال ضبط الأداء التنظيمي للسوق وتفعيل الدور الرقابي لهيئة سوق المال، وكذا تنوع الأدوات المالية المتاحة في السوق.

وعلى سبيل المثال فقد أدى تحديث نظام التداول في البورصة الى حدوث تطور ملحوظ في كفاءة تنفيذ الأوامر، فبعد أن كان تنفيذ الأوامر يتم يدوياً أصبح يتم آلياً عندما يتلقى العرض مع الطلب بدون تدخل من المنفذ وبمراعاة أولوية الأوامر من حيث السعر ووقت وضع الأمر، وبفضل نظام الحفظ المركزي أصبح من الممكن تجزئة الأمر على مراحل، وقد استمر العمل بهذا النظام حتى مايو ٢٠٠١.

وفي مرحلة تالية تم شراء نظام تداول الكتروني جديد من شركة EFA الكندية، وفي ذات الوقت تم عمل نظام الكتروني للرقابة على السوق وضعته شركة Oracle وبالتالي أصبح من الممكن دعم إمكانية التعامل بآليات جديدة للتداول، بالإضافة الى تسهيل إمكانية التعامل في أدوات مالية جديدة مثل المشتقات والتوريق وغيرها من الأدوات التي لم يتم التوسع فيها في السوق المصرية بعد. واستكمالاً لمنظومة التحديث الآلي فقد تم في فبراير ٢٠٠٧ التعاقد على نظام تداول جديد لتتلافى أوجه القصور ومسابغ النظام الذي كان معمولاً به نظراً لكبر حجم المعاملات في البورصة المصرية.

(١) شهدت البورصة المصرية في نوفمبر ٢٠٠٦ تحولاً جذرياً في آليات التداول بعد ما بدأت ثلاث شركات سمسة تقديم خدمات التداول الالكتروني لعملائها ثم إنضمت اليها المجموعة المالية هيرمس إعتبراً من ٢٩/١١/٢٠٠٦ وهي آلية تتيج للمستثمرين إتمام عملية البيع والشراء ومتابعة الأوامر والاطلاع الآلي على الأسعار وتعديل الأوامر بناء على متغيرات السوق ومعرفة الرصيد النقدي لتعاملاته آلياً من خلال شبكة الانترنت . وكل هذه التطورات تؤثر على مستوى نظام التداول وكفاءته في تنفيذ العمليات، أما نشاط التداول في البورصة فإنه يتأثر بعدد من العوامل منها (عدد الشركات المقيدة بالبورصة - ونسبة الأسهم الحرة - ونظام المقاصة والتسوية - والتسهيلات الائتمانية الممنوحة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية - مستوى الإفصاح والشفافية - مستوى خدمات الوساطة في الأوراق المالية - بالإضافة الى هيكل المتعاملين وسلوكهم). للمزيد من التفاصيل راجع د. مجدة محمد عبده - المرجع السابق - ص ٣٠.

التطور التشريعى لسوق الأوراق المالية فى مصر:

- يمثل توافر الاطار التشريعى لسوق المال فى مصر الركيزة الأساسية فى تطوير وتنشيط السوق، وقد صدرت مجموعة من التشريعات المنظمة لسوق رأس المال المصرى وساهمت بدرجة كبيرة فى تطويرة وتحقيق الاستقرار له ، وقد تمثلت أهمها فيما يلى: (١)
- ١ - صدر قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وتعديلاته ليكون بمثابة الأساس القانونى الذى يحكم عمل السوق فى اطار قانونى واحد.
 - ٢ - صدر القرار الجمهورى المنظم للبورصة رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ وذلك لتحديد الأحكام المنظمة لبورصة الأوراق المالية.
 - ٣ - صدر قانون الايداع والقيود المركزى رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية متضمناً الأحكام المتعلقة بتسوية العمليات بالبورصة، وذلك لمعالجة مشاكل التطبيق فى عمليات تداول الأوراق المالية (الصكوك - الشهادات).
 - ٤ - صدور القانون رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ والخاص بمكافحة غسيل الأموال وإصدار مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال للضوابط الخاصة بذلك.
 - ٥ - إضافة فصل ثالث الى الباب الثالث لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تحت عنوان شركات التوريق، كما صدر قرار وزير الاستثمار بإضافة باب جديد بعنوان " نشاط التوريق " فى عام ٢٠٠٤.
 - ٦ - صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٤ لعام ٢٠٠٤ بإنشاء صندوق لتأمين المتعاملين فى الأوراق المالية من المخاطر المالية غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، وذلك للعمل على تأمين المتعاملين مع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وتأمين حصولهم على حقوقهم لدى تلك الشركات.
 - ٧ - شهد عام ٢٠٠٥ مجموعة من التطورات التشريعية تمثلت فى تطبيق نظام بيع الأوراق المالية المشتره فى نفس الجلسة، وتفعيل نظام الشراء بالهامش، واعتماد نظام تلقى الأوامر هاتفياً، والتداول الالكترونى، وتطوير الهيكل التنظيمى للجهة الرقابية على السوق،

(١) د. سيد ابراهيم عبدالفضيل - أثر السياسة النقدية على تنشيط سوق رأس المال فى الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠٤ - بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى الرابع والعشرين للاقتصاديين المصريين خلال الفترة من ٥ - ٧ مايو ٢٠٠٥ - ص ٤. وكذا النشرات الشهرية للهيئة العامة لسوق المال لعام ٢٠٠٥.

وتم فى نفس العام انشاء شبكة الربط الالكترونى بين البورصة وشركة مصر للمقاصة بما يعمل على تنشيط أداء السوق وسرعة تبادل البيانات والمعلومات.

٨ - تعديل المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وذلك لرفع الملاءة المالية لشركات السمسرة، حيث شمل التعديل رفع الحد الأدنى من رأس المال المصدر والمدفوع للشركات العاملة فى مجال الوساطة فى الأوراق المالية بقرار وزير الاستثمار رقم ٣١٤ لسنة ٢٠٠٦.

٩ - فى عام ٢٠٠٦ صدر قرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ بإضافة باب جديد الى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن حظر التلاعب فى الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية، ويهدف هذا القرار الى استقرار السوق وضمان فاعلية اجراءات الرقابة عليه بما يكفل استقراره وحماية المتعاملين فيه.^(١)

١٠ - وفى اطار تنظيم السوق وزيادة درجة الافصاح والشفافية، أصدرت الهيئة العامة لسوق المال فى عام ٢٠٠٧ قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة، وكذا تعديل القيد فى سجل مراقبى الحسابات، كما أصدرت معيار الجودة للمؤسسات والأفراد الذين يقومون بمراجعة وفحص المعلومات المالية، كما أصدرت الهيئة قراراً بالقواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة فى الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة، كما صدر قرار بشأن تداول الأوراق المالية من خلال شبكة المعلومات الدولية، مع توفير نظم حماية وتأمين المعلومات.

١١ - اصدار قواعد مفصلة لعمليات الاستحواذ من خلال اضافة باب جديد الى اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال بعنوان " الباب الثانى عشر - عروض الشراء بقصد الاستحواذ" وذلك بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧.

١٢ - استبدال الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٣٥ لسنة ١٩٩٣ بباب آخر بشأن تنظيم عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وذلك بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٤٨ لسنة ٢٠٠٧.

١٣ - فى عام ٢٠٠٧ تم اضافة الباب الثانى عشر الى اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، وكذا اضافة نشاط الاستشارات المالية عن الأوراق المالية الى أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية الواردة بالمادة ٢٧ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(١) وزارة الاستثمار - تقرير أداء وزارة الاستثمار عن العام المالى ٢٠٠٨/٢٠٠٩ - ص ١١٢.

- ١٤- صدر قرار وزير الاستثمار رقم ٢٣٤ لسنة ٢٠٠٨ بشأن تعديل بعض معايير المحاسبة المصرية، كما تم العمل بنظام تداول الأسهم في ذات الجلسة، وذلك لتشجيع زيادة حجم التعاملات في السوق المصرية.
- ١٥ - في عام ٢٠٠٩ صدر قانون تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات غير المصرفية رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بشأن إنشاء الهيئة العامة للرقابة المالية لتحل محل الهيئة العامه لسوق المال، والذي وحد السياسات والقواعد والاجراءات التي تنظم العمل في مجال القطاع المالى غير المصرفى وعلى الأخص سوق رأس المال، وذلك من خلال انشاء هيئة واحدة تتولى متابعة تنفيذ أحكامه.
- ١٦ - فى ١٤/٩/٢٠١٤ صدر قرارى رئيس مجلس الوزراء رقمى ١٧٧٥ ، ١٥٧٦ بشأن صندوق تأمين المتعاملين فى الأوراق المالية من المخاطر المالية غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية (صندوق حماية المستثمر من المخاطر غير التجارية) .
- ١٧ - أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية العديد من القرارات خلال العام المالى ٢٠١٤ أهمها القرار رقم (٣٩) والقرار رقم (١٠٨) بشأن قواعد وإجراءات تقسيم الشركات المقيد بها أوراق مالية بالبورصة المصرية ، والقرار رقم (١٢٩) لسنة ٢٠١٤ بشأن عدم جواز الاكتتاب فى وثائق صناديق الاستثمار مقابل حصص عينية ، والقرار رقم (١٧٠) لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة .
- ١٨ - وفى عام ٢٠١٥ صدر القرار رقم (٦) بشأن تعديل القواعد التنفيذية لمزولة آلية التعامل على الأسهم فى ذات الجلسة ، والقرار رقم (١٢) بشأن نقل ملكية أسهم المكتتبين فى الشركات الخاضعة لإشراف ورقابة الهيئة ، والقرار رقم (٤٠) بشأن ضوابط قيد ونقل وغلق فروع الشركات المرخص لها بمزولة نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ، والقرار رقم (٦٣) بشأن معايير الملاء المالية للشركات المرخص لها بمزولة نشاط صانع السوق ، والقرار رقم (٧٤) بشأن آلية التعامل على الأوراق المالية فى اليوم التالى للشراء .
- ١٩ - كما صدر قرار وزير الاستثمار رقم (٤٥) لعام ٢٠١٥ بتعديل مايزيد عن ٣٦ مادة من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، حيث تضمن إستبدال بعض النصوص الخاصة بإصدار أسهم زيادة رأس المال وتلك الخاصة بإصدار الأوراق المالية الأخرى ، وقواعد الإفصاح بما يضمن التوسع فى تطبيق ممارسات الحوكمة وذلك لضمان إستقطاب

الشركات التي لديها هيكل واضح للحوكمة مع تحسين مستويات حماية حقوق المساهمين ، كما نظمت التعديلات الجديدة إجراءات الطروحات التي تتم للوفاء بمتطلبات القيد للحفاظ على حقوق المساهمين ، كما وضعت التعديلات ضوابط واضحة للافصاح عن عمليات الاستحواذ أو التخارج التي تتم على أصول تمثل ١٠% أو أكثر من حقوق الملكية .

وقد ترتب على تلك الاجراءات والتي ساهمت بشكل كبير فى تطوير سوق رأس المال حتى عام ٢٠١٥ بعض النتائج الايجابية، تمثلت أهمها فيما يلى: ^(١)

- إرتفع مؤشر البورصة الرئيسى (EGX 30) بمعدل ٢٦% ليصل إلى ٨٣٧١٥ نقطة فى نهاية يونيو ٢٠١٥ .

- إرتفاع عدد الشركات المقيدة فى البورصة ليصل إلى ٢٢١ شركة فى نهاية يونيو ٢٠١٥ ، كما إرتفع رأس المال الإسمى لتلك الشركات بمعدل ٩.٥% ليبلغ ١٧٨.١ مليار جنيه ، كما إرتفع رأس المال السوقى لأسهم هذه الشركات خلال السنة بمعدل ١.٦% ليصل إلى ٤٨٥.٢ مليار جنيه ، وبما يمثل ٢٠.٢% من الناتج المحلى الإجمالى للعام المالى ٢٠١٤/٢٠١٥ ، وهو ما يرجع إلى إرتفاع أسعار أغلب الأسهم المتداولة فى البورصة .
- إرتفعت قيمة السندات المصدرة والمقيدة بالبورصة بنحو ١٥٥.٥ مليار جنيه بمعدل ٣٤.٨% خلال السنة المالية ٢٠١٤/٢٠١٥ لتصل لنحو ٦٠٢.٤ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠١٥ ، ويرجع ذلك إلى زيادة قيمة سندات الخزنة المصرية (المتعاملون الرئيسيون) خلال السنة بنحو ١٥٦.٤ مليار جنيه لتبلغ ٥٩٢.٧ مليار جنيه وبما يمثل ٩٨.٤% من إجمالى قيمة السندات المقيدة فى نهاية يونيو ٢٠١٥ .

- وبالنسبة لتعاملات الأجانب فى البورصة المصرية ، فقد إرتفعت خلال السنة المالية ٢٠١٤/٢٠١٥ بمعدل ٢٠.٥% وذلك مقارنة بالسنة المالية السابقة ، لتبلغ نحو ١٠٨ مليار جنيه ، حيث أسفرت معاملاتهم عن صافى مشتريات بلغ ٤.٢ مليار جنيه .

- وقد إستحوذ المستثمرون المصريون على ٦٧.٥% من إجمالى التعاملات فى البورصة المصرية خلال السنة المالية ٢٠١٤/٢٠١٥ ، وإستحوذ الأجانب (غير العرب) على نحو ٢٥.٦% من إجمالى التعاملات ، فى حين سجلت تعاملات المستثمرين العرب ٦.٩% من إجمالى التعاملات .

(١) التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٤/٢٠١٥ - ص ٩٧.

المبحث الثانى تطور الأدوات المالية فى سوق الأوراق المالية المصرية

تقسم الأدوات المالية فى سوق الأوراق المالية المصرية الى الأسهم بأنواعها المتعددة، والسندات، وصناديق الاستثمار، وشهادات الايداع الدولية، والتوريق، ونوضح ذلك فيما يلى :

١ - الأسهم:

وهى نوعان، الأسهم العادية وهى التى تعطى لصاحبها الحق فى جزء من ملكية الشركة حسب نسبة الأسهم التى يمتلكها، والأسهم الممتازة وهى التى تعطى لصاحبها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب الأسهم العادية، وتعتبر صكوك مديونية على الشركة ويمتلك صاحبها حق التصويت المضاعف.^(١)

وتأتى الأسهم العادية فى مقدمة الأوراق المالية التى يتم تداولها فى البورصة المصرية، وبصفة عامه يحدد نظام الشركة القيمة الاسمية للسهم، وعلى كل شركة ترغب فى اصدار أوراق مالية أن تخطر الهيئة العامه لسوق المال بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة الحق فى السير فى اجراءات الاصدار، وفى جميع الأحوال يجب على الشركة إخطار الهيئة بتمام إجراءات الإصدار خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إتمامها، أو من تاريخ القيد فى السجل التجارى فى الحالات التى يلزم فيها هذا القيد.

ومن القواعد الأساسية فى شأن الأسهم العادية أن تكون جميع حقوق والتزامات أصحاب الأسهم متساوية، ولا يلتزم المساهمون الا بقيمة أسهمهم، كما لايجوز زيادة التزاماتهم.^(٢)

ويجوز أن ينص نظام الشركة على إصدار أسهم لحاملها بما لايجاوز ٢٥% من إجمالى عدد أسهم الشركة منسوبه الى مجموع الاصدارات، ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها نقداً، وكقاعدة عامه يكون من شأن حائزى الأسهم لحاملها شأن أصحاب الأسهم الاسمية فى الحقوق والالتزامات، ولايجوز تحويل الأسهم لحاملها الى أسهم اسمية أو العكس، ولكن من ناحية أخرى لا يكون لحائزى الأسهم لحاملها الحق فى التصويت فى اجتماعات الجمعيات العامه للشركة.^(٣)

(١) د. صبرى الشافعى - المرجع السابق - ص ٢٤٤.

(٢) د. مجدة محمد عبده - المرجع السابق - ص ٣٢.

(٣) د. محمد صالح الحناوى - بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - الدار الجامعية - القاهرة ٢٠٠٥ - ص ١١٦.

وقد ظهرت فى السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة من الأسهم الى جانب الأسهم العادية، منها الأسهم العادية للاقسام الإنتاجية، والأسهم العادية ذات التوزيعات التى تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية مضمونة القيمة.^(١)

٢ - السندات :

يمكن تعريف السند بأنه صك مديونية تستخدمه الشركات كوسيلة للاقتراض. وهناك نوعين من السندات هى السندات الحكومية، وهى تلك التى تصدرها الحكومة للإنفاق العام وتنقسم الى ثلاثة أنواع هى (سندات الخزنة، وسندات الاسكان، وسندات التنمية)، أما النوع الثانى من السندات فهى سندات الشركات، وهى صكوك مديونية تصدرها الشركات لمواجهة احتياجاتها التمويلية، أو لتمويل توسعاتها أو لتطوير وشراء أجهزة ومعدات حديثه، وذلك بشرط أداء رأس المال المصدر بالكامل، والالتزام بقيمة هذه السندات والصكوك عن صافى أصول الشركة وفقاً لأخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العمومية.

وفى حالات خاصة يجوز (كإستثناء) بقرار من مجلس ادارة هيئة سوق المال الترخيص للشركة بإصدار سندات أو صكوك تمويل تتجاوز صافى أصولها.^(٢)

ويسمح قانون سوق المال المصرى رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (ماده ٢١) بتكوين جماعة من حملة السندات وصكوك التمويل الأخرى ذات الاصدار الواحد يكون هدفها حماية المصالح المشتركة لأعضائها، ويتم تكوين هذه الجماعة بناء على طلب حملة ٥% على الأقل من القيمة الاسمية لهذه الأوراق، وتتكون الجماعة اذا ما قبل الاشتراك فى عضويتها أكثر من نصف جملة قيمة الاصدار، ويكون لهذه الجماعة ممثل قانونى يتم انتخابه من قبل أعضائها بالأغلبية المطلقة ويمثل الجماعة أمام الشركة، ويكون له حق حضور اجتماعات الجمعية العامة للشركة وإبداء ملاحظاته دون أن يكون له صوت معدود فى المداولات، كما أنه يمثل الجماعة فى مواجهة الشركة أو الغير أمام القضاء، وذلك بهدف حماية مصالح الجماعة.

وتلجأ الشركات الى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدراً مهماً للتمويل طويل الأجل وأقل تكلفة، مما يتيح لها التوسط فى أنشطتها وتنويع محافظها المالية، وحتى تستطيع السندات القيام بهذا الدور المتميز فلا بد أن تتصف بالتنوع والملاءمة خاصة لصغار المستثمرين.^(٣)

(١) د. منير هدى - مستقبل أسواق رأس المال العربية - منشأة المعارف بالاسكندرية ١٩٩٥ - ص ٣٧.

(٢) د. مجدة محمد عبده - المرجع السابق - ص ٣٥.

(٣) د. حسين عبدالمطلب الأسرج - دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية فى الدول العربية - بحث منشور بمجلة مصر المعاصرة -

العدد ٤٨١ يناير ٢٠٠٦ - ص ٣٩٨.

ويمكن تنشيط سوق السندات عن طريق إصدار سندات لتمويل العجز فى الموازنة العامة للدولة بهدف جذب مدخرات الأفراد من ناحية، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية من ناحية أخرى، على أن تراعى آليات السوق عند تحديد العائد لهذه السندات، كذلك طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلاً من الاعتماد فى تمويلها على الموازنة العامة للدولة، بالإضافة الى الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل الى أسهم.

٣ - صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار هو مؤسسة مالية فى شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبياً ومالياً عن المؤسسة التى أنشأتها، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق موحدة القيمة، ويتعامل فى الأوراق المالية المتداولة بالبورصة، ويدار بواسطة إدارة متخصصة، وكل مستثمر فى صندوق الاستثمار يمتلك نصيباً على المشاع فى هذا الصندوق يسمى وثيقة استثمار، حيث تمثل كل وثيقة نسبة ملكية فى الأوراق المالية المكونة لمحفظه الصندوق.^(١)

ويسمح قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإنشاء صناديق استثمار تستثمر فى الأسهم والسندات المصرية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفق مجموعة من الضوابط أهمها:

- ١ - أن تأخذ صناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة مصرية.
- ٢ - أن يكون أغلبية أعضاء مجلس ادارتها من غير المساهمين فيها أو المتعاملين معها.

كما نص القانون على وجوب أن تتضمن نشرات الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التى تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام مجموعة من البيانات منها :

- السياسة الاستثمارية للصندوق .
 - طريقة توزيع الأرباح .
 - اسم الجهة التى تدير الصندوق .
 - طريقة التقييم الدورى لأصول الصندوق .
 - اجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار).
- ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار الى الأنواع التالية :

(١) د. مجلة مجد عبده - المرجع السابق - ص ٣٦.

- من حيث هيكل رأس المال فتقسم الى صناديق الاستثمار المغلقة ، وصناديق الاستثمار المفتوحة .
- أما من حيث العائد فيمكن تقسيم صناديق الاستثمار الى صناديق دورية ، وصناديق تراكمية .
- ومن حيث مكونات المحفظة فيمكن تقسيمها الى صناديق أسهم، وصناديق سندات، وصناديق أسهم وسندات، وصناديق متخصصة أو قطاعية).^(١)
- ومن حيث السياسة الاستثمارية فيمكن تقسيمها الى متحفظة، وهوجاء متوازنة .
- ومن حيث الأهداف التي تسعى لتحقيقها فيمكن تقسيمها الى صناديق النمو وصناديق الدخل.

وقد استطاعت صناديق الاستثمار أن تكون خطأ موازياً للاستثمار المباشر في البورصة المصرية على مدى عدة أعوام، فقد بلغ عدد صناديق الاستثمار ٢٢ صندوقاً في عام ٢٠٠٣/٢٠٠٢ (منها تسعة عشر صندوقاً مفتوحاً وثلاثة صناديق مغلقة) بلغت القيمة الاسمية لوثائقها حوالي ٣.٩ مليار جنيه، ارتفعت الى ٣٠ صندوقاً خلال العام المالي ٢٠٠٦/٢٠٠٥ بلغت القيمة الاسمية لوثائقها ٦.٦ مليار جنيه مصري، وفي عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧ ارتفع عدد صناديق الاستثمار في مصر الى ٣٨ صندوقاً (منها ٣٥ صندوقاً مفتوحاً و ٣ صناديق مغلقة) بقيمة اسمية بلغت ٧.٧ مليار جنيه، ارتفعت لتصل إلى ٩٥ صندوقاً (منها ٨٦ صندوقاً مفتوحاً و ٩ صناديق مغلقة) في عام ٢٠١٥ بقيمة اسمية بلغت ٦٦.٢ مليار جنيه ، وبصافي قيمة أصول بلغت ١٨.٣٣٢ مليار جنيه مصري.^(٢)

٤ - شهادات الإيداع الدولية:

شهادات الإيداع هي أداة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، تقوم بإصدارها جهة أجنبية بناء على إتفاق مع شركة مصدرة محلية، ويتم تداول هذه

(١) تصدر الجهة المنشئة للصندوق عدداً من وثائق الاستثمار التي يتم التعامل عليها ببيعاً أو شراءً في سوق الأوراق المالية دون الحاجة الى اللجوء الى الجهة المصدرة للصندوق، والتي تكون غير ملزمة بأن تسترد وثائق الاستثمار مرة أخرى، وتختلف في ذلك عن صناديق الاستثمار المفتوحة التي تكون فيها الجهة المصدرة لها ملزمة باسترداد الوثائق ودفع قيمة الاسترداد الخاصة بالوثيقة ولا يتم تداولها في البورصة.

(٢) تقرير إحصائي للجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA) - شبكة المعلومات الدولية .

الشهادات كبديل عن الورقة المالية الأصلية، ويحتفظ بالأسهم الأصلية كغطاء لهذه الشهادات لدى أحد بنوك الحفظ، ويكون لكل شهادة "معدل استبدال" يمكن بمقتضاه تحويلها الى السهم الأصلي والعكس. وتعتبر كل من بورصتى نيويورك ولندن من أكثر الأسواق التي تقيد بها شهادات الإيداع الدولية، وحامل شهادات الإيداع الدولية ليس له حق التصويت فى الجمعية العمومية ، ولكن له الحق فى التوزيعات.

وقد بدأت مصر فى إصدار شهادات الإيداع الدولية وطرحها للتداول فى بورصة لندن فى يوليو ١٩٩٦، وكان أول إصدار للبنك التجارى الدولى بعدد ٩.٩ مليون شهادة، تلاه إصدار الشركة القابضة للاستثمارات المالية (لكح جروب) فى يوليو ١٩٩٩ حيث قامت بإصدار نحو ٣٥ مليون شهادة.^(١)

وقد بلغ عدد شهادات الإيداع الدولية المصرية (١٠) شهادات لأسهم شركات مصرية فى سوق الأوراق المالية حتى أغسطس ٢٠٠٨ ، وهى لشركات استطاعت أن تفى بشروط القيد فى البورصات الأجنبية المسجلة بها وهى (شركة السويس للأسمنت - شركة أوراسكوم تليكوم القابضة - والبنك التجارى الدولى - والمجموعة المالية هيرمس - وشركة ليسكو مصر - وشركة العز لحديد التسليح - والشركة القابضة للاستثمارات المالية (لكح جروب) - وبنك مصر الدولى - وشركة أوراسكوم للإنشاء والصناعة - وشركة البويات والصناعات الكيماوية "بكين").^(٢)

وقد إرتفعت شهادات الإيداع الدولية المصرية الى (١٤) شهادة لأسهم شركات مصرية مقيدة فى سوق الأوراق المالية حتى عام ٢٠١٥ وهى (شركة السويس للأسمنت - الشركة المصرية للاتصالات - والبنك التجارى الدولى (مصر) - المجموعة المالية هيرمس القابضة - شركة ليسكو مصر - شركة العز لحديد التسليح - شركة البويات والصناعات الكيماوية "بكين" - شركة ايديتا للصناعات الغذائية - شركة دومتى - شركة رمكو لإنشاء القرى السياحية - شركة أوراسكوم للاتصالات والاعلام والتكنولوجيا القابضة - شركة جى بى أوتو - شركة بالم هيلز للتعيمير - شركة النعيم القابضة للاستثمارات).^(٣)

(١) نبذة عن شهادات الإيداع الدولية، بورصتى القاهرة والاسكندرية www.Egypte.com.

(٢) د. مجده محمد عبده - المرجع السابق - ص ٣٨.

(٣) تقرير البورصة السنوى لعام ٢٠١٥ - ص ٤٩ - وعام ٢٠١٧ على شبكة المعلومات الدولية .

وقد شهدت أسعار شهادات الإيداع الدولية المصرية فى عام ٢٠١٥ أداءً متفاوتاً حيث تصدرت شهادات الإيداع الدولية لشركة إيديتا للصناعات الغذائية الارتفاعات بارتفاع قدره ٢٩% ، تلاه شركة السويس للأسمت بارتفاع قدره ١١% ، كما سجلت شهادات الإيداع الدولية للبنك التجارى الدولى (مصر) وأوراسكوم للاتصالات والاعلام والتكنولوجيا القابضة إنخفاضات بحوالى ١٩% ، ٢١% ، ٣٣% ، ٣٦% ، ٤٨% ، ٥٤% على التوالى .

٥- التوريق: (١)

يعد التوريق أحد أهم الأساليب المستخدمة فى الأسواق العالمية كوسيلة لتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقارى عن طريق تحويل الديون العقارية العادية الناشئة عن الاقتراض بغرض تمويل شراء أو بناء أو ترميم وحدة عقارية الى سندات تصدرها جهات متخصصة فى التوريق، حيث تقوم شركات التوريق بشراء أصل الدين العقارى من جهة التمويل، على أن تقوم هذه الشركات بإصدار سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها ما بين ٢٠ و ٣٠ سنة، وتبلغ قيمتها نسبة معينة من أصل قيمة هذه العقارات وذلك بعد أن يتم إجراء مايعرف بالتصنيف الائتمانى، وتطرح هذه السندات فى سوق رأس المال للبيع للمستثمرين، وتكون هذه السندات مضمونة بصفة أساسية بمحفظه الحقوق المالية المحولة لشركة التوريق ومايلحق بها من ضمانات. (٢)

(١) يقصد بتوريق الديون جميع القروض مختلفة الغرض التى حصل عليها المستثمرون من جهة التمويل وتحويلها الى أوراق مالية قابلة للتداول يتم تسويقها فى سوق الأوراق المالية من خلال جهة متخصصة تسمى بجهة التوريق . والتوريق هو نظام استحدثه المشرع المصرى فى اطار حوالة الحق بعد ادخال بعض التعديلات عليه وبما يجعله يتلاءم مع طبيعة عمليات سوق رأس المال .

وقد استحدث المشرع المصرى نظام التوريق فى قانون التمويل العقارى رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ حتى يسمح للممول وهو المقترض بأن يقوم بتحويل حقوقه الناشئة عن اتفاقات التمويل العقارى الى جهة تسمى بجهة التوريق، ثم تقوم جهة التوريق بإصدار أوراق مالية يكتتب فيها الجمهور ويتم تداولها فى سوق المال ، وتكون هذه الأوراق مضمونة بشكل مباشر بالعقارات المرهونة وفقاً لاتفاقات التمويل العقارى التى تمت حوالة الحقوق الناشئة عنها من الممول الى جهة التوريق . للمزيد من التفاصيل راجع د. عبدالحكيم جمعه - التمويل العقارى- دار النهضة العربية عام ٢٠١٢ - ص ٨٥ .

(٢) نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول، بورصتى القاهرة والاسكندرية www.Egypte.com .

ويعتبر التوريق أداة مالية مركبة مما يعنى أنه يمكن تخليقها حسب احتياجات المستثمر بالنسبة للمخاطر والعائد وتاريخ الاستحقاق، كما أنه من ناحية أخرى فهو يعتبر مصدر نقدي لتمويل مشروعات التوسع أو زيادة رأس المال.

ويؤدى التوريق الى خفض تكلفة العمليات فى سوق المال من خلال خلق سوق للمطالبات المالية التى كانت تعاني من عدم السيولة، ويقوم نشاط التوريق بتوفير تكلفة الوساطة المالية، كما يقوم بتنويع المخاطر أيضاً.

وتعتبر عملية توريق الالتزامات والحقوق الناشئة عن التمويل العقارى أحد المجالات الرئيسية التى تغطيها عمليات التوريق، وقد نظم قانون التمويل العقارى المصرى أحكام نشاط التوريق، اذ نصت المادة السادسة من القانون على أن يكون التمويل العقارى فى مجال شراء العقارات وفقاً لأحكام هذا القانون بموجب إتفاق تمويلي بين الممول والمشتري بإعتباره المستثمر وبائع العقار. وأجازت المادة الحادية عشر من القانون أيضاً على أنه للممول أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل الى إحدى الجهات التى تباشر نشاط التوريق وذلك بموجب اتفاق يصدر بنموذجه قرار من وزير الاقتصاد والتجارة وفقاً للشروط التى تحددها اللائحة التنفيذية. وتلتزم الجهة المحال لها بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التى تصدرها فى تواريخ استحقاقها من حصيلة الحقوق المحالة، وبذلك فإن القانون قد استحدث آلية جديدة فى السوق المصرى تساعد على تنمية الموارد اللازمة لمساندة نشاط التمويل العقارى الذى يحتاج الى مصادر تمويل طويلة الأجل يتم توفيرها عن طريق شركة التوريق التى يجب أن تلتزم بتطبيق قواعد معينة يجب مراعاتها ضمناً لحقوق المستثمرين فى هذه الورقة.

المبحث الثالث المؤسسات المؤثرة فى سوق الأوراق المالية

تتمثل أهم المؤسسات المؤثرة فى سوق الأوراق المالية فى مصر فيما يلى :

الهيئة العامة لسوق المال:

صدر القرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ بشأن إنشاء الهيئة العامة لسوق المال لتتولى الإشراف على تنظيم وتنمية البورصة ومراقبة حسن قيامها بوظائفها وخلق وتدعيم المناخ الملائم للإدخار والإستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمه للمشاركة فى عملية التنمية الإقتصادية.

وكانت الهيئة العامة لسوق المال تعتبر الجهة الرقابية والتنظيمية المسئولة عن تنظيم ورقابة وتطوير سوق رأس المال وإعطاء مزيد من الثقة والمصدقية لسوق المال فى مصر، ويهدف الدور الرقابى لهيئة سوق المال الى توفير الحماية للمستثمر وبناء الثقة بالسوق وذلك من خلال ضمان توفير احتياجات المستثمر من البيانات المالية والمعلومات التى تمكنه من اتخاذ قراراته الإستثمارية بشكل سليم. (١)

وفى عام ٢٠٠٩ صدر القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية لتحل الهيئة العامة للرقابة المالية محل الهيئة العامة لسوق المال وذلك اعتباراً من ٢٠٠٩/٧/١ فى تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وقانون الإيداع والقيود المركزى للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠. (٢)

وتختص الهيئة العامة للرقابة المالية بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية بما فى ذلك أسواق رأس المال، وبورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقارى، والتأجير التمويلى، والتخصيم، والتوريق، وذلك بهدف تحقيق سلامة واستقرار الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، وتنظيم الأنشطة وتنميتها

(١) الهيئة العامة لسوق المال - التقرير السنوى لعام ١٩٩٧ - ص ٧.

(٢) أنظر قانون تنظيم الرقابة المالية على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩، وكذا قرار رئيس الجمهورية رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٩ بإصدار النظام الأساسى للهيئة العامة للرقابة المالية.

وتعظيم قدرتها التنافسية على جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، وكذا الحد من مخاطر عدم التنسيق ومعالجة المشاكل التي تنتج عن اختلاف طرق وأساليب الرقابة.

الجهاز المصرفي:

ويشمل البنك المركزي والبنوك التجارية والبنوك المتخصصة، ويؤثر الجهاز المصرفي في نشاط سوق الأوراق المالية بتوظيفاته الإستثمارية في الأسهم والسندات وأذون الخزانة، فقد بلغ المركز المالي الإجمالي للبنوك العاملة في مصر (٣٨ بنكاً بخلاف البنك المركزي) نحو ٢١٩٩ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠١٥ وبما يمثل ٩٠.٥% من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغ إجمالي حقوق الملكية ١٤٢.٦ مليار جنيه، وبلغت أرصدة الودائع لدى البنوك ١٧٣٤.٢ مليار جنيه بنسبة ٧٨.٩% وبما يزيد عن ثلاثة أرباع المركز المالي الإجمالي للبنوك في نهاية عام ٢٠١٥، كما بلغت إستثماراتها في الأوراق المالية والأذون نحو ١٠١٦ مليار جنيه بما يمثل ٤٦.٢% من إجمالي المركز المالي في نهاية يونيو ٢٠١٥، وأرصدة الإقراض والخصم للعملاء ٧١٨ مليار جنيه وبما يمثل ٤١.٤% من أرصدة الودائع لدى البنوك في نهاية يونيو ٢٠١٥، وفيما يتعلق بمؤشرات السلامة المالية للبنوك فقد بلغ معدل كفاية رأس المال لديها وفقاً لمقررات بازل (٢) نحو ١٣.٥% في نهاية يونيو ٢٠١٥ مقابل حد أدنى ١٠%، وبلغ العائد على متوسط الأصول ١.٣% والعائد على متوسط حقوق الملكية ١٨.٩% وصافي هامش العائد ٣.٧%، وبلغت نسبة القروض والتسهيلات غير المنتظمة إلى إجمالي القروض والتسهيلات ٧.٦%، وبلغت نسبة مخصصات القروض والتسهيلات إلى القروض والتسهيلات غير المنتظمة ٩٨.٧%.

فإذا قامت البنوك التجارية بطرح صافي حقوقها من الأوراق المالية للتداول في سوق الأوراق المالية بدلاً من عدم تدوير محافظها المالية فإنها ستساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية، كما يمكن لها أن تتوسع في إقراض المساهمين لشراء أسهم جديد بضمن الأسهم القديمه، وكذا عرض ميزانيات شركات قطاع الأعمال العام التي ستطرح أسهمها للبيع في بورصة الأوراق المالية لتشجيع المدخرين على شراء هذه الأسهم.

شركات التأمين:

تلعب شركات التأمين دوراً هاماً في تجميع المدخرات، كما تتميز السياسه الإستثمارية لشركات التأمين بظاهرة التذبذب لصالح العائد المرتفع وتوافر درجة الضمان المناسبه، مما ينعكس على دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، فشرركات التأمين قادره على المساهمه في تنشيط سوق الأوراق المالية إذا قامت بتدوير محافظ أوراقها المالية في السوق الثانويه، وقد بلغ عدد شركات التأمين بالسوق في مصر في عام ٢٠١٥ حوالى ٣٥ شركة، منها ١٤ شركة في مجال تأمينات الأشخاص (الحياة)، و ٢١ شركة لتأمينات الممتلكات والمسؤوليات، إضافة إلى جمعية للتأمين

التعاوني، وبلغ إجمالي حقوق المساهمين بهذه الشركات نحو ١١.٢ مليار جنيه بنسبة ارتفاع ٧.٥% عن العام السابق، وقد ارتفع صافي الاستثمارات إلى ٥٧ مليار جنيه، مقارنة بـ ٥٢.٥ مليار جنيه في عام ٢٠١٤، بنمو ٩%، كما زاد صافي الدخل من الاستثمارات إلى ٤.٨٣ مليار جنيه، وتتضمن تلك الاستثمارات ١٥ مليار جنيه ودائع وشهادات إيداع بالبنوك و ١٢ مليار جنيه سندات حكومية و ١.٤ مليار جنيه وثائق صناديق استثمار. كما ارتفع إجمالي حقوق حملة الوثائق إلى ٤٦ مليار جنيه، مقارنة بـ ٤٢ مليار جنيه في العام السابق، بنسبة ٩.٤%. (١)

المؤسسات الحديثة:

وتتمثل في صناديق الإستثمار، وشركات التأجير التمويلي، وشركات أمناء الإكتتاب، ونوادي الإستثمار: (٢)

فصناديق الإستثمار: تتبع شركات للإستثمار ذات النهايه المفتوحه حيث حجم الأموال المستثمره في الصندوق غير محدد، ويجوز للشركه إصدار وبيع المزيد من الأسهم العاديه وإن كان لايجوز لها أن تصدر سندات، كما تقوم بتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم بإستثمارها في تشكيلات من الأوراق الماليه التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيله التي يستثمر فيها امواله.

وشركات التأجير التمويلي: تقوم بتأجير المعدات والآلات الحديثه بأقساط تحسب من ثمن الأصل إذا رغبت المنشأه في شرائه في نهاية المده، ويساعد ذلك المشروعات الصغيره والمتوسطه على إقتناء تلك المعدات والآلات الحديثه الباهظة الثمن بطريقه ميسره، وتؤثر تلك الشركات في إستجابتها للحاجات التمويليه للمشروعات الإنتاجيه مما يساهم في تنشيط سوق المال.

أما شركات أمناء الإكتتاب: فتعتبر صانعة السوق، حيث تقوم بعمليات الترويج للإصدارات من الأوراق الماليه وتغطية الإكتتاب فيها وخلق السوق الثانوى لها عن طريق ماتكتتب فيها من أسهم في البورصه بعد أن تتكون لها مقومات الطلب عليها، كما تقوم هذه الشركات بتقديم الإستثمارات التمويليه.

وبالنسبه لنوادي الإستثمار: فهي صوره لتشجيع صغار المدخرين الذين تجمع بينهم وحدة العمل أو مكان الإقامه للإستثمار في الأوراق الماليه، وتعمل هذه النوادي على

(١) شريف سامى رئيس الهيئة العامة للرقابة الماليه - مقال منشور بجريدة الأهرام ٤/٦/٢٠١٧ .

(٢) د. عبدالكريم جمعه - دور الاستثمار الخاص في الإصلاح الاقتصادي والتنمية - رسالته للدكتوراه مقدمه لكلية الحقوق جامعة عين شمس عام ٢٠٠٠ - ص ٣٢٠.

زيادة الوعي الإستثمارى فى الأوراق الماليه وتوجيه صغار المدخرين للإستثمار فيها، الأمر الذى يساهم بدوره فى تنشيط سوق الأوراق الماليه.

الفصل الثالث

دور سوق الأوراق المالية فى التنمية الاقتصادية بمصر

سبق أن أوضحنا أن القطاع المالى الكفاء بمكوناته وعناصره يمثل القناه المثلى لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها فى شكل ائتمان وأدوات استثمارية وتوجيهها الى القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما يعمل هذا القطاع على جذب الاستثمارات الأجنبية واستقطابها لتوفير موارد تمويلية إضافية تساهم فى تغطية احتياجات التنمية الاقتصادية، فالقطاع المالى يؤثر على معدلات النمو من خلال تأثيره على إنتاجية رأس المال، أو من خلال قدرته على تحويل الأرصدة المالية الى استثمار حقيقى، ويتم ذلك من خلال التأثير على الادخار، وكفاءة تخصيص الموارد، وتجميع المعلومات، وإحكام الرقابة، وتوزيع المخاطر وإدارتها.

ونقسم هذا الفصل الى أربعة مباحث على النحو التالى :

المبحث الأول : دور سوق الأوراق المالية فى جذب المدخرات المحلية

المبحث الثانى : دور سوق الأوراق المالية فى جذب رؤوس الأموال الأجنبية

المبحث الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية فى مصر

المبحث الرابع: مساهمة سوق الأوراق المالية المصرية فى التنمية

المبحث الأول

دور سوق الأوراق المالية فى جذب المدخرات المحلية

مع تنامى الاتجاه نحو تفعيل آليات السوق وتحرير الاقتصاد، فقد برزت أهمية سوق الأوراق المالية فى تمويل التنمية الاقتصادية فى الدول المختلفة، وهو ما يرتبط بمدى تحقيق هذه السوق لمتطلبات الكفاءة التى تمكنها من تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التى لديها فائض الى الوحدات التى لديها عجز. فسوق الأوراق المالية تعد حلقة اتصال قوية بين الادخار والاستثمار، يمكن أن تؤثر وبفاعلية تأثيراً إيجابياً على حجم الاستثمار ونوعيته، وهو ما يعد محدداً مهماً للنمو الاقتصادى.

وتعمل سوق الأوراق المالية بصفة عامة على جذب المدخرات المحلية والأجنبية، وهو ما يساهم في توفير التمويل طويل الأجل، كما أن الأسواق النشطة للأوراق المالية يمكنها التقليل من تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمارات باستخدام طرق أكثر إنتاجية. وتعتبر الاصدارات الجديدة أحد المؤشرات الممكن استخدامها للحكم على مدى قيام سوق الأوراق المالية بزيادة الاستثمارات، حيث تتضمن الاصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة وزيادة رؤوس أموال شركات قائمة وترغب في التوسع، ومن ثم فإن زيادة الاصدارات الجديدة تعنى زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على زيادة الاستثمار وبالتالي المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

نحاول فيما يلى القاء الضوء على مساهمة سوق الأوراق المالية المصريه فى جذب المدخرات المحلية وذلك من خلال الأدوات المالية المختلفة التى يوفرها السوق كبدايل أمام المدخرين، سواء كانت أسهم أو سندات أو صناديق استثمار، وذلك من خلال متابعة حجم المدخرات التى اجتذبتها :

١ - دور الأسهم فى جذب المدخرات

تنامى استخدام أدوات الملكية المتمثلة فى الأسهم خلال السنوات الأخيرة كاتجاه متزايد فى سوق الأوراق المالية المصرية، وتشير إحصائيات الهيئة العامة لسوق المال خلال الفترة من عام ١٩٩٢ الى عام ٢٠٠٧ الى نمو سوق الاصدار، حيث شهدت السوق تسجيل عدد من شركات المساهمة التى طرحت أسهمها لأول مره، فضلاً عن الشركات القائمة التى طرحت أسهماً جديدة لزيادة رؤوس أموالها، كما شهدت السوق أيضاً خلال تلك الفترة خصخصة عدد من شركات قطاع الأعمال العام فى اطار برنامج الاصلاح الاقتصادى وتمت تغطية المطلوب من بعض هذه الشركات عن طريق طرح جزء من الأسهم فى اكتتاب عام.

وتوضح الأرقام أن عدد الشركات التى كانت مقيدة فى سوق الأوراق المالية فى ١٩٩٢/٦/٣٠ بلغ ٦٢٧ شركة إرتفع إلى ٧٠٠ شركة فى ١٩٩٥/٦/٣٠ ارتفع الى ١١٣٦ فى عام ٢٠٠٣، ونظراً لقيام الهيئة العامة لسوق المال بتطبيق قواعد جديدة اعتباراً من ٢٠٠٢/٨/١ فقد انخفض عدد الشركات المقيدة الى ٣٧٧ شركة فى ٢٠٠٨/٦/٣٠ نتيجة خروج عدد كبير من الشركات من الجداول الرسمية^(١).

وعلى الرغم من إنخفاض عدد الشركات المقيدة فى السوق ، الا أن الوضع لم يكن كذلك بالنسبة لرؤوس الأموال الأسمية للشركات المقيدة، ذلك أن رأس المال الأسمى للشركات المقيدة فى سوق الأوراق المصرية قد تزايد من ٨.٠٩٨ مليون جنيه

(١) الهيئة العامة لسوق المال - التقرير السنوى - أعداد مختلفة.

فى نهاية عام ١٩٩٢ الى ١١.٠٥٢ مليون جنيه عام ١٩٩٥ ارتفع ليصل الى ١١٩.٣١٧ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٧.

وفى عام ٢٠١٥ إرتفع عدد الشركات المقيدة إلى ١٥ شركة برأسمال نحو ٦ مليار جنيه ، وهو أعلى معدل متحقق منذ عام ٢٠٠٨ وبما يعادل ٣ أضعاف رأس المال المتحقق خلال عام ٢٠١٤ وأكثر من ٣٠ ضعف المتحقق فى عام ٢٠١٣، كما يقترب من إجمالى المتحقق خلال الخمس سنوات من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٤ . (١)

وقد بلغ عدد الشركات المقيدة بالبورصة ٢٢١ شركة فى عام ٢٠١٥ ، وارتفع رأس المال الإسمى لتلك الشركات بمعدل ٩.٥% ليبلغ ١٧٨.١ مليار جنيه ، كما إرتفع رأس المال السوقي لأسهم هذه الشركات بمعدل ١.٦% ليصل الى ٤٨٥.٢ مليار جنيه وبما يمثل ٢٠.٢% من الناتج المحلى الاجمالى للعام المالى ٢٠١٤/٢٠١٥ ، ويرجع هذا الارتفاع فى رأس المال السوقي إلى إرتفاع أسعار أغلب الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية.

يتضح مما سبق أن تزايد رأس المال الأسمى للشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية رغم تناقص عدد الشركات خلال السنوات التى تلت تعديل قواعد القيد فى البورصة المصرية والتى تم العمل بها اعتباراً من ٢٠٠٨/٨/١ إنما هو مؤشر ايجابى على جاذبية سوق الأوراق المالية لجزء أصبح يتزايد من مدخرات المصريين وإن لم يصل الى المستوى المأمول بعد، ذلك أن مخاطر التعامل فى سوق الأوراق المالية قد لايشجع الأغلبية على استثمار أموالهم فيه مقارنة بالبنوك كبديل أكثر استقراراً لمن لايفضل المخاطرة، والنتيجة أن قيمة المدخرات المستثمرة فى سوق الأوراق المالية قد لاتتقارن بحجم الودائع بالبنوك، وربما كان ذلك دافعاً وراء قيام وزارة الاستثمار بالتعاون مع هيئة البريد على إنشاء دفتر استثمار البورصة لجذب شريحة من المدخرين ربما لم تستثمر فى سوق الأوراق المالية من قبل.

وبصفة عامة فإن هناك تنامى فى الاعتماد على الاستثمار فى سوق الأوراق المالية من قبل الأفراد والمؤسسات خاصة البنوك التى تشير الاحصاءات الى أن استثماراتها فى سوق الأوراق المالية بلغ ١٩٣.٩ مليار جنيه فى نهاية يونيه ٢٠٠٦

(١) تقرير البورصة السنوى لعام ٢٠١٥ - ص ١٢ .

(بنسبة ٢٥% من اجمالي الأصول) وارتفعت أرباحها من هذه الاستثمارات وتجاوزت أرباحها في هذا الخصوص أرباحها من النشاط المصرفي العادي. وبالرغم مما شهدته سوق الأوراق المالية المصرية من طفرة في السنوات الأخيرة، إلا أن سوق الأسهم في مصر مازالت لا تتمتع بالانتعاش الكافي، إذ يتركز التداول في السوق على عدد محدود من الأسهم، ويؤكد على ذلك أنه في عام ١٩٩٨ استحوذت ٣٠ شركة فقط على نسبة ٥٥.٩% من إجمالي حجم التعاملات في البورصة، وفي عام ٢٠٠١ كان التداول على أسهم ال ٣٠ شركة الأكثر سيولة ونشاط في البورصة يمثل نحو ٨٨% من كمية الأسهم المتداولة و ٨٢% من قيمة التداول، بينما في عام ٢٠٠٧ كان التداول على أسهم ال ٣٠ شركة الأكثر سيولة يمثل حوالى ٦٩% من حجم التداول في البورصة و ٤١.٨% من قيمة التداول و ٦٨% من حجم العمليات التي تمت ، وفي عام ٢٠١٥ فقد حافظ السوق المصرى على ثاني أفضل أداء بعد ثورة ١٠١١ فيما يتعلق بإجماليات التداول ، حيث حقق اجمالي التداول في السوق نحو ٢٤٨ مليار جنيه ، أما حجم التداول فقد حقق مايزيد عن ٤٥ مليار ورقة مالية ، كما سجلت عدد العمليات مايزيد عن ٤.٩ مليون عملية ، ويتضح مما سبق أن قيمة التداول استحوذت على غالبية التداول في السوق مسجلة مايزيد عن ٢٢٦ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٥ ، كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو ٤٣ مليار ورقة .^(١)

٢ - دور السندات في جذب المدخرات:

تعتبر السندات من أهم الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية بصفة عامة، وفي الاقتصاديات المتقدمة نجد أن حجم سوق السندات أكبر بكثير من حجم سوق الأسهم، ويرجع ذلك الى أن المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وصناديق التأمين وصناديق الاستثمار توظف جانباً كبيراً من أرصدها في أدوات الدين كجزء من التزاماتها القانونية، أما في مصر فسوق السندات مازال حجمه أصغر بكثير من حجم سوق الأسهم.^(٢)

(١) التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥ - ص ٣١.

(٢) د. هاله حلمى السعيد - دراسة تحليلية لسوق السندات في جمهورية مصر العربية - سلسلة دراسات اقتصادية -

العدد رقم ١٧ - يناير ٢٠٠١ - ص ١.

وبصفة عامة تمثل السندات إحدى وسائل التمويل المهمة للحكومة والهيئات الحكومية وشركات القطاع الخاص، ذلك لأن التمويل من خلال السندات يزيد من درجة مرونة إدارة الدين، حيث أن الهيكل الأمثل لتمويل الشركات مرتبط بالمزج بين بدائل التمويل المختلفة ما بين الأسهم والسندات والقروض المصرفية والتي من خلالها تتنوع ليس فقط مصادر الحصول على التمويل اللازم ولكن أيضاً تتنوع آجال وشروط الاستحقاق وكيفية الاستخدام لهذه الأموال.

كما أن السندات تعتبر بديلاً ذا تكلفة أقل مقارنة بالاقتراض المصرفي، يضاف إلى ذلك المزايا التي تعود على الأفراد والمؤسسات الذين يستثمرون أموالهم في تكوين محافظ مالية، إذ يمكنهم وجود سوق نشط للسندات من تكوين محافظ مالية متوازنة تحقق الأهداف المختلفة للمستثمر وفق درجة المخاطرة التي يكون على استعداد لتحملها، وبالتالي فوجود سوق نشط للسندات يساهم في جذب المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل درجة عالية من المخاطر وذلك بالنسبة لجانب أصحاب الأموال، أما بالنسبة للشركات طالبة الأموال فإنها قد تكون وسيلة أكثر جذباً لمن لا يفضل التدخل في الإدارة من قبل المساهمين.

وتنقسم السندات إلى سندات خزانه وسندات شركات، نوضحها فيما يلي:

أ - سندات الخزانة:

كانت سندات الخزانة في مصر تصدر بصفة دورية لآجال تتراوح ما بين ٢ - ١٢ سنة ولا توجد عملية مزايمة في بيعها، حيث كانت الحكومة تحدد جميع شروط الإصدار (الحجم - الأجل - سعر الكوبون) ثم تطرحها للاكتتاب العام، على أن يكون الحد الأدنى للاكتتاب ٢٥ ألف جنيه، ويسمح لجميع المؤسسات والأفراد بالاكتتاب، وإن كان شرط الحد الأدنى يؤدي في الواقع إلى عدم مشاركة الأفراد، وفي حالة تجاوز طلبات الشراء المقدمة لحجم السندات المعروضة يتم التخصيص بالنسبة والتناسب.

إلا أنه منذ تطبيق نظام المتعاملين الرئيسيين في التعامل على سندات الخزانة في ٣/١١/٢٠٠٤ - حيث يتم التداول بالسعر الصافي - في السوق الأولية إلى تغيير نظام إصدار سندات الخزانة، بحيث تطرح هذه السندات في المزاد ويقوم أعضاء اتحاد المتاجرين في السوق الأولية بتغطية كامل الإصدار وبطلب من الأفراد والمؤسسات الأخرى بعد ذلك تقديم طلباتهم من خلال متاجر أولى مسجل.

وقد أصدرت الحكومة فى عام ١٩٩٥ سندات خزانة لأول مرة منذ عدة عقود وبلغت القيمة التراكمية للإصدار ٣ مليار جنيه وفترة الاستحقاق ٥ سنوات وبعائد سنوى ١٢%، وفى عامى ١٩٩٧، ١٩٩٨ صدر عدد كبير من سندات الخزانه تستحق بعد ٧ سنوات، وفى مارس ١٩٩٩ أصدرت الحكومة أول سند لمدة ١٠ سنوات وفى يونيو ٢٠٠٢ بلغ اجمالى سندات الخزانه ١٣ مليار جنيه مصرى، ثم تزايدت على نحو مستمر حيث بلغت قيمة أذون الخزانه (٩١ يوماً) ٢ مليار جنيه اصدار ٢٠٠٨/٧/٢٠ واستحقاق ٢٠٠٨/١٠/٢١، كما بلغت قيمة أذون الخزانه (١٨٢ يوماً) ٥.١ مليار جنيه اصدار ٢٠٠٨/٧/٢١ واستحقاق ٢٠٠٩/١/٢٠، وفى عام ٢٠١٥ بلغت قيمة التداول على سندات الخزانه المصرية ٨٨.٦٩٧ مليون جنيه، كما بلغ حجم التداول ٨٦.١٧٧ جنيه^(١).

ب - سندات الشركات:

تمثل السندات أهم مصادر التمويل للشركات فى معظم دول العالم، وسندات الشركات التقليدية هى أكثر أشكال السندات شيوعاً فى مصر، إلا أنه قد ظهرت أشكال أخرى من السندات منها إصدارين من السندات القابلة للتحويل، وهى نوع من السندات القابلة للتحويل لأسهم خلال فترة الاستحقاق بمعدل تحويل يتم تحديده مسبقاً ضمن شروط الطرح، وتمثل هذه السندات إضافة الى رصيد السوق المالية وتدعيم تنوعها، وفى الأسواق المتقدمة نجد أن اصدار كل ثمانية اصدارات تقريباً تكون قابلة للتحويل، وقد أصدرت عدة شركات مصرية سندات ذات عائد متغير.

ونشير فى هذا الصدد الى أنه قبل صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم يكن يسمح للشركات بإصدار أدوات دين بمعدل يتجاوز ٧% وهو معدل غير تنافسى وقف عقبة أمام قدرة السوق على النمو والتطور، وعندما تم رفع ذلك السقف بدأت الشركات فى دراسة جدوى اصدار سندات، وفى ابريل ١٩٩٤ صدر أول سند للشركات، ومع صدور اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، فقد سمح للشركات بإصدار سندات بما يتجاوز صافى أصولها بشرط الحصول على تصنيف مناسب من وكالة تصنيف ائتماني معتمدة (صدر قرار وزير الاقتصاد رقم ٢٧٦ لعام ١٩٩٩ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، وفيه تم

(١) د. مجده محمد عبده - المرجع السابق - ص ٥٢، وتقرير البورصة - ص ٤٩.

الزام الشركات التي ترغب في اصدار سندات بأن يكون لها تصنيف ائتماني لا يقل عن BBB (إعتباراً من بداية عام ١٩٩٩)، وتتولى تصنيف السندات في مصر الوكالات المحلية التي ترخص لها هيئة سوق المال بمزاولة نشاط تصنيف الجدارة الائتمانية، كما تقوم به أيضاً الوكالات الدولية التي يعتمدها مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال.

ومع تطور سوق الرهن العقاري في ضوء تفعيل نشاط التمويل العقاري في مصر، فقد تم بالفعل اصدار سندات توريق في سوق الأوراق المالية، وتنشيطاً لهذا السوق فقد تأسست الشركة المصرية للتوريق في عام ٢٠٠٧ تحت مظلة قانون سوق المال، وقد أعلنت الشركة عن دعوتها للاكتتاب العام في سندات توريق الشركة بمبلغ ٣٦٠ مليون جنيه - آخر استحقاق في ٢٠١٢/١٢/١ - وهي سندات إسمية في مقابل حقوق ماليه قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل الى أسهم وقابلة للاستدعاء المعجل من السنة الثالثة للإصدار بدءاً من الكوبون رقم ٢٥ ولمدة ٤ سنوات وعشرة أشهر بقيمة إسمية ١٠٠ جنيه للسند الواحد موزعاً على ٣.٦ مليون سند تستهلك شهرياً وذات عائد سنوي ثابت مقدارة ٩.٧٥% يصرف شهرياً على أن يتم طرح ١٠٠% من السندات للاكتتاب العام.

وهذا الإصدار كان لسداد قيمة محفظة التوريق التي تتضمن حقوقاً مالية ومستحقات آجله الدفع مستحقة لشركة كوربليس للتأجير التمويلي والتي تم حوالتها الى الشركة بموجب عقد حولى مبرم في ٢٠٠٧/١٢/٣١، حيث ستقوم البنوك المتلقية للاكتتاب بناء على أمر الشركة المصرية للتوريق في اليوم التالي لغلق باب الاكتتاب بسداد قيمة محفظة التوريق لشركة كوربليس للتأجير التمويلي، وهذه السندات المصدرة مضمونة بالاقساط ذات العائد الثابت الناشئة من عقود تأجير تمويلي لسيارات أو أجهزة أو عقارات لشركات كبيرة ومتوسطة مقرها في مصر، وهي عقود أصدرتها شركة كوربليس منذ بداية نشاطها في عام ٢٠٠٤ وحتى نهاية عام ٢٠٠٧، والسندات مضمونة بمحفظة توريق ثابتة مكونة من ٥١٦ عقد تأجير تمويلي ذات عائد ثابت يتم استهلاكها بالكامل.

٣ - دور صناديق الاستثمار في جذب المدخرات:

تطور دور صناديق الاستثمار في الأسواق المالية في كثير من الدول حتى أصبحت تشكل عاملاً أساسياً ومؤثراً في نشاط وفاعلية تلك الأسواق. وتهدف صناديق الاستثمار الى استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، وقد نصت المادة ١٤٨ من اللائحة التنفيذية

لقانون سوق المال على أن لاتقل قيمة وثيقة الاستثمار عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، وهى بذلك تلبى احتياجات قاعدة عريضة من صغار المستثمرين الذين يرغبون فى عائد دورى، وفى نفس الوقت يأملون فى تحقيق نمو لمدخراتهم.

وعلى الرغم من صدور قانون سوق المال رقم (٩٥) لعام ١٩٩٢ واستحدث نشاط صناديق الاستثمار فى مصر، إلا أن الصناديق لم تبدأ فى مزاوله نشاطها الا فى نهاية عام ١٩٩٤، حيث تم انشاء العديد من صناديق الاستثمار حتى بلغ عددها ٤٦ صندوق فى نهاية عام ٢٠٠٧ بلغ حجم الأموال المستثمرة فيها نحو ٩ مليار جنيه، ارتفعت إلى ٩٥ صندوق فى عام ٢٠١٥ باستثمارات بلغت حوالى ١٨ مليار جنيه .

ومن حيث العائد فإنه يوجد فى السوق المصرى نوعان من صناديق الاستثمار، هما صناديق الاستثمار ذات العائد الدورى، وصناديق الاستثمار ذات العائد التراكمى، كما توجد صناديق استثمار جديدة تدرس الهيئة العامه لسوق المال منح ترخيص لها، وهى تشمل نوعيات جديدة مثل صناديق الملكية الخاصة، والصناديق القابضة، والصناديق العقارية، وذلك فى اطار التعديلات الجديدة للاتحة التنفيذية لقانون سوق المال.

وقد أتاحت التعديلات الجديدة لقانون سوق المال للشركات المساهمة أن تنشئ أكثر من صندوق من فئات مختلفة، كما أجازت لها أيضاً إمكانية طرح وثائق صناديق استثمار من خلال اكتتاب عام أو من خلال طرح خاص، على أن ذلك قد اقترن بشرط حظر الاعلان عن انشاء صناديق استثمار أو الاكتتاب فيها الا بعد الموافقة المسبقة من الهيئة العامة لسوق المال.

وفى هذا الخصوص فقد تم استحداث شرط أن يكون غالبية أعضاء مجلس ادارة الصندوق من الأعضاء المستقلين حفاظاً على مصالح حملة وثائق الصندوق، بالإضافة الى تحديد البيانات والمعلومات التى يلزم أن يشتمل عليها النظام الأساسى للصندوق، مع ضرورة الاعلان عنها فى نشرة الاكتتاب، وضرورة الحصول على موافقة حملة الوثائق واعتمادها عند تعديل النظام الأساسى للصندوق.

المبحث الثانى دور سوق الأوراق المالية فى جذب رؤوس الأموال الأجنبية

استفادت العديد من الأسواق المالية الناشئة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال إصدارات تسجل فى البورصات العالمية نظراً لما تتمتع به تلك الأسواق بالكفاءة والعمق، وهو ما يوفر للشركات توظيفاً سريعاً لحجم الأوراق المالية التى يصعب توظيفها فى السوق المحلى وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية، وقد زاد من أهمية الاتجاه الى هذا النمط من التمويل الحاجة الى استثمارات فى البنية الأساسية، وفى المشروعات كثيفة رأس المال اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية. (١)

وقد حرصت مصر منذ بداية التسعينيات على تطوير سوق الأوراق المالية من أجل المساهمة فى توفير التمويل اللازم للمساهمة فى عملية التنمية فى ضوء تبنيها برنامج شامل للإصلاح الاقتصادى اعتماداً على دور قوى للاستثمارات الخاصة المحلية والأجنبية، وبالتالي فإن زيادة التأثيرات الإيجابية للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة تعتبر أحد المؤشرات الهامة لقياس مدى نجاح البورصة المصرية فى زيادة الاستثمارات بصفة عامة.

ومع صدور قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ سمح للأجانب بالاستثمار فى الأسهم والسندات المتداولة فى سوق الأوراق المالية، مما أدى الى زيادة التدفق السنوى للاستثمارات الأجنبية فى محفظة الأوراق المالية الذى ساهم فى زيادته أيضاً إدراج مصر ضمن مؤشر مؤسسة التمويل الدولية IFC إعتباراً من سبتمبر ١٩٩٦.

وللاستثمار الأجنبى غير المباشر دور مهم فى تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث يساهم فى تمويل الشركات المحلية سواء كان ذلك فى شكل سندات أو فى شكل أسهم، كما أنه يساهم فى تنشيط درجة السيولة فى سوق الأوراق المالية المحلية، وإن كانت درجة سيولة السوق هى أحد العوامل المهمة فى جذب المستثمر الأجنبى الى سوق دون غيره من الأسواق.

ويمكن للمستثمر الأجنبى الاستثمار فى سوق الأوراق المالية المصرية بدون أى قيود على حرية انتقال رأس المال، بل وتسمح قواعد القيد فى سوق الأوراق المالية المصرى بقيد الأوراق المالية الأجنبية والتعامل فيها وبالشروط نفسها التى تخضع لها الأوراق المالية المحلية مع السماح للوسطاء الأجانب بالعمل فى السوق المصرية دون أى تفرقه فى المعاملة من الناحية القانونية والإدارية بينهم وبين المنشآت المحلية، بل وتمتعهم بنفس المزايا الضريبية إذ تعفى أرباح صناديق الاستثمار الدولية من الضريبة

(١) د. هاله حلمى السعيد - المرجع السابق - ص ٤.

العامه على الدخل، وقد أدى ذلك الى تشجيع المستثمرين الأجانب والصناديق الأجنبية على شراء الأوراق المالية المصرية، حيث ارتفعت مساهمات الأجانب فى حركة التعامل. وهو ما يتطلب ضرورة عدم إغفال المشكلات التى قد تنتج عن الانسحاب السريع لرؤوس الأموال الأجنبية من السوق المحلية فى أوقات الأزمات، وهو ما يعد أحد المعوقات الرئيسية أمام السوق المصرية فى معالجة ما قد ينتج من أزمات، الأمر الذى يعنى أن السياسة الاستثمارية فى مصر التى تتبع فى جذب رؤوس الأموال الأجنبية ينبغى أن تكون ضمن استراتيجية موضوعة بإحكام لمعالجة الجانب السلبى لتدفق هذه الأموال، بل وحجر الأساس فى السياسة الاستثمارية التى تنتهج فى هذا الخصوص وهو ما يبدو غائباً فى الاقتصاد المصرى حتى الآن.^(١)

وعلى الرغم من المزايا التى قد تتحقق من جذب رؤوس الأموال الأجنبية التى تساهم فى تمويل الشركات المحلية وما يقال من أن زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة الى البورصات الناشئة يعتبر عاملاً مهماً فى زيادة تطورها السريع واتجاهها للعالمية، إلا أنه يجب التحسب لمخاطر تلك الأموال فى حالة الانسحاب السريع من السوق المحلية خاصة فى أوقات الأزمات، الأمر الذى يتطلب ضرورة وضع سياسة استثمارية تتبع لجذب رؤوس الأموال الأجنبية تكون ضمن استراتيجية موضوعة بإحكام لمعالجة الجانب السلبى لتدفق هذه الأموال فى حال انسحابها حتى لا يتعرض الاقتصاد المصرى لمخاطر خارجية.

وبصفة عامه تعمل سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات المحلية والأجنبية، وهو ما يساهم فى توفير التمويل طويل الأجل، كما أن الأسواق النشطة للأوراق المالية يمكنها التقليل من تكلفة تحريك المدخرات، وبالتالي تسهيل الاستثمارات باستخدام طرق أكثر إنتاجية.

وتعتبر الاصدارات الجديدة أحد المؤشرات التى يمكن استخدامها للحكم على مدى قيام سوق الأوراق المالية بزيادة الاستثمارات، حيث تتضمن الاصدارات الجديدة تأسيس شركة جديدة وزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة التى ترغب فى التوسع، ومن ثم فإن زيادة الاصدارات الجديدة تعنى زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على زيادة الاستثمار وبالتالي المساهمة فى تحقيق التنمية الاقتصادية.

ويلاحظ فى هذا الصدد أن حصول الحكومة على قروض طويلة الأجل فى صورة سندات بدلاً من التمويل التضخمى الذى يؤدى الى خلق ضغوط تضخمية يصعب السيطرة عليها كان من شأنه أن ساعد على جعل السوق أكثر استقراراً.

(١) د. مجدة محمد عبده - المرجع السابق - ص ٥٦.

وعن الاستثمارات الأجنبية فى السوق المصرية فقد بلغ عدد المؤسسات الأجنبية والعربية فى نهاية عام ٢٠٠٧ حوالى ٩٤٠٠ مؤسسة بقيمة تعاملات وصلت الى ١٢٤ مليار جنيه مقارنة بحوالى ١٠٣ مليار جنيه فى عام ٢٠٠٦، وهو ما يوضح أن هناك تزايداً فى الاستثمارات غير المباشرة التى يقوم الأجانب بضعها داخل السوق المصرى، حيث ارتفع صافى الاستثمارات الأجنبية الى حوالى ٨ مليار جنيه عام ٢٠٠٧. (١)

وفى عام ٢٠١٥ شهد السوق المصرى دخول ما يقرب من ١٨ ألف مستثمر جديد، وكانت الزيادة الكبيرة من نصيب المؤسسات والتى بنحو ٤٣% لتسجل زيادة قدرها ما يقرب من ١٧٠٠ مؤسسة، وقاد هذا الارتفاع المؤسسات الأجنبية التى قفزت بنحو ٤٧% ليرتفع عدد المؤسسات الأجنبية المسجلة فى السوق المصرى إلى ١١٩٩ مؤسسة بالمقارنة بكل من المصريين (٤٠٨ مؤسسة) والعرب (٨٤ مؤسسة). (٢)

كما استحوذ المستثمرون الأجانب على نحو ٢٨% من إجمالى التعاملات فى السوق خلال عام ٢٠١٥، حيث استثمر المستثمرون الأجانب غير العرب على نحو ٢٠% من إجمالى التعاملات فى البورصة، بينما استحوذ العرب على ٨% من تعاملات السوق، وقد حقق المستثمرون الأجانب غير العرب فى السوق صافى شراء بنحو ١٠٤ مليون جنيه، بينما سجل المستثمرون العرب صافى بيع بنحو ٢١٢ مليون جنيه.

وبالنظر إلى توزيع الاستثمارات الأجنبية الوافدة، فقد استحوذت أوروبا على النصيب الأكبر من تعاملات الأجانب فى السوق المصرى بنسبة ٣٩% من إجمالى الاستثمارات الأجنبية خلال عام ٢٠١٥، بينما بلغ نصيب العرب نحو ٣٠% ثم أمريكا وكندا بنسبة ١٩% من إجمالى الاستثمارات الأجنبية، وعلى مستوى الدول فقد استحوذت كل من أمريكا وبريطانيا على نحو ١٨% و ١٧% على التوالى من إجمالى تعاملات الأجانب تلتها السعودية بنصيب وصل الى ١٤% من إجمالى تعاملات الأجانب فى السوق المصرى.

ورغم ماتعكسه هذه الأرقام من التزايد الكمى لحجم التدفق الى سوق الأوراق المالية، إلا أنها تشير الى أن الدور التمويلي لسوق الأوراق المالية مازال يحتاج الى المزيد من الدعم من خلال معالجة مشاكل السوق المصرى والعمل على توفير متطلبات الكفاءة اللازمة للقيام بدور تمويلي فعال فى الاقتصاد المصرى.

(١) التقرير السنوى لبورصة الأوراق المالية المصرية لعام ٢٠٠٧ - ص ٣٠.

(٢) التقرير السنوى لبورصة الأوراق المالية المصرية لعام ٢٠١٥ - ص ٤١.

المبحث الثالث تقييم أداء سوق الأوراق المالية فى مصر

تعد سوق رأس المال مرآة تعكس مدى قوة أى اقتصاد، حيث يمكن أن يقاس من خلالها مدى نجاح سياسات الإصلاح الاقتصادى وانعكاسه على أداء الشركات المقيدة فى البورصة والتي تمثل جميع قطاعات الاقتصاد القومى.

ولقد شهد سوق رأس المال فى مصر تطوراً كبيراً من حيث تطور التشريعات الحاكمة له خلال الخمس سنوات الأخيرة والتي شهدت استحداث آليات تداول جديدة كالشراء بالهامش، وبيع الأوراق المالية المقترضة، واستحداث أدوات مالية جديدة كسندات التوريق، ووثائق البورصة المتداولة، كما تم تطوير القواعد المتعلقة بحماية المتعاملين خاصة صغار المتعاملين فى السوق، ورفع معدلات الشفافية والافصاح.

وعلى صعيد أسواق التداول فقد حظيت البورصة المصرية بثقة المؤسسات الدولية، حيث كان لتطوير البنية التحتية للبورصة القدرة على استيعاب ارتفاع معدلات التداول، وجذب العديد من الشركات للتسجيل بالبورصة، الأمر الذى ساهم فى رفع عدد الشركات الممثلة للقطاعات المختلفة للاقتصاد المصرى، كما أدت تلك التطورات الى قيام العديد من المؤسسات الدولية بإصدار وثائق صناديق الاستثمار المتداولة فى الأسواق العالمية على مؤشر البورصة المصرية (EGX30) وهو المؤشر الخاص بأداء أنشط ثلاثين شركة فى السوق المصرى.

ونحن بصدد تقييم أداء سوق المال فى مصر فسوف نوضح أولاً أهم المؤشرات التى يتم على أساسها قياس أداء سوق رأس المال، ثم نتناول تحليل أداء سوق رأس المال فى مصر باستخدام تلك المؤشرات :

أولاً : مؤشرات قياس أداء سوق رأس المال فى مصر

يمكن تقييم أداء سوق رأس المال فى مصر من خلال أربعة مؤشرات رئيسية هى: (١)

١ - مؤشر الطاقة الاستيعابية للسوق:

(١) د. يسرى جرجس بسطا - المرجع السابق - ص ١٤٦.

ويقصد به مدى قدرة سوق رأس المال على استقطاب المدخرات وتحويلها الى استثمارات مالية، وذلك من خلال مقارنة حجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلى الاجمالي والادخار المحلى الاجمالي.

٢ - مؤشر تحقيق السيولة :

ويعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها.

٣ - مؤشر الحجم النسبي لسوق رأس المال :

ويقاس حجم السوق بالقيمة السوقية للأوراق المالية المقيدة بالبورصة، ويقاس الحجم النسبي من خلال تطور نسبة الاصدارات الجديدة الى الناتج المحلى الاجمالي.

٤ - مؤشرات قياس المعاملات بالبورصة المصرية :

ونتناول فيه كل من مؤشرى الهيئة العامة لسوق المال ومؤشر CASE 30.^(١)

ثانياً : تقييم أداء سوق رأس المال فى مصر

١ - باستخدام مؤشر الطاقة الاستيعابية للسوق :

يمكن تقييم أداء سوق رأس المال طبقاً لهذا المؤشر من خلال تقييم سوق الاصدار وسوق التداول خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٥، وذلك على النحو التالى :

بالنسبة للسوق الأولية ، فقد وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية خلال عام ٢٠١٥ على ٣٨٩٨ إصداراً جديداً بقيمة إجمالية ٥٦ مليار جنيه ، منها ٢٩٦٩ إصداراً لتأسيس شركات جديدة وبما يمثل ٧٦.٢% من إجمالي عدد الاصدارات ، بلغت قيمتها ١٣.١ مليار جنيه ، أما الاصدارات الخاصة بزيادة رؤوس أموال شركات قائمة فبلغ عددها ٩٢٩ إصداراً بقيمة إجمالية ٤٢.٩ مليار جنيه وبما يمثل ٧٦.٧% من إجمالي قيمة الإصدارات خلال عام ٢٠١٥.^(٢)

(١) انتهى العمل بهذا المؤشر حالياً، حيث تم تطبيق مؤشر سعري جديد يحمل اسم (EGX70) اعتباراً من أول مارس ٢٠٠٩، ويقيس المؤشر الجديد أداء السبعين شركة الأكثر نشاطاً فى السوق المصرى بعد الشركات الـ ٣٠ الأنشطة المكونة لمؤشر (EGX30)، على أن يتم حساب ونشر قيم المؤشر لحظياً طوال جلسة التداول، كما يتم احتساب مؤشر (EGX30) ومؤشر (CASE30 سابقاً) بالدولار لتحديد أثر تقلبات سعر الصرف .

(٢) التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٥ - ص ٩٧.

وتشير حركة قيد الشركات بجدول البورصة إلى ارتفاع عدد الشركات المقيدة بالبورصة ليصل إلى ٢٢١ شركة فى نهاية يونيو ٢٠١٥ ، كما ارتفع رأس المال الإسمى لتلك الشركات بمعدل ٩.٥% ليبلغ ١٧٨.١ مليار جنيه ، كما ارتفع رأس المال السوقى لأسهم هذه الشركات خلال السنة بمعدل ١.٦% ليصل إلى ٤٨٥ مليار جنيه وبما يمثل ٢٠.٢% من الناتج المحلى الإجمالى لعام ٢٠١٥ ، كما ارتفعت قيمة السندات المصدرة والمقيدة بالبورصة بنحو ١٥٥.٥ مليار جنيه بمعدل ٣٤.٨% خلال عام ٢٠١٥ لتصل إلى نحو ٦٠٢.٤ مليار جنيه ، ويرجع ذلك الارتفاع الى زيادة قيمة سندات الخزانة المصرية خلال السنة بنحو ١٥٦.٤ مليار جنيه لتبلغ ٥٩٢.٧ مليار جنيه وبما يمثل ٩٨.٤% من إجمالى قيمة السندات المقيدة فى نهاية يونيو ٢٠١٥ . ويرجع الاتجاه المتصاعد لقيمة الاصدارات خلال تلك الفترة نتيجة لاستحداث أدوات مالية جديدة ساعدت على جذب المستثمرين وخاصة صغار المستثمرين المصريين، وكذا الاجراءات التى اتخذها البنك المركزى المصرى لاصلاح الجهاز المصرفى، وهو ماكان له أثر ايجابى فى بناء الثقة فى الاستثمار فى الأوراق المالية، وفى تحقيق درجة كبيرة من الاستقرار فى سوق رأس المال.

والجدول التالى يوضح أداء الشركات المقيدة فى السوق الرئيسى للبورصة

المصرية من عام ١٠١٠ حتى عام ٢٠١٥ : (١)

جدول رقم (١) يوضح

أداء الشركات المقيدة فى السوق الرئيسى

٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	أداء الشركات المقيدة
٢٢٢	٢١٤	٢١٢	٢١٣	٢١٣	٢١٢	عدد الشركات المقيدة
١.٩٣٦	٢.٣٣٧	٢.٠١٣	١.٧٦٣	١.٣٧٨	٢.٣٠٢	متوسط حجم الشركة (بالمليون جنيه)
٢١٧	٢٠٦	٢٠٦	٢٠٤	٢٠٤	٢١١	عدد الشركات المتداولة
٩٨	٩٦	٩٧	٩٦	٩٦	٩٩	نسبة الشركات المتداولة من إجمالى الشركات المقيدة
٤٣٠	٥٠٠	٤٢٧	٣٧٦	٢٩٤	٤٨٨	رأس المال السوقى فى نهاية العام (بالمليار جنيه)

(١) التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥ - ص ٣٣ .

%٢٢	%٢٥	%٢١	%٢٤	%١٩	%٤٠	رأس المال السوقى كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى
%١٩	%١٣	%١٩	%٢٠	%٢٩	%٢١	نصيب الأجانب غير العرب فى إجمالى قيمة التداول
%٨	%٨	%٨	%٨	%٧	%٨	نصيب العرب فى إجمالى قيمة التداول

أما عن سوق التداول فيمكن تصنيف عام ٢٠١٥ كثنانى أفضل السنوات أداءً بعد ثورة ٢٠١١ بعد أداء عام ٢٠١٤ ، حيث سجلت قيمة التداول فى السوق الرئيسى بدون سندات وصفقات مايقرب من ١١٧ مليار جنيه ، وهى أعلى قيمة تداول يتم تسجيلها منذ عام ٢٠١٠ باستثناء عام ٢٠١٤ والذى سجل ١٨٩ مليار جنيه ، وهو مايعنى أن متوسط التعاملات اليومية كان يدور حول ٥٠٠ مليون جنيه يومياً ، وبالرغم من التأثيرات القوية على مستويات الأسعار والتي إنعكس على رأس المال السوقى الذى سجل ٤٣٠ مليار جنيه، إلا أن رأس المال السوقى يظل أعلى من مستواه فى يونيو ٢٠١٣ بنحو ١١٠ مليار جنيه . وقد واصلت البورصة المصرية جهودها فى دعم الاقتصاد المصرى من خلال دورها الأساسى فى مساعدة الشركات على التوسع والنمو وتوفير المزيد من فرص العمل ، فعلى الرغم من التحديات الاقتصادية التى تمر بها مصر ، إلا أن قيمة زيادات رؤوس الأموال التى تم ضخها من خلال الشركات خلال عام ٢٠١٥ قفزت إلى نحو ١٤ مليار جنيه وذلك لأكثر من ٥٠ شركة ، وهو مايمثل زيادة بنحو ٥٠% عن عام ٢٠١٤ ، حيث واصلت البورصة جهودها فى جذب شركات جديدة للقيود فى السوق المصرى .^(١)

والجدول التالى يوضح حجم التداول للأسهم المقيدة بالبورصة المصرية من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٥ :^(٢)

جدول رقم (٢) يوضح

حجم التداول للأسهم المقيدة فى السوق الرئيسى

٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	إجمالى التداول
٤٥	٥٧	٢٩	٣٤	١٨.٥	٣٣	كمية التداول (بالمليار جنيه)
٢٤٨	٢٩١	١٦٢	١٨٥	١٤٨	٣٢١	قيمة التداول (بالمليار جنيه)
٤.٩	٧.٣	٤.٨	٦.٢	٥.٦	١٠	عدد العمليات (بالمليون)

(١) التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥ - ص ٣١ .

(٢) التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥ - ص ٣٣ .

١.٠١٤	١.١٩٢	٦٦٦	٧٥٥	٧١٦	١.٣٠٠	متوسط قيمة التداول اليومي (بالمليون جنيه)
٢٧	٣٨	٢١	٢٩	٣٢	٤١	معدل دوران السهم *

* معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقي في نهاية العام .
- المصدر - التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥ - ص ٣٣ .

وقد أكد تقرير البنك الدولي أن مستوى الإفصاح والشفافية فى البورصة المصرية قد تحسن بشكل كبير ، حيث حصل على ٨ نقاط من أصل ١٠ نقاط ، بينما يبلغ متوسط مؤشر الإفصاح فى منطقة الشرق الأوسط ككل ٥.٨ نقطة ، ولدول منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية (OECD) نحو ٦.٤ نقطة ، وهو ما يعكس درجة التطور الكبير الذى شهدته منظومة الإفصاح فى البورصة المصرية .

٢ - باستخدام مؤشر تطور الحجم النسبى لسوق الأوراق المالية :

وذلك بغرض قياس حجم السوق ومدى اتساعه عن طريق رأس المال السوقي، ويتضح منه أنه خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٥ حققت غالبية الشركات فى القطاعات المختلفة مثل الحديد والأسمنت والاتصالات والبنوك أرباحاً قياسية، وتحول بعضها من الخسائر الى الأرباح ، وهو ما انعكس على أداء شركاتها بالبورصة المصرية وضاعف من أسعارها ، كما أن اقبال المستثمرين على الاكتتاب لم يقتصر على المستثمرين المحليين فقط بل المستثمرين الأجانب غير العرب والعرب ، ويوضح الجدول التالى تطور نسبة رأس المال السوقي الى الناتج المحلى الاجمالى :

جدول رقم (٣) يوضح

تطور قيمة رأس المال السوقي الى إجمالى الناتج المحلى

٢٠١٥ - ٢٠١٠

(القيمة بالمليار جنيه)

السنوات	قيمة رأس المال السوقي	الناتج المحلى الاجمالى	النسبة
٢٠١٠	٤٨٨	٨٧٨.٥	%٤٠
٢٠١١	٢٩٤	٨٩٤	%١٩
٢٠١٢	٣٧٦	٩١٣.٨	%٢٤

٢١%	١٦٠٨.٦	٤٢٧	٢٠١٣
٢٥%	١٦٤٣.٤	٥٠٠	٢٠١٤
٢٢%	١٨٠١.٩	٤٣٠	٢٠١٥

- المصدر : التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى .

من الجدول السابق يتضح تراجع قيمة رأس المال السوقي للبورصة من نحو ٤٨٨ مليار جنيه عام ٢٠١٠ الى نحو ٤٣٠ مليار جنيه عام ٢٠١٥، كما تراجعت نسبة رسملة البورصة الى الناتج المحلى الاجمالى من ٤٠% عام ٢٠١٠ لتصل الى ٢٢% عام ٢٠١٥ وهو مايمثل إنخفاضاً واضحاً لتلك المؤشرات ، ويمكن إرجاع ذلك بصفة أساسية الى التطورات التى تعرض لها الاقتصاد المصرى منذ ثورة يناير ٢٠١١ وماترتب عليها بالإضافة إلى الضغوط الدولية والتوترات السياسية والصراعات فى المنطقة مما أثر على الإتجاه الصعودى القياسى الذى شهدته البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة ، والتى كانت تتبادل فيه البورصة المصرية المركز الأول والثانى على مستوى أسواق العالم ، وعلى الرغم من ذلك تظل البورصة المصرية واحدة من أفضل البورصات أداءً على مدار الثلاث سنوات الأخيرة وفقاً لتقييم مؤسسة مورجان ستانلى .

٣- مؤشرات قياس المعاملات بالبورصة المصرية:

تلعب مؤشرات قياس المعاملات بالبورصة المصرية دوراً رئيسياً فى تقييم أداء السوق ومتابعة اتجاهاته اليومية. وتلبية للطلب المتزايد من المستثمرين فقد أصدرت البورصة المصرية المؤشر السابع للسوق المصرى وهو مؤشر EGX50 EWI متساوى الأوزان للخمسين شركة الأكثر نشاطاً ، وذلك بهدف تحقيق التوازن فى أثر التغيرات السعرية بالشركات على المؤشر الجديد .

من جانب آخر فقد تم تعديل منهجية إدراج الشركات فى مؤشر EGX 30 من حيث عدد أيام التداول ونسبة الأسهم حرة التداول ، حيث أصبح من الممكن إدراج الشركات التى تقل نسبة التداول الحر بها عن ١٥% بشرط ألا تقل القيمة السوقية لرأسمالها حر التداول عن ١٠٠ مليون جنيه .

وخلال عام ٢٠١٥ سجل السوق المصري أداءً متبايناً نتيجة للأحداث العالمية والأقليمية وتأثيرها السلبي على البورصات العالمية والبورصات الناشئة بصفة خاصة ، حيث سجلت غالبية الأسواق الناشئة خسائر ملحوظة خلال تعاملات العام ، وهو ما أثر على أداء السوق المصري بشكل ملحوظ ، حيث تراجع أداء السوق بعد سنوات من تبادل المركز الأول والثاني على مستوى الأسواق الناشئة ، والجدول التالي يوضح أداء المؤشرات في البورصة المصرية من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٥ :

جدول رقم (٤) يوضح مؤشرات البورصة المصرية

٢٠١٥ - ٢٠١٣

المؤشر	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥
EGX 30	%٢٤	%٣٢	- %٢١.٥
EGX 70	%١٤	%٤	- %٣٣
EGX 100	%١٥	%١٨	- %٢٨
EGX 20	%٢٤.٦	%٢٧	- %٢٩
EGX 50	---	---	- %٣٣

المصدر - التقرير السنوي للبورصة المصرية .

- ويلاحظ من الجدول أن مؤشر EGX 30 الرئيسي سجل تراجعاً بنحو ٢١.٥% خلال عام ٢٠١٥ ، أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد إنخفض مؤشر EGX 70 و EGX 100 بحوالى ٣٣% و ٢٨% على التوالي ، أما مؤشر EGX 20 Capped فقد تراجع بنحو ٢٩% ، بينما تراجع مؤشر EGX 50 المتساوى الأوزان بنحو ٣٣% وهو ما يرجع إلى الأحداث العالمية والأقليمية وتأثيرها السلبي على البورصات العالمية والبورصات الناشئة بصفة خاصة .

أما عن إجماليات التداول للشركات المدرجة في مؤشرات البورصة ، فالجدول التالي يوضح ذلك :

جدول رقم (٥) يوضح

إجماليات التداول للشركات المدرجة في مؤشرات البورصة لعام ٢٠١٥

المؤشر	قيمة التداول	حجم التداول	عدد العمليات
--------	--------------	-------------	--------------

(بالمليار جنية)	(بالمليار ورقة)	(بالمليار جنية)	
3	34	92	EGX 30
1	4	12	EGX 70
4	38	104	EGX 100

المصدر - التقرير السنوى للبورصة المصرية .

ويتضح من الجدول السابق أن إجماليات التداول الرئيسية للشركات المدرجة في مؤشرات البورصة كنسبة من إجماليات تداول الأسهم المقيدة في السوق الرئيسي جاءت على النحو التالي :

- بلغت قيمة التداول لمؤشر EGX 30 مبلغ ٩٢ مليار جنية بنسبة ٦٧% ، كما بلغت قيمة التداول لمؤشر EGX 70 مبلغ ١٢ مليار جنية بنسبة ٩% ، ومؤشر EGX 100 مبلغ ١٠٤ مليار جنية بنسبة ٢٤% من إجماليات قيمة التداول للأسهم المقيدة في البورصة .

- بلغت كمية التداول لمؤشر EGX 30 عدد ٣٤ مليار ورقة بنسبة ٨١% ، كما بلغت كمية التداول لمؤشر EGX 70 عدد ٤ مليار ورقة بنسبة ٨% ، ومؤشر EGX 100 عدد ٣٨ مليار ورقة بنسبة ١١% من إجماليات حجم التداول للأسهم المقيدة في البورصة .

- بلغت عدد العمليات التي تمت لمؤشر EGX 30 عدد ٣ مليون عملية بنسبة ٦٠% ، كما بلغت عدد العمليات لمؤشر EGX 70 مليون عملية بنسبة ٢٧% ، ومؤشر EGX 100 عدد ٤ مليون عملية بنسبة ١٣% من إجماليات حجم التداول للأسهم المقيدة في البورصة .

- كما بلغت إجمالي كمية الأوراق المالية المتداولة وفقاً لنظام الأوراق المشترية والمباعة في ذات الجلسة خلال عام ٢٠١٥ نحو ٥ مليار ورقة مالية وبما يمثل ١٣% من إجمالي كمية التداول للأسهم المقيدة ، بينما بلغت قيمة التداول وفقاً لهذا النظام نحو ١٢ مليار جنية تم تنفيذها من خلال حوالى ٦٠٠ ألف عملية ، مستحوذت على ٩% من إجمالي قيمة التداول و ١٣% من إجمالي عدد العمليات .

- وقد سجلت البورصة المصرية مضاعف ربحية بلغ نحو ١٣.٦ مرة في نهاية عام ٢٠١٥ ، كما سجلت معدل عائد على الكوبون قدره ٧.٧% .

- كما شهد السوق المصرى دخول مايقرب من ١٨ ألف مستثمر جديد إلى السوق ، وكانت الزيادة الأكبر من نصيب المؤسسات والتي ارتفعت بنحو ٤٣% لتسجل زيادة قدرها مايقرب من ١.٧٠٠ مؤسسة ، وقاد هذا الارتفاع المؤسسات الأجنبية والتي قفزت بنحو ٤٧% ليرتفع عدد المؤسسات الأجنبية المسجلة حديثاً فى السوق المصرى إلى ١.١٩٩ مؤسسة . والجدول التالى يوضح إجمالى عدد المستثمرين الجدد المسجلين فى البورصة المصرية خلال عام ٢٠١٥ مقارن بعام ٢٠١٤ :

جدول رقم (٦) يوضح
إجمالي عدد المستثمرين الجدد المسجلين في البورصة

المستثمرين		أفراد		مؤسسات		المجموع	
٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٥
مصريين	١٩.٣٣١	١٤.٨١١	٢٩٠	٤٠٨	١٩.٦٢١	١٥.٢١٩	
عرب	٤٩٥	٦٤٩	٧٦	٨٤	٥٧١	٧٣٣	
أجانب	٦٦٥	٨٤٧	٨١٥	١.١٩٩	١.٤٨٠	٢.٠٤٦	
الاجمالي	٢٠.٤٩١	١٦.٣٠٧	١.١٨١	١.٦٩١	٢١.٦٧٢	١٧.٩٩٨	

المصدر - التقرير السنوي للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥ .

وقد استحوذ الأفراد خلال عام ٢٠١٥ على النسبة الأكبر من قيمة التعاملات في السوق ، حيث مثلت نسبة تعاملاتهم نحو ٦١% من إجمالي التعاملات في السوق مقابل ٣٩% للمؤسسات ، وذلك بعد استبعاد قيمة الصفقات والسندات .

المبحث الرابع مساهمة سوق الأوراق المالية المصرية في عملية التنمية

يعتبر سوق رأس المال مرآة عاكسة للاقتصاد القومي ويشكل أداة هامة لتسعير الأصول المالية ومدى تأثيرها بتطور النشاط الاقتصادي ، كما يشكل وسيلة فعالة في تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار ، وبقدر كفاءة هذه الوظيفة وملاءة الأوراق المالية لحاجات السوق بقدر ما يتم التخصيص الأمثل للموارد ، وبقدر ما يجعل تحركات الموارد المالية من مختلف الاستخدامات رشيداً ، وخصوصاً إذا استرشدت بالأرباح وتوقعاتها . فتطور القطاع المالي يؤثر على معدلات النمو من خلال تأثيره على إنتاجية رأس المال، أو من خلال قدرته على تحويل هذه الأرصدة المالية إلى استثمار حقيقي، ويتم ذلك من خلال التأثير على الادخار وكفاءة تخصيص الموارد وتجميع المعلومات وإحكام الرقابة وتوزيع المخاطر وإدارتها.

فدور سوق رأس المال الرئيسي يتمثل في تشجيع وتسهيل فرص الاستثمار من خلال توفير التمويل اللازم من خلال الاصدارات الأولية أو الثانوية ، ويعتبر

توظيف المدخرات فى شراء الأوراق المالية ماهو الانوع من الاستثمار، حيث تتحول هذه المدخرات الى رؤوس أموال (قروض) لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة، مما يؤدي الى خلق فرص استثمارية لمدخرات المجتمع من ناحية، وزيادة إنتاجية رأس المال من ناحية أخرى، وهو ماينعكس أثره بصورة ايجابية على الاقتصاد القومى، وهو مايمكن ملاحظته من خلال مؤشرات عديدة مثل زيادة معدل النمو الاقتصادى، وارتفاع حجم الاستثمارات المنفذة، وارتفاع نسبة العمالة، وانخفاض معدل البطالة. وهو ماسنوضحة بإيجاز فيمايلى :

أولاً : معدل النمو الاقتصادى:

يرتبط النمو الاقتصادى ارتباطاً وثيقاً بالاستثمار، فكلما زاد معدل نمو الاستثمار تحسن أداء الاقتصاد القومى وارتفع بالتالى معدل نمو الناتج المحلى الاجمالى نتيجة لذلك ، وقد حدث تحسن ملحوظ فى معدل النمو الاقتصادى فى مصر خلال الفترة الأخيرة بفضل الاصلاحات الاقتصادية التى تمت مما إنعكس أثره على معدل نمو الناتج المحلى الاجمالى الحقيقى بتكلفة عوامل الانتاج ، حيث تمكن الاقتصاد المصرى من الحفاظ على مستوى نمو جيد بلغ ٣.١% خلال العام المالى ٢٠١٥/٢٠١٤ لىبلغ ١٨٢٥.٧ مليار جنيه مقابل ٨٩٩ مليار جنيه بنسبة ١.٩%% عام ٢٠١١/٢٠١٠ ، مدفوعاً فى ذلك بالانفاق القوى على مشروعات البنية التحتية والمشروعات العملاقة ، مع توقعات باستمرار التحسن التدريجى فى معدل نمو الاقتصاد المصرى مع استمرار سياسات الاصلاح الاقتصادى وتحسين مناخ الاستثمار .^(١)

كما ارتفع متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الاجمالى ليصل الى ٢٧.٦٢٥ جنيه خلال العام المالى ٢٠١٥/٢٠١٤ مقابل ١٥.٥١٤ جنيه فى العام المالى ٢٠١٠/٢٠٠٩.^(٢)

ثانياً : الاستثمارات المنفذة:

من السمات الرئيسية لتطور الاقتصاد المصرى التزايد المطرد فى مشاركة القطاع الخاص فى جهود التنمية، فقد اتجهت السياسة العامة للدولة نحو تشجيع المبادرات الفردية فى ظل التحول نحو اقتصاد السوق منذ بداية التسعينيات من القرن الماضى، حيث وفرت التشريعات المتتالية حوافز عديدة للاستثمار الخاص مما أدى الى تزايد مساهمته فى النشاط الاقتصادى.

(١) مستخرج من التقارير السنوية للبنك المركزى المصرى.

(٢) وزارة المالية - التقرير المالى لشهر فبراير لعام ٢٠١٦ .

ومن مؤشرات ذلك ارتفاع مشاركة القطاع الخاص فى الناتج المحلى الاجمالى وتساعد درجة مساهمة فى الناتج الصناعى وناتج بعض الأنشطة السلعية والخدمية التى كان يدخل بعضها فى دائرة الأنشطة التقليدية للقطاع لعام، مثل قطاع توليد الكهرباء والطاقة والسياحة والزراعة . فقد ارتفع معدل النمو الحقيقى لناتج القطاع الخاص واستمر كمحرك رئيسى للنشاط الاقتصادى حيث ساهم بنحو ٢.٥% فى معدل النمو الحقيقى عام ٢٠١٥ مقابل ١.٧% عام ٢٠١٤ ونسبة ١.٢% عام ٢٠١١ .^(١) كما ارتفعت إجمالى الاستثمارات المنفذة لتصل إلى ٣٣٣.٧ مليار جنيه بنسبة ٢٥.٩% خلال عام ٢٠١٥/٢٠١٤ مقابل ١٤٦.٦ مليار جنيه خلال عام ٢٠١١/٢٠١٠ بنسبة ١٥.٧% .

ويظهر التوزيع النسبى لاجمالى الاستثمارات أن ٩١.٥% منها قد توزع على النحو التالى : ٣٠.٢% فى قطاع الخدمات الانتاجية ، ١٥.٥% فى قطاع الاستخراجات ، ١٢.٨% فى قطاع الصناعات التحويلية ، ١٢.٥% فى قطاع الخدمات الاجتماعية (تعليم - صحة - صرف صحى) ، ١٠.٧% فى قطاع الأنشطة العقارية ، ٥.٨% فى قطاع الكهرباء ، ٤% فى قطاع الزراعة والرى والصيد .

وقد أدى التحسن المطرد فى مناخ الاستثمار أيضاً الى زيادة التدفقات الاستثمارية الأجنبية لمصر خلال العام المالى ٢٠١٦/٢٠١٥ ليصل إلى ٦.٨٤ مليار دولار مقابل ٦.٣٨ مليار دولار خلال عام ٢٠١٥/٢٠١٤ بنسبة إرتفاع سنوية بلغت ٧.٢% وهو ما يؤكد على ثقة المستثمرين فى السوق المصرية .^(٢)

وعن نشاط شركات الاستثمار سواء الخاضعة لأحكام قانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ أو القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، فقد بلغ عدد الشركات الجديدة التى تم تأسيسها خلال عام ٢٠١٦ حوالى ١١٥٩٥ شركة برؤوس أموال مصدرة بلغت قيمتها نحو ٤٥.٢ مليار جنيه مقارنة بـ ١٠٤٤٩ شركة برؤوس أموال مصدرة بلغت قيمتها نحو ١٧.٧ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٥ ، كما بلغ عدد الشركات التى شهدت زيادة فى رؤوس أموالها خلال عام ٢٠١٦ نحو ١٧٤٦ شركة برؤوس أموال بلغت قيمتها نحو ٤٧ مليار جنيه مقارنة بـ ١٤١٤ شركة برؤوس أموال مصدرة بلغت قيمتها نحو ٤٤.٧ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٥ .

(١) التقارير السنوية للبنك المركزى المصرى للأعوام ٢٠١١ ، ٢٠١٥ .

(٢) جريدة المصرى اليوم - حصاد الاستثمار عام ٢٠١٦ .

كما ارتفع صافي التدفق الداخلى للاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر عام ٢٠١٥ ليسجل نحو ٦.٤ مليار دولار مقابل ٤.١ مليار دولار عام ٢٠١٤ نتيجة لارتفاع صافى التدفق الداخلى للاستثمارات الواردة لتأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها بمعدل ٦٩.١% ليبلغ نحو ٣.٨ مليار دولار مقابل نحو ٢.٢ مليار دولار عام ٢٠١٤ ، وكذا ارتفاع صافى التدفق الداخلى للاستثمارات فى قطاع البترول ليسجل نحو ١.٧ مليار دولار عام ٢٠١٥ مقابل نحو ١.٦ مليار دولار عام ٢٠١٤ ، كما ارتفعت الاستثمارات الواردة لشراء العقارات لتصل إلى ٧٧٦.٢ مليون دولار عام ٢٠١٥ مقابل ١٣٣.٧ مليون دولار عام ٢٠١٤ .^(١)

أما عن مؤشرات سوق المال الخاصة بأداء السوق الأولى (سوق الاصدار) للأسهم والسندات فيتضح منه أن إجمالى قيمة الاصدارات الجديدة للأسهم والسندات الخاصة بتأسيس الشركات قد بلغ ٥١.٨ مليار جنيه عام ٢٠١٥ مقابل ٣٩.٠٥٩ مليار جنيه عام ٢٠١٣ ، كما بلغ إجمالى عدد الاصدارات لتلك الأسهم والسندات حوالى ٤٠٥٥ مليون ورقة عام ٢٠١٥ مقابل ٣٠٠٤ مليون ورقة عام ٢٠١٣ ، والجدول التالى يوضح مؤشرات أداء السوق الأولى (سوق الاصدار للأسهم والسندات خلال الفترة من ٢٠١٣ حتى ٢٠١٥) :^(٢)

جدول رقم (٧) يوضح مؤشرات أداء سوق الاصدار للأسهم والسندات

٢٠١٥ - ٢٠١٣

٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	البيان
٢٩.٥	١٠.٠٤	٦.٦٢	قيمة إصدارات الأسهم الجديدة عند التأسيس
٣٠.٦٦	٢٦١٢	٢١٧٨	عدد إصدارات الأسهم الجديدة عند التأسيس
٤٩.٦	٣١.٠٢	٣١.٨١	قيمة إصدارات أسهم جديدة لزيادة رأس المال
٩٦٨	٩٢٠	٨٢٥	عدد إصدارات أسهم جديدة لزيادة رأس المال
٠.٠٨٣	٠.٠٠	٠.٦٢٩	قيمة إصدارات السندات
١	٠.٠٠	١	عدد إصدارات السندات
٥١.٨	٤١.٠٦	٣٩.٠٥٩	إجمالى قيمة الاصدارات (بالمليار جنيه)
٤٠٥٥	٣٥٤١	٣٠٠٤	إجمالى عدد الاصدارات (بالمليون ورقة)

المصدر - نشرة الهيئة العامة للرقابة المالية فى ٢٠١٦/١٢/٥ .

(١) التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٥ - ص ٨٠ .

(٢) الهيئة العامة للرقابة المالية - نشرة توعية العملاء فى ٢٠١٦/١٢/٥ .

يتضح من الجدول السابق مايلي :

- بلغت قيمة إصدارات الأسهم الجديدة عند التأسيس عام ٢٠١٥ حوالى ٢٩.٥ مليار جنيه مقابل ٦.٦٢ مليار جنيه عام ٢٠١٣ ، كما بلغت عدد إصدارات الأسهم الجديدة عند التأسيس ٣٠٨٦ عام ٢٠١٥ مقابل ٢١٧٨ عام ٢٠١٣ .
- بلغت قيمة إصدارات أسهم جديدة لزيادة رأس المال ٤٩.٦ مليار جنيه مقابل ٣١.٨١ مليار جنيه عام ٢٠١٣ ، كما بلغ عدد إصدارات أسهم جديدة لزيادة رأس المال ٩٦٨ عام ٢٠١٥ مقابل ٨٢٥ عام ٢٠١٣ .
- بلغت قيمة إصدارات السندات ٠.٠٨٣ مليار جنيه عام ٢٠١٥ مقابل ٠.٦٢٩ مليار جنيه عام ٢٠١٣ .

ثالثاً : قوة العمل والبطالة:

توضح بيانات الجهاز المركزى للتعبئة والإحصاء أن المؤشرات الإحصائية الخاصة بأوضاع وظروف العمل والعمال من واقع نتائج بحث القوى العاملة لعام ٢٠١٥ أكدت أن حجم قوة العمل بلغت ٢٨.٤ مليون فرد عام ٢٠١٥ مقابل ٢٧.٩ مليون فرد عام ٢٠١٤ بزيادة قدرها ٤٨٧ ألف فرد بنسبة ١.٧% ، وقد بلغ عدد المشتغلين حوالى ٢٤.٨ مليون مشتغل بنسبة ٨٧.٢% من إجمالى قوة العمل، وبلغ عدد المتعطلين عن العمل ٣.٦ مليون متعطل بمعدل بطالة ١٢.٨% من إجمالى قوة العمل ، والجدول التالى يوضح حجم قوة العمل خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٥ :

جدول رقم (٨) يوضح حجم قوة العمل والمشتغلين

٢٠١٥ - ٢٠١٢

(بالمليون شخص)

السنة	قوة العمل	المشتغلين
٢٠١٢	٢٧.٠٢١	٢٣.٥٩٦
٢٠١٣	٢٧.٦٢٢	٢٣.٩٧٣
٢٠١٤	٢٧.٩٤٥	٢٤.٢٩٩
٢٠١٥	٢٨.٤٣١	٢٤.٧٧٩

المصدر - نشرة الجهاز المركزى للتعبئة العامة والاحصاء عام ٢٠١٥ .

يتضح من الجدول السابق أن قوة العمل في مصر ارتفعت من ٢٧ مليون شخص عام ٢٠١٢ لتصل إلى ٢٨.٤ مليون شخص عام ٢٠١٥ بزيادة حوالى ١.٤ مليون شخص بنسبة زيادة بلغت ١٠.٥% ، كما ارتفع عدد المشتغلين من ٢٣.٥ مليون شخص عام ٢٠١٢ لتصل إلى ٢٤.٨ مليون شخص عام ٢٠١٥ بزيادة حوالى ١.٣ مليون شخص بنسبة زيادة بلغت ٩٤.٧% .

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي للعاملين في مصر عام ٢٠١٢ يتضح أن نسبة المشتغلين بأجر بلغت نحو ٦٢.٦% من إجمالي المشتغلين ، حيث بلغت نسبة المشتغلين في القطاع الخاص ٥٤.٤% ، والقطاع الحكومي ٣٦.٠% ، والقطاع الاستثمارى بنسبة ٢.٠% .

كما ساهمت جهود الدولة في جذب وتشجيع الاستثمار الخاص الى تراجع معدل البطالة من ١٣.٣% عام ٢٠١٤ الى ١٢.٧% عام ٢٠١٥ ، ومن المستهدف خفض معدل البطالة وذلك من خلال التركيز على إتاحة التمويل الميسر للمشروعات الصغيرة ومتناهية الصغر ذات الكثافة العمالية العالية، وتوفير كافة الخدمات الفنية والتسويقية الداعمة لها، وكذا إنشاء ألف مصنع كبير الحجم، وإقامة وتوسيع نحو ألفى مصنع متوسط الحجم، بخلاف التوسع في الأنشطة الخدمية كثيفة العمل.

في نهاية العرض السابق فإن الباحث يطرح تساؤلاً هاماً للغاية عن دور البورصة في عملية التنمية وأيهما أفضل في المرحلة الحالية هل سوق الاصدار أم سوق التداول ؟

ويمكننا أن نوضح في هذا السياق أن الذى يوفر التمويل اللازم للمشروعات هو سوق الاصدار وليس سوق التداول، فسوق الاصدار هى التى يتم من خلالها إنشاء المشروعات بواسطة آلية إصدار الأسهم.

وهكذا تتضح أهمية سوق الاصدار فى نشأة شركات جديدة أو التوسع فى الشركات القائمة بما يزيد من المعروض من السلع والخدمات بالأسواق، والتى تسهم فى تقليل حدة التضخم وتقليل العجز بالميزان التجارى نتيجة نقص الصادرات عن الواردات وبما يوفر فرص عمل جديدة تقلل من معدلات البطالة.

أما سوق التداول فتعتمد على عمليات إنتقال لقيمة الأوراق المالية ما بين البائعين الى المشترين دون أن تنعكس على الناتج المحلى الاجمالي بشيء ملموس، أى أنها لم تسهم فى إضافة أله واحدة أو فرصة عمل فى مصنع أو مزرعة، وهكذا يتضح لنا أن السوق الأهم للاقتصاد هى سوق الاصدار، مع ضرورة وجود سوق للتداول نشط، حيث أن من شأن ذلك تعزيز الاقبال على التعامل من أنشطة سوق الاصدار.

الخاتمة والتوصيات

من العرض السابق يتضح لنا أن سوق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً فى التنمية الإقتصادية فى ظل آليات السوق، حيث تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها بكفاءة إقتصادية إلى مجالات الإستثمار المختلفه، وبذلك يتوقف نجاح برنامج الإصلاح الإقتصادى على مدى كفاءة سوق مالى كفاء ونشيط قادر على الإستيعاب والذى تعد بورصة الأوراق المالية أهم دعائمه وفى نفس الوقت مؤشر حساس لكافة فروع النشاط الإقتصادى. فالأسواق المالية توفر علاقة حيوية بين الادخار والاستثمار، وتستطيع بكفاءتها وتأثيرها أن تؤثر ايجابياً على نوعية وحجم الاستثمار، الأمر الذى يلعب دوراً كبيراً فى نمو الاقتصاد.

ويقتضى السبيل الحقيقى والواقعى للنهوض بأعباء النمو الإقتصادى والإجتماعى بمعدلات مناسبة إتخاذ سياسة قوميه هدفها تشجيع الإدخار والإستثمار، ومحاولة جذب رؤوس الأموال والمدخرات المحلية والأجنبية للمشاركة فى عملية التنمية المنشوده، ذلك أن تمويل خطط التنمية الإقتصاديه يعد من الوظائف الأساسية للأسواق الماليه، كما ان السماح للسوق المالى بمباشرة نشاطه بالعملات الأجنبيه الحره القابله للتحويل يؤدي إلى تحويل هذه السوق من سوق محلى إلى سوق إقليمى أو دولى، حيث يمكن لهذه السوق قبول طرح أسهم وسندات المؤسسات والحكومات المختلفه وبالعملات الأجنبيه.

وتعتبر سوق الأوراق الماليه فى مصر من الأسواق المؤهله الآن وخاصه بعد الإصلاحات المؤسسيه والهيكلية التى أدخلت عليها لكى تأخذ مكانه مرموقه ضمن الأسواق الماليه الصاعده فى العالم لموقعها الجغرافى ومكانتها المتميزه وتاريخها الطويل.

وعلى الرغم من الإصلاحات التى أدخلت عليها حتى تستطيع إستيعاب عملية التحول الإقتصادى الى تشهدها مصر منذ بداية التسعينيات، إلا أنه لازالت هناك بعض أوجه القصور فى سوقى الإصدار والتداول والتى تحتاج إلى معالجتها حتى يزداد نشاط السوق على الوجه المنشود، حيث تشير البحوث النظرية والتطبيقية إلى ضرورة توافر مجموعه من العوامل حتى تصيح السوق المصريه من الأسواق المتطوره، وتتمثل فيما يلى :

- ١ - ضرورة توافر المناخ الإقتصادى المناسب الذى يتمثل فى إستقرار الأوضاع الإقتصاديه الكليه والذى يتميز بإنخفاض معدلات التضخم وإستقرارها، وقلة إحتياطات النقد الأجنبى، وسلامة الأوضاع النقدية والماليه.

- ٢ - البنية الأساسية القوية، حيث انها بمثابة حجر الزاوية بالنسبة لأسواق الأوراق المالية العالمية الكفاءه.
- ٣ - كفاءة نشر المعلومات لضمان حسن سير العمل فى الأسواق، مع ضرورة أن تتسم هذه المعلومات بالمصداقيه وان تكون معده وفقاً للمعايير المتبعه فى أسواق المال العالميه.
- ٤ - القدره على التفسير الصحيح للمعلومات، حيث يتطلب دعم آلية السوق ضرورة توافر القدره لدى المستثمرين على إستيعاب المعلومات الخاصه بالأسواق والشركات.
- ٥ - التنوع الكبير فى الأدوات الماليه عن طريق قدرة المستثمر على تنوع الحوافظ الإستثماريه مما يساهم فى تقوية عنصر السيوله فى سوق رأس المال ويقلل من حجم المخاطر.
- ٦ - تطوير هيكل المؤسسات، حيث أن هناك علاقه سببيه مزدوجه بين التطور المتزايد لسوق الأوراق الماليه وتطور هياكل الشركات، وتتضح هذه العلاقه فى حالة تنفيذ برامج الخصصه حيث تسهم الأوراق الماليه فى نجاح هذه البرامج وتستفيد منها فى نفس الوقت.
- ٧ - تفعيل دور الوساطة المالية المتخصصة.
- ٨ - تدعيم شركات الترويج وغطية الاكتتاب.
- ٩ - تفعيل نشاط شركات رأس المال المخاطر.
- ١٠ - تنشيط الشركات العاملة فى مجال تقييم وتصنيف وتحليل الأوراق الماليه.
- ١١ - خفض سعر الفائدة فى المصارف وفتح مجالات للاستثمار فى المجتمع وتشجيع صغار المستثمرين بإعفائهم من الضرائب لمدة معينة ومساعدتهم على تسويق منتجاتهم وتدريب من يحتاج منهم للتدريب مع العمل على فتح أسواق جديدة لهؤلاء المستثمرين.
- ١٢ - توفير فرص استثمارية لصغار المستثمرين، فلا يجب على المستثمر أن يملك أموالاً طائلة للقيام بإنشاء شركة ما، بل يمكنه أن يملك جزءاً يسيراً من أي شركة، عن طريق شرائه أسهماً فيها، مما يمكن صغار المدخرين من استثمار أموالهم.

- ١٣ - تحفيز حوكمة الشركات، فالاتجاه العام أن شركات المساهمة المطروحة للجمهور أو ما يطلق عليها شركات الاكتتاب العام يلزم ان تتوافر فيها الكفاءة الإدارية بدرجة أكبر من شركات المساهمة التي لم تطرح للاكتتاب العام أو ما يطلق عليها الشركات العائلية، حيث انه كلما التزمت الشركة بقواعد الحوكمة كلما زادت ثقة المستثمرين فيها.
- ١٤ - توجيه حوافز الاستثمار الى المشروعات الانتاجية لتكون أكثر جاذبية من سوق التداول الذى كون طبقة من المضاربين والمفسدين الذين إعتادوا على التلاعب فى أسواق أخرى مثل سوق الأراضى والعقارات وسوق الصرف.
- ١٥ - ضرورة تدخل الدولة فى أوقات الأزمات التى تتعرض لها البلاد بإصدار سندات خزانه بقصد شراء حصة من الأسهم المتداولة فى البورصة، بحيث تصبح الدولة مالكة لحصة من رأسمال الشركات المتداولة وذلك لانقاذ البورصة والاقتصاد القومى، وعندما يسود الاستقرار وترتفع الأسعار تستطيع الدولة أن تبيع هذه الأسهم مرة أخرى، وهو مايسهم فى تحقيق التوازن للبورصة وتحقيق أرباح للخزانة العامه للدولة.

ملخص

تعتبر الأسواق المالية إنعكاساً للنظم المالية والاقتصادية للدولة، حيث يمكنها أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيراً إيجابياً من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه المدخرات المجمع على الإستثمارات المختلفة، الأمر الذى يقتضى وجود سياسه قوميه هدفها تشجيع الإدخار والإستثمار، وكذا العمل على جذب رؤوس الأموال والمدخرات للمشاركه فى عملية التنمية المنشوده، ذلك أن تمويل خطط التنمية الإقتصادية يعد من الوظائف الأساسية للأسواق الماليه التى تمثل أحد المصادر الهامه لتوفير الإستثمارات للقطاعات التى توجد بها سيوله غير مستغله فضلاً عن أهميتها فى تمويل القطاعات التى يوجد لديها عجز فى السيوله النقدية.

وقد تنامى الإتجاه نحو الإهتمام بأسواق المال وخصوصاً أسواق الأوراق المالية نظراً لدورها الحيوى والهام فى تشابك القطاعات الإقتصادية المختلفه، ومصدراً رئيسياً من مصادر التمويل متوسط وطويل الأجل لعملية التنمية الاقتصادية التى تتطلب ضرورة تعبئة رأس المال اللازم عن طريق جذب مدخرات الأفراد والشركات وتوجيهها لشراء أوراق مالية تمثل حقوق ملكية (أسهم) أو حقوق دين (قروض وسندات) الى الجهات التى أصدرت تلك الأوراق.

ولا يقتصر دور سوق الأوراق المالية على ذلك، ولكنها تعد أداة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث تساعد على التعرف على المراكز المالية الحقيقية لها والتدقيق فى حساباتها، كما تقوم السوق أيضاً بتسهيل معرفة أوضاع الشركات المدرجة على قائمة التداول، وعن حركة التداول، وتطورات الأسعار، مما يسهم فى زيادة وعى المستثمرين، وبهذا فإن سوق الأوراق المالية تمثل سلطة رقابية غير رسمية على كفاءة الشركات والمشروعات التى يجرى تداول أوراقها المالية، فهى تساعد على تقييم المشروعات عن طريق تقويم أسهمها، الأمر الذى يترتب عليه حسن توجيه المدخرات.

لذلك تزايد الإهتمام بدراسة سبل تنمية الأسواق المالية وخصوصاً سوق الأوراق المالية باعتبارها آليه تستهدف خلق روافد مستمره من التدفقات النقدية اللازمه لتلبية الإحتياجات الماليه للمشاريع الإنتاجيه المختلفه عبر قنوات تتنوع أشكالها وأنواعها وأنماطها. بالإضافة إلى ذلك فإن مثل هذه السوق تعمل على تنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي، بما ينعكس أثره في النهاية على عملية التنمية الاقتصادية.

وقد أولت الحكومات المتعاقبة في مصر إهتماماً متزايداً لتطوير وإصلاح وتحرير قطاعاتها المالية إنطلاقاً من الدور الهام والحيوي الذي يقوم به هذا القطاع في تعزيز النمو الاقتصادي والتي أثبتت التجارب العملية أن نجاح الإصلاحات الهيكلية وقدرة الاقتصاد على التصدي للصدمات الخارجية غير المتوقعة مرتبطة الى درجة كبيرة بإصلاح القطاع المالي نظراً لمساهمته الكبيرة في رفع كفاءة الاقتصاد وتعميق الاستقرار. ويؤكد على ذلك أن ما تعرض له الاقتصاد المصري في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية ليس ببعيد، حيث كان للإصلاحات التي قام بها البنك المركزي المصري وصدور القانون ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ أثر كبير في حماية الاقتصاد القومي من آثار تلك الأزمة.

إن القطاع المالي الكفاء يمثل بمكوناته وعناصره القناه المثلى لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها في شكل ائتمان وأدوات استثمارية، ومن ثم توجيهها نحو القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما أن هذا القطاع يعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية واستقطابها لتوفير موارد تمويلية إضافية تساهم في تغطية احتياجات التنمية المحلية.

وبذلك يتضح أن الأسواق المالية تعمل كمرآة للاقتصاد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، حيث تأثر هذه القوى في الحالة الاقتصادية، فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي يعد من المؤشرات السابقة للأحداث، باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلاً، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس الوضع الاقتصادي الذي سيسود، وبالتالي يساعد راسمي السياسة الاقتصادية على اتخاذ التدابير الصحيحة حتى تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية.

Abstract

Financial markets are a reflection of the financial and economic systems of the country. They can affect economic development positively by mobilizing sufficient savings and efficient distribution of these savings on different investments. This requires a national policy to encourage savings and investment, as well as to attract capital and savings. To participate in the development process, as the financing of economic development plans is one of the basic functions of the financial markets, which is one of the important sources of investment to sectors where there is an untapped liquidity as well as the importance In financing sectors that have cash flow deficits.

The trend towards interest in financial markets, especially securities markets, has grown due to its vital role in the interlinking of various economic sectors and a major source of medium and long-term funding for the economic development process, which requires the mobilization of the necessary capital by attracting the savings of individuals and companies and directing them to buy securities representing Equity (s) or debt (loans and bonds) to the issuer.

The role of the stock market is not limited to this, but it is a tool to evaluate companies and projects. It helps to identify and audit their real financial positions. The market also facilitates the knowledge of the companies listed on the trading list, trading and price developments. In order to raise the awareness of investors. Thus, the stock market represents

an informal supervisory authority on the efficiency of companies and projects whose securities are traded. It helps to evaluate projects by evaluating their shares, which leads to good guidance of savings.

Therefore, increasing interest in studying the means of developing financial markets, especially the stock market as an organization aims to create a continuous stream of cash flows necessary to meet the financial needs of different production projects through channels of different forms, types and patterns. In addition, such a market is working to stimulate all sectors of economic activity, which ultimately affects the process of economic development.

Successive governments in Egypt have given increasing attention to the development, reform and liberalization of their financial sectors based on the vital and vital role of the sector in promoting economic growth. Experience has shown that the success of structural reforms and the ability of the economy to cope with unexpected external shocks are largely related to the reform of the financial sector. Due to its significant contribution to economic efficiency and deepening stability.

He stressed that the Egyptian economy was not exposed to the global economic crisis. The reforms implemented by the Central Bank of Egypt and the promulgation of Law No. 88 of 2003 have had a significant impact on the protection of the national economy from the effects of the crisis.

The efficient financial sector represents the optimal channel for mobilizing local savings and mobilizing them in the form of credit and investment tools, and then directing them towards the most efficient and profitable economic

sectors and activities. The sector also attracts and attracts foreign investments to provide additional financing resources that cover the needs of local development

Thus, it is clear that the financial markets act as a mirror of the economy through the interaction of the forces of supply and demand. These forces are affected by the economic situation. The general index of stock prices in the financial market is one of the previous indicators of events, considering that stock prices are a reflection of the expectations of economic events that will prevail in the future. The move at the index level will reflect the economic situation that will prevail, thus helping economic policy makers to take the right measures so that the stock market plays an important role in economic life.
