

جامعة الزقازيق - فرع بنها  
كلية التجارة - قسم الاقتصاد

# دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

مقدمة من  
حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج  
(حسين عبد المنطلب الأسرج)  
باحث اقتصادي  
وزارة الاقتصاد المصرية

مارس 2002

## لجنة فحص ومناقشة الرسالة

السادة

أ.د. حسن عبد العزيز حسن  
أستاذ الاقتصاد بكلية تجارة بنها وعميدها الأسبق

أ.د. حسين حسنى إبراهيم  
أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد  
بكلية التجارة ببورسعيد – جامعة قناة السويس

أ.د. أحمد عبد الرحيم زردق  
أستاذ الاقتصاد بكلية تجارة بنها – جامعة الزقازيق

بسم الله الرحمن الرحيم

إن يمسسكم قرح فقد مس القوم قرح مثله وتلك الأيام نداولها بين  
الناس وليعلم الله الذين آمنوا ويتخذ منكم شهداء والله لا يحب  
الظالمين (140) ولیمحص الله الذين آمنوا ويمحق الكافرين (141).

أل عمران الآيتان (140-141)

(

إهداء

إلى كل العطاءين.  
إلى كل البنائين.

إلى كل الذين يعملون ولا يتشددون  
إلى كل من علمنى حرفاً أو أهدانى طريقاً أو  
صنع لى معروفاً.

الباحث



# فهرس الموضوعات

## المقدمة .

### الباب الأول :

## الجوانب النظرية لدراسة الادخار وسوق الأوراق المالية

### الفصل الأول : طبيعة وأهمية سوق الأوراق المالية .

#### المبحث الأول : طبيعة سوق الأوراق المالية .

أولاً : التعريف بهيكل سوق المال فى مصر .

ثانياً : التعريف بسوق الأوراق المالية .

1-سوق الإصدار.

2-سوق التداول.

أ-السوق المالية المنظمة .

ب-السوق المالية غير المنظمة .

3-العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار وسوق التداول.

ثالثاً : شروط قيام سوق الأوراق المالية.

المبحث الثانى:علاقة سوق الأوراق المالية بالمتغيرات الكلية فى الاقتصاد القومى

أولاً: مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.

ثانياً: جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.

ثالثاً: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.

#### المبحث الثالث : أهمية سوق الأوراق المالية.

أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد .

ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات.

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومى.

رابعاً : أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برامج الخصخصة.

الفصل الثانى: الادخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية .

المبحث الأول : الادخار وأهميته للاقتصاد القومى.

أولاً : تعريف الادخار.

ثانياً : أهمية الادخار.

ثالثاً : شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم فى

سوق الأوراق المالية.

1-شروط تتعلق بأهداف المدخرين .

2-شروط تتعلق بسوق الأوراق المالية.

أ-الأمان.

ب-العدالة والمساواة.

ج-المنافسة.

د-السيولة.

المبحث الثانى : آثار سوق الأوراق المالية على الادخار.

أولاً : أثر السوق على الحجم الكلى للمدخرات.

ثانياً : أثر السوق على التخصيص الكفاء لرأس المال.

ثالثاً : أثر السوق على حجم الاستثمار الكلى.

الفصل الثالث : أدوات تنمية الادخار من خلال سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرية.

أولاً : ماهية الاوراق المالية.

ثانياً: خصائص الاوراق المالية .

ثالثاً : أنواع الاوراق المالية المتداولة فى سوق الاوراق المالية المصرية.

1-الأسهم .

2-السندات.

3-حصص التأسيس.

4-صكوك التمويل.

المبحث الثانى : الأدوات المالية الحديثة المتداولة فى أسواق المال العالمية.

اولاً : تعريف المشتقات .

ثانياً: أهمية المشتقات.

أهميتها فى الحد من المخاطر .

2- أهميتها فى زيادة إيرادات المنشآت .

ثالثاً:أهم انواع المشتقات .

1-عقود الخيارات .

2-العقود الآجلة.

3-العقود المستقبلية.

4-عقود المقايضة.

## الباب الثانى

### دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر خلال

الفترة (1982-2000) .

الفصل الرابع : سوق الأوراق المالية فى مصر.

المبحث الأول : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر .

أولاً : النشأة الأولى لسوق الأوراق المالية فى مصر.

ثانياً : مرحلة التوجه الاشتراكى.

ثالثاً : مرحلة التحول نحو آليات السوق .

أ-الفترة (1973-1982).

ب-الفترة (1983-1990).

ج-الفترة (1991-2000).

المبحث الثانى : الشركات العاملة فى سوق الأوراق المالية المصرية.

- أولاً : شركات ترتيب وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية.
- ثانياً : شركات الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية أو تزيد من رأسمالها .
- ثالثاً : شركات رأس المال المخاطر .
- رابعاً : شركات المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية .
- خامساً : شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.
- سادساً : صناديق الاستثمار.
- سابعاً : شركات السمسرة فى الأوراق المالية .

- المبحث الثالث : العقبات التى تواجه سوق الأوراق المالية المصرية .
- أولاً : صغر حجم الأوراق المالية المعروضة فى السوق.
- ثانياً : انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات.
- ثالثاً : ضعف الثقة وأمية الاستثمار المالى.
- رابعاً : تباين أساليب التقييم والطرح فى سوق الإصدار ، وبطء إجراءات التداول ونقل الملكية فى سوق التداول .
- خامساً : الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق.
- سادساً : جمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك.

#### الفصل الخامس : دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000) .

- المبحث الأول : تطور سوق الإصدار فى مصر خلال الفترة (1982-2000).
- أولاً : تطور عدد الشركات المقيدة خلال الفترة (1982-2000)
- ثانياً : التطور السنوى لقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم خلال الفترة (1982-2000).
- ثالثاً : التطور السنوى لقيمة الإصدار الأولية من السندات خلال الفترة (1982-2000).
- المبحث الثانى : تقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000).

- أولاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلى الإجمالى خلال الفترة 1982-2000 .
- ثانياً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الاستثمار الثابت الإجمالى خلال الفترة (1982-2000).
- ثالثاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الادخار المحلى الإجمالى خلال الفترة (1982-2000).
- رابعاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفى خلال الفترة (1982-2000).

#### الفصل السادس : دور سوق التداول فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000)

- المبحث الأول : تطور سوق التداول فى مصر خلال الفترة (1982-2000)
- أولاً : تطور حجم التداول خلال الفترة (1982-2000).
- ثانياً : تطور قيمة التداول خلال الفترة (1982-2000).
- ثالثاً : تطور نسبة رسملة البورصة خلال الفترة (1982-2000).



- رابعاً : تطور الحجم النسبي لسوق التداول خلال الفترة (1982-2000) .
- 1- تطور نسبة رسملة البورصة الى الناتج المحلى الاجمالى فى مصر خلال الفترة (1982-2000) .
  - 2- تطور نسبة رسملة البورصة الى السيولة المحلية فى مصر خلال الفترة (1982-2000) .
- المبحث الثانى : تقييم دور سوق التداول فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000).  
أولاً : تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى خلال الفترة (1982-2000).  
ثانياً : تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى خلال الفترة ( 1982-2000).  
ثالثاً : تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى إجمالى الودائع بالجهاز المصرفى خلال الفترة (1982-2000).  
فصل ختامى : محاور تفعيل دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر.  
المبحث الأول : خلاصة البحث ونتائجه.  
المبحث الثانى : محاور تفعيل دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر.  
الملاحق .  
المراجع .

فهرس الجداول

| الموضوع   | رقم<br>الجدول |
|---|---------------|
| تطور رصيد الأوراق المالية الحكومية المقيدة وغير المقيدة بالبورصة خلال<br>الفترة (1987-2000).  | (1-4)         |
| تطور نسبة استثمارات البنوك فى الأوراق المالية إلى المراكز المالية<br>الإجمالية خلال الفترة (1982-2000).                                     | (2-4)         |
| تطور نسبة استثمارات البنوك فى مجال الإقراض والخصم إلى المراكز<br>المالية الإجمالية خلال الفترة (1982-2000).                                 | (3-4)         |
| تطور حركة القيد ببورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية<br>خلال الفترة (1982-2000).  | (1-5)         |
| تطور عدد ونسبة شركات الاكتتاب العام والاكتتاب المغلق إلى إجمالى عدد<br>الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة والإسكندرية خلال الفترة (1982-2000). | (2-5)         |
| تطور عدد الأسهم لشركات الاكتتاب العام والاكتتاب المغلق خلال الفترة ( )<br>1982-2000).   | (3-5)         |
| تطور نسبة عدد الشركات المتداولة أوراقها شهريا إلى عدد الشركات<br>المقيدة خلال الفترة (1982-2000).   | (4-5)         |
| التطور السنوى لقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم خلال الفترة (1982-<br>2000).  | (5-5)         |
| التطور السنوى لقيمة الإصدارات الأولية من السندات خلال الفترة (1982-<br>2000).   | (6-5)         |
| تطور نسبة الإصدارات الأولية (أسهم وسندات) إلى الناتج المحلى   | (7-5)         |

|        |  |
|--------|--|
|        | الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).  |
| (8-5)  | تطور نسبة الإصدارات الأولية (أسهم وسندات) إلى الاستثمار الثابت الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).                         |
| (9-5)  | تطور نسبة الإصدارات الأولية (أسهم وسندات) إلى الادخار المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).                           |
| (10-5) | تطور نسبة الإصدارات الأولية (أسهم وسندات إلى الودائع غير الجارية خلال الفترة (1982-2000).                                |
| (1-6)  | تطور حجم التداول السنوي خلال الفترة (1982-2000).   |
| (2-6)  | تطور قيمة التداول السنوي خلال الفترة (1982-2000).  |
| (3-6)  | تطور نسبة رسملة البورصة خلال الفترة (1982-2000).   |
| (4-6)  | تطور نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).  |
| (5-6)  | تطور نسبة رسملة البورصة إلى السيولة المحلية خلال الفترة (1982-2000).   |
| (6-6)  | تطور نسبة قيمة التعامل إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).   |
| (7-6)  | تطور نسبة قيمة التعامل إلى الادخار المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).  |
| (8-6)  | تطور نسبة قيمة التعامل إلى إجمالي الودائع السنوي خلال الفترة (1982-2000).  |
| (1)    | تطور حركة التداول ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة (1982-2000).                                  |
| (2)    | تطور كل من الاستثمار الثابت الإجمالي والناتج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي خلال الفترة (1981/1982-2000/2001). |

|     |   |
|-----|---|
| (3) | تطور رصيد الودائع (الجارية وغير الجارية) بالجهاز المصرفي خلال الفترة (1982-2000).                                     |
| (4) | تطور حركة قيد الشركات ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة (1982-2000).                           |
| (5) | التطور السنوي لقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات خلال الفترة (1982-2000).                                     |
| (6) | صناديق الاستثمار العاملة في سوق المال المصري حتى نهاية ديسمبر عام 2000.   |
| (7) | إنجازات برنامج الخصخصة منذ بدايته حتى نهاية ديسمبر عام 2000.  |
| (8) | جدول توضيحي لهيكل سوق المال في مصر.   |
| (9) | بيان بالشركات الخاضعة للقانون (95) لسنة 1992 المرخص لها موزعة على الأنشطة المختلفة وذلك حسب المركز حتى نهاية عام 2000 |

## المقدمة

تمهيد

تعد عملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية ، ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار إيجابية على الاقتصاد القومى ، فتوظيف المدخرات فى شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة.

ولقد عرفت مصر سوق الأوراق المالية فى نهاية القرن التاسع عشر ، واستمرت هذه السوق فى أداء دورها إلى أن أصبحت من الأسواق المعروفة فى العالم بكفاءة عملها ، حتى جاءت قرارات التأميم للشركات المساهمة - فى أوائل الستينيات - فقلصت نشاط سوق الأوراق المالية تماماً.

وفى محاولة لإحياء هذه السوق وإعادة تنشيطها لتؤدى دورها التنموى فى تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة ، قامت الحكومة بإصدار عدة قوانين، وإدخال الكثير من التعديلات على التشريعات المؤثرة فى سوق الأوراق المالية ، بهدف زيادة ثقة المستثمرين فى الاقتصاد المصرى ، حيث تعاضم دور سوق الأوراق المالية - خاصة مع بداية التسعينات - مع تبنى مصر لبرنامج الإصلاح الاقتصادى باعتبارها وسيلة أساسية وفعالة تساعد على تنفيذ أهداف هذا البرنامج .

مشكلة البحث :

يكتسب الادخار أهمية كبيرة لأى مجتمع ، باعتباره أحد أهم العوامل اللازمة لإحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وفى ظل سياسات الإصلاح الاقتصادى التى تبنتها مصر ، وما تتضمنه هذه السياسات من تزايد الاعتماد على القطاع الخاص لتمويل التنمية، والقيام بمشروعات إنتاجية - مع تراجع الأهمية النسبية للاستثمار العام - تصبح عملية تنمية المدخرات المحلية أمراً حيوياً وملحاً للغاية .

وعلى الرغم من الدور الهام الذى تلعبه المدخرات فى عملية التنمية ، فإن الاقتصاد المصرى يواجه - منذ بداية الثمانينيات - انخفاضاً بل وتناقصاً فى معدل الادخار المحلى فبعد أن كان ذلك المعدل 18.2% عام 1982/81 ، إذا به ينخفض فى السنوات التالية ليصبح 16.6% ، 8.80% ، 5.8% ، أعوام 86/85 ، 91/90 ، 1994/93 على التوالى،<sup>(1)</sup> ولكن يلاحظ أنه بدأ فى التحسن حيث وصل إلى 17.1% عام 1999/98 مقابل 15.9% خلال العام السابق 1998/97 (2) ، ورغم ذلك مازال متدنياً ولا يفى إلا بجزء من الاحتياجات التمويلية للاقتصاد المصرى.

(1) محمد عبد الغفار أبو قشوة ، " تناقض الادخار المحلى فى مصر خلال الفترة 82/81 - 94/93 (المشكلة - الأسباب) " ، المؤتمر العلمى السنوى الأول لكلية التجارة جامعة الزقازيق - فرع بنها - بعنوان : "استراتيجية الاستثمار فى مصر فى ضوء تحديات المستقبل" ، بنها 3-4 مايو 1995 ، ص ص 1027-1028.

(2) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى لعام 1999/98 ، القاهرة ، ص 48.

ويعد عدم وجود سوق متطورة للأوراق المالية في مصر حتى ما قبل أوائل التسعينيات أحد الأسباب المسؤولة عن تدنى معدل الادخار وتناقصه ، حيث أن سوق الأوراق المالية – بتنظيماتها المختلفة ، الأولية منها والثانوية – تشكل مكوناً أساسياً من مكونات هيكل النظام التمويلي ، وآلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها ، خاصة في البلدان التي تعتمد على آليات السوق.

ومع الأخذ في الاعتبار البرنامج المصري لتحرير الاقتصاد ، فإنه من المنتظر أن تساهم سوق الأوراق المالية المصرية مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية ، وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة . والسؤال الذي يطرح نفسه ما مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار ، وتوجيهه نحو الاستثمار المنتج ؟ و ماهى العقبات التي تحول دون ذلك ؟ وكيف يمكن تذليلها؟ وما هى المحاور التي يمكن من خلالها تفعيل دور تلك السوق في تنمية الادخار في مصر؟ .

#### أهمية البحث :

تتميز سوق الأوراق المالية عن غيرها من قنوات جذب المدخرات بأنها قادرة على اجتذاب أى كمية من المدخرات مهما تضاءلت ، وذلك لأن الأوعية المالية المصدرة بها ذات قيم تناسب مختلف المدخرين ، الأمر الذى يترتب عليه توسيع قاعدة المدخرين ، وبالتالي تعبئة كمية كبيرة من الموارد المالية ، تتحول بدورها إلى تدفقات مالية لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية مختلفة ، مما يعنى زيادة الاستثمارات الحقيقية ، وزيادة فرص العمالة ، وتوليد دخول جديدة ، يتمخض عنها مزيد من المدخرات . وعلى ذلك فأهمية هذا البحث تكمن في أهمية سوق الأوراق المالية كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية الاحتياجات الملحة للوحدات الإنتاجية المختلفة ، وفى تعاضد أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادى المصرى حالياً ومستقبلاً ، كما تكمن فى أهميتها لتنمية الادخار على المستوى القومى.

#### هدف البحث :

يهدف البحث إلى دراسة وتحليل دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000) وكذا بلورة المحاور الرئيسية التى يمكن من خلالها تفعيل دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تنمية الادخار فى الفترة القادمة.

#### حدود البحث :

- يركز البحث على سوق الأوراق المالية دون الآليات الأخرى لجذب وتنمية المدخرات فى مصر.
- يركز البحث على دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر دون التطرق لأثر سوق الأوراق المالية على التغيرات الاقتصادية الأخرى بخلاف الادخار.
- يركز البحث على دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة ( 1982 – 2000).

#### فرضية البحث :

تتمثل فرضية البحث في أن سوق الأوراق المالية المصرية تحمل في طياتها إمكانيات كامنة يمكن توظيفها مستقبلاً ، بما ينعكس إيجابياً على تنمية الادخار وتوجيهه لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

الطريقة البحثية ومصادر البيانات :

اتبع الباحث الطريقة الوصفية والطريقة الكمية ، حيث وجود بعض المتغيرات التي يمكن قياسها ، بالإضافة إلى الطريقة التاريخية لإظهار نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر ، وقد استخدم الباحث بعض الأدوات الإحصائية كمقاييس النزعة المركزية ومعدلات النمو.

واعتمد البحث على الكتب والمراجع والنشرات الاقتصادية والدوريات سواء كانت عربية أو أجنبية ورسائل الدكتوراه والماجستير المنشورة وغير المنشورة ، وقد تضمن البحث بابين - اشتمل كل منهما على ثلاثة فصول - بخلاف المقدمة وفصل ختامي.

خطة البحث :

بالنظر إلى أن البحث يركز على دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر منذ بداية الثمانينات ، بهدف صياغة محاور تفعيل هذا الدور مستقبلاً ، فإنه تم تناول هذا الموضوع من خلال بابين .

اهتم الباب الأول بالجوانب النظرية لدراسة الادخار وسوق الأوراق المالية . وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول ، اختص الأول منها لدراسة طبيعة وأهمية سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال مبحثين ، خصص الأول منها لدراسة طبيعة سوق الأوراق المالية وذلك من خلال التعريف بكل من هيكل سوق المال في مصر ، وسوق الأوراق المالية وهيكلها ، وأيضاً مقومات قيام سوق للأوراق المالية وقد كُرس المبحث الثاني لدراسة أهمية سوق الأوراق المالية سواء على المستوى القومي أو على مستوى الشركات أو على مستوى الأفراد وأهميتها لتنفيذ برنامج الخصخصة .

وخصص الفصل الثاني لدراسة العلاقة بين الادخار وسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق دراسة الشروط الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية حتى يقبل المدخرون على توظيف أموالهم بها ، وأيضاً دراسة أثر هذه السوق على الحجم الكلي للمدخرات ، وعلى التخصيص الكفاء لها ، وعلى حجم الاستثمار الكلي.

واختص الفصل الثالث بدراسة الأدوات التي يمكن من خلالها تنمية الادخار ويتم تناولها في سوق الأوراق المالية سواء في مصر أو الأدوات المالية الحديثة التي يتم تناولها في الأسواق المالية العالمية.

واهتم الباب الثاني بدراسة دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة (1982-2000) ، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول.

اهتم الفصل الرابع بدراسة سوق الأوراق المالية المصرية من خلال ثلاثة مباحث، خصص الأول منها لدراسة نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر ، والثاني لدراسة الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية المصرية ، والثالث لدراسة العقبات التي تواجه سوق الأوراق المالية المصرية.

وخصص الفصل الخامس لدراسة دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000) وذلك من خلال مبحثين ، اهتم الأول منها بدراسة تطور سوق الإصدار خلال الفترة (1982-2000) وذلك من خلال التطور السنوى لكل من الشركات المقيدة وإصدارات الأسهم وإصدارات السندات خلال نفس الفترة ، واختص المبحث الثانى بتقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار خلال الفترة (1982-2000) وذلك من خلال عدة مؤشرات هى دراسة تطور الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى كل من الناتج المحلى الإجمالى ، والاستثمار الثابت الإجمالى ، والادخار المحلى الإجمالى ، والودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفى فى خلال فترة الدراسة.

واهتم الفصل السادس بدراسة دور سوق التداول فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000) من خلال مبحثين ، اهتم الأول منها بدراسة تطور سوق التداول فى مصر خلال الفترة (1982-2000) باستخدام عدة مؤشرات هى تطور كل من حجم وقيمة التداول السنوى ، وتطور نسبة رسملة البورصة خلال فترة الدراسة ، واختص المبحث الثانى منها بتقييم دور سوق التداول فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000) من خلال عدة مؤشرات هى تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى كل من الناتج المحلى الإجمالى والادخار المحلى الإجمالى وإجمالى الودائع بالجهاز المصرفى خلال فترة الدراسة .

وأخيراً تم تخصيص فصل ختامى من الدراسة لصياغة محاور تفعيل دور سوق الأوراق المالية لتنمية الادخار فى مصر.

## الفصل الأول طبيعة وأهمية سوق الأوراق المالية

مقدمة :



تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ، والعمود الفقري لسوق رأس المال فى ظل الاقتصاد الحر ، وتأتى أهمية سوق الأوراق المالية ، لملها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادى والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل.

ويكرس هذا الفصل للتعرف على طبيعة وهيكـل سوق الأوراق المالية وأهميتها سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات أو الاقتصاد القومى ، وذلك من خلال المبحثين التاليين:-  
المبحث الأول : طبيعة سوق الأوراق المالية.  
المبحث الثانى : أهمية سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول طبيعة سوق الأوراق المالية

مقدمة :

يعتبر تطوير سوق المال من المرتكزات المهمة فى إطار الجهود المبذولة للإصلاح الاقتصادى والتحول نحو آليات السوق من أجل تعبئة وتخصيص الموارد ، وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور أكبر فى النشاط الاقتصادى ، وذلك نظراً للدور الحيوى الذى تلعبه هذه السوق فى حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها إلى المشاريع الإنتاجية الأكثر كفاءة وربحية.

ويخصص هذا المبحث لدراسة هيكل سوق المال فى م صر وأيضاً مفهوم سوق الأوراق المالية ، وشروط قيامها ، وذلك كما يلى :-

أولاً : التعريف بهيكل سوق المال فى مصر.  
ثانياً : التعريف بسوق الأوراق المالية.  
ثالثاً : شروط قيام سوق الأوراق المالية.

### أولاً : التعريف بهيكل سوق المال (\*) Financial Market

تعتبر عملية تعبئة الموارد (المحلية منها والخارجية) من أهم التحديات التى تواجه الدول النامية ، وذلك لتمويل الاستثمارات الإنتاجية ولتحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادى ولهذا يعمل صانعو السياسات الاقتصادية فى هذه الدول على تكوين أسواقهم المالية وإعطائها مزيد من

---

(\*) يفضل البعض استخدام مصطلح "سوق التمويل" وليس "سوق المال" برغم شيوع استخدام الثانى ، وذلك لان كلمة المال تعتبر من جوامع الكلم فى اللغة العربية ، فهى تعنى جميع طبيبات الحياة ، بحيث يعتبر مالا كل ما يكون الثروة من نقد سائل أو عقارات أو أراضى أو قيم منقولة كالأسهم والسندات أو سلع أو عروض التجارة أو المحاصيل. وبهذا المعنى تتكون سوق المال من أسواق عديدة ، مثل سوق السلع والسوق العقارية وسوق الصرف وسوق التمويل ، وهذا الخطأ الدارج ناتج عن ترجمة كلمة Finance بمعنى (مال) ، فى حين أنها تعنى تمويل. راجع هذا رأى عند سيد عيسى "تطوير سوق التمويل فى مصر" ، بحث مقدم إلى مؤتمر الاقتصاديين المصريين الثالث عشر ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، نوفمبر 1988،

الاهتمام ، وذلك لما لهذه الأسواق من أهمية في تعبئة المدخرات المحلية ، وجذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية<sup>(1)</sup> .

ويقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها ، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر<sup>(2)</sup> .  
وسوق المال بهذا المفهوم عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية (المدخرون) - وهم يشكلون جانب العرض للأموال - وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون) - وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال - ، حيث تعمل سوق المال على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد - مؤسسات - شركات) ، إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (أفراد - مؤسسات - شركات)<sup>(3)</sup> .  
وتأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات ، وفقا لأجل المعاملات التي تتم فيها ، أو حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل أو حسب المرحلة التي يتم خلالها التعامل<sup>(4)</sup> . كما قد تكون أسواق المال محلية أو إقليمية أو عالمية .

وتنقسم سوق المال بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين<sup>(5)</sup> :  
أولهما : سوق النقود Money Market (سوق التعاملات قصيرة الأجل) ، وهي تلك السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل ، ويتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي والبنوك التجارية ، القيام بهذه العمليات .  
وثانيهما : سوق رأس المال : Capital Market وهي تلك السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل . وهذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسيين هي :-  
أسواق رأس المال غير المالي : Non Capital securities Market وتشتمل هذه السوق على الأجهزة التي تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل.

(1) El- Erain, M, Financial Market Development in the Middle East, "in "Development of Financial Market in the Arab countries, Iran and Turkey" Economic Research Forum for Arab countries, Iron & Turkey, 1995, P1.

(2) صبرى أحمد أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة 1975-1985/1986 ، مجلة مصر لمعاصرة، العددان 411-412 ، يناير - أبريل 1988 ، ص 75.

(3) راجع في ذلك :

- Ohlson, J.A., "The Theory of Financial Market and Information", (N.Y: Clsolvier Scince Pub., Co., Inc., 1987), P 10 .

- Rose, P.S., & D.R. Fraser, "Financial Institutions", (Taxes : Business Pub., Inc., 2nd Ed., 1985), P.P 590-593.

- Rodriquez, R.M., & E.E, Conter, "International Financial Management", (N.J: Prentice Hall, Inc., 1979), P.P 582-583.

(4) لمزيد من التفاصيل حول هذه التقسيمات راجع :

كمال سرور ، اثر أسواق المال على السياسات الاقتصادية في مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة والأوراق المالية ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996 ، ص 4-5.

(5) راجع في ذلك :

- Steven R.A., Fundamental of Finance, (N. Y : Mc Grow – Hill – Inc., 1980) , P59.

- Rose, P.S., & D.R. Fraser, Financial institutions; Opcit" , pp 81 – 82 .

ب- سوق الأوراق المالية : Securities Market ويتعلق الاستثمار فى هذه السوق بتوظيف الأموال فى شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات ، وتنقسم بدورها إلى سوقين ، إحداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول.

## ثانياً : التعريف بسوق الأوراق المالية :

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً فى تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات ، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر فى هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأى دولة ، وخاصة تلك الدول التى تتبنى برامجاً لخصخصة العديد من شركات القطاع العام ، ويرجع فيها الدور المهيمن للدولة فى الحياة الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التى تتعامل فى الاستثمار المالى المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك. وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما<sup>(2)</sup> :  
1- سوق الإصدار (السوق الأولية).  
2- سوق التداول (السوق الثانوية).

وفيما يلى يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز :

1- سوق الإصدار (السوق الأولية) Primary Market  
سوق الإصدار أو السوق الأولية هى تلك السوق التى يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام<sup>(\*)</sup> فى الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التى يحق لها الإصدار<sup>(3)</sup>.

(1) Azzam, H., "Gulf Capital Market: Development Prospects and Constraints", In Development of Finance Market in Arab countries Iran and Turkey, Opcit, p181

(2) راجع فى ذلك :

- عاطف النقلى ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر ، كتاب الأهرام الاقتصادية ، العدد (78) أغسطس 1994 ، ص ص 19 - 21 .

- بنك مصر ، سوق الأوراق المالية فى مصر : المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (1990-1996) ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (1) ، 1997 ، ص ص 17-18 .

(\*) يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرقبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشرة الاكتتاب ، وتشمل ملخصاً لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب ، كما أنها تشمل كافة الحقائق التى يعتمد عليها المستثمر فى تقييم الأوراق المالية المصدرة وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين ، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة. راجع فى ذلك:- أحمد أسعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، 1994 ، ص 6.

(3) راجع فى ذلك :-

- عاطف النقلى ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سبق ذكره ، ص 20 .

- مصطفى رشدى شيهه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، (الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، 1992) ، ص 456.

والسوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب فى الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار) ، وفى الدول التى تتسم أسواقها بالصغر ، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم فى تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم فى المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة ، ومن خلال مساعدتها فى زيادة وتشجيع الادخار ، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد القومى للمستثمرين كلما قطع شوطاً فى مراحل التنمية.

وتتبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية ، أى الاكتتاب فى أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التى تستثمر جزءاً من أموالها- الودائع وبوالص التأمين - فى شراء الأوراق المالية)<sup>(1)</sup> .

كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم فى أشكال متعددة من الأوراق المالية ، والتى تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ، ومن ناحية أخرى ، فهى تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابى على الدخل القومى وعلى مستوى المعيشة فى الدول المعنية<sup>(2)</sup> .

## 2- سوق التداول (السوق الثانوية) Secondary Market

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذى تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراء ، والتى يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري ، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة<sup>(3)</sup> .

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومى ، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط -كما يتراءى للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري الأوراق المالية من البورصة ، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار فى فرص أخرى داخل الاقتصاد القومى ، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة ، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد ، وستؤدى إلى زيادة المنفعة فى حال استعمالها لتمويل إنفاق استثمارى<sup>(4)</sup> .

(1) صبرى أحمد أبو زيد ، دور سوق المال فى تمويل الاستثمارات ...، مرجع سابق ، ص 90 .

(2) French, D., *Security And Portfolio Analysis: Concepts and Management*, (O.H: MerrillPub, 1989), pp. 16-17.

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1993) ، ص 52 .

(4) صبرى أبو زيد ، دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر .. ، مرجع سابق ، ص 96 .

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة ، مما يجعل المستثمر ( المدخر ) مطمئناً إلى انه يستطيع الحصول على السيولة ( النقود ) اللازمة له فى أى وقت يريده<sup>(1)</sup> .

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب (٢). وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز:-

أ- السوق المالية المنظمة " بورصة الأوراق المالية " : Organized Market "Stock Exchange" السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة<sup>(\*)</sup> الأوراق المالية ، ما هى إلا سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جداً فى هذا النوع من النشاط ، وهذه التعاملات تجرى فى مكان محدد وهو "البورصة" ، وفى أوقات محددة ، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات<sup>(1)</sup> .

وتؤدى البورصة عديداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومى، ولعل أهمها ، تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام فى عملية الاستثمار والتنمية ، وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ، لتمويل أهداف التنمية، عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل " أذون الخزانة"<sup>(4)</sup> .

---

(٢) Rutterford, J., Introduction to Stock Exchange Investment , (London: Mc MmillanPress,1983), PP 21-23.

(2) صبرى حسن نوفل ، الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى ، كتاب الأهرام الاقتصادية ، العدد (100) ، مايو 1996 ، ص 81 .

(٣) اشتقت كلمة بورصة من أسم شخص يدعى (فان دى بورص) من مدينة براج ببلجيكا ، كان يعيش فى القرن السادس عشر ؛ ويمكن التفرقة بين نوعين من البورصات : الأول : هو بورصة الأوراق المالية ، والثانى : هو بورصة التجارة ، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية ، راجع : سامى عفيفى حاتم ، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم ، (القاهرة : الدار المصرية اللبنانية ، الكتاب الثانى ، ط 2 ، 1993) ، ص 232 .

(1) Francis . J. C., Investment : Analysis and Management , Opcit, P.P 41-44.

(2) لمزيد من التفاصيل حول هذه الوظائف ، راجع :

- نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية ، كتاب الأهرام الاقتصادية ، العدد (72) ، فبراير 1994 ، ص 11 .

- مصطفى رشدى شيهه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص ص 467 - 496 .

- محسن أحمد الخضيرى ، كيف تتعلم البورصة فى 24 ساعة ، (القاهرة : ايتراك للنشر والتوزيع ، بدون سنة نشر) ، ص ص 11-12.

- محمد عثمان حميد ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص ص 55-56.

(3) لمزيد من التفاصيل حول الأسواق غير المنظمة ، راجع :

- French, D., Security And Portfolio Analysis : Concepts and Management , OpCit, pp 45-54.

- Francis, J.C., Investments : Analysis and Management , Opcit, p.p 46-55.

## ب - السوق المالية غير المنظمة Unorganized Market

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (Over the Counter O.T.C) التي تتولاها بيوت السمسرة. ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية ، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية – أطراف الحاسب الآلى – وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال) ، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين . ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها. وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ماهي إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات<sup>(3)</sup> .

### 3- العلاقة التبادلية بين سوقى الإصدار والتداول : \_

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل ، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل ، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار ، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتتاب في أسهمها (سوق الإصدار) ، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) ، على نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب. مما سبق يتضح أن كلا من شقى سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر<sup>(1)</sup> .

## ثالثاً : شروط قيام سوق الأوراق المالية:

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرارات من السلطات المختصة ، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية ، منها<sup>(2)</sup> :-

**1-تبنى فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي ، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي ،وتأتى أهمية تبنى هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادى في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز للثروة.**

- منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، (الإسكندرية : توزيع منشأة المعارف ، 1997) ، ص ص 106 – 107 .

- محمد عثمان حميد ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص ص 71-73 .  
(1) راجع: السيد الطيبي ، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والنشر ، القاهرة 1989 ، ص 9 .  
(2) راجع فى ذلك :

- مصطفى رشدى شيعه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص 455.

2- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها الوطنى والأجنىى - المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.

3- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض ، تتمثل فى توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.

4- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيراً فى تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية ، وفى الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل فى السوق المالية من ناحية أخرى.

5- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدى دورها المطلوب فى تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية . واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها فى شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى. فلا شك فى أن هذه المؤسسات تلعب دوراً هاماً فى عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقى المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها ، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.

6- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة التى تضمن للسوق توسيعاً وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين . فالأساليب الفنية الحديثة فى الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق فى متناول المدخر الصغير ، الأمر الذى يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية.

7- وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث فى هذا المجال (1).

## المبحث الثانى

### علاقة سوق الأوراق المالية بالمتغيرات الكلية فى الاقتصاد القومى

لم تتناول النظريات والآراء الاقتصادية موضوع سوق الأوراق المالية بصورة صريحة ومباشرة، ولكن هناك بعض جوانب للارتباط غير المباشر بين سوق الأوراق المالية وبعض النظريات الاقتصادية، ويمكن أن نتناول منها بصورة موجزة ما يلى :-  
أولاً: مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.  
ثانياً: جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.  
ثالثاً: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.

### أولاً: مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.

(1) راجع فى ذلك :-

البنك المركزى المصرى ، دراسة عن تطوير أسواق راس المال العربية ، مؤتمر : آفاق الاستثمار فى الوطن العربى ، القاهرة ، 2/29 - 1992/3/3.

كان التقليديون (الكلاسيك) حتى مارشال يعتبرون أن سوقى المنافسة الكاملة والاحتكار هما الأدوات التحليلية التقليدية فى دراسة السوق، وذلك على أساس أنهما يمثلان نقيضين لنماذج السوق يمكن على أساسها دراسة كيفية تكوين الأثمان.<sup>(1)</sup>

واعتبر الكلاسيك أن نظام المنافسة الكاملة هو النظام المثالى الذى يكون قادرا على تحقيق المصالح الخاصة من جهة وإقامة التوازن الاجتماعى والاقتصادى من جهة أخرى.

هذا وتهيىء سوق الأوراق المالية من خلال البورصة أقرب الأسواق إلى المنافسة الكاملة ، فالبورصة المنظمة هى أقرب الأسواق إلى تحقيق أسباب المنافسة الكاملة واستقامة فعل قانون العرض والطلب ، وذلك على أساس توافر الشروط التالية:-<sup>(2)</sup>

### **1- اتصال البائعين والمشتريين (أو من ينوب عنهم) ببعضهم .**

تكفل البورصة تقابل جميع عروض البيع المتوافرة فى أية لحظة بجميع طلبات الشراء المتوافرة فى تلك اللحظة ، فتؤدى المساومة العلنية العامة إلى أحداث السعر الوحيد الذى يعبر عن الحكم الجماعى وقتئذ، ويصبح هذا السعر دون سواه المقياس الصحيح السائد فى كل مكان داخل البورصة وخارجها ، وميزة تركيز العرض كل والطلب آتية من قيام البورصة فى مكان ثابت لا يجوز أن تجرى المعاملات فى سواه.

### **2- حرية المساومة فى تحديد الثمن .**

فى بورصات الأوراق المالية يعلن الطالب فى الشراء على الملأ رغبته فى شراء صك معين بسعر معين كما يعلن العارض أنه على استعداد لبيعه عند سعر محدد ، فاذا تقابل السعران تمت الصفقة ، أما اذا لم يتوافق السعران أرجئت الصفقة إلى أن يعدل كل عميل الثمن الذى حدده أو تنهياً فرصة أخرى لوجود طرف آخر يقبل التعاقد بالثمن الذى حدده العميل . أما اذا لم يكن الثمن محددًا من جانب العميل فإن السمسار الطالب يحدد الطلب بثمن أعلى والعارض بثمن أدنى على أن يجد مجيب فتعقد الصفقة .

### **3- انتفاء التأمير على تحديد أسعار البيع أو الشراء .**

يتعذر عمليا وقوع التأمير بين السماسرة عامة حيث أن كل سمسار يتلقى من عملائه أوامر البيع والشراء على حد سواء، كما يتعذر وقوع التأمير بين العملاء عامة على البيع بما لا يقل عن سعر معين أو الشراء بما لا يزيد عن سعر معين .

### **4- توافر العلانية الكاملة .**

تتوافر العلانية التامة فى بورصات الأوراق المالية حيث أن العرض والطلب يتم الإعلان عنهما عن طريق النداء، كما يدونان على لوحات مخصصة لهذا الغرض متى أراد العارض أو الطالب ذلك ، كما أن الصفقات تعقد علنا ويدون سعرها على الفور فى الجدول الرسمى .

### **5- التعمل فى وحدات متجانسة (متماثلة) .**

(1) حمدية زهران، النظرية الاقتصادية ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 2001) ، ص 287 .  
(2) يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سابق ، ص ص 52-55.



يتم التعامل في بورصات الأوراق المالية على كميات وفيرة من الصكوك موحدة النوع والرتبة بحيث يستطيع إحلال أية وحدة منها محل الأخرى بلا فارق ولا تمييز ، ويعتبر توحيد نوع الصكوك شرطاً لا غنى عنه في سبيل الوصول إلى وحده السعر في أية لحظة ، كما أن وفرة كميات الصكوك المعدة للتعامل يعتبر شرطاً لازماً لنشاط الأخذ والعطاء بحيث يسهل تقابل العرض والطلب.

## ثانياً: جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.

### 1- أسعار الأوراق المالية والاستثمار:-<sup>(1)</sup>

أعطى كينز أهمية كبيرة لمستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية كمحدد لمستوى الاستثمار ، ويبدو أن كينز كان مقتنعاً بأن الأسعار في سوق الأوراق المالية يمكن أن تؤثر على مستوى الاستثمار ، لأنها كما يبدو تعطينا حكماً وتقديراً قائماً على أساس الظروف حول العوائد المتوقعة على الأصول المنتجة التي تمتلكها المنشآت الآن . وحتى لو كان المستثمر الجديد لا يقبل تقديرات وأحكام السوق ، فإنه يستطيع عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية منخفضة الحصول على الأصول المنتجة بواسطة شراء أسهم شركات معينة للسيطرة عليها بدلاً من شراء أصول جديدة ، وأنه يستطيع إذا كانت الأسعار في سوق الأوراق المالية مرتفعة أن يقوم بالاستثمار مباشرة في الأصول العينية بدلاً من الشراء في أسواق الأوراق المالية . وعلى هذا فإن الأسعار في سوق الأوراق المالية تؤثر في الاستثمار.

ونظراً للتغيرات الكثيرة في سوق الأوراق المالية فقد اقترح كينز أن يكون شراء أى نوع من أنواع الاستثمار مسألة أبدية كالزواج الكاثوليكي لا يمكن الافتراق عنه إلا بالموت أو بسبب جسيم ، ولكنه يعود بعد ذلك ليقول إن هذا العمل لو تم فسوف يحول الاستثمارات القديمة إلى شكل جامد ، وهذا يعوق الاستثمارات الجديدة إلى حد كبير.

### 2- أسعار الأوراق المالية ودافع المضاربة :-

خلص كينز إلى أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة يرتبط أساساً بعامل عدم التأكد وتوقع حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة.<sup>(2)</sup>

- فعندما يسود توقع بأن أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات سوف ترتفع فإن الأفراد سيفضلون شراء هذه الأوراق فوراً وبسعرها الحالي مستخدمين ما في حوزتهم من نقدية سائلة ، مما يعنى التخلي عن السيولة ، وذلك حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلاً بسعر مرتفع ويحققون أرباحاً وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الصعود.
- أما الحالة العكسية ، عندما يسود توقع بانخفاض أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات فهذا يعنى تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالسيولة وتصفية محافظهم المالية ، بحيث يمكن استخدام هذه السيولة في المضاربة مستقبلاً وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الهبوط.

(1) يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر ، مرجع سابق ، ص ص 55-58.

(2) حدد كينز عند مناقشته لموضوع سعر الفائدة ثلاثة دوافع لتفضيل السيولة ، هي دافع المعاملات ، ودافع الاحتياط ، دافع المضاربة والذي اعتبره البعض من ابتكار كينز . راجع في ذلك تفصيلاً: اسماعيل محمد هاشم ، التحليل الكلى والدورات التجارية ، (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية ، 1980) ، ص ص 181-185.

وبناء على ما سبق فإن توقع ارتفاع أسعار الأوراق المالية يدفع الأفراد إلى تفضيل السيولة وذلك يتم من خلال توقعات أسعار الفائدة حيث أن انخفاضها يعنى ارتفاع أسعار السندات وارتفاعها يعنى انخفاض أسعار السندات.

### ثالثاً: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.

يمكن أن نحدد أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية إلى مجموعتين (1):-

**الأولى: عوامل أساسية** ، وهى تنشأ خارج السوق ، وتعكسها مقدما أو تنعكس عليها مؤخرا وهى أساسية لأنها تتعلق بتطورات اقتصادية أو أساسية ترتبط بتركيب الاقتصاد القومى ومستويات نشاطه ، وهى خارجة لأنها لا تنشأ داخل السوق ، وإنما قد تتوقعها السوق فتؤثر على سلوكها وتؤثر هذه المجموعة من العوامل الأساسية على أسعار الأوراق المالية فى الأجل القصير على الأقل ، طبقا لتفسير المتعاملين بها ، وتأثر سلوكهم بهذا التفسير .

**والثانية: عوامل فنية** ، وهى تنشأ داخل السوق ، وتتعلق بطبيعة عملياته والطرائق التى يستخدمها المتعاملون فى مجال تخطيطهم للعمليات المالية التى يهتمون بها . ويلجأ الاقتصاديون عادة فى تفسيرهم للتقلبات التى تحدث فى السوق ومن داخلها إلى هذه المجموعة من العوامل الفنية والتى غالبا ما يعززون إليها ما يسمونه بالتقلبات العرضية.

وتتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة فى سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالى والاقتصادى لهذه المشروعات بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادى فى المجتمع وتؤثر فيه بدورها (1).

وفيما يلى يتم تناول بعضا من هذه المتغيرات :-

#### 1- السياسة المالية : Fiscal Policy

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومى (2) وإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية وهو الضرائب على سبيل المثال والذى يعد أحد مصادر الإيرادات الرئيسية فى غالبية الدول واللازمة لتمويل الإنفاق العام ، فإذا ما لجأ واضعوا السياسات إلى تخفيض معدلات الضرائب على دخول منشآت العمال والتوسع فى منح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار ، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة حجم الانتاج، فسوف تكون محصلة كل ذلك هو زيادة حجم الأرباح المحققة بواسطة منشآت الأعمال، مما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها فى السوق بالارتفاع، والعكس صحيح فى حالة رفع معدلات الضريبة، حيث سينعكس ذلك بالسلب على أسعار أسهم المنشآت فى السوق.

(1) السيد الطيبي ، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية ، مرجع سابق، ص 5-6 .

(1) مصطفى رشدى شبيحة، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص 498 .

(2) منير هدى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 288 .

وأيضاً إذا لجأت الحكومة إلى التمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض حجم الأرباح الحقيقية المحققة بواسطة المنشآت نظراً لارتفاع معدل التضخم، مما سينعكس بالسلب على أسعار أسهمها<sup>(3)</sup>.

## 2- السياسة النقدية : Monetary Policy

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.

وتؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسات النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال<sup>(1)</sup>. فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة النقدية وهو عرض النقود على سبيل المثال نجد أن زيادة عرض النقود سوف ينعكس على أسعار الفائدة في السوق بالانخفاض، ومن شأن ذلك تشجيع الاستثمار وما لذلك من تأثيرات على متغيرات كلية أخرى داخل الاقتصاد مثل رفع معدلات الناتج وانخفاض معدلات البطالة، ومن المؤكد أن يؤثر ذلك إيجابياً على دخول منشآت الأعمال وعلى مستويات الأرباح المحققة وهو ما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها بالارتفاع.

وفي الوقت نفسه يمكن أن يكون لزيادة عرض النقود آثاره السالبة على أسعار الأسهم، حيث من المتوقع أن يؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم ومن ثم ارتفاع معدل العائد المرغوب على الاستثمار من جانب المستثمر، ومضمون ذلك هو انخفاض القيمة التي يدفعها المستثمر في الأسهم على سبيل المثال. وقد يدفع ذلك الوضع واضعياً السياسات إلى تخفيض حجم المعروض من النقود<sup>(2)</sup>.

## 3- سعر الصرف : Exchange Rate

تعتبر قيمة العملة التي يدفعها المشتري لورقة مالية أو يتقاضاها عن بيعها أو عندما يحصل على عائدها، لها أثر هام على وضع السوق والتي تظهر في أكثر من صورة. فانخفاض قيمة العملة يتوقف على أثره على طبيعة الأصل المال، إذ يتحول حاملوا الأصول المالية ذات الدخل الثابت والتي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، وعلى العكس يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائداً بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة. وبالنسبة للسندات التي يتم تقييمها وهي سندات ذات العائد بالعملة الوطنية فسوف يزداد عائدها، وتمثل قيمة استردادها إغراءً بالنسبة لمالها. كذلك بالنسبة للأوراق المالية ذات العائد المتغير.

(3) علاء الدين محمود زهران، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، معهد التخطيط القومي، مذكرة داخلية رقم )

(918)، 2000، ص 51 .

(1) منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 291 .

(2) علاء الدين محمود زهران ، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص 51 .

وباختصار فإن معدل العائد المتوقع لأى أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء هى إيرادات العوائد، الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة ارتفاع أو انخفاض السعر السوقى للأصل المالى، وأخيراً الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة للتغير فى سعر الصرف.

ويمكن حساب الكسب أو الخسارة الرأسمالية بالفرق بين القيمة السمية للصك والسعر المدفوع. فإذا كان هناك فرصة فإنه سيبيع الصك قبل حلول تاريخ استحقاقه، وبالتالي يمكن فقط تقدير الكسب أو الخسارة الرأسمالية التى سيتحملها . وبما أنه لا يُعرف مقدماً ما سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل، فإنه يمكن التخمين فقط عند ذلك.<sup>(1)</sup>

#### 4- التضخم : Inflation

التضخم لا يعنى فى حقيقته انخفاضاً فى القوة الشرائية للنقود حتى ولو أن هذا يتحقق فعلاً، بقدر ما يعنى فى الواقع انخفاضاً فى القدرة الشرائية لحائزى النقود بدرجات متفاوتة. فليست القوة الشرائية للنقود فى حد ذاتها المتغير الهام الذى يتأثر بالتضخم، وإنما القدرة الشرائية للأشخاص (الوحدات) الاقتصادية حائزة النقود وهى التى تتأثر حقيقةً وفعلاً بالتضخم.<sup>(2)</sup>

ويمكن القول بأن زيادة الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار فى البورصة، بمعنى أن قيم الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها فى جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية.

وقد يبدو للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولاً حقيقية، حيث يتم تقويمها بالنقود الجارية لابد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد خطر الاستهلاك والتناقص فى القيمة، وهى ميزة نظرية للأسهم بالمقارنة بالسندات ذات العائد الثابت.<sup>(1)</sup> فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع فى معدل التضخم من شأنها أن تؤثر عكسياً على أسعار الأسهم وذلك لما قد يثار من مخاوف حول إمكانيات مزيد من الارتفاع لذلك المعدل وهو ما يعنى ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض فى القيمة السوقية للأسهم، ومن جانب آخر قد يزيد حجم الوعاء الضريبي على أرباح صورية، الأمر الذى يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشآت وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية. كما قد يصاحب ذلك زيادة طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية مما يسبب ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية.<sup>(2)</sup>

#### 5- سعر الفائدة : Interest Rate

(1) مصطفى رشدى شيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص 514-515 .  
(2) مصطفى رشدى شيحة، الاقتصاد النقدى والمصرفى، (الإسكندرية: دار المعرفة الجامعية، 1988) ص 433 .

(1) مصطفى رشدى شيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص 503-506 .  
(2) منير هدى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 295-296 .

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

وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها. وهذا التنافس الحديث للسندات في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهرياً وأساسياً، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة، غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وإن كان هذا الأثر ألياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه، أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في البورصة.<sup>(1)</sup>

## 6- حجم الإنتاج القومي : National Income

إن تأثير التقارير عن حجم الإنتاج القومي قد يكون لها أثر إيجابي أو أثر سلبي على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

وقد تبدو العلاقة أو الارتباط بين مستوى البورصة ومستوى النشاط الاقتصادي واضحة من خلال نتائج المشروعات فتعكس الظروف المتعلقة بكل مشروع مستوى النشاط والذي يترجم ربحية المشروعات، في حين تعكس الأسعار المعلنة في البورصة درجة ثقة المتعاملين، وتدرج القدرة المالية للمشروعات المقيدة.<sup>(2)</sup>

وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الإنتاج القومي قد تلقى بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل. يحدث ذلك إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم، وكما سبقت الإشارة يترتب على التضخم زيادة في سعر الفائدة التي ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم في السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار.<sup>(3)</sup>

### المبحث الثالث

## أهمية سوق الأوراق المالية

(1) مصطفى رشدي شحبة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص 510-513 .

(2) المرجع السابق، ص 499.

(3) منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 296-297 .

## مقدمة :

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات ، كما أنها تلعب دوراً بارزاً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي ، من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي.

ويخصص هذا المبحث لدراسة هذه الأهمية ، على النحو التالي :-

- أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد.
- ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات.
- ثالثاً : أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومي.
- رابعاً : أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة

## أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد:

تتبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم – مهما بلغ حجمها – بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات ، وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة ، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن ، وفي أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابهاً لعمليات السحب ، والإيداع في البنوك التجارية (١).

ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومداخل سليمة لاستثمار المدخرات ، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية ، أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب (٢)

## ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات :

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات ، من كونها تلعب دورين مميزين ، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر (٣)

ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما ، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي - يفترض أنها متوافرة -

(١) محمود فهمي ، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر ووسائل وأساليب تنميتها ، معهد التخطيط القومي ، مذكرة ، رقم (1331) ، أكتوبر 1982 ، ص 3 .

(٢) محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة" ، مرجع سبق ذكره ، ص 19-20.

(٣) منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سبق ذكره ، ص 663 .

هى التى ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق  
حصيلة وفيرة للإصدار ، وهذا يعنى انخفاض تكلفة الأموال، أى انخفاض تكلفة الاستثمار.

أما الدور غير المباشر ، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل فى أسهم منشأة ما يعد  
بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا فى تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال  
إضافية ، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

### ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومى:

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومى ، حيث أنها  
تساعد فى الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومى فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع  
المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة ، كما أنها تتيح مصادر  
ميسرة للتمويل على أساس المشاركة ، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من  
السكان من عوائد النمو<sup>(1)</sup>.

من جهة أخرى ، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاءً مناسباً للدخار والاستثمار ، مما  
يقضى على المضاربات فى المجتمع ويقلل من الاكتئاب غير المنتج ، كما يؤدى كل هذا إلى إيجاد  
فرص عمل جديدة تسهم فى تخفيف حدة البطالة التى هى إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية  
للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى  
المعيشة للمواطنين<sup>(2)</sup>.

وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة ، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس  
الأموال الأجنبية ، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبى المباشر ، واستثمارات المحفظة  
بأساليب مكتملة للدخار المحلى – وليست عوضاً عنه – وقد ترتبط المساهمات الأجنبية فى أسهم  
الشركات المحلية بفوائد أخرى ، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة<sup>(3)</sup>.

### رابعاً: أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة:

دأب الأدب الاقتصادى فيما يتعلق بعمليات الخصخصة<sup>(\*)</sup> على محاولة الربط بينها وبين قيام  
سوق مال تنافسية وذات كفاءة ، وخصوصاً سوق الأوراق المالية. وقد اتضحت هذه العلاقة فى

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

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

(3) أحمد ابى السرور "الأسواق المالية العربية الناشئة : الأوضاع والأفاق" ، فى : سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية ، صندوق النقد العربى ، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، بدون سنة نشر ، ص 95.

(\*) الخصخصة Privatization اصطلاح ذاع انتشاره فى الكتابات الاقتصادية والاجتماعية عموماً ، وفى  
المحافل العلمية سواء فى مصر أو فى الخارج ، ويقصد به مجموعة السياسات المختلفة التى تستهدف تحويل ملكية  
بعض الوحدات العامة إلى القطاع الخاص ، وإعمال قوى المنافسة فى الاقتصاد القومى ، كما أن للخصخصة  
أساليب متعددة .

- ويرى علماء اللغة فى تحديد المعنى المصدرى ، استخدام صيغتي التفعيل والفعل، والصيغة الأولى كالتعميم  
والتخصيص على وزن (تفعيل) ، أما الصيغة الثانية بوزن (فعله) ، كالخصخصة ، وعلى ذلك إن الاصطلاحين:  
التخصيص والخصخصة صحيحان من الناحية اللغوية ، ولكنه يفضل استخدام اصطلاح الخصخصة ، نظراً

الكثير من تجارب الخصخصة ، حيث تبين أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية ، وذات كفاءة ، كلما نجح برنامج الخصخصة الذي يتم تنفيذه (1).

ويتعاطف دور سوق الأوراق المالية فى الاقتصاديات النامية ، خاصة تلك التى تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادى ، وتتميز بالكفاءة والانتساع ، تسهم فى إتمام عمليات الخصخصة ، من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد فى حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة ، عن طريق شراء المدخرين مباشرة أو بطريقة غير مباشرة (بالوسطاء) الأوراق المالية التى تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة.

من ناحية أخرى فإن القيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها، حيث أن شركات قطاع الأعمال العام المطروح أسهمها للبيع فى بورصة الأوراق المالية سوف تساهم فى زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة، مما يؤدي إلى تنشيط حركة التعامل فى البورصة ، ومن ثم ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية ككل (2).

---

لانتشاره فى المحافل والدراسات الاجتماعية والاقتصادية والقانونية ، لمزيد من التفاصيل حول معنى الخصخصة وأهدافها ، راجع :

- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (99) ، إبريل 1996 ، ص ص 3-16 .

- راجح رتيب ، مستقبل الخصخصة ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (105) ، أغسطس 1997 ، ص ص 9-27 .

- موريس ثورن ، برنامج الخصخصة فى الاقتصاد المصرى ، النشرة الاقتصادية ، قطاع السياسات والبحوث الاقتصادية والمعلومات ، وزارة الاقتصاد ، العدد (2) ، القاهرة ، 1998 ، ص ص 17-27 .

- Cook, P., & K.P. Collen, Privatization in less Developed countries, (NY: ST Morting Press, 1988), P.P 3-4. .

(1) لمزيد من التفاصيل حول ذلك، راجع :

- راجح رتيب ، مستقبل الخصخصة ، مرجع سابق ، ص ص 28 – 50 .

- سامى عفيفى حاتم ، الخبرة الدولية فى الخصخصة ، (القاهرة : دار العلم للطباعة، الكتاب الأول ، 1994) ، ص 232 .

(2) لمزيد من التفاصيل حول الخصخصة وعلاقتها بسوق الأوراق المالية ، راجع :

- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص ، مرجع سابق ، ص ص 88 – 94 ، ص ص 108 – 145 .

- عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة وسوق الأوراق المالية، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16 – 17 مارس 1996 ، ص ص 3-5 .

- الاتحاد العام للغرف التجارية ، أساليب الخصخصة ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشؤون الاقتصادية، العدد (26) ، القاهرة، 1997 ، ص ص 74 – 77 .

(\*) بدراسة الإحصاءات المتاحة عن إنجازات الخصخصة المصرى منذ بدايته ، يتضح مدى أهمية سوق الأوراق المالية فى تنفيذ هذا البرنامج ، حيث بلغت قيمة الشركات التى تم طرح أغلبية أو كل أو بعض أسهمها فى البورصة نحو 70.4% من إجمالى قيمة الشركات التى تم خصصتها لمزيد من التفاصيل حول ذلك ، راجع :

-The Economic Research Forum for Arab countries, Iran and Turkey, Economic Trends in the MENA Region, Opcit, P 49.



## الفصل الثاني الادخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية

مقدمة :

تتصف علاقة الادخار بسوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة من الأهمية ، حيث ترتبط هذه السوق – لكونها آلية من آليات تجميع المدخرات وتنميتها داخل الاقتصاد القومي – بجميع الظواهر المثارة في إطار علاقة الاستثمار بالادخار. بالإضافة إلى ذلك فإنه كلما ساعدت سوق الأوراق المالية على تحقيق أهداف المدخرين والمستثمرين ، كلما مكنها ذلك من تحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في تعبئة المدخرات وتنميتها.

وفي هذا الفصل يتم بحث علاقة الادخار بسوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال المبحثين

التاليين :

المبحث الأول : الادخار وأهميته للاقتصاد القومي.

المبحث الثاني: أثر سوق الأوراق المالية على الادخار(0

## المبحث الأول الادخار وأهميته للاقتصاد القومى

مقدمة :

يعتبر معدل الادخار حجر الزاوية لأية خطة تنموية ، فكلما كان هذا المعدل مرتفعاً ، كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف ، والعكس صحيح. ولذلك، فإن قضية تنمية الإدخار تعد من أهم قضايا النمو والتنمية التى يجب أن تنال قدراً كبيراً من الأهمية والدراسة فى مصر ، خاصة فى هذه المرحلة التى يشهدها الاقتصاد المصرى للتحوّل نحو آليات السوق.

وفى هذا المبحث يتم إلقاء الضوء على ماهية الادخار وأهميته ، ثم الشروط الواجب توافرها فى سوق الأوراق المالية حتى يقبل المدخرون على الاستثمار بها ، ومن ثم يتم تقسيم هذا المبحث على النحو التالى:

أولاً : تعريف الادخار .

ثانياً : أهمية الادخار .

ثالثاً : شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم فى سوق الأوراق المالية.

أولاً : تعريف الادخار :

يقصد بالادخار Saving ذلك الجزء من الدخل (الناتج) الجارى الذى لم يستخدم فى الاستهلاك الجارى خلال فترة ما ، وإنما تم توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التى تعمل على زيادة هذا الدخل أو تحافظ على مستواه المحقق فعلاً. وهناك من يعرف الادخار بأنه ناتج النشاط الاقتصادى الذى لا يستهلك بل يوجه بطريقة تجعل له فى المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات (1).

ويسرى التعريف السابق للادخار على المستويين المجتمعى والفردى:

فبالنسبة للمجتمع ، يلاحظ أن ناتج الاقتصاد القومى خلال سنة معينة لا ينفق كلية- فى أغلب الأحوال - على الأغراض الاستهلاكية الجارية ، بل يقتطع جزءاً منه ليكون الادخار القومى ، وعند هذا المستوى يكون الادخار القومى بمثابة تيار أو تدفق مرتبط بالمستوى الكلى للاقتصاد. أما بالنسبة للأفراد ، فإن أغلبهم لا ينفقون كل دخولهم الجارية على الاستهلاك الجارى من السلع والخدمات ، وإنما يجنبون جزءاً منها ليودعوه فى البنوك أو صناديق توفير البريد ، أو ليشتروا به اسهماً أو سندات ، أو ليسددوا التزاماتهم ، أو ليشتروا أصولاً مادية ، ومن ثم يتمثل ادخار الأفراد - خلال أية فترة من الفترات - فى الفرق بين دخلهم المتاح الجارى وإنفاقهم الجارى على السلع الاستهلاكية والخدمات خلال نفس الفترة.

والادخار بالمعنى المذكور - قد يكون نقدياً (وهو الصورة الغالبة فى الوقت الحالى) ويتمثل فى الأصول المالية أو الأموال السائلة كالودائع الجارية، وكذلك الودائع الادخارية بأنواعها، والمدخرات التعاقدية ، والتى يمكن تحويلها إلى الصورة السائلة بسهولة نسبية ، وقد يكون الادخار

(1) محمد عبد الغفار ، مشكلة الادخار فى مصر : الأبعاد - الأسباب - سياسات العلاج ، ( القاهرة : مكتبة زهراء الشرق ، ط (1) ، 1997 ) ، ص 1 .

عينيا (وهو الصورة المحدودة جداً للادخار فى الاقتصاد المعاصر) . وقد يتخذ الادخار شكل فائض سلعى أو فائض عمل.

ويستطيع الأفراد تحويل مدخراتهم النقدية إلى رأسمال عينى ، وذلك باستثمار هذه المدخرات فى العمليات الإنتاجية سواء بأنفسهم – وذلك بشراء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى والتوليف بينها لإنتاج سلعة أو خدمة لها قيمة نقدية فتتولد لهم أرباح باعتبارهم منظمين – أو أن يقوموا بإقراض هذه المدخرات النقدية – عن طريق سوق التمويل – إلى المنظمين ليتمكن هؤلاء من شراء السلع الإنتاجية والوسيلة اللازمة لمشروعاتهم ويحصل المدخرون – فى هذه الحالة – على فوائد نتيجة إقراضهم هذه المدخرات النقدية للمنظمين خلال فترة معينة.

وهكذا يلاحظ أن الادخار بصورتيه – النقدية والعيانية – ينتهى فى النهاية إلى شكل من أشكال الاستثمار العينى ، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة التى تصل إلى حد التطابق بين الادخار والتكوين الرأسمالى . فالادخار فى حد ذاته لا يدر دخلاً بمجرد تكوينه ، وإنما يجب – لكى ينتج دخلاً – أن يتحول إلى رأسمال عينى منتج، أى لا بد له أن يستثمر استثماراً منتجاً(1).

وقد يكون الادخار اختيارياً ، بأن يقوم أحد أطراف النشاط الاقتصادى بتجنيب جزء من دخله طواعية وبارادته ودون إجبار أو تعسف من قبل الحكومة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. كما قد يكون الادخار إجبارياً، عن طريق إجبار الأفراد على ادخار جزء من الدخل واقتطاع هذا الجزء منهم بصورة إلزامية بوسائل مباشرة (الضرائب) ، أو غير مباشرة (إحداث درجة معينة من التضخم) ، عن طريق الحكومة ، وبحيث تنتفى إرادة أطراف النشاط الاقتصادى. (2)

### ثانياً : أهمية الادخار:

إذا تتبعنا أهمية الادخار فى الأدب الاقتصادى لوجدنا هذه الأهمية جلية عند التقليديين فى القرنين الثامن عشر والتاسع عشر ، كما اتضحت أيضاً عند أصحاب نماذج النمو الاقتصادى عقب الحرب العالمية الثانية وحتى الوقت الحاضر. (3)

وللادخار أهمية كبرى فى حياة الفرد والمجتمع :-

- فبالنسبة للفرد ، فان الادخار يمكنه من مواجهة أحداث المستقبل غير المتوقعة والاحتياط للطوارئ، كما أنه يشكل مصدر للدخل فى حالات المرض والعجز والشيخوخة.

- وبالنسبة للمجتمع ، يمكن القول أن عملية التنمية الشاملة تتطلب العديد من العوامل لتحقيقها والوصول بالاقتصاد القومى لمرحلة النمو الذاتى ، ويبرز رفع معدل الادخار القومى كأحد أهم

(1) المرجع السابق ، ص ص 2-4 .

(2) لمزيد من التفاصيل حول أنواع الادخار ، راجع :

- محمد عبد الغفار محمد ، اثر التمويل الخارجى على الادخار فى مصر 1974-1986 ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ببها ، جامعة الزقازيق ، 1992 ، ص ص 9-14 .

- منال محمد متولى ، المدخرات فى الاقتصاد المصرى ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، قسم الاقتصاد ، جامعة القاهرة 1995 ، ص ص 113-121 .

- جلييلة حسن حسنين ، الأسلوب الإسلامى لتكوين رأس المال والتنمية الاقتصادية ، (الإسكندرية : دار الجامعات المصرية ، 1990) ، ص ص 49-53 .

(3) لمزيد من التفاصيل حول أهمية الادخار فى الأدب الاقتصادى ، راجع :

- محمد عبد الغفار محمد ، مشكلة الادخار فى مصر : الأبعاد – الأسباب – سياسات العلاج ، مرجع سابق ، ص ص 26 – 32 .

تلك العوامل ، مع التأكيد على ضرورة مشاركة وتعاون عوامل أخرى منها ، الأيدي العاملة المدربة ، والمهارات الإدارية والتنظيمية ، والموارد الطبيعية ذات النوعية الجيدة ، والمستوى الفنى "التكنولوجى" المناسب ، والمناخ السياسى والاجتماعى المواتى ، إلى جانب البيئة المواتية على المستوى الدولى .

كما تبرز أهمية الادخار من ناحية أخرى ، فى الحد من الضغوط التضخمية، ذلك أنه طالما أن الحد من زيادة الاستهلاك زيادة مفرطة شرط ضرورى لتحقيق الاستقرار النقدى والتخفيف من حدة الضغط الناشئ عن زيادة الطلب الكلى وهو عادة ما يصاحب عملية التنمية ، فان سياسة رفع معدل الادخار من دخل متزايد تؤدي إلى التخفيف من حدة التضخم. (1)

### ثالثاً : شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم فى سوق الأوراق المالية:

حتى يقبل المدخر فكرة توظيف مدخراته فى سوق الأوراق المالية ، فإنه يلزم أن تساهم هذه السوق فى تحقيق أهدافه من ناحية ، وأن تتوافر فيها مجموعة من الشروط من ناحية أخرى ، كما يلى:ـ

#### 1- الشروط التى تتعلق بأهداف المدخرين :

يقبل المدخرون على توظيف أموالهم فى الأوراق المالية لتحقيق أحد هدفين ، فهناك من يقبلون على شراء الأوراق المالية بقصد حيازتها مؤقتاً لفترة تطول أو تقصر ، إلى أن يرتفع ثمنها فيقومون ببيعها ، وبذلك يحققون أرباحاً تنجم عن الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع ، وعلى ذلك فإن الأوراق المالية عند هؤلاء تكون سريعة الدوران.

وعلى خلاف ذلك ، قد يقوم البعض بشراء الأوراق المالية بنية الاحتفاظ بها وتوظيف أمواله فيها لكى يحصل على عائد منها هو قيمة كوبونات الأسهم وأرباح السندات ، فتدر عليه دخلاً منتظماً هو عائد الاستثمار (2) .

#### 2 - الشروط التى تتعلق بسوق الأوراق المالية :

هناك مجموعة من الشروط التى يجب توافرها فى سوق الأوراق المالية لكى يقبل المدخرون توظيف أموالهم بها ، وأهم هذه الشروط ما يلى:(3)

أ - الأمان :

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التى قد تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة فى السوق ، ومن أمثلة ذلك ، تلك المخاطر الناجمة عن الغش والتدليس

(1) المرجع السابق ، ص ص 25-26.

(2) صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة ، مؤتمر : مستقبل الاستثمار فى سوق الأوراق المالية ، القاهرة ، 2-3 مارس 1999 ، ص ص 3-4 .

(3) شعبان يوسف مبارز ، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية فى تقييم أداء أسواق الأوراق المالية ، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة ببنى سويف ، جامعة القاهرة ، السنة (5) ، العدد (1) ، يناير 1995 ، ص ص 244-247.

وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف ، بالإضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة والذي يحتفظ لديهم عملاؤهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

ومن جانب آخر يجب أن تتوافر للورقة المالية أو الصك قدر من الأمان ، أى ضمان الحصول على عائد الورقة المالية بطريقة منتظمة ، وبحيث يكون هذا العائد أو انعدامه ، أمراً ثانوياً ، فضلاً عن الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة على الأقل ، وضمن استرداد قيمتها .

#### ب- العدالة والمساواة :

حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم ، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصاً متساوية للتعامل ، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات ، وهو المقصود بعدالة السوق.

أما عن المساواة ، فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين في البورصة بحيث تمكنهم من الحصول على بيانات معينة عن الشركات التي ألزمها القانون بنشرها ، فالمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية ، بحيث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها.

#### ج - السيولة :

ينبغي أن يكون هدف السيولة واضحاً في السوق ، بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر إلى أموال سائلة . ويقصد بالسيولة ، إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة ودون خسائر على الإطلاق ، فصاحب الصك يجب أن يكون في مقدوره - في أية لحظة - أن يستبدل الصك بالنقود ، إذا ما طرأ ما يجعله راغباً في ذلك. والسيولة على النحو المتقدم تنفادى خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعوق وضع وتسخير المدخرات في خدمة الاقتصاد.

#### د - المنافسة :

حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية أن تساهم بفاعلية في تنمية المدخرات ، يجب أن تتحقق فيها المنافسة الحرة بين كل البائعين وكل المشترين - أو على الأقل توافر شروط أقرب ما تكون إلى المنافسة الحرة - وذلك بحكم التقائهم في مكان واحد ، الأمر الذي يعطى قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره الاقتصادي على أكمل صورة.

## المبحث الثاني

### آثار سوق الأوراق المالية على الادخار

مقدمة :

في اقتصاديات السوق الحرة تكون لأسواق الأوراق المالية والهيكل المالى الكفاء ، تأثيرات إيجابية هامة على النمو الاقتصادى من حيث الآثار التى تولدها هذه الأسواق فى زيادة الحجم الكلى للمدخرات ، وزيادة التخصيص الكفاء لرأس المال ، وزيادة الحجم الكلى للاستثمار وتخصيص أكفاً للمدخرات الوطنية.

ويخصص هذا المبحث لدراسة هذه الآثار على النحو التالى :-  
أولاً : أثر السوق على الحجم الكلى للمدخرات .  
ثانياً : أثر السوق على التخصيص الكفاء للمدخرات.  
ثالثاً : أثر السوق على حجم الاستثمار الكلى .

### أولاً : أثر السوق على الحجم الكلى للمدخرات :-

ينشأ تأثير سوق الأوراق المالية على الميل للادخار من حقيقة أن تنمية النظام المالى توفر سلسلة كبيرة من الخيارات لوحداث الفائض لتوليد أصول مالية أكبر ، مع المحافظة على تفضيلاتها ، وذلك أن هذه الأصول تعتبر أكثر جاذبية من نواحى السيولة والعائد والمخاطرة والخدمات التى توفرها السوق ، وبالتالي فهى تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكى لصالح المدخرات نتيجة للعوائد المالية المتوقعة من الاستثمار ، والفرص الكبيرة لتتوسع حافظة الأصول المالية فى الأسواق المختلفة.

ولكى تمارس السوق هذا الدور فلا بد من توافر شرطين أساسيين: (1)

---

(1) سليمان المنذرى ، البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (96) ، يناير 1996 ، ص ص 15-18.

أولهما : أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

ثانيهما : تحقيق تأثير إيجابي على الدخل ، ويتطلب ذلك مايلي :\_

أ-توافر مجموعة من المميزات من حيث العائد والضمان والسيولة ، مما يجعل هذه الأوراق أكثر جاذبية للمستثمرين ، مقارنة بالاستثمار المباشر في الموجودات المالية الأخرى.

ب-أن يتوافر لوحدات الفائض أو لبعض منها ميل للاستثمار في هذه الأوراق.

ج-وجود حافز لوحدات الفائض كي تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها في الأوراق المالية

## ثانياً:أثر السوق على التخصيص للكفاء للمدخرات:ـ

لاشك في أن حجم المدخرات ، ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو السوق المالية، التي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي، وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية.

وفى الأقطار النامية ، فان خلق نظام مالى كفاء يساعد على تسريع التنمية الاقتصادية، وذلك لأن إصدار الأسهم والسندات كبقية أشكال الأدوات المالية، يزيد من معدل الادخار ، ويجعله أكثر جاذبية ، ويمكن تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة ، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعاً لذلك.

ويرى بعض المتخصصين أن اقتصاداً خالياً من سوق فعالة لرأس المال سوف يعاني خسائر عدم التخصيص المتمثلة فى عدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال ، بحيث تكون إنتاجية الحديدية أكبر ، كما سيخفف فى تحقيق التخصيص الزمنى الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمنى الحدى مع الإنتاجية الحديدية لرأس المال. (1)

## ثالثاً : أثر السوق على حجم الاستثمار الكلى :ـ

إن النظام المالى الكفاء يمكن أن يعزز الاستثمار ، ويحسن من تخصيصه ، وذلك بالزيادة الكبيرة فى الحجم ، عن طريق نوعين من المؤشرات ، هما :ـ

أولهما : اثر التكلفة Cost Effect

ثانيهما : أثر الإمكانية Availability Effect الناشئ من حقيقة كون تنمية سوق مالية كف سيقود إلى تقليص تكلفة الأموال بما فى ذلك الأثر النفسى الذى يحدثه.

ويعمل الهيكل المالى المتطور بتوحيده سوق رأس المال على تخفيض تكلفة الاقتراض فى النهاية ، وذلك بتضييقه بشكل جوهري للحدود التى يتقلب فيها سعر الفائدة، كما أن وحدة سوق رأس المال سيشجع أيضاً تخصيصاً أكثر كفاءة للموارد ، وزيادة فى معدل العائد الذى تدره.

(1) (المرجع السابق ، ص ص 18- 20 .

وبالنسبة للتخصيص الأفضل للمدخرات بين مختلف الاستثمارات المحتملة ، فهناك شكوك حول قدرة هذه الأسواق في تخصيص الثروة بشكل مناسب حتى في البلدان المتقدمة ذات البورصات النشطة ، لأن إعادة توزيع الموارد الرأسمالية أو تفتيتها تواجه معارضة شديدة في اقتصاد المشروع الحر(1) .

---

(1) المرجع السابق ، ص ص 20 – 22



## الفصل الثالث

### أدوات تنمية الادخار من خلال سوق الأوراق المالية

مقدمة :

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها بشكل مباشر إلى الاستثمار في مختلف القطاعات النوعية للاقتصاد ، مما يسهم في نمو النشاط الاقتصادي ، بما يؤدي إلى زيادة في الناتج القومي ، وبالتالي زيادة في متوسط دخل الفرد الحقيقي.

ويخصص هذا الفصل لدراسة أهم الأدوات المالية المسوح بإصدارها وتداولها سواء في مصر ، أو في أسواق المال العالمية ، وذلك على النحو التالي:ـ

المبحث الأول : الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية.  
المبحث الثاني: الأدوات المالية الحديثة المتداولة في أسواق المال العالمية(0)

### المبحث الأول

#### الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية

مقدمة :

تعتبر الأوراق المالية بمثابة السلعة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ، وقد عرفت مصر الأوراق المالية منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر. ويخصص هذا المبحث لدراسة الأوراق المالية وأهم أنواعها التي يتم تداولها في السوق المصرية ، وذلك على النحو التالي:ـ

أولاً : ماهية الأوراق المالية .

ثانياً : خصائص الأوراق المالية.

ثالثاً : أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية.

### أولاً : ماهية الأوراق المالية :ـ

الورقة المالية هي عبارة عن وثيقة لإثبات حق ملكية أو حق مديونية ، وهي تعطى للمستثمر الذي يحوزها حقوقاً معينة للمطالبة في الأصول الخاصة. وتشتمل الأوراق المالية التي تمثل مديونية على السندات والرهونات ، بينما تشتمل الأوراق المالية التي تمثل ملكية على الأسهم العادية ، وكافة حقوق الملكية القابلة للبيع في السوق ، بالإضافة إلى الأسهم الممتازة والتي تعتبر

خليطاً بين الأوراق المالية التي تمثل حق ملكية والأوراق المالية التي تمثل حق مديونية ، وإن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل حق ملكية.(1)

## ثانياً : خصائص الأوراق المالية:

تتوافر فى الأوراق المالية عدة خصائص أهمها مايلى: (2)

1-المثلثيات : تتميز الأوراق المالية بكونها من المثلثيات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء ، الأمر الذى يترتب عليه أن يتحدد لها بالسوق – سواء كانت البورصة أو غيرها – سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة وذات الإصدار ، سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.

2-مخزن للقيمة : تعتبر الأوراق المالية مخزناً للقيمة – وخاصة الأسهم – حيث تتزايد قيمتها مع اضطراب نجاح الجهة المصدرة ، وذلك فضلاً عما تدره لحائزها من دخل سنوى ، مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة، إن لم يكن ربحاً – وفى أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل مع هذه الأوراق مشابهاً للإيداع والسحب من حسابات البنوك ، مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.

3-تعبئة المدخرات : تسمح الأوراق المالية بتعبئة المدخرات وتحسين الدخل ، نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تتناسب مع مختلف المدخرين ، الأمر الذى يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين وليس بقدر مقدرتهم المالية.

## ثالثاً : أنواع الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرية :-

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها فى بورصات الأوراق المالية ، ويمكن تقسيم تلك الأوراق المالية إلى نوعين أساسيين هما، الأسهم والسندات ، ويندرج تحت هذين التقسيمين عدة أنواع من الأوراق المالية.

وفيما يلى يتم تناول أهم الأدوات المسموح بإصدارها وطرحها فى سوق الأوراق المالية وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها فى مصر وهى:-

1-الأسهم0

2-السندات0

3-حصص التأسيس0

4-صكوك التمويل0

1-الأسهم0

(1) Francis, J.C., Investments : Analysis and Managements, Opcit, P. 8

(2) مصطفى شبيحة , زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص ص 469-470.

يحتاج تأسيس المشروعات الكبيرة لمواجهة ظروف المنافسة إلى رؤوس أموال ضخمة تفوق قدرات شخص واحد أو موارد مجموعة محدودة من الأفراد ، لهذا دعت الضرورة إلى إنشاء الشركات المساهمة لتأسيس مثل هذه المشروعات الكبيرة ، فرأسمال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً (1) .

والسهم عبارة عن صك يؤكد لحاملة ملكية حصة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه ، وهذا الصك يعطى لحاملة الحق في الاشتراك في توجيه سياسة الشركة ، من خلال الآراء التي يطرحها في الاجتماعات التي تعقد للمساهمين أو من خلال حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة(2).

ولكل سهم قيمة اسمية Par value وقيمة سوقية Market value والقيمة الاسمية هي التي يصدر بها أصلاً ، وتدرج على وجه الصك ، وتسجل في دفاتر الشركة ، وعلى ذلك فإن القيمة الاسمية للسهم تعدل قيمته في دفاتر الشركة ، غير أن القيمة الدفترية للسهم Book value تتغير في المدى الطويل، إذ تعادل القيمة الاسمية للسهم مضافاً إليها الأرباح المحتجزة أثناء حياة الشركة ، أما القيمة السوقية فهي تتحدد في البورصة وفقاً لقوى العرض والطلب(3)0

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث تداولها إلى أسهم اسمية ، وأسهم لحاملها ، كما يمكن تقسيمها من حيث نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية إلى أسهم عادية ، وأسهم ممتازة ، وأسهم التمتع(4).

(1) عدلى سلامة اندراوس ، "سوق المال في مصر" ، البنك المركزي المصري ، معهد الدراسات المصرفية، محاضرات عام 1994 / 1995 ، ص 16.

(2) لمزيد من التفاصيل حول هذه الحقوق راجع :

- عدلى سلامة اندراوس ، سوق المال في مصر ، مرجع سابق ، ص 16 - 17 .
- صبرى حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى ، مرجع سابق ، ص 12-13 .
- علاء الدين محمود زهران، الاستثمار فى سوق الأوراق المالية، معهد التخطيط القومى، مذكرة داخلية رقم (918) ، 2000 ، ص7.
- صبرى حسن نوفل، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة ، مرجع سابق، ص ص 7-8 .
- نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ص 14-15.
- (3) صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية .. ، مرجع سابق ، ص 7
- (4) قد تكون الأسهم عادية تتساوى فى القيمة والحقوق التي تخولها لأصحابها ، وقد تكون ممتازة ، بأن تخول لأصحابها بعض المزايا الخاصة ، وأخيراً ، توجد أسهم التمتع ، وهو نوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضاً للمساهمين عند الاستهلاك ، وذلك حتى لا تنقطع صلة المساهم بالشركة ، وهى قد تخول لحاملها حقوقاً فى التصويت أو الأرباح أو غير ذلك ، وإنما يكون نصيبها أقل من الأسهم العادية . لمزيد من التفاصيل حول أنواع الأسهم ، راجع :
- منير إبراهيم هندى ، أدوات الاستثمار فى أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، (الإسكندرية: المكتب العربى الحديث 1999 )، ص ص 8-14، ص ص 28-30.
- منير هندى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ص 5-28.
- منير هندى ، كيف لك أن تجعل نشرة الاكتتاب فى الورقة المالية أداة لتسويقها ، مؤتمر : مستقبل الاستثمار فى الأوراق المالية ، القاهرة ، 2-3 مارس 1999 ، ص ص 1-12.
- رشا مصطفى مسعد ، محددات الاستثمار فى أسواق رأس المال ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1998 ، ص ص 33-35 .
- Francis, J.C., Investments : Analysis and Management, Opcit, PP 14-19.

## 2- السندات :

قد تحتاج الحكومة أو إحدى الشركات إلى تمويل ، وقد لا يفضل الحصول على ذلك التمويل بإصدار أسهم جديدة. ونظرا لكبر المبلغ وصعوبة تدبيره من مقرض واحد ، وخاصة أنه يكون لأجل طويلا ، وكذلك تتغير تكلفة القرض من مقرض لآخر ، ومن وقت لآخر ، فإنه يتم تقسيم القرض إلى أجزاء صغيرة يسمى كل منها سندا ، وي طرح للجمهور.(1)

والسندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر ، بمقتضى هذا الاتفاق يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محددة وسعر فائدة معين. والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه ، وهو بذلك يحتفظ بدرجة عالية من السيولة لحامله ، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها.(2)

والسندات تتضمن علاقة دائنيه ومديونية تربط بين مصدرى السندات باعتبارهم مدينين ، ومالكي السندات باعتبارهم دائنين ، ويتعهد المقرض فى السند بدفع فائدة محددة سنويا فى حالة السندات ذات الفائدة الثابتة ، ولا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر. (3)

والسندات إما أن تصدرها الحكومة أو الشركات : (4)

- فالسندات الحكومية : Government Bonds هى سند تصدرها الدولة لمواجهة العجز فى موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم ، وهى إما أن تكون دائمة لا تحدد الدولة التاريخ الذى ستسدد فيه قيمة السند ، ولكنها تتعهد بأن تدفع لحامله فائدة محددة كل سنة أو ستة أشهر ، وقد تكون قابلة للاستهلاك بأن تتعهد الدولة بأن تسدد قيمة السند فى أجل محدد ، وغالبا ما يكون على أقساط سنوية. (5)

---

- احمد عبده على سليم ، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية فى مصر ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس 1998 ، ص ص 38-41.  
(1) عدلى سلامة اندراوس ، تطور سوق المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 17-18.  
(2) صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية... ، مرجع سابق ، ص 8.  
(3) عند إصدار السندات تحدد مقدار الفائدة السنوية المستحقة عليها والتي تلتزم الجهة المصدرة بدفعها كل سنة (فى بعض الحالات تكون نصف سنوية) وتبقى هذه الفائدة ثابتة طوال فترة القرض، وللسندات أجل محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها ، وتعرف عملية السداد هذه "باستهلاك السندات" ولا يحق لحامل السند مطالبة الجهة التى أصدرته بقيمته قبل التاريخ المحدد لاستهلاك السند ، وإنما يستطيع بيعه فى السوق الثانوية للسندات .  
راجع :  
- يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، رسالة دكتوراه، غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1997 ، ص ص 123-124.

(4) Francis, J.C., Investments : Analysis and Management ...., Opcit, p9.

- صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص 9 .  
- علاء الدين محمود زهران ، الاستثمار فى سوق الأوراق الأولية ، مرجع سابق ، ص 9-10.  
(5) Francis, J. C., Investments : Analysis and Management , Opcit, P 26

أما سندات الشركات : Corporate Bonds فهي سندات تصدرها الشركات المساهمة للاقتراض من الجمهور ، وطبقاً للتشريع المصري فإنه يحظر إصدار هذه السندات على شركات الأشخاص والشركات المغلقة ذات المسئولية المحدودة ، والشركات المساهمة التي لم يدفع رأسمالها بالكامل ، والشركات حديثة التأسيس إلا بعد نشر الميزانية الأولى لها ، ولا يجوز أن تصدر الشركات سندات بقيمة تزيد على رأس المال المدفوع طبقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العمومية.(1)

### 3- حصص التأسيس :

وهي صكوك تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل ، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء التأسيس أو مقابل التنازل عن حق من الحقوق المعنوية (مثل حق الاختراع أو العلامات التجارية) . ، وتمنح هذه الصكوك لأصحابها نصيباً من الأرباح ، يحدده نظام الشركة ، وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية. وقد ظهرت هذه الحصص لأول مرة في نظام شركة قناة السويس ، ثم ذاع هذا النظام بعد ذلك ذيوماً كبيراً في العالم.

ولما كانت هذه الحصص تقطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها في رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها ، فإنه غالباً ما يتم التدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها، وكيفية تحديد الأرباح التي تخصص لها. (2)

### 4- صكوك التمويل :

صكوك التمويل من الأوراق المالية التي نصت عليها لأول مرة المادة (15) من القانون رقم (146) لسنة 1988 في شأن شركات تلقي الأموال لاستثمارها، ثم جاءت اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم (95) لسنة 1992، وأعدت النص على صكوك التمويل كورقة مالية من الأوراق التي تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.(3) وتلجأ الشركات المساهمة

(1) هذه السندات تأخذ أكثر من شكل ، فقد تكون سندات مضمونة ، وهي سندات تكون مضمونة برهن ثابت كالأرض أو العقارات والآلات ... الخ. وقد تكون سندات غير مضمونة ، وهي سندات غير مضمونة بأصل ثابت وقد تكون سندات لحاملة ، يحق لمن يحملها التقدم بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة ، وقد تكون سندات مسجلة ، وهي سندات مسجلة باسم شخص معين ولا تدفع الفوائد إلا له ، وقد تكون سندات لا تحمل معدل فائدة ، وهي سندات تباع بخمسة على القيمة الاسمية ، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق . وقد تكون سندات ذات معدل فائدة متحرك ، وهي سندات يحدد لها معدل فائدة مبدئي ، يستمر العمل به لمدة معينة ، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة ، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق . وقد تكون سندات دخل ، وهي سندات لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباحاً ، راجع في ذلك :

Francis, J.C., Investments: Analysis and Management, Opcit, pp 9 – 14

- صبرى حسين نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية : مقدمة في التحليل الفني والأساسي ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (100) ، مايو 1996 ، ص ص 15-1017

- منير إبراهيم هندی ، أدوات الاستثمار في أسواق راس المال .. ، مرجع سابق ، ص ص 36-38.

(2) راجع في ذلك :

-احمد محمد عبده على سليم ، دور سوق الأوراق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية في مصر، مرجع سابق ، ص 42 .

-مصطفى رشدي شبحه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص 472.

(3) وجدير بالذكر أن هذه الصكوك لم تنص عليها المادة (119) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (159) سنة 1981 والتي حددت الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة بالأسهم وحصص التأسيس والأرباح والسندات راجع في ذلك :

وشركات التوصية بالأسهم إلى إصدارها لمواجهة الحاجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها.

مما سبق ، يتضح أن الأوراق المالية التي يرد عليها التعامل ، والتي تخضع لوساطة شركات السمسرة فى القانون المصرى، هى الأسهم ، والسندات ، وحصصالتأسيس، و صكوك التمويل.

## المبحث الثانى أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية (المشتقات)

مقدمة :

شهد العالم بعد الحرب العالمية الثانية تطورات اقتصادية هامة ، فقد ازداد حجم الناتج العالمى من تريليونى دولار عام 1950 إلى ثمانية تريليونات دولار عام 1980(1) ، ثم إلى نحو 28.85 تريليون دولار عام 1998.(2)

وساعد التطور السريع فى مجال المعلومات من حيث السرعة والدقة ودرجة الثقة إلى تعدد المراكز المالية العالمية وتشجيع المضاربة والتوسع فى التعامل خارج الحدود ، وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية ، الأمر الذى أدى إلى تدهور عوائد بعض هذه المؤسسات خاصة فى الولايات المتحدة وأوروبا الغربية خاصة فى ظل الرقابة المصرفية على أنشطتها.

وفى ظل هذه الضغوط من المنافسة وتدهور العوائد ، كانت المشتقات Derivatives مخرجا لهذه المؤسسات من ناحيتين ،الأولى : أنها أدوات مالية توفر عوائد جديدة لهذه المؤسسات (خاصة المصرفية) ، الثانية : أنها تنقل النشاط المصرفى من داخل الميزانية إلى خارجها ، وبالتالي لا تخل بقواعد الرقابة المصرفية.(3)

وفى هذا المبحث يتم دراسة المشتقات باعتبارها أحد أهم أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية ، وذلك على النحو التالى :-

أولا : تعريف المشتقات .

ثانياً : أهمية المشتقات .

ثالثاً : أهم أنواع المشتقات .

---

- صلاح أمين أبو طالب ، دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1995 ، ص 24-25).

(1) جاسم محمد المتعب الحدب الشمري ، المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، ما بعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين، بنها 10-11 نوفمبر 1998 ، ص 765 .

(2) The Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, "Economic Trends in the MENA Region", Economic research Forum, Cairo, Egypt 2000, p 28 .

(3) جاسم محمد المتعب الحدب الشمري ، المشتقات ... ، مرجع سابق ، ص 765 .

## أولاً : تعريف المشتقات :

تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية العالمية ، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية ، فيما يتعلق بمعدلات العائد (أسعار الفائدة) ، وأسعار الصرف ، وأسعار الأسهم ، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.(1)

وقد تصاعد حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة خلال الثمانينات وبشكل واضح خلال التسعينيات ، نظر لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية.(2)

وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب.. الخ) ، بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار تلك الأصول.(3)

يتضح من ذلك أن مفهوم المشتقات يقوم على بناء علاقات تعاقدية بهدف الاستفادة من مزايا لم تستطع الأدوات المالية الأساسية تقديمها ، أو أنها تجنب المتعاملين مخاطر تعاقدية معينة ، وهذا أدى إلى ظهور مصطلح جديد هو الهندسة المالية للدلالة على الأسلوب الإنشائي في تكوين هذه الأدوات.(4)

## ثانياً : أهمية المشتقات :

يمكن إرجاع أهمية الأدوات المالية المشتقة إلى ما تحققه من مزايا أهمها(5) .

### 1-أهميتها في الحد من المخاطر :

يعتبر الحد من أو تجنب المخاطر هو أهم الأغراض التي أدت إلى استخدام المشتقات ، حيث أن هذه الأدوات إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها فإنها تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية بشكل يساهم بفاعلية في خفض مخاطر أي تغييرات مستقبلية في قيمة الأصول

(1) على الرغم من أن المشتقات تستخدم للتحوط ضد مخاطر التقلبات في الأسعار ، إلا أنها تتعرض بدورها لعدد من المخاطر ، منها مخاطر الائتمان ، مخاطر السوق ، المخاطر التنظيمية والتشغيلية ، المخاطر الرقابية . لمزيد من التفاصيل حول هذه المخاطر ، راجع :

- أحمد محمد صلاح عطية ، الأدوات المالية المشتقة : كتحديد للمراجعين ، المؤتمر العلمي الثالث بكلية تجارة بنها ، مرجع سابق ، ص ص 794 – 796 .

(2) بلغ إجمالي حجم التعامل في المشتقات المالية في البورصات المنظمة نحو 387.7 تريليون دولار خلال عام 1998 ، بزيادة بلغت 31 تريليون دولار بنسبة 8.7% عن عام 1997 ، راجع: البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي لعام 1999/98 ، ص 9 .

(3) البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 99-110 .

(4) جاسم محمد المتعب الحدب الشمري ، المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية ، مرجع سابق ، ص 759 .

(5) راجع في ذلك :

- المرجع السابق ، ص ص 767 ، 768 .

- احمد محمد صلاح عطية ، الأدوات المالية المشتقة ... ، مرجع سابق ، ص ص 790-791 .

المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها لكنه لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكنه يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك في مقابل تكلفة معينة تمثل قيمة العقد ذاته.

وبعبارة أخرى ، فإن المشتقات لا تلغى المخاطر في السوق ، وإنما تعيد توزيعها فقط وبثمن ، حيث تستخدم هذه الأدوات لتجزئة المخاطر وتقسيمها على الراغبين في تحملها ، وهم الذين يفترض أن لديهم أدوات القياس والتنبؤ الملائمة وهذا بدوره يؤدي إلى التحكم في تكلفة المخاطر وتوزيعها ، وتحسين كفاءة الاقتصاد القومي.

## 2-أهميتها في زيادة إيرادات المنشآت :

في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية ، أصبحت المشتقات تحقق مزايا في جلب إيرادات جديدة ، وتنوع المحافظ الاستثمارية وزيادة عدد المتعاملين مع المؤسسات المالية ، وبالتالي زيادة العوائد والرسوم نتيجة تزايد كفاءة ونوعية الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية .

ولم يقف الأمر عند ذلك، وإنما تعد إلى تحقيق غرض المضاربة ، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بأن الدخول في عمليات ذات مخاطر محتملة عالية ، وإنما يعني إمكان الحصول على عوائد محتملة عالية ، وذلك باستغلال التقلبات المتوقعة في السوق ، حيث يعتقد المضارب أن أسعار السوق للأدوات المالية أو السلعة أو المؤثرات المرتبطة بها سوف تتغير ، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكن أن تتيح صافي تدفق نقدي إلى الداخل ، أو سيتم بيعها مستقبلاً بأرباح.

## ثالثاً : أنواع المشتقات :

تتكون الأدوات المالية المشتقة من " عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المقايضات ، والأدوات المالية الأخرى ذات الخصائص المشابهة" (1)، وفيما يلي نبذة عن هذه الأنواع :

### 1- عقود الخيار: options

عقود الخيار هي عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما - بيعاً أو شراء - لقدر معين من أصل في تاريخ لاحق ، ويسعر يحدد وقت التعاقد وهناك نوعان أساسيان من عقود الخيار ، هما خيار البيع ، وخيار الشراء ، يضاف إليهما نوع ثالث يعطى الحق في الشراء والبيع معاً. (2)

(1) جاسم محمد المتعب الحدب الشمري ، المشتقات ... ، مرجع سابق ، ص 760.

(2) لمزيد من التفاصيل راجع :

منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق راس المال ، مرجع سابق ، ص ص 58 – 68.

- بنك مصر ، المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية ، أوراق بنك مصر البحثية، العدد (3) ، القاهرة ، 1998 ، ص ص 18-24.

- البنك الأهلي المصري ، المشتقات ، النشرة الاقتصادية ، العدد (3) ، المجلد (52) ، 1999 ، ص ص 16-17.

- منير إبراهيم هندی ، " أدوات الاستثمار في أسواق راس المال ... ، مرجع سابق، ص ص 70-77



ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش Margin لدى بيت السمسرة الذى يتم التعامل معه فى حالة عدم الحيابة الفعلية للأصل محل التعاقد أو فى حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة .

## 2-العقود الآجلة : Forward Contracts

يقصد بالعقود الآجلة ، تلك العقود التى تعطى لمشتريها الحق فى شراء أو بيع قدر معين من أصل مالى أو عيني بسعر محدد مسبقاً ، بحيث يتم التسليم فى تاريخ لاحق. وتعتبر العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها ، بما يتفق وظروف كل منهما ، ومن ثم فهى لا تتداول فى البورصة ، كما أنه لا يوجد لهذا النوع من العقود سوق ثانوية.(1)

## 3-العقود المستقبلية : Futures

تعتبر العقود المستقبلية عقوداً آجلة ، لكنها قابلة للتداول فى البورصة ، وتعطى لمشتريها الحق فى شراء أو بيع قدر معين من أصل مالى أو عيني محدد مسبقاً ، على أن يتم التسليم فى تاريخ لاحق ، ويلتزم كل من طرفى التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة فى شكل نقود أو أوراق مالية ، بهدف حماية كل منهما من المخاطر التى يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.(2)

ويتمثل وجه الخلاف الرئيسى بين العقود المستقبلية وعقود الخيار ، فى أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ ، بينما تعطى عقود الخيار لمشتريها الحق فى تنفيذ العقد من عدمه ، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة فى حالة عقد الخيار ، فى حين أن الهامش المبدئى الذى يودعه كل من طرفى العقد المستقبلى لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل فى حالة تنفيذ العقد . (3)

## 4-عمليات المقايضة : Swaps

عمليات المقايضة عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد وفقاً له قيمة الصفقة أنياً ، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد فى تاريخ لاحق .

(1) البنك المركزى المصرى ، أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص ص 100-101.

(2) المرجع السابق ، ص 101.

(3) زاد حجم التعامل السنوى فى كل من العقود المستقبلية وعقود الخيار فى البورصات المنظمة من نحو 123.4 تريليون دولار خلال عام 1990 إلى نحو 340.2 تريليون دولار خلال عام 1994 ، بمتوسط معدل نمو سنوى قدره 28.9% خلال الفترة (1991-1994) ، بنحو 51.3% خلال عام 1994 وحده ، ارتفعت لتصل الى 356.8 تريليون دولار عام 1997 ، راجع فى ذلك:

- البنك المركزى المصرى ، أدوات التعامل الحديثة فى أسواق المال العالمية ، مرجع سابق ، ص 113.

- البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى لعام 98 /97 ، ص 6.

ورغم ممارسة صانعي السوق لأنواع مختلفة من عمليات المقايضة ، إلا أن العمليات الخاصة بمعدلات العائد والعملات ، تمثل أهم أنواع تلك العمليات.(1)

## الباب الثاني دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة (1982-2000)

(1) هنالك عدة أنواع من عمليات المقايضة منها مقايضة معدلات العائد ، وعمليات مقايضة العملات ، وعمليات مقايضة حق الخيار ، وعمليات مقايضة الأسهم ، وعمليات مقايضة السلع . كما ظهرت أنواع أخرى من عمليات مقايضة العائد مثل عقود الحد الأقصى لمعدلات العائد لحماية المقرض ، وعقود الحد الأدنى لمعدلات العائد لحماية المقرض ، وعقود الحماية المتبادلة بين المقرض والمقترض.

راجع في ذلك:

- البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 102 – 105.
- بنك مصر ، المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية ، مرجع سابق ، ص ص 37-47.
- البنك الأهلي المصري ، المشتقات ، مرجع سابق ، ص ص 18-20.

## الفصل الرابع : سوق الأوراق المالية فى مصر

المبحث الأول : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر.  
المبحث الثانى: الشركات العاملة فى سوق الأوراق المالية المصرية.  
المبحث الثالث : العقبات التى تواجه سوق الأوراق المالية المصرية.

الفصل الخامس : دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000).  
المبحث الأول : تطور سوق الإصدار فى مصر خلال الفترة (1982-2000)  
المبحث الثانى : تقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال  
الفصل السادس : دور سوق التداول فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000).

المبحث الأول : تطور سوق التداول فى مصر خلال الفترة (1982-2000)  
المبحث الثانى : تقييم دور سوق التداول فى تنمية الادخار خلال  
الفترة (1982-2000).

## الفصل الرابع سوق الأوراق المالية في مصر

مقدمة :

اتجه الاهتمام في مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق الأوراق المالية ، إذ أنشئت أول بورصة في الإسكندرية عام 1883 م ، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات ، أي في عام 1890.(1)

ويمكن القول بأن تطور سوق الأوراق المالية في مصر ، يعد انعكاساً وبدرجة كبيرة للأوضاع الاقتصادية المتتالية التي مرت بها هذه السوق ، وللمناخ الاستثماري المتوفر في كل مرحلة من مراحل نموها وتطورها.

ويناقش هذا الفصل نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر والشركات العاملة فيها والعقبات التي تواجهها0

وعلى ذلك ينقسم هذا الفصل إلى :  
المبحث الأول : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر.  
المبحث الثاني: الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية المصرية.  
المبحث الثالث : العقبات التي تواجه سوق الأوراق المالية المصرية.

## المبحث الأول نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر

مقدمة :

مرت سوق الأوراق المالية في مصر بمجموعة من التطورات التي عكست التطورات الاقتصادية – بل والسياسية – التي شهدتها مصر.

(1) البنك المركزي المصري ، سوق الأوراق المالية في مصر : التجربة والمستقبل ، المجلة الاقتصادية ، العدد (21) ، المجلد (28) ، القاهرة ، 87 / 1988 ، ص 251 .

ويخصص هذا المبحث لدراسة المراحل الرئيسية لنشأة وتطور هذه السوق ، على النحو التالي:ـ

- أولاً : النشأة الأولى لسوق الأوراق المالية فى مصر .  
ثانياً : مرحلة التوجه الاشتراكي .  
ثالثاً : مرحلة التحول نحو آليات السوق .

## أولاً : النشأة الأولى لسوق الأوراق المالية فى مصر .

يرتبط تطور سوق الأوراق المالية فى مصر بنشأة الأوراق المالية والشركات المساهمة ، وما حدث فيها من تطور ، حيث درجت الحكومات المصرية منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر على الاقتراض من الخارج سواء من البنوك الأجنبية مباشرة أو عن طريق سندات الدين العمومى، التى كانت تطرحها أو تكتتب فيها تلك البنوك . وقد واكب ذلك إنشاء الشركات المساهمة المصرية ، والتى بدأ بعضها عملاقاً مثل الشركة العالمية لقناة السويس البحرية ، التى كانت أوراقها المالية تتداول فى بورصات الأوراق المالية فى أهم مراكزها العالمية.<sup>(1)</sup>

وكان من نتائج زيادة الأوراق المالية سواء الأجنبية منها أو المحلية المتمثلة فى سندات الدين العمومى أو فى أسهم وسندات الشركات المساهمة(\*) فضلاً عن استكمال مصر لنظامها المصرفى(\*\*) أن أصبح الجو مهياً لنشأة بورصة الأوراق المالية، وبعد أن كانت المبادلات تتم فى الشوارع أو على المقاهى، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1903 من خلال نقابة أنشئت بالاتفاق مع البنك الأهلى، وصدر الأمر العالمى فى 8 نوفمبر عام 1909 ، بإصدار أول لائحة للبورصة ، وتم تعديلها فى عامى 1910 ، 1912 ، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 من ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية ، والتى عدلت هى الأخرى فى عام 1940 ثم عدلت فى عام 1947 .

(1) محمود فهمى ، بحث فى الإطار القانونى والتنظيمى لسوق رأس المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 12-22.

(\*) بلغ عدد الشركات المساهمة فى أواخر القرن التاسع عشر حوالى 80 شركة مساهمة رؤوس أموالها نحو 30 مليون جنيه ، وما أن اقترب العقد الأول من القرن العشرين على الانتهاء ، حتى بلغ عدد هذه الشركات حوالى ( 230 ) شركة ، بلغت رؤوس أموالها نحو 100 مليون جنيه راجع فى ذلك:

- أمير السيد التونى ، استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية فى مصر، المجلة العلمية لكلية التجارة ، جامعة أسيوط ، ملحق خاص للعدد العاشر ، السنة (6) ، ديسمبر 1986 ، ص ص 25-26.

(\*\*) حيث أنشئ البنك العقارى المصرى عام 1880م ، والبنك الأهلى المصرى عام 1898 والذى مارس - فضلاً عن عمليات البنوك المعتادة - إصدار أوراق النقد المصرى ، فكان ذلك إيذاناً بقيامة بدور البنك المركزى ، ثم أنشئ بنك الأراضى المصرى عام 1905 . لمزيد من التفاصيل حول البنوك العاملة فى مصر خلال تلك الفترة ،

### راجع :

- بنك مصر ، دور بنك مصر فى التنمية الاقتصادية والبشرية فى مصر فى النصف الأول من القرن العشرين، النشرة الاقتصادية ، السنة(38) ، العدد (1) ، عام 1995 ، ص 74 .

وجدير بالذكر أن الفترة من عام 1914 (1) حتى عام 1952 قد شهدت تطوراً كبيراً في السياسة الاقتصادية نظراً للتقدم الاقتصادي والتطورات في الظروف السياسية والاقتصادية ، وقد صاحب ذلك تطور هائل في سوق الأوراق المالية ، بحيث أصبحت القاهرة مركزاً مالياً إقليمياً ودولياً واسع النشاط (2).

وفي أعقاب ثورة يوليو عام 1952 ، اتخذت السلطات الاقتصادية موقفاً مشجعاً للنشاط الاقتصادي ، وانعكس ذلك في العديد من التشريعات التي اتخذت، والتي كان لها بالغ الأثر في تنشيط حركة التعامل ببورصة الأوراق المالية ، والتي بلغت ذروتها في نهاية عام 1958 ، والأسبوع الأول من شهر يناير عام 1959 عندما وصل متوسط حجم التعامل في بعض الأيام نحو 1.25 مليون جنيهه بالأسعار السائدة آنذاك (3).

### ثانياً : مرحلة التوجه الاشتراكي :

كان صدور القانون رقم (7) لسنة 1959 الخاصة بتحديد الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة بداية انتكاسة للنشاط الملحوظ لسوق الأوراق المالية ، باعتباره أولى خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي الذي كان قائماً على آليات السوق (4).

(1) لجأت الحكومة المصرية في عام 1914 إلى إغلاق البورصة ، لحين انتهاء الظروف غير العادية التي نتجت بسبب اندلاع الحرب العالمية الأولى في عام 1914 ، ثم أعادت فتحها في عام 1916.

(2) انعكس ذلك في زيادة عدد الشركات المساهمة ورؤوس أموالها ، ففيما بين عامي 1914 ، 1934 تكونت ( 153 ) شركة منها (51) شركة برأسمال من الخارج بلغ 12.98 مليون جنيه ، (102) شركة برأسمال محلي بلغ (8.4 مليون جنيه ، وهذا يعطى صفة الأغلبية لرأس المال الأجنبي ، وبصدور قانون الشركات رقم 138 لسنة 1947 والذي ينص على وجوب تخصيص 51% على الأقل من رؤوس أموال الشركات المساهمة الجديدة للمصريين ، بلغ عدد الشركات التي أنشئت في إطاره نحو (16) شركة عام 1948 ، (17) شركة عام 1949 ، ( 15 ) شركة عام 1950 بمجموع رؤوس أموال بلغت (7.70) مليون جنيه ، كان نصيب رؤوس الأموال الأجنبية منها 10.3% فقط . راجع في ذلك :

- محمد سامح عبد الهادي ، " دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الاستثمارات " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية ، 1995 ، ص 26.

(3) كما زادت الإصدارات الأولية الجديدة من الأسهم والسندات لتصل إلى 570.4 مليون جنيه عام 1958 مقابل 177.4 مليون جنيه في عام 1945 ، كما بلغ عدد الشركات المساهمة في عام 1958 نحو (650) شركة منها نحو (228) شركة بلغت القيمة الاسمية لأسهمها نحو (250) مليون جنيه ، كانت مقيدة بالجدول الرسمي لبورصة القاهرة والإسكندرية ، تأسس منها نحو (73) شركة ، برأسمال مدفوع قدره (10.3) مليون جنيه خلال الفترة من عام 1951-1954 ، ونحو (88) شركة برأسمال مدفوع بلغ (83.6) مليون جنيه خلال الفترة من عام 1956 - 1959 ، الأمر الذي يؤكد على أن الفترة السابقة على التأميم مباشرة كانت فترة الأوراق المالية بصفة عامة . راجع في ذلك :

- البنك الأهلي المصري ، تطور سوق رأس المال في مصر ، النشرة الاقتصادية ، العددان (1) ، (2) ، المجلد (45) ، القاهرة ، 1992 ، ص ص 12-13.

- البنك المركزي المصري ، سوق الأوراق المالية في مصر : التجربة والمستقبل ، مرجع سابق ، ص 254.

(4) نص القانون المشار إليه على أنه لا يجوز أن يزيد ما يصرف للمساهمين من أرباح أي شركة في أي سنة من المبالغ التي وزعت فعلاً في عام 1959 مضافاً إليها 10% على الأكثر ، أما الشركات التي أنشئت بعد صدور القانون أو التي لم تتجاوز أرباحها الموزعة خلال عام 1959 نسبة 15% من القيمة الاسمية للسهم ، فقد سمح لها بتوزيع نسبة لا تتعدى 10% من هذه القيمة . وقد أدى ذلك إلى وجود حالة من الحذر بين المستثمرين ، فهبط الرقم القياسي لأسعار الأسهم من (124) نقطة في مارس عام 1959 إلى (106) نقطة في آخر ذلك العام ، بمعدل انخفاض قدره 14.5% ، كما هبط حجم التعامل إلى (71.5) مليون جنيه فقط بنسبة انخفاض قدرها 36% عن العام السابق .. ولمواجهة رد الفعل السلبي لهذا القانون صدر القرار الوزاري رقم (59) لسنة 1959 برفع نسبة ال-

وجاءت قرارات وإجراءات تأميم الشركات المساهمة فى - أوائل الستينيات - فقلصت نشاط القطاع الخاص تماماً ، وقضت على ثقة المستثمرين فى الحكومة ، ومن ثم تدهورت المراكز المالية لهم ، وعمت الخسارة ، وانتشرت موجات التشاؤم ، وأحجم المستثمرون عن شراء الأسهم والسندات من جهة ، وزادت محاولاتهم للتخلص مما بحوزتهم من أسهم وسندات بأسعار أقل من الأسعار المحددة لها من الحكومة من جهة أخرى.

وقد ترتب على ذلك انهيار أسعار هذه الأسهم والسندات ، واضطرت الحكومة إلى غلق سوق الأوراق المالية لمدة شهرين بموجب القانون رقم (116) لسنة 1961، وبذلك اقتصر نشاط القطاع الخاص على المشروعات الفردية بعد أن كانت مبادراته من أهم مقومات الاقتصاد المصرى خلال النصف الأول من القرن العشرين.

ونظراً للارتباط الوثيق بين ازدهار ونمو سوق رأس المال واتساع نشاط القطاع الخاص ، فقد أثرت تلك الإجراءات سلباً على سوق الأوراق المالية ، وتجمد نشاطها تماماً ، حيث انكمش عدد الشركات المساهمة من نحو (925) شركة فى شهر يونيو عام 1961 إلى نحو (36) شركة مساهمة قطاع خاص، عقب قرارات التأميم.

وخلال الفترة من عام 1961-1971 لم تنشئ سوى شركة واحدة فى مصر، كما تراجع حجم التعامل فى بورصة القاهرة من نحو (38.4) مليون جنيه فى عام 1960 إلى نحو (9.1) مليون جنيه عام 1963 واستمر فى الانخفاض حتى وصل إلى نحو (3.6) مليون جنيه فى عام 1971<sup>(1)</sup>.

### ثالثاً :مرحلة التحول نحو آليات السوق :

مع منتصف السبعينيات ، ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية ، وقامت الحكومة بإصدار عدة قوانين ، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة فى هذه السوق ، بهدف زيادة ثقة المستثمرين فى الاقتصاد المصرى، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية لتؤدى دورها التنموى فى تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة.

ويمكن تقسيم تلك المرحلة إلى ثلاث فترات رئيسية على النحو التالى :-

### أ- الفترة (1973 - 1982) :-

صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التى تهدف إلى تنمية سوق المال فى مصر، وهى<sup>(2)</sup>

---

10% إلى 20% بشرط موافقة وزير الاقتصاد ، ومع ذلك استمر هبوط حجم التعامل ليصل إلى (62.6) مليون جنيه ، وانخفض الرقم القياسى لأسعار الأسهم ليصل إلى (87) نقطة فى آخر عام 1960 ، راجع فى ذلك :  
- البنك المركزى المصرى ، سوق الأوراق المالية فى مصر: التجربة والمستقبل ، مرجع سابق ، ص 255.  
(1) البنك الأهلى المصرى ، تطور سوق رأس المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص 15.  
(2) راجع :-

-صندوق النقد العربى ، الأسواق المالية العربية ، نشأتها وتطورها ، نشرة قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، (عدد خاص) ، إبريل 1997 ، ص 68.  
-البسيونى عبد الله جاد البسيونى ، تقييم فعالية القانون رقم (8) لسنة 1997 بخصوص ضمانات وحوافز الاستثمار ، مجلة مصر المعاصرة ، العددان 449-450 ، يناير - إبريل 1998 ، السنة(89)، ص ص 275 - 276.

القانون رقم (43) لسنة 1974 بشأن استثمار رأس المال العربى والأجنبى والمناطق الحرة وتعديلاته عام 1977 .  
القانون رقم (157) لسنة 1981 الخاص بالضرائب .  
القانون رقم (121) لسنة 1981 بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات .  
• القانون رقم (159) لسنة 1981 بشأن الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.  
بالإضافة إلى ذلك ، تم خلال هذه الفترة إنشاء العديد من المؤسسات الهامة، مثل: \_

### 1- الهيئة العامة للاستثمار :

وهى الهيئة المناط بها الموافقة على المشروعات التى تؤسس فى إطار قانون الاستثمار رقم (43) لسنة 1974 والذى عدل بعد ذلك بالقانون رقم (32) لسنة 1977 ثم قانون الاستثمار رقم (230) لسنة 1989 ، ثم بالقانون رقم (8) لسنة 1997 بشأن حوافز وضمانات الاستثمار.

وتضطلع الهيئة بالإضافة إلى الموافقة على إنشاء هذه المشروعات بمتابعة أنشطتها وتقديم الخدمات اللازمة لها ، مثل إصدار الموافقات الجمركية والاستيرادية فى إطار ما يكفله لها القانون.

### 2- الهيئة العامة لسوق المال :

أُنشئت هذه الهيئة بموجب القرار الجمهورى رقم (520) لسنة 1979 ، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها ، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للدخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية.<sup>(1)</sup>

وعلى الرغم من كافة الإجراءات التى تم اتخاذها لإنعاش السوق إلا أنه لم يحدث تقدم يذكر بها<sup>(\*)</sup> واقتصرت الزيادة فى رؤوس أموال الشركات المساهمة المقيدة فى البورصة خلال الفترة من عام (1975-1979) على (43.9) مليون جنيه لترتفع إلى (88.9) مليون جنيه فى نهاية الفترة ، كما أن متوسط حجم التعامل لم يتجاوز 7.6 مليون جنيه سنويا خلال هذه الفترة.

ويلاحظ أن الأوراق المالية الحكومية ارتفعت من نحو (1124.1) مليون جنيه بنهاية عام 1974 إلى نحو (3735.5) مليون جنيه فى نهاية عام 1979 بمعدل زيادة بلغ حوالى 27.1 % سنوياً فى المتوسط ، إلا أن معظمها ظل لدى الجهاز المصرفى ، ومن ثم لم ينعكس هذا التطور على السوق.<sup>(2)</sup>

(1) لمزيد من التفاصيل حول الهيئة العامة لسوق المال ومهامها ، راجع :  
صلاح زين الدين ، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموى المنشود دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها ، المؤتمر العلمى السنوى الـ (18) للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، (7-9) إبريل 1994 ، ص ص 21-22.  
-محمد عثمان حميد ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص ص 81-82.  
-البنك المركزى المصرى ، سوق الأوراق المالية فى مصر: التجربة والمستقبل ، مرجع سابق ، ص 257.  
-محمود فهمى ، بحث فى الإطار القانونى والتنظيمى لسوق راس المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص 20  
(\* ) هناك العديد من العوامل التى أدت إلى عدم انتعاش سوق الأوراق المالية خلال هذه الفترة منها زيادة عجز الموازنة ، وهروب الأموال للخارج والبيروقراطية وعدم الاستقرار ، راجع فى ذلك : البنك المركزى المصرى ، سوق الأوراق المالية 00 ، مرجع سابق ، ص 256.  
(2) المرجع السابق مباشرة ، نفس الصفحة 0



## (ب) الفترة (1983 – 1990) : \_

شهدت هذه الفترة بداية انطلاقة سوق التداول المصرية ، وذلك نتيجة لتحقيق القوانين السابقة الإشارة إليها جانباً كبيراً من أهدافها ، بالإضافة إلى الإصلاحات التشريعية التي تم اتخاذها بهدف إعادة النشاط والحيوية لسوق الأوراق المالية وتقوية دورها في تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات الإنتاجية ، فلم تكتمف الدولة بإصلاح التشريعات المتعلقة بالاستثمار الخاص ، وإنما اتجهت أيضاً إلى إصلاح البيئة الاقتصادية في مجال تحقيق الاستقرار النقدي ، كأحد الأهداف اللازمة لتكوين المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو الاستثمار الإنتاجي .

وقد أدى كل ذلك إلى تحسن في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال تلك الفترة ، حيث ارتفعت قيمة التداول من نحو (29) مليون جنيه عام 1983 إلى نحو (341) مليون جنيه عام 1990 ، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من نحو (3.7) مليون سهم إلى نحو (17) مليون سهم خلال نفس الفترة<sup>(\*)</sup> . ولكن يلاحظ انه كان هناك عديد من الأسباب التي أدت إلى ضعف السوق خلال تلك الفترة<sup>(\*\*)</sup> ، ولعل أهمها ظهور شركات توظيف الأموال ، التي أصابت السوق المصري بهزة كبيرة<sup>(1)</sup>.

## ج- الفترة (1991 – 2000) : \_

شهدت هذه الفترة انطلاقة جديدة في مسيرة الإصلاح الاقتصادي ، انطوت على تقدم بخطى واسعة نحو نظام اقتصادي يقوم على آليات السوق ، تتحدد فيه الأسعار على أساس قوى العرض والطلب .

وقد تم تحرير أسعار الفائدة اعتباراً من يناير عام 1991 ، ثم تقرر بعد ذلك تحرير سعر الصرف اعتباراً من فبراير من نفس العام ، ثم بادرت الحكومة إلى إصدار قانون قطاع الأعمال العام رقم (203) لسنة 1991 ، بهدف القضاء على معوقات القطاع العام وإعادة تأهيل شركاتها .

ودأبت الحكومة على اتخاذ عدة إجراءات في مجال تحسين أداء سوق النقد وسوق رأس المال ، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية ، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبث الثقة لدى المستثمرين ، كما تضمن أيضاً تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة في هذا المجال ، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة<sup>(2)</sup>.

(\*) راجع الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائي .

(\*\*) لمزيد من التفاصيل حول هذه الأسباب ، راجع .

- البنك المركزي المصري ، سوق الأوراق المالية في مصر ... ، مرجع سابق ، ص 262.

(1) راجع في ذلك :

- محمد إبراهيم عواد، التضخم الركودي وانعكاسه على اقتصاديات الدول النامية ، مع الإشارة إلى الاقتصاد المصري ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية تجارة بنها ، جامعة الزقازيق ، 1993 ، ص 499 – 500 .

- محمد سامح عبد الهادي ، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات، مرجع سابق، ص 26 0

(2) لمزيد من التفاصيل حول ذلك القانون ، راجع :

- محمود فهمي ، "بحث في الإطار القانوني والتنظيمي لسوق رأس المال في مصر " ، مرجع سابق ، ص ص

وقد شملت هذه الفترة إدخال الكثير من التعديلات على نظام التداول بالبورصة ، واستحداث نظام جديد للمقاصة والحفظ المركزي ، كما تم ربط بورصتى القاهرة والإسكندرية بواسطة الحاسب الآلى ودخول سوق الأوراق المالية المصرية ضمن مؤشرات مؤسسة التمويل الدولية.

## المبحث الثانى

### الشركات العامة فى سوق الأوراق المالية المصرية

مقدمة :

لاشك فى أن سوق الأوراق المالية المصرية كانت – ومازالت – فى حاجة إلى العديد من الأدوات والمؤسسات المالية التى تستطيع أن تحفظ للسوق توازنها ، وخصوصاً فى ظل التطور الهائل لحجم المعاملات التى تشهدها السوق المصرية . وقد استحدث القانون رقم (95) لسنة 1992 ، الخاص بسوق رأس المال ولائحته التنفيذية ، كثيراً من الأنشطة التى لم تكن موجودة بالسوق المصرية من قبل، وهى :ـ

- أولاً : شركات ترتيب وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية.
- ثانياً : شركات الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقاً مالية أو تزيد رأسمالها .
- ثالثاً : شركات رأس المال المخاطر.
- رابعاً : شركات المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية.
- خامساً : شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية .
- سادساً : صناديق الاستثمار .
- سابعاً : شركات السمسرة فى الأوراق المالية .

وفيما يلي يتم إلقاء الضوء على كل هذه الأنشطة بشيء من الإيجاز:- (1)

**أولاً : شركات ترتيب وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية :-**  
تساهم هذه المؤسسات فى توفير رؤوس الأموال اللازمة للاكتتاب فى الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة ، أو عند زيادة رأسمال شركات قائمة بغرض التوسع ، أو توفير ذلك الاكتتاب فى السندات عند اللجوء إلى الاقتراض فى حالة التوسع فى الشركات القائمة (2) .

وتتضمن الأعمال المرتبطة بهذا النوع من الشركات ، مايلي :- (3)

- 1- إدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية ، وجذب المستثمرين ، وما قد يتصل بذلك من نشر فى وسائل الإعلام.
- 2- الاكتتاب فى الأوراق المالية المطروحة وغير المطروحة للاكتتاب العام، ولها إعادة طرحها فى اكتتاب عام أو غير ذلك، بذات الشروط والأوضاع الواردة بنشرة الاكتتاب المعتمدة ، خلال سنة من تاريخ اعتماد تلك النشرة ، ودون التقيد بالقيمة الاسمية للورقة ، وعلى الجهة مصدرة الورقة موافاة الشركة بأية تعديلات أو تغييرات تطرأ خلال هذه المدة لاتخاذ الإجراء المناسب.

وتباشر هذه الشركات نشاطها وفقاً للقانون والقرارات المنفذة له ، والاتفاق الذى تبرمه مع ذوى الشأن ، وعليها إخطار الهيئة العامة لسوق المال بهذا الاتفاق ، وتقوم الهيئة بإبلاغها ملاحظاتها خلال ثلاثين يوماً من تاريخ وصول الإخطار.

**ثانياً : شركات الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية أو تزيد رأسمالها :-**

تعتبر شركة ما عاملة فى نشاط تأسيس الشركات ، إذا ما توافرت بها الشروط التالية:- (4)

- 1- إذا كان غرضها الرئيسى مباشرة النشاط المشار إليه.
- 2- إذا كانت الشركة منفردة أو مع مؤسسيها تمتلك أكثر من نصف رأس مال خمس شركات أو أكثر من الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم.
- 3- إذا كانت الشركة منفردة أو مع مؤسسيها لها السيطرة على تكوين مجلس إدارة خمس شركات أو أكثر من الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم.
- 4- إذا مارست الشركة بالفعل نشاط تأسيس الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم أو زيادة رؤوس أموالها بما يجعله نشاطاً رئيسياً لها.

**ثالثاً : شركات رأس المال المخاطر:-**

(1) بلغ عدد هذه الشركات 295 شركة بلغت رؤوس أموالها حوالى 4987.4 مليون جنيه حتى نهاية ديسمبر عام 2000 . راجع الجدول رقم (9) بالملحق الإحصائى 0

(2) راجع فى ذلك :

-عاطف النقلى ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 46-47.  
-يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 210-211.

(3) عدلى سلامة اندراوس ، تطور سوق المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص 23 .

(4) المرجع السابق ، نفس الصفحة 0

يعرف القانون المصرى نشاط رأس المال المخاطر(1) ، بأنه النشاط الذى يضمن التمويل للشركات التى تصدر أوراقا مالية أو دعمها أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية ، أو المشاركة فى المشروعات أو المنشآت وتنميتها بغرض تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم ، متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطرة أو تعانى من قصور فى التمويل وما يتبعه من طول فترة الاستثمار .

ويلعب نشاط رأس المال المخاطر دوراً كبيراً فى تمويل المشروعات الجديدة ، كما يساهم فى زيادة القدرة الإنتاجية للمشروعات القائمة من خلال المساهمة فى نقل التكنولوجيا الحديثة إليها، إلى جانب تشغيل الطاقات المعطلة للشركات المتعثرة عن طريق المساهمة فى إصلاح هياكلها التمويلية والإدارية، من خلال تقديم التمويل اللازم والخبرات الفنية والإدارية لهذه الشركات ، وهذا يساهم بدرجة كبيرة فى زيادة القيمة المضافة ، إلى جانب المساهمة فى تنشيط سوقى الإصدار والتداول. (2) .

#### رابعاً : شركات المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية:

شهد عام 1994 تأسيس أول شركة لهذا النشاط فى مصر ، وهى شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية(\*) .

ويتمثل غرض الشركة الرئيسى ، فى القيام بنشاط المقاصة والتسوية لمعاملات الأوراق المالية بالبورصة ، وما يرتبط بها من خدمات على النحو التالى : (3)

- 1- استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة 0
- 2- حفظ الأوراق المالية والقيام بإجراءات التسجيل 0
- 3- تحصيل الكوبونات وتسويتها 0
- 4- القيام بخدمات أخرى متعلقة بالنشاط بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال.

خامساً : شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية :  
نظر لأهمية هذا النشاط فإن الهيئة العامة لسوق المال لا تمنح الترخيص لمزاولة نشاط هذه الشركات إلا بعد التعرف على أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة والمديرين والتحقق من

(1) القانون رقم (95) لسنة 1992 .

(2) راجع فى ذلك :

- سيد عيسى ، رأس المال المخاطر : وأهمية وجوده فى سوق التمويل فى مصر ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة (7-9) إبريل 1994 ، ص ص 1 - 19.

- يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 213-215.  
(\*) تأسست هذه الشركة برأس مال مرخص قدره (10) مليون جنيه ، ورأس مال مدفوع بلغ 3 مليون جنيه موزع على 30 ألف سهم- جميعها نقدية - وقد اشترك فى تأسيسها 16 بنك بنسبة 50% ، وبورصتنا الأوراق المالية بنسبة 35% ، 18 شركة سمسرة بنسبة 15% راجع فى ذلك

- بنك مصر ، دور البنوك فى تنشيط سوق المال ، النشرة الاقتصادية ، السنة (39) ، العدد (1) ، 1996 ، ص 51 .

(3) عدلى سلامة اندراوس ، تطور سوق المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص 25

قدراتهم وخبراتهم في هذا المجال ، لتوفير الثقة والطمأنينة للأفراد والهيئات التي تتعامل مع هذه الشركات.

- 1- تقديم المشورة للعميل سواء في شراء أو بيع أسهم معينة من البورصة في الوقت المناسب أو الاكتتاب في شركات جديدة أو زيادة رأسمال الشركات .
- 2- حفظ الأوراق المالية المملوكة لكل عميل في محفظته.
- 3- تحصيل الكوبونات في تاريخ استحقاق العائد عن كل شركة.
- 4- إجراء تسجيل للأسهم والسندات الاسمية المشتراة لحساب العملاء بأسمائهم بالرجوع إلى الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية.
- 5- القيام نيابة عن العملاء باستبدال إيصالات الاكتتاب بالشهادات الاسمية المؤقتة بصكوك الأسهم.

#### سادساً : صناديق الاستثمار : Mutual funds

تعرف صناديق الاستثمار ، بأنها أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها وإدارتها بالنيابة عنهم في سلة أو محفظة من الأوراق المالية المختلفة ، من خلال إدارة فنية متخصصة ، بهدف زيادة عوائد الاستثمار ، مع الحفاظ على رأس المال.(2)

وصناديق الاستثمار – بهذا المعنى – تمثل أداة هامة لإيجاد فئة جديدة من المدخرين والمستثمرين ، وزيادة الوعي الاستثماري من خلال قيامها بتجميع المدخرات من الأفراد واستثمارها بالنيابة عنهم ، كما أنها تعتبر بمثابة أداة ادخار واستثمار في آن واحد ، فالمشترى لوثائق الاستثمار التي تصدرها هذه الصناديق ، إنما يدخر أمواله من ناحية ، ومن ناحية أخرى يستثمرها في شراء محافظ أوراق مالية يصعب عليه تكوينها بمفرده.(3)

وهناك عدة أنواع لصناديق الاستثمار ، ولكنها مهما تعددت فهي تندرج تحت نوعين أساسيين ، هما : (4)

(1) المرجع السابق ، ص 26.

وتجدر الإشارة إلى أن عدد الشركات التي تقوم بأنشطة ترويج وتغطية الاكتتاب ، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ، وشركات الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية ، وشركات رأس المال المخاطر ، حوالي (93) شركة ، بلغت رؤوس أموالها نحو 4.24 مليار جنيه حتى نهاية ديسمبر 2000 ، راجع الجدول رقم (9) بالملحق الإحصائي .

(2) لمزيد من التفاصيل ، راجع :

-الاتحاد العام للغرف التجارية المصرية ، الإصلاح الاقتصادي والخصخصة في مصر ، النشرة الاقتصادية ، العدد (27) ، 1997 ، ص ص 97 – 105 .

- Sharpe, W., Investments, (N.J. : Prentice – Hal, Inc., 2<sup>nd</sup> Ed., 1981), p.p 498-500.

-منير هندی ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ... " ، مرجع سابق ، ص 91 .

(3) لبنى أبو العلا ، صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار ، مجلة المال والتجارة ، العدد (314) ، السنة (27) ، يونيه 1995 ، ص 13.

(4) لمزيد من التفاصيل حول هذه الأنواع ، راجع :

-منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، مرجع سابق ، ص ص 49-56.

-لبنى أبو العلا ، صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار ، مجلة المال والتجارة ، العدد (312) ، السنة (26) ، إبريل 1995 ، ص ص 11-13.

1- صناديق الاستثمار المفتوحة : Opened Ended Funds  
وهي صناديق مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين ، وتتميز بتقديم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع وإعادة الشراء وإعادة البيع لعملائها، كما أن عدد أسهم محافظها غير ثابت وغير محدد ، ويتغير نتيجة عمليات البيع والشراء.

## 2- صناديق الاستثمار المغلقة : Closed - Ended Funds

وهي صناديق تقتصر على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين ، لها هدف محدد وعمر محدد (أى يتم الاحتفاظ بالصكوك لفترة محددة) ، ثم يصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين.

وتحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة سواء على مستوى الاقتصاد القومى أو على المستوى الفردى ، فعلى المستوى القومى تساهم صناديق الاستثمار فى تنشيط سوق الأوراق المالية وتعبئة الموارد المالية وتوسيع قاعدة الملكية وامتصاص فائض السيولة لدى البنوك وعلى المستوى الفردى تتيح صناديق الاستثمار للأفراد التنوع فى تشكيلة محافظهم المالية وتوزيع المخاطر على عدد كبير من الأفراد وإدارة مدخرات الأفراد بخبرة وكفاءة(1) .

## سابعاً : شركات السمسرة فى الأوراق المالية :

-منى قاسم ، تطوير سوق الأوراق المالية فى إطار عملية الإصلاح الاقتصادى ، تجربة صناديق الاستثمار ، المؤتمر العلمى الرابع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، تقييم سياسات التثبيت الاقتصادى والتكيف الهيكلى فى الأقطار العربية ، القاهرة ، 2-3 ديسمبر 1997 ، ص ص 8-10.

(1) لمزيد من التفاصيل حول مزايا صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومى ، راجع :  
-مصطفى على أحمد ، صناديق الاستثمار ؛ مزاياها ، أنواعها ، التكيف الشرعى لها، كتاب ندوة : صناديق الاستثمار فى مصر : الواقع والمستقبل ، الجزء الثانى، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامى، جامعة الأزهر ، 22 مارس 1997 ، ص ص 112-114.

-محمد عباس حجازى ، صناديق الاستثمار والأمل المنشود ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة والأوراق المالية ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996 ، ص ص 4-5.

-منال محمد متولى ، المدخرات فى الاقتصاد المصرى ، مرجع سابق ، ص ص 138-139.  
-يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 217-219.

-منير هندى ، صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين،(الإسكندرية : توزيع منشأة المعارف ، 1994 ، ص ص 41-46.

وقد بلغ عدد الصناديق الاستثمارية العاملة فى السوق المصرى نحو (21) صندوقاً برؤوس أموال مصدرة بلغت نحو 305 مليار جنيه وذلك فى نهاية ديسمبر عام 2000 ، راجع ذلك تفصيلاً بالجدول رقم (6) بالملحق الإحصائى0

شركات السمسرة هي تلك الشركات التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء ببورصة الأوراق المالية بهدف حماية المستثمرين ، خاصة الذين لا تتوافر لديهم الخبرة الكافية في هذا المجال من الاستثمار ، حتى لا يقعوا فريسة لاستغلال المضاربين المحترفين. وقد أوجب المشرع لضمان ذلك تدخل أشخاص تتوافر لديهم الخبرة في أعمال البورصة ، كما تتوافر لديهم أيضاً ما يسمى بأخلاقيات المهنة ، بالإضافة إلى التخصص والعلم بأصول سوق الأوراق المالية . كما أن قصر التعامل في الأوراق المالية على هؤلاء المتخصصين يشكل ضماناً لحسن سير سوقها وحمايته ، وتوحيد القواعد السائدة فيها.(1)

وتقوم شركات السمسرة في الدول المتقدمة بتقديم عديد من الخدمات لعملائها في نظير ما تحصل عليه من عمولة كاملة ، وقد تختلف الأهمية النسبية لهذه الخدمات حسب وجهة نظر كل عميل ، خاصة في الدول النامية ، ومن بينها مصر.(2)

بعد التعرف على أهم الشركات التي تمارس عملها بسوق الأوراق المالية المصرية ، تجدر الإشارة إلى أنه يوجد هناك أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية ، وتمارس عملها في سوق الأوراق المالية المصرية ، منها : (3)

- 1- شركة مدير الاستثمار .
- 2- اتحاد العاملين المساهمين.
- 3- جماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى.
- 4- شركات التأجير التمويلي.
- 5- نوادي الاستثمار.
- 6- شركات تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية.

## المبحث الثالث

### العقبات التي تواجه سوق الأوراق المالية المصرية

مقدمة :

(1) صلاح أمين أبو طالب ، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1995 ) ، ص ص 7-8

(2) راجع في ذلك :

- خيرى على الجزيرى ، دور سمسرة الأوراق المالية في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية ، بالتطبيق على مكاتب السماسرة بالقاهرة ، مجلة العلوم الإدارية ، كلية التجارة بنى سويف ، السنة (12) ، العدد (4) ، يوليو 1992 ، ص 45 .

- وقد بلغ عدد هذه الشركات 153 شركة بلغت رؤوس أموالها نحو 218 مليون جنيه حتى نهاية 2000. راجع الجدول رقم (9) بالملحق الإحصائي.

(3) لمزيد من التفاصيل حول هذه الأنشطة وغيرها ، راجع :

- عدلى سلامة أندراوس ، تطور سوق المال في مصر ، مرجع سابق ، ص ص 32-39.

على الرغم مما تشهده سوق الأوراق المالية المصرية من تطور – لاسيما فى الفترة الأخيرة – إلا أنها مازالت تواجه مجموعة من المشاكل التى تعترض نموها ، وتحدها من كفاءة أدائها، ويتمثل أهمها فيما يلى: \_

أولاً : صغر حجم الأوراق المالية المعروضة فى السوق.

ثانياً : انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات.

ثالثاً : ضعف الثقة وأمية الاستثمار المالى.

رابعاً : تباين أساليب التقييم والطرح فى سوق الإصدار ، وبطء إجراءات التداول ونقل الملكية فى سوق التداول.

خامساً : الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق.

سادساً : جمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك.

وفى ما يلى يتم إلقاء الضوء على هذه العقبات:-

**أولاً : صغر حجم الأوراق المالية المعروضة فى السوق :-**

لا ريب فى أن اتساع وازدهار سوق الأوراق المالية يتطلب توافر عرض كاف ومنتظم من الأوراق المالية فى كل من سوقى الإصدار والتداول . ويلاحظ أن السوق المصرية – برغم ما تشهده من طفرة هائلة – تتسم بتواضع الإصدارات الجديدة ، إلى جانب ضآلة حجم المعاملات. ويمكن إرجاع ذلك إلى عدة أسباب أهمها: (1)

أ - انتشار الشركات المغلقة :

تتسم سوق الأوراق المالية المصرية كظائرها من الأسواق فى الدول النامية بشيوع ظاهرة الشركات المساهمة المغلقة ، وهى أقرب ما تكون إلى شركات الأشخاص منها إلى شركات الأموال.

ويلاحظ أن هذه الشركات استأثرت بنسبة 86.9% من إجمالى الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية فى نهاية ديسمبر 2000 ، فى حين مثلت شركات الاكتتاب العام نحو 13.1% فقط من إجمالى عدد الشركات المقيدة(\*) الأمر الذى ترتب عليه تواضع حجم الأوراق المالية المعروضة والتى يمكن تداولها بين المتعاملين فى البورصة ، حيث أن تداول أسهم هذه الشركات – المغلقة – يقتصر على الشركاء المساهمين (وذلك من خلال عمليات تطبيقية)(\*\*) ، مما ترتب عليه ضآلة نسبة عدد الشركات التى تم التعامل على أوراقها فى البورصة إلى إجمالى عدد الشركات المقيدة أوراقها فى البورصة.

ب- استمرار تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات :-

(1) راجع فى ذلك :

-يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص178-179.

-عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 16-17.

(\*) راجع فى ذلك بالتفصيل فى المبحث الأول من الفصل الخامس من هذه الدراسة .

(\*\*) يقصد بهذه العمليات تنفيذ عملية الشراء والبيع للأوراق المالية عن طريق سمسار واحد ، ويتم ذلك فى حالتين/الأولى : تلقى السمسار لأمرين أحدهما بالبيع ، والثانى بالشراء وبذات سعر السوق ،/الثانية : قيام العميل بالتنازل عن الأوراق المالية لشخص محدد ، ويقوم السمسار بتنفيذ العملية بشقيها.



استمرت الحكومة منذ حركة التأميمات فى تملك الجانب الأكبر من أسهم الشركات من خلال المؤسسات التابعة لها، دون طرحها للاكتتاب العام ، إلى أن صدر القانون رقم (203) لسنة 1991 ، وسمح للشركات القابضة بإدارة محافظ الأوراق المالية الخاصة بالشركات التابعة لها وطرحها للاكتتاب العام.

وعلى الرغم من أن الحكومة قد بدأت فى تنفيذ برنامج لخصخصة شركات قطاع الأعمال العام ، حيث تقوم بطرح أسهم بعض الشركات التى تمتلك الجانب الأكبر منها للبيع للجمهور ، إلا أن نسبة كبيرة من هذه الشركات مازالت تخضع للملكية العامة.(1)

جـ- ضآلة الأوراق المالية الحكومية المقيدة فى البورصة ، واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد فى تمويل احتياجاتها المالية :-

اعتمدت الحكومة لفترات طويلة على سوق النقد لتلبية احتياجاتها التمويلية بدرجة أكبر من سوق الأوراق المالية ، وذلك إما عن طريق الاقتراض منها أو بإصدار أوراق مالية حكومية غير مقيدة فى البورصة ويتم تداولها فى سوق النقد ، ويقتصر حيازتها على البنوك وشركات التأمين ، بالإضافة إلى لجوء الحكومة اعتباراً من يناير 1991 إلى إصدار أذون الخزانة ، والتى تعد من أدوات سوق النقد ، مما ساهم بقدر مباشر فى ضآلة المعروض من الأوراق المالية الحكومية أمام قطاع كبير من المتعاملين فى سوق الأوراق المالية(\*)

الجدول رقم (1-4) يوضح تطور قيمة الأوراق المالية الحكومية المصدرة خلال الفترة من عام 1987 حتى عام 2000

(1) تجدر الإشارة إلى أن الحكومة المصرية قد طرحت للبيع قبل الدخول فى برنامج الخصخصة الذى تم الإعلان عنه تفصيلاً فى يناير 1993 - أصولاً قيمتها 1.2 مليار جنيه عام 91/90 ، ثم طرحت أصولاً قيمتها ثلاثة مليارات جنيه عام 92/91 ، وكان من المخطط أن يغطى البرنامج مدة خمس سنوات تبدأ مع بداية الخطة الخمسية الثالثة وتنتهى بانتهائها من 93/92 إلى 97/96 ، حيث يتم طرح أصول عامة لما لا يقل عن 25 شركة فى كل عام ، مع إمكانية تعديل هذا العدد حسب القدرة الاستيعابية للسوق. وفى إطار ذلك البرنامج طرحت الحكومة أصولاً قيمتها 9.1 مليار جنيه فى فبراير عام 1993 ، ثم أصيب البرنامج بالتباطؤ بعد ذلك ، حيث يلاحظ أنه رغم الإعلان عن خصخصة حوالى (85) شركة مع بداية يناير 1993 من إجمالى (314) شركة ، إلا أن ماتم خصصته بالفعل لا يزيد عن 24 شركة ، منها ثلاثة فقط تم بيعها بالكامل ، ويكاد يكون البرنامج توقف حتى يناير عام 1996 ، راجع فى ذلك ، عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة...، مرجع سابق ، ص 6-7 ، ص 13 .

وتجدر الإشارة إلى أن برنامج الخصخصة المصرى ، قد خطأ خطوات واسعة منذ النصف الثانى من عام 1999 ، واستمر فى ذلك مع بداية عام 2000 ، حيث قامت الحكومة ببيع ما قيمته 4.2 مليار دولار هو ناتج بيع حوالى (134) شركة منها (91) شركة تم خصصتها بالكامل راجع

- Economic Research Forum for the Arab Countries. Iran and Turkey “Economic Trends in The MENA Region”, ERF, Cairo , Egypt , 2000 , p 35.

(\*) تجدر الإشارة إلى أن الحكومة قامت منذ عام 1995 بإصدار سندات خزانة متوسطة الأجل ، يتم تداولها فى البورصة ، وقد تم الإصدار الأول منها فى العام المشار إليه بقيمة قدرها (3) مليار جنيه تستحق عام 2000 ثم اتبعتها بالإصدار الثانى بقيمة قدرها (4) مليار جنيه وذلك فى عام 1997 ، استحقاق عام 2003 ، ثم تم إصدار ثلاث إصدارات فى عام 1998 بلغت قيمتها 1.5 مليار جنيه تستحق عام 2005 ، ثم تم إصدار سندات الخزانة (2007) وذلك فى مايو عام 2000 بقيمة 3 مليار جنيه وبعائد 11% سنوياً لتحل محل السندات على الخزانة (2000) .

جدول رقم (4-1)  
تطور رصيد الأوراق المالية الحكومية المقيدة  
وغير المقيدة بالبورصة خلال الفترة (1987 - 2000).  
(القيمة بالمليون جنيه)

| الأوراق المالية<br>غير المقيدة |        | المقيدة |        | إجمالي الأوراق<br>المالية المصدرة(*) | الأرصدة في<br>نهاية العام |
|--------------------------------|--------|---------|--------|--------------------------------------|---------------------------|
| %                              | القيمة | %       | القيمة |                                      |                           |
| 98                             | 23137  | 2       | 475    | 23612                                | 1987                      |
| 98.3                           | 27439  | 1.7     | 475    | 27914                                | 1988                      |
| 97.8                           | 32322  | 2.20    | 738    | 33060                                | 1989                      |
| 96.7                           | 39224  | 3.30    | 1356   | 40580                                | 1990                      |
| 95.4                           | 48185  | 4.6     | 2298   | 50483                                | 1991                      |
| 96.1                           | 56797  | 3.9     | 2330   | 59127                                | 1992                      |
| 99.3                           | 54087  | 0.7     | 354    | 54441                                | 1993                      |
| 99.4                           | 53024  | 0.6     | 317    | 53341                                | 1994                      |
| 94.3                           | 56488  | 5.7     | 3390   | 59878                                | 1995                      |
| 87.3                           | 52541  | 12.7    | 7642   | 60183                                | 1996                      |
| 86.2                           | 44917  | 13.8    | 7203   | 52120                                | 1997                      |
| 82.9                           | 39431  | 17.1    | 8106   | 47537                                | 1998                      |
| 74.86                          | 39033  | 25.14   | 13111  | 52144                                | 1999                      |
| 79.9                           | 42197  | 20.1    | 10605  | 52802                                | 2000                      |

المصدر:

- البنك المركزي المصري ، المجلة الاقتصادية ، العدد الثاني للسنوات المالية 1989/88 حتى 2000 / 99 .
- عام 2000 من البنك المركزي المصري ، النشرة الإحصائية الشهرية ، مارس 2001 ، العدد (48).

ومنه يلاحظ انخفاض قيمة الأوراق المالية الحكومية المقيدة في البورصة ، حيث بلغت أعلى نسبة للأوراق المالية الحكومية المقيدة إلى إجمالي الأوراق المالية الحكومية المصدرة نحو 25.1 % عام 1999 ، ثم نحو 20.1 % عام 2000 ، وذلك نظراً لقيود سندات الخزنة القابلة للتداول في البورصة منذ عام 1995 .

ويلاحظ أن هذه النسبة كانت متدنية خلال الأعوام من 1987 حتى عام 1994 ، حيث بلغت أعلى نسبة لها نحو 4.6 % عام 1991 ، في حين أن هذه النسبة لم تتجاوز نحو 2 % عام 1987 ، كما لم تبلغ 1 % في عامي 1993 ، 1994 ، حيث بلغت نحو 0.7 % ، 0.6 % على الترتيب .

(\*) فيما عدا أدون الخزنة وشهادات الاستثمار .

وخلص ما سبق ، أن الحكومة اعتمدت اعتماداً كبيراً على السندات غير المقيدة في البورصة ، والتي تكتتب فيها المؤسسات المالية والمصرفية مباشرة ، لتغطية العجز في الموازنة العامة للدولة، بدلاً من طرح السندات مباشرة للاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية ، مما ساهم في عدم إتاحتها أمام قطاع كبير من المستثمرين المتعاملين في السوق .

ثانياً : انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات :-  
تتوقف درجة كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة أساسية على مدى توافر نظام فعال للمعلومات يضمن الإفصاح عن المعلومات بصورة دقيقة وفورية لجميع المتعاملين في السوق. ويقصد بسوق الأوراق المالية الكفاء(\*) تلك السوق التي تعكس أسعار الأوراق المالية بها كافة المعلومات المرتبطة بنشاط الشركة المصدرة لهذه الأوراق والمحددة لدرجة جودة الورقة المعروضة في السوق.(1)

وتترجم كفاءة سوق الأوراق المالية بأن الأسعار السوقية للأوراق المالية تعكس واقع الأوراق المالية من حيث قوتها أو ضعفها ، ومن ثم يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من تحقيق أرباح أو عوائد غير عادلة أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار مغال فيها ، مما ينتج عنه تحقيق عوائد منخفضة بدرجة غير عادلة .

وتجدر الإشارة إلى أن تحقيق أرباح غير عادلة لا يعنى عدم كفاءة سوق الأوراق المالية ، بل قد يعنى عدم كفاية نظام المعلومات (المرتبطة بالشركات المصدرة للأوراق المالية) ، والذي يسمح بإعطاء بعض المستثمرين الداخليين إلى السوق سبلاً احتكارية للوصول إلى المعلومات التي تمكنهم من الحصول على أرباح غير عادلة نتيجة أوضاعهم المميزة.(2)

ويؤثر الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية في جانبين:- (3)  
أولهما : أن هذه المعلومات تعتبر المصدر الأساسي في وضع وتركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية ، ومن ثم تلعب دوراً هاماً في تخصيص الموارد المحدودة بين مشروعات الاستثمار من ناحية ، وفي تخصيص الأوراق المالية بين المستثمرين من ناحية أخرى.

(\*) تعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية مسألة نسبية وليست مطلقة ، حيث تتدرج كفاءة السوق تبعاً لنوع المعلومات المستخدمة ، ودرجة إتاحتها للأطراف المشتركة في السوق، وهناك عدة حالات لدرجة كفاءة السوق ، من حيث المعلومات والإفصاح عنها ، وهي حالة السوق الضعيفة ، حالة السوق المتوسطة القوة ، وحالة السوق القوية ، وكل نوع من هذه الأنواع يقوم على مستوى معين من المعلومات المتاحة للمستثمرين . لمزيد من التفاصيل ، راجع :-

-منير هندی ، الأوراق المالية وسوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ص 503-664.

(1) لمزيد من التفاصيل ، راجع :

منير هندی ، الأوراق المالية وسوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ص 489-492 .

نوال محمد ياقوت ، دراسة الدور الحالي لبورصة الأوراق المالية في تطبيق برنامج الخصخصة في مصر ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، ملحق العدد الثاني ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 1993 ، ص ص 1652-1653.

(2) بنك مصر ، سوق الأوراق المالية في مصر : المشاكل والسمات ... ، مرجع سابق ، ص 30.

(3) المرجع السابق ، ص 31.

**ثانيهما :** أن هذه المعلومات تساعد المستثمرين في اختيار أفضل محفظة أوراق مالية تقابل احتياجاتهم ، وهو ما يتحقق بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية المرتبطة بنشاط الشركة دون محاولة إخفاء أى معلومات يمكن أن يستفيد منها البعض دون الآخر.

وعلى الرغم من الجهود التي تبذلها الحكومة ، إلا أن السوق مازالت تعاني من قصور في نظام المعلومات بها ، وعم الشفافية الكاملة ، ويرجع ذلك لعدة أسباب منها: (1)

(أ)- أن معظم ما ينشر من بيانات ومعلومات عن الشركات المقيدة في البورصة ، ينشر بشكل مجمل ، ويفتقد في كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط ، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المهتمين ، وخصوصاً صغار المدخرين والمستثمرين ، وبالتالي توجد صعوبة للوصول إلى قرار بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات .

(ب) عدم توافر مؤسسات متخصصة تساعد صغار المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية وفقاً لأسس موضوعية ، وذلك من خلال قيامها بجمع ونشر وتحليل وتقييم المعلومات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية في السوق .

### ثالثاً : ضعف الثقة وأمية الاستثمار المالى :

تعرض المدخر والمستثمر المصرى لعدة صدمات أفقدته الثقة في سوق المال ، تمثلت الصدمة الأولى للرأسمالية الوطنية في القوانين الخاصة بتأميم كثير من الشركات المساهمة الخاصة ، وتحويلها إلى القطاع العام ، في بداية الستينيات ، مما أصاب رؤوس الأموال المصرية بالحذر وأدى إلى تهريب جزء منها للخارج ليخسرها الاقتصاد المصرى ، وتسقيط منه الاقتصاديات الأجنبية .

أما بالنسبة لصغار المدخرين فقد كانوا فريسة لأسوأ عملية نصب في التاريخ الاقتصادي المصرى ، تمثلت في شركات توظيف الأموال (\*) التي لبست عباءة الإسلام ، والإسلام منها براء ، حيث استولت على أموال صغار المدخرين ولم تضع لهم الضمانات الكافية لحماية أموالهم. (2)

وكان من نتائج هذه الصدمات أن ضعفت ثقة المدخرين والمستثمرين المصريين في الاستثمار الخاص في مصر ، ولم يكن هناك ملجأ للأفراد إلا الإيداعات الادخارية في الجهاز المصرفى ، وخاصة البنوك التجارية المضمونة من جانب البنك المركزى (الذى يمثل الحكومة) ، والذى يرتفع فيه العائد بصورة أو بأخرى .بالإضافة لعدم الثقة فيما يمكن أن توفره أسواق المال من أوعية مالية خاصة ، نجد أن هناك ما يشبه الأمية المالية فيما بين القطاع العريض من المدخرين (المستثمرون الاحتماليون في سوق الأوراق المالية).

(1) يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص 187 .

(2) بغض النظر عن التجاوزات التي حدثت من سوء التصرف الاستثمارى والتلاعب الذى تكشف فيما بعد نتيجة لعدم وجود ضوابط تحكم عمل هذه الشركات ، وتنظم أنشطتها ، بما يصون حقوق المدخرين ، فإنه من دراسة التجربة ، يمكن استخلاص أمرين ، أولهما : أن هناك مدخرات تبحث عن قنوات استثمارية ذات عائد مجز وفرتها هذه الشركات ، ثانيهما : أن هذه الشركات قامت في بيئة اجتماعية وثقافية مواتية إذ استطاع القائلون عليها أن يلامسوا عقيدة الأمة ويقدموا نموذجاً للاستثمار ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية ، ولا يتعارض معها.

(2) عاطف النقى ، المخصصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، مرجع سابق ، ص ص 37-38.

وللأسف فإن هذه الأمية أو عدم الوعي بماهية الأوراق المالية سواء فى صورة أسهم أو سندات ينتشر حتى فيما بين المثقفين والجامعيين ، إلا قلة منهم.(1)

علاوة على ما سبق ، مازال المجتمع المصرى يعانى من انخفاض فى معدلات الدخول من جهة ، وانخفاض ما يخصص منها للدخار والاستثمار من جهة أخرى.

رابعاً : تباين أساليب التقييم والطرح فى سوق الإصدار ، وبطء إجراءات التداول ، ونقل الملكية فى سوق التداول :-

أ-تباين أساليب التقييم والطرح فى سوق الإصدار.(2)  
تعرض سوق الإصدار لسياسات متباينة فى مجال تسويق الأسهم ، والأساليب المستخدمة فى التقييم ، وتباينت طرق الطرح ، ما بين أربع طرق ، هى :-

- (1)البيع بسعر ثابت.
- (2) البيع لأعلى سعر.
- (3) البيع بأسلوب المزادات .
- (4) البيع بنظام سعر الاستكشاف.

ويمكن القول بأن تلك الأساليب – فيما عدا الأسلوب الأول – تتنافى مع توسيع قاعدة الملكية ، إذ يمكن أن يقوم مستثمر واحد بشراء الحصة كاملة بتقديم سعر مرتفع ، بالإضافة إلى أنه من الصعب على صغار المستثمرين تحديد السعر المناسب.

فالقاعدة العامة لبيع الأسهم فى سوق الإصدار هى البيع بسعر موحد ، والسعر الموحد هو السعر العادل والذى يحدد عن طريق المؤسسة التى قامت بالتقييم ، على أن يتم البيع عن طريق الطرح بأكثر من سعر ، حيث يعنى ذلك قيام كل مستثمر يرغب فى الشراء بدراسة وتقييم الشركة المطروح أسهمها فى سوق الإصدار لكى يحدد السعر العادل بنفسه ، وهو أمر يتطلب خبرة ووقتاً ومجهوداً يصعب على المستثمرين القيام به حتى الكبار منهم .

بينما يختلف الأمر بالنسبة لصناديق الاستثمار والمؤسسات الاستثمارية ، حيث تكون أقدر على تحديد السعر المناسب لما يتوافر لديها من إمكانيات وقدرات أكبر من الحصول على المعلومات والقيام بالدراسات اللازمة وقد ترتب على أسلوب البيع بأعلى سعر وأسلوب المزادات ، عديد من الآثار السيئة على السوق ، منها :-  
-إصابة كثير من المستثمرين بخسائر رأسمالية.  
-استبعاد شريحة كبيرة من صغار المستثمرين لافتقارهم القدرة على تملك الأسهم بهذه الأساليب ، وهو ما يؤدي إلى احتكار فئة معينة للأسهم.  
-عدم تحقيق العدالة بين المستثمرين ، نظراً لتعدد الأسعار التى يتم الشراء بها.

(1) المرجع السابق ، ص 38.

(2) بنك مصر ، أوراق بنك مصر البحثية ، سوق الأوراق المالية فى مصر : المشاكل والسمات، مرجع سابق ، ص ص 32-35.

أما أسلوب سعر الاستكشاف ، فيتسبب فى حيرة المتعاملين وشركات السمسرة فى تحديد الأسعار المناسبة ، مما يؤدى إلى إصابة السوق ، عند تطبيق ذلك الأسلوب بما يشبه الفتور فى التعامل ، والضعف النسبى للإقبال الجماهيرى ، وهو ما ينتج عنه الإضرار بالسوق.

#### (ب) إجراءات التداول ونقل الملكية. (1)

من أهم خصائص الأسهم قابليتها للتسييل الفورى ، كما أن من أهم وظائف البورصة هى سرعة بيع الأسهم وانتقال الملكية ، غير أن عدم إتمام عمليات شراء وبيع الأسهم بالسرعة الواجبة ، قد لا يتفق مع رغبة المستثمرين - خاصة صغارهم - فى إتمام التعاملات بالأسعار التى يرغبونها قبل تغير الأسعار ، مما يقلل من ميزة الانتقال إلى استثمار بديل فى ورقة مالية أخرى.

وجدير بالإشارة أن نظام نقل الملكية الذى كان مطبقاً فى البورصة المصرية ، كانت تتم بعض إجراءاته يدوياً ، بحيث يتم إصدار شهادات نقل الملكية الجديدة فى فترة تزيد على (13) يوماً بالإضافة إلى بعض الإجراءات الأخرى ، التى كانت تؤدى إلى أن تستغرق إجراءات نقل ملكية الأسهم وقتاً طويلاً يزيد على أسبوعين وقد يصل إلى ما يقرب من شهرين .

وقد دفع ذلك إدارة البورصة إلى تطبيق نظام جديد للتداول بداية من أكتوبر عام 1995 ، بغرض الالتزام بالمدة المحددة لنقل الملكية وهى ثلاثة أيام بعد يوم التداول ، كما تم إنشاء وإدخال نظام الحفظ المركزى للأوراق المالية لضمان سرعة تداول هذه الأوراق ، مع ضمان تنظيم عمليات المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية ، وهذا ما كفله القانون رقم (93) لسنة 2000 الخاص بالإيداع والقيود المركزى والصادر فى مايو عام 2000. (2)

#### خامساً : الافتقاد إلى المؤسسات صانعة السوق:

تعانى سوق الأوراق المالية المصرية من عدم توافر المؤسسات صانعة السوق ، ويقصد بها تلك المؤسسات التى تعمل على إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال توفير السيولة المناسبة للسوق نتيجة قيامها بالتعامل فى أدوات الاستثمار من أسهم وسندات ، وذلك استناداً إلى معرفتها بأحوال السوق ورغبات المستثمرين.(3)

وينقسم صانعو السوق من حيث الهدف من الاستثمار إلى ثلاثة أنواع رئيسية ، هى: (4)  
أ- صانع السوق الذى لا يهدف إلى تحقيق الربح ، ويهدف من استثماراته إلى تحقيق هدف قومى يتمثل فى حفظ توازن السوق ومستوى العرض والطلب فى حدود لا تسمح بحدوث طفرات فى أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً ، بصرف النظر عن تحقيق عوائد أو أرباح.  
ب- صانع السوق المتخصص ، والذى يهدف إلى تحقيق أرباح تتناسب ومستوى المخاطرة التى يتحملها نتيجة دخوله كصانع سوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية ، وعلى وجه الخصوص فى الأسواق المالية المنظمة (البورصات) .

(1) المصدر السابق ، ص ص 40-41.

(2) عبد الحميد إبراهيم ، التعديلات التشريعية المقترحة لقانون سوق المال ، محاضرة أقيمت بالجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، 2000/11/12.

(3) بنك الإسكندرية ، تطوير أسواق المال فى الدولة العربية ، مع إشارة لمصر ، النشرة الاقتصادية، العددان الأول والثانى ، المجلد (23) ، 1991 ، ص 55.

(4) بنك مصر ، سوق الأوراق المالية فى مصر ، المشاكل والسمات ، مرجع سابق ، ص ص 36-37.

ج-صانع السوق التاجر ، ويهدف إلى تحقيق أرباح من استثماراته ، غير أن ذلك يكون فى الأسواق غير المنظمة .

ويقوم صانع السوق بعمل توازن للسوق من خلال :-  
1- فى حالة قيام المستثمرين بعرض أسهمهم بصورة متزايدة يدخل صانع السوق (المتخصص والتاجر) كمشتري للأسهم المعروضة للبيع ، وبكميات كبيرة لامتصاص الزيادة فى المعروض ، وهو يسمح له بالشراء بأسعار منخفضة نسبياً.

2- 2- فى حالة قيام المستثمرين بطلب كميات كبيرة من أسهم معينة ، يقوم صانع السوق بعرض كميات كبيرة مما لديه من الأسهم لمواجهة الزيادة فى الطلب والنقص فى القروض ، وبالتالي الحفاظ على مستوى أسعار هذه الأسهم مع تحقيق هوامش ربح معقولة.

ويلاحظ أن البورصة المصرية قد شهدت منذ عام 1994 حدوث تقلبات وهزات عنيفة فى الأسعار بصورة غير طبيعية ، من ارتفاع مبالغ فيه فى الأسعار ، إلى تدهور مستمر فيها، مما أثار ردود فعل شديدة لدى عديد من الأوساط ، وخصوصاً بعد انهيار بورصات شرق آسيا فى النصف الأخير من عام 1997 .

ويعد ما شهدته السوق المصرية من تقلبات فى الأسعار ، تأكيداً واضحاً على ضرورة وأهمية وظيفة صانع السوق ، الذى يتدخل فى الوقت المناسب لمنع حدوث الارتفاع العشوائى أو الانخفاض الحاد فى الأسعار بدون مبرر اقتصادى.

### سادساً : ضالة وجمود المحافظ المالية ببعض البنوك :

تعد البنوك من أهم المؤسسات المالية التى يمكن أن تلعب دوراً رئيسياً فى تنشيط سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال ما يمكن أن توظفه من أموال فى الأوراق المالية بالسوق الأولية ، إلى جانب تنشيطها لعملية التداول من خلال ما يمكن أن تطرح هذه البنوك مما بحوزتها من أوراق مالية بالسوق الثانوية(1) .

ويلاحظ أن بعض البنوك تفضل الاحتفاظ بمكونات محافظها المالية ، ومن ثم لا تدخل مكونات هذه المحافظ فى المعروض للتداول الجارى فى سوق الأوراق المالية ، وقد يكون ذلك إما لعدم وجود الحجم المناسب من المعروض الذى ينتج لها بدائل كمكونات هذه المحافظ من ناحية ، ومن ناحية أخرى ، أن هذه المحافظ تحقق لها أرباحاً متمثلة فى التوزيعات النقدية والأرباح

---

(1) لمزيد من التفاصيل حول دور البنوك فى تنشيط سوق الأوراق المالية ، راجع :  
-بنك مصر ، دور البنوك فى تنشيط سوق المال ، النشرة الاقتصادية ، العدد (1) ، السنة (39) ، القاهرة 1996 ، ص ص 52 - 55 .  
- \_\_\_\_\_ ، دور البنوك فى تنشيط سوق المال ، النشرة الاقتصادية ، العدد (1) ، السنة (36) ، القاهرة 1993 ، ص ص 21-25 .  
- عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص 19 - 25 .  
-منى قاسم ، الإصلاح الاقتصادى فى مصر ، (القاهرة : الهيئة المصرية العامة للكتاب ، 1998) ، ص ص 128 - 139 .

الرأسمالية ، وهو الأمر الذى قد تفضل معه البنوك هذه الأرباح المضمونة بدلاً من الدخول فى عملية الشراء أو بيع (تداول) تنطوى بالطبع على مخاطر ربما تتحقق معها بعض الخسائر ، وخصوصاً فى ظل ضيق حجم المعروض الذى لا يسمح لها بتكوين مثل هذه المحافظ مرة أخرى.(1)

ومن ثم فلا مبالغة حينما نقول بأن سوق الأوراق المالية فى مصر تواجه مشكلة ضعف وجمود محافظ الأوراق المالية لدى بعض البنوك ، الأمر الذى يحد من قدرة هذه المؤسسات على القيام بالدور المرجو منها فى تنشيط سوق الأوراق المالية.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (4-2) والذى يبين تطور نسبة استثمارات البنوك فى الأوراق المالية إلى المراكز المالية الإجمالية لها خلال الفترة (1982-2000) ، ومنه يتضح مدى انخفاض حجم استثمارات البنوك فى الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ، حيث بلغت أقصى نسبة استثمار وصلت إليه محفظة الأوراق المالية من إجمالى المركز المالى نحو 18.3%

---

(1) بنك مصر ، سوق الأوراق المالية فى مصر : المشاكل والسمات ... ، مرجع سابق ، ص 40.





بالنسبة للبنوك التجارية وذلك عام 2000 ، حوالى 6% بالنسبة لبنوك الاستثمار والأعمال فى عام 1999 ، 2.3% فقط بالنسبة للبنوك المتخصصة فى عام 1986 ، وبلغت نحو 1.4% عام 2000.

وجدير بالذكر أن هذه النسب تعد منخفضة جداً إذا ما قورنت بنسب استثمارات هذه البنوك فى مجالات أخرى مثل الاستثمار فى الإقراض والخصم ، كما هو موضح بالجدول رقم (4-3) ، والذى يوضح تطور نسبة استثمارات البنوك فى مجال الإقراض والخصم إلى المراكز المالية الإجمالية خلال الفترة (1982-2000) ، ومنه يتضح مدى ارتفاع حجم الاستثمارات المالية للبنوك فى مجالات الإقراض والخصم بالمقارنة بحجم استثماراتها فى الأوراق المالية ، حيث تجاوزت نسبة الاستثمارات فى مجال الإقراض والخصم 50% من إجمالى المراكز المالية فى بعض السنوات فى كل من البنوك التجارية وبنوك الاستثمار ، ووصلت إلى نحو 55.7% ، 59.3% على الترتيب فى نهاية يونيو 1999 ، نحو 85.9% ، 55% على الترتيب فى نهاية يونيو 2000 .

كما أن هذه النسبة تجاوزت الـ 80% من إجمالى المراكز المالية فى بعض الأعوام فى البنوك المتخصصة ، فقد وصل إلى نحو 88.4% فى نهاية يونيو عام 1999 ، نحو 91.4% فى نهاية يونيو عام 2000.



## الفصل الخامس

### دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (2000-1982)

#### مقدمة :

لما كانت مدخرات القطاع العائلى تمثل أهم مكونات الادخار المحلى الإجمالى ، فإن نجاح الحكومات فى تعبئة المدخرات ، مرهون بمدى الاستقرار والثقة اللذين يحب توفيرها لسوق الإصدار وفى ضوء نجاح سياسة تشجيع الادخار المحلى تتحدد طاقة سوق الأوراق المالية ، حيث أنه إذا كانت سوق الإصدار نشطة ومستقرة وتتمتع بثقة كبيرة ، فإن ذلك يعمل على جذب المدخرات سواء بطريق مباشر (من خلال شراء الأوراق المالية، أى الاكتتاب فى أسهم الشركات)، أو بطريق غير مباشر (من خلال البنوك وشركات التأمين ، التى تستثمر جزءاً من أموالها فى شراء الأوراق المالية).

ويخصص هذا الفصل لدراسة دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار خلال الفترة ( 2000-1982 ) ، وذلك من خلال المبحثين التاليين :ـ

المبحث الأول : تطور سوق الإصدار فى مصر خلال الفترة (2000-1982)

المبحث الثانى: تقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة (2000-1982).

#### المبحث الأول

### تطور سوق الإصدار فى مصر خلال الفترة (2000 – 1982)

#### مقدمة :

حتى يمكن التعرف على مدى التطور فى سوق الإصدار فى مصر ، يتم استخدام عدد من المؤشرات ، ويخصص هذا المبحث لدراسة بعض منها ، كما يلى :

- أولاً : تطور عدد الشركات المقيدة في مصر خلال الفترة (1982 – 2000)
- ثانياً : التطور السنوي لقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في مصر خلال الفترة (1982-2000).
- ثالثاً : التطور السنوي لقيمة الإصدارات الأولية من السندات في مصر خلال الفترة (1982-2000).

## أولاً : تطور عدد الشركات المقيدة في مصر خلال الفترة (1982 – 2000) :

تتضمن سوق الإصدار في مصر أربع مجموعات مختلفة من الشركات ، هي: \_

المجموعة الأولى : وتضم الشركات التي أنشئت في ظل قانون الاستثمار رقم (43) لسنة 1974 والخاص باستثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة ، والمعدل بالقانون رقم (230) لسنة 1989 ، والذي حل محله قانون حوافز وضمانات الاستثمار رقم (8) لسنة 1997.

المجموعة الثانية : وتضم الشركات التي أنشئت في ظل القانون رقم (26) لسنة 1954 والذي ألغى وحل محله قانون الشركات رقم (159) لسنة 1981.

المجموعة الثالثة : وتضم الشركات التي أنشئت في ظل قانون التأميم الجزئي رقم (118) لسنة 1961 بمساهمة الحكومة في بعض الشركات وبحصة لا تقل عن 50% من رأس المال.

المجموعة الرابعة : وتضم شركات القطاع المختلط التي لا يمتلك فيها الأفراد جزءاً من رأسمالها ، بالإضافة إلى الشركات الخاضعة لقانون قطاع الأعمال العام رقم (203) لسنة 1991.

ويوضح الجدول رقم (5-1) نمو عدد الشركات المقيدة في البورصة من نحو (112) شركة في نهاية 1982 إلى نحو (1076) شركة في نهاية عام 2000، وارتفاع عدد الأسهم المقيدة من نحو (95) مليون سهم في نهاية 1982 إلى نحو (4673) مليون سهم في نهاية عام 2000، وارتفاع معدل الزيادة السنوية ليصل إلى 147.6% في نهاية عام 1995 محققاً أكبر معدل زيادة سنوية خلال الفترة .

ويشير ذلك إلى تصاعد كمية الأسهم المطروحة للبيع في سوق الإصدار بما يعكس نشاطاً في جانب المعروض من الأسهم خلال الفترة (1982 – 2000) ، والذي تزايد بشكل ملحوظ ابتداءً من عام 1995 وحتى عام 2000.

ويتضح من الجدول أيضاً تصاعد التغير السنوي في رأس المال الأسمى للشركات المقيدة ، فقد ارتفع رأس المال الأسمى للشركات المقيدة من (514) مليون جنيه في نهاية عام 1982 إلى نحو (75.8) مليار جنيه في نهاية عام 2000 ، وعلى الرغم من تفاوت هذا التغير خلال الفترة إلا أنه في نفس الاتجاه ، مما يعكس زيادة في رؤوس الأموال المستثمرة كإصدارات جديدة ، والتي بلغ معدل نموها السنوي نحو 61% في نهاية عام 2000 .

وعلى الرغم من أن المؤشرات السابقة تعكس الطفرة الهائلة من حيث عدد الشركات، وعدد الأسهم ، وقيمة رؤوس الأموال المقيدة ، إلا أن سيطرة عدد الشركات المقيدة المغلقة (العائلية) ، والتي يحتفظ ملاكها بما في حوزتهم من أوراقها المالية دون عرضها للتداول ، يؤدي

إلى ضيق نطاق السوق ، وضعف حركة التعامل عليها ، وذلك على عكس الشركات ذات الاكتتاب العام التي من شأنها توسيع نطاق السوق ، نظرا لأنها تقوم أساساً على اجتذاب مدخرات صغار المدخرين الذين يسعون إلى الاستفادة من العائد الذي تدره الأوراق المالية ، كذلك من ارتفاع قيمة الورقة المالية في السوق.

### جدول (5-1)

تطور حركة القيد ببورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية  
خلال الفترة (1982-2000)

(الكمية بالمليون سهم ، والقيمة بالمليون جنيه)

| البيان | عدد الشركات المقيدة فى نهاية العام (شركة) | معدل النمو السنوى % | عدد الأسهم المقيدة فى نهاية العام | معدل النمو السنوى % | راس المال الاسمى للشركات المقيدة | معدل النمو السنوى % | راس المال السوقى للشركات المقيدة | معدل النمو السنوى % |
|--------|---|---------------------|-----------------------------------|---------------------|----------------------------------|---------------------|----------------------------------|---------------------|
| 1982   | 112                                       | 0                   | 95                                | 0                   | 514                              | 0                   | 541                              | 0                   |
| 1983   | 154                                       | 37.5                | 145.8                             | 53.47               | 887                              | 72.57               | 917                              | 69.5                |
| 1984   | 258                                       | 67.5                | 172                               | 17.97               | 1428                             | 60.99               | 1358                             | 48.1                |
| 1985   | 318                                       | 23.3                | 242                               | 40.7                | 2168                             | 51.82               | 1838                             | 35.4                |
| 1986   | 387                                       | 21.7                | 260.6                             | 7.70                | 2544                             | 17.34               | 2333                             | 26.9                |
| 1987   | 430                                       | 11.1                | 334.9                             | 28.5                | 2637                             | 42.96               | 4021                             | 72.4                |
| 1988   | 484                                       | 12.6                | 347                               | 3.6                 | 4298                             | 18.2                | 4147                             | 3.1                 |
| 1989   | 510                                       | 5.4                 | 357.6                             | 3.1                 | 4725                             | 9.90                | 4281                             | 3.2                 |
| 1990   | 573                                       | 12.4                | 372.8                             | 4.3                 | 5158                             | 9.2                 | 5071                             | 18.5                |
| 1991   | 627                                       | 9.4                 | 394.7                             | 5.7                 | 6283                             | 21.8                | 8845                             | 74.4                |
| 1992   | 656                                       | 4.6                 | 4057                              | 2.9                 | 8098                             | 28.9                | 10845                            | 22.6                |
| 1993   | 674                                       | 2.7                 | 424                               | 4.5                 | 8890                             | 9.8                 | 12807                            | 18.1                |
| 1994   | 700                                       | 3.9                 | 451                               | 6.4                 | 8051                             | (9.4)               | 14480                            | 13.1                |
| 1995   | 746                                       | 6.60                | 1116.7                            | 147.6               | 11052                            | 37.3                | 27420                            | 89.4                |
| 1996   | 646                                       | (13.4)              | 1387.9                            | 24.3                | 13673                            | 23.7                | 48086                            | 75.4                |
| 1997   | 650                                       | 0.62                | 1854.2                            | 33.6                | 18291                            | 33.8                | 70873                            | 47.4                |
| 1998   | 861                                       | 32.5                | 3354                              | 81.1                | 33815                            | 84.6                | 83140                            | 17.4                |
| 1999   | 1033                                      | 20.0                | 4393                              | 31                  | 47087                            | 39.3                | 112331                           | 35.1                |
| 2000   | 1076                                      | 4.2                 | 4673                              | 6.4                 | 75817                            | 61.0                | 119778                           | 6.7                 |

المصدر:  
راجع الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائي .

ويتضح من الجدول رقم (5-2) أن النسبة المئوية لعدد شركات الاكتتاب العام إلى إجمالي الشركات المقيدة تراوحت مابين 13.1% - 53.6% خلال الفترة (1982-2000) ، بينما تراوحت النسبة المئوية لعدد الشركات المغلقة مابين 46.4%-86.9% خلال نفس الفترة ، الأمر الذى يعنى أن الشركات المغلقة تمثل النسبة الحاكمة فى حجم المعروض من الأوراق المالية ، والتي يتم تغطية رؤوس أموالها عن طريق المؤسسين لها ، أما شركات الاكتتاب العام التى يمكن أن تجتذب صغار المدخرين فكان وزنها النسبى محدود ، مقارنة بالشركات المغلقة.

كما يلاحظ من الجدول توالى انخفاض الأهمية النسبية لعدد شركات الاكتتاب العام من 53.6% عام 1982 حتى وصلت إلى 31.1% من إجمالي عدد الشركات عام 2000 فى مقابل تزايد النسبة الخاصة بالشركات المغلقة من 46.4% عام 1982 لتصل إلى نحو 86.9% عام 2000.

ويواكب ذلك ارتفاع متوسط معدل الزيادة السنوية لأسهم الشركات المغلقة مقارنة بمتوسط معدل الزيادة السنوية لأسهم الاكتتاب العام خلال الفترة (1982 - 2000) ، حيث بلغ هذا المتوسط نحو 53.2% ، 20.1% على الترتيب ، كما يتضح من الجدول رقم (5-3).

#### جدول رقم (5-2)

تطور عدد ونسبة شركات الاكتتاب العام والاكتتاب المغلق إلى إجمالي عدد الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة ، والإسكندرية خلال الفترة (1982 - 2000)

| نسبة الاككتاب<br>المغلق إلى<br>إجمالي<br>الشركات % | نسبة الاككتاب<br>العام إلى<br>إجمالي<br>الشركات % | عدد الشركات المقيدة (شركة) |             |            | البيان<br>السنوات |
|--|---|----------------------------|-------------|------------|-------------------|
|  |   | الإجمالي                   | اككتاب مغلق | اككتاب عام |                   |
| 46.4   | 53.6  | 112                        | 52          | 60         | 1982              |
| 55.8   | 44.2  | 154                        | 86          | 68         | 1983              |
| 63.2   | 36.8  | 258                        | 163         | 95         | 1984              |
| 65.7   | 34.3  | 318                        | 209         | 109        | 1985              |
| 67.7   | 32.3  | 387                        | 262         | 125        | 1986              |
| 69.8   | 30.2  | 430                        | 300         | 130        | 1987              |
| 69.6   | 30.4  | 484                        | 337         | 147        | 1988              |
| 70.8   | 29.2  | 510                        | 361         | 149        | 1989              |
| 72.9   | 27.1  | 573                        | 418         | 155        | 1990              |
| 74.5   | 25.5  | 627                        | 467         | 160        | 1991              |
| 75.3   | 24.7  | 656                        | 494         | 162        | 1992              |
| 76.7   | 23.3  | 674                        | 517         | 157        | 1993              |
| 77.9   | 22.1  | 700                        | 545         | 155        | 1994              |
| 80.0   | 20.0  | 746                        | 597         | 149        | 1995              |
| 82.4   | 17.6  | 646                        | 532         | 114        | 1996              |
| 83.5   | 16.5  | 650                        | 543         | 107        | 1997              |
| 84.5   | 15.5  | 861                        | 728         | 133        | 1998              |
| 86.5   | 13.5  | 1033                       | 894         | 139        | 1999              |
| 86.9   | 13.1  | 1076                       | 935         | 141        | 2000              |

المصدر : راجع الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائي

### جدول رقم (3-5)

تطور عدد الأسهم لشركات الاككتاب العام والاككتاب المغلق  
خلال الفترة (1982 - 2000)

| معدل النمو<br>السنوى % | عدد اسهم<br>الاككتاب المغلق | معدل النمو<br>السنوى % | عدد اسهم<br>الاككتاب العام | البيان<br>السنوات |
|------------------------|-----------------------------|------------------------|----------------------------|-------------------|
| -                      | 8.0                         | -                      | 87                         | 1982              |
| 266.3                  | 29.3                        | 33.9                   | 116.5                      | 1983              |
| 9.2                    | 32.0                        | 20.2                   | 140                        | 1984              |
| 56.3                   | 50.0                        | 37.1                   | 192                        | 1985              |
| 21.2                   | 60.6                        | 4.2                    | 200                        | 1986              |
| 77.8                   | 107.7                       | 13.7                   | 227.3                      | 1987              |
| 5.1                    | 113.2                       | 2.9                    | 233.8                      | 1988              |



|       |        |        |       |         |
|-------|--------|--------|-------|---------|
| 4.40  | 118.2  | 2.4    | 239.4 | 1989    |
| 8.7   | 128.5  | 2.0    | 244.3 | 1990    |
| 5.6   | 135.7  | 5.8    | 258.4 | 1991    |
| 2.3   | 138.8  | 3.30   | 266.9 | 1992    |
| 9.8   | 152.4  | 1.8    | 271.6 | 1993    |
| 2.5   | 156.2  | 8.5    | 294.8 | 1994    |
| 374.1 | 740.6  | 27.6   | 376.1 | 1995    |
| 28.7  | 953.0  | 13.0   | 424.9 | 1996    |
| 36.6  | 1304.5 | 29.7   | 550.6 | 1997    |
| 44.5  | 1885   | 166.8  | 1469  | 1998    |
| 33.5  | 2516   | 27.8   | 1877  | 1999    |
| 25.4  | 3156   | (19.2) | 1517  | 2000    |
| %53.2 |        | %20.1  |       | المتوسط |

المصدر:

راجع الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائي.

وبناء على ذلك كان لارتفاع نسبة قيد الشركات المغلقة بالمقارنة بنسبة قيد الشركات ذات الاكتتاب العام ، أثره في انخفاض نسبة عدد الشركات المتداولة أوراقها شهريا إلى إجمالي عدد الشركات المقيدة ، حيث يوضح الجدول رقم (5-4) انخفاض هذه النسبة إلى حوالي 11% فقط عام 1993 ، بالمقارنة بنحو 25.9% عام 1982 ، ولكن يلاحظ أن هذه النسبة أخذت في التحسن في السنوات التالية ، حتى بلغت 25.1% ، 27.9% خلال عامي 1999 ، 2000 على الترتيب .

ثانياً : التطور السنوي لقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في مصر خلال الفترة (1982-2000).

بدراسة التطور السنوي لقيمة الإصدارات الأولية خلال الفترة (1982-2000) والذي يوضحه الجدول رقم (5-5) ، يتضح ارتفاع هذه القيمة من نحو 294.7 مليون جنيه عام 1982 إلى نحو 48.1 مليار جنيه عام 1999 ، بزيادة قدرها نحو 47.8 مليار جنيه ، وإن كانت قد انخفضت إلى حوالي 17.1 مليار جنيه عام 2000.

وقد بلغ إجمالي قيمة الإصدارات الأولية من الأسهم خلال الفترة (1982-2000) نحو 158.2 مليار جنيه منها حوالي 91.8% ، أي نحو 145.2% مليار جنيه خلال الفترة ( ) 1994-2000 ، والباقي وقدره حوالي 13 مليار جنيه ، بما يمثل 8.2% من جملة إصدارات الأسهم خلال الفترة (1982-1993).

جدول رقم (4-5)  
تطور نسبة عدد الشركات المتداولة أوراقها شهريا  
إلى عدد الشركات المقيدة خلال الفترة (1982-2000)

| (2)<br>% | متوسط عدد الشركات<br>المتداولة أوراقها<br>شهريا (2) | عدد الشركات<br>المقيدة (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|---|----------------------------|-------------------|
| 25.9     | 29  | 112                        | 1982              |
| 26.0     | 40  | 154                        | 1983              |
| 17.4     | 45  | 258                        | 1984              |
| 16.0     | 51  | 318                        | 1985              |
| 15.8     | 61  | 387                        | 1986              |
| 14.7     | 63  | 430                        | 1987              |
| 14       | 68  | 484                        | 1988              |
| 13.3     | 68  | 510                        | 1989              |
| 12       | 69  | 573                        | 1990              |
| 12.6     | 79  | 627                        | 1991              |
| 11.9     | 78  | 656                        | 1992              |
| 11       | 74  | 674                        | 1993              |
| 13       | 91  | 700                        | 1994              |
| 15.1     | 113   | 746                        | 1995              |
| 20.0     | 129   | 646                        | 1996              |
| 25.8     | 168   | 650                        | 1997              |
| 25.3     | 218   | 861                        | 1998              |
| 25.1     | 259   | 1033                       | 1999              |
| 27.9     | 300   | 1076                       | 2000              |

المصدر :

راجع الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائي .

جدول رقم (5-5)  
التطور السنوى لقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم  
خلال الفترة (1982-2000)

(القيمة بالمليون جنيه مصرى)

| معدل النمو<br>السنوى % | قيمة الإصدارات<br>الأولية من الأسهم | البيان<br>السنوات |
|------------------------|-------------------------------------|-------------------|
| -                      | 294.7                               | 1982              |
| 47.1                   | 433.6                               | 1983              |
| 10.1                   | 477.6                               | 1984              |
| (6)                    | 448.9                               | 1985              |
| 36.8                   | 614                                 | 1986              |
| (35.1)                 | 398.4                               | 1987              |
| 124.2                  | 893.2                               | 1988              |
| 13.1                   | 1010                                | 1989              |
| (27.2)                 | 735.1                               | 1990              |
| 42.5                   | 1047.5                              | 1991              |
| 210.2                  | 3249.2                              | 1992              |
| 5.2                    | 3417                                | 1993              |
| 41.9                   | 4849                                | 1994              |
| 68.5                   | 8170.8                              | 1995              |
| 90.4                   | 15558.3                             | 1996              |
| 17.6                   | 18289.5                             | 1997              |
| 81.7                   | 33227.8                             | 1998              |
| 44.6                   | 48060.3                             | 1999              |
| (64.5)                 | 17060.2                             | 2000              |
| -                      | 158235.1                            | الإجمالى          |
| %44.1                  |                                     | متوسط             |

المصدر:

راجع الجدول رقم (5) بالملحق الإحصائى .

وعلى الرغم من هذه التطورات الإيجابية ، والتي شهدها سوق الإصدار فى مجال إصدار الأسهم خلال تلك الفترة ، وخصوصا منذ صدور القانون رقم (95) لسنة 1992 ، إلا أن شيوع ظاهرة تأسيس الشركات المغلقة - كما سبق القول - وما يترتب عليها من تملك مؤسسيها لمعظم الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب الجديدة ، والإصدارات اللاحقة لها عند زيادة رأسمالها يمثل عنصر ضعف ليس لسوق الإصدار فقط، ولكن لسوق التداول أيضاً .

ثالثاً : التطور السنوى لقيمة الإصدارات الأولية من السندات فى مصر خلال الفترة (1982-2000) :-

تشكل السندات نحو 70% من حجم التعامل في أغلب أسواق المال في العالم ، إلا أن سوق السندات المصرية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة المالية الهامة ، حيث لم يكن بها سوى عدد محدود من الأوراق المالية الحكومية التي تصدرها الحكومة لسد جزء من عجز الموازنة العامة أو لتمويل مشروعات معينة.

وتنقسم الأوراق المالية الحكومية المصدرة إلى سندات مقيدة بالبورصة تتمثل في سندات التنمية بالدولار الأمريكي(\*) الإسكان ، وسندات التنمية الوطنية بالدولار، وأخرى غير مقيدة بالبورصة ، وتكتتب فيها مباشرة المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية ، بالإضافة إلى شهادات الاستثمار التي يديرها البنك الأهلي المصري لحساب الحكومة.

أما فيما يتعلق بسندات الشركات ، فإنه قبل صدور قانون سوق المال رقم (95) لسنة 1992 لم يكن هناك سوى سند واحد ، وهو سند البنك العقاري المصري الصادر في عام 1951 لمدة 50 عاماً بفائدة سنوية قدرها 3% (\*\*).

وبعد صدور قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 ، أصدرت بعض الشركات المساهمة المصرية مجموعة من السندات ، مثل سندات شركة فيكتوريا المتحدة للفنادق ، وسندات شركة هوكست الشرقية ، وسندات البنك العقاري المصري ، وسندات البنك التجاري الدولي... وغيرها من البنوك والشركات المساهمة.

ويوضح الجدول رقم (5-6) التطور السنوي لإصدارات السندات خلال الفترة ( ) 1982-2000 ، حيث يتضح منه أن إجمالي السندات المصدرة خلال الفترة بلغ نحو 23.5 مليار جنيه ، منها 99% من إجمالي هذه الإصدارات تمت خلال الفترة (1995-2000) ، والباقي وقدره حوالي 1% تمت خلال الفترة (1982-1994) مما يعنى أن هناك تطوراً هائلاً في حجم السندات المصدرة خاصة بعد عام 1995 مما يشير إلى الإمكانيات المستقبلية المباشرة لهذه السوق .

بالإضافة إلى ذلك فإن الجانب الأكبر من إصدارات السندات تتمثل في إصدارات السندات الحكومية ، حيث شكلت نسبة الإصدارات الحكومية إلى إجمالي إصدارات السندات خلال الفترة (1982-2000) حوالي 69.2% ، والباقي وقدره 30.8% عبارة عن السندات التي تصدرها الشركات والبنوك ، وذلك مرجعة إلى التفضيل النفسى لدى المدخرين للصكوك المصدرة بواسطة الحكومة والمضمونة منها ، ويتم هذا بالضرورة على حساب المشروعات الخاصة التي لا بد أن تمول من جهات أخرى. (\*)

(\*) يذكر أن سندات التنمية بالدولار الأمريكي ، والتي كان قد تم إصدارها اعتباراً من عام 1977 ، قد تم إصدارها على دفعات اعتباراً من عام 1977 وانتهى إصدارها عام 1979 ، وقد تم استهلاك هذه السندات خلال عام 1993 ، وبناءً عليه فإن قيمة إصدار السندات خلال فترة الدراسة (1982-2000) لا تتضمن هذا النوع من الإصدارات.

(\*) قيمة إصدارات السندات خلال فترة الدراسة (1982-2000) لا تتضمن إصدارات هذه السندات لأنه تم إصدارها عام 1951 استهلاك عام 2001.

(\*) إلا أنه في أعوام 97 ، 98 ، 99 تزايد إصدار السندات لحساب الشركات الخاصة ، حيث بلغ 1195 ، 1615 ، 3013 مليون جنيه على التوالي . راجع الجدول رقم (5) بالملحق الإحصائي .

جدول رقم (5-6)  
التطور السنوى لقيمة الإصدار الأولى من السندات خلال الفترة (1982-2000)

| قيمة الإصدارات الأولية من السندات (مليون جنيه) |             |              | البيان<br>السنوات |
|--|-------------|--------------|-------------------|
| الإجمالى                                       | سندات شركات | سندات حكومية |                   |
| 4.9  | -           | 4.9          | 1982              |
| 6.3  | -           | 6.3          | 1983              |
| 5.3  | -           | 5.3          | 1984              |
| 3  | -           | 3            | 1985              |
| 31.4   | -           | 31.4         | 1986              |
| 4.3  | -           | 4.3          | 1987              |
| 4.3  | -           | 4.3          | 1988              |
| 23.3   | -           | 23.3         | 1989              |
| 40.4   | -           | 40.4         | 1990              |
| 30.5   | -           | 30.5         | 1991              |
| 23.3   | -           | 23.3         | 1992              |
| 12.3   | -           | 12.3         | 1993              |
| 94.7   | 30          | 64.7         | 1994              |
| 3080   | 80          | 3000         | 1995              |
| 4920   | 920         | 4000         | 1996              |
| 1195   | 1195        | -            | 1997              |
| 3115   | 1615        | 1500         | 1998              |
| 7513   | 3013        | 4500         | 1999              |
| 3392   | 392         | 3000         | 2000              |
| 23499  | 7245        | 16254        | الإجمالى          |

المصدر:  
راجع الجدول رقم (5) بالملحق الإحصائى 0

المبحث الثانى  
تقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر  
خلال الفترة (1982-2000)

مقدمة: \_

لبيان مدى مساهمة سوق الإصدار في عملية التنمية الاقتصادية بصفة عامة ، وفي تنمية وتعبئة المدخرات في مصر بصفة خاصة ، يتم استخدامها عدة مؤشرات على النحو التالي:-

- أولاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة ( 1982-2000 )  
ثانياً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الاستثمار الثابت الإجمالي في مصر خلال الفترة ( 1982-2000 )  
ثالثاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الادخار المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة ( 1982-2000 )  
رابعاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفي المصري خلال الفترة (1982-2000).

**أولاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (1982-2000) :-**

يتضح من الجدول رقم (5-7) أن نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (1982-2000)، كانت متواضعة للغاية ، مما يعنى ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة بها ، حيث تراوحت هذه النسبة ما بين 1.3% - 18.5% خلال الفترة من (1982-2000) ، كما أنها لم تصل إلى 1% في بعض السنوات ، حيث وصلت إلى نحو 0.8% خلال عامي 1987 ، 1990 ، كما أنها وصلت إلى نحو 0.9% خلال عام 1991.

ويتضح أيضاً أن أعلى نسبة كانت 1.7% خلال الفترة السابقة لصدور القانون رقم (95) لسنة 1992 ، ولكنها أخذت في الارتفاع بعد ذلك لتصل إلى 18.5% في عام 1999 ، ولكنها انخفضت خلال عام 2000 لتصل إلى 6.2% بمتوسط بلغ 4.1% خلال فترة الدراسة ، بالمقارنة بنحو 9.7% في كل من البرازيل وكولومبيا ، أما في دول أوروبا فهي تدور حول 13.9% في كل من بلجيكا ، إيطاليا ، هولندا ، سويسرا.(1)

وعلى الرغم من أن متوسط معدل النمو لنسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة قد بلغ 4.1% وهي نسبة منخفضة ، إلا أنها تأخذ اتجاهها تصاعدياً بداية من عام 1992 ، وهو العام الذي صدر فيه القانون رقم (95) لسنة 1992 والخاص بسوق رأس المال ، الأمر الذي يؤكد على تصاعد النسبة الموجهة من المدخرات إلى السوق الأولية لاستثمارها في أوراق مالية ، والاستجابة للأدوات المالية المطروحة في هذه الفترة .

ويمكن إرجاع انخفاض قيمة الإصدارات الأولية السنوية سواء من الأسهم أو السندات وكذلك نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي ، لاسيما في الفترة السابقة لصدور القانون رقم (95) لسنة 1992 إلى مايلي : (2)

(1) يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية .. ، مرجع سابق ، ص 146.

(2) المرجع السابق ، ص ص 148-149.

1- غياب كثير من المؤسسات المالية التي تساهم في تنشيط وزيادة فعالية سوق الإصدار ، مثل شركات أمناء الاكتتاب ، وشركات التأجير التمويلي التي تعمل على إقامة المشروعات والترويج لها لما يتوافر لديها من مصادر تمويل غير تقليدية ، ومعارف فنية وخبرات مالية.

2- ضآلة إصدارات السندات ، وذلك لاعتماد الهيئات العامة على الموازنة العامة للدول لتغطية العجز ، بدلا من طرح السندات مباشرة للاكتتاب العام ، من ناحية ، إلى جانب لجوء الحكومة لتغطية جزء من العجز المالي من خلال إصدار أوراق مالية غير قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية مثل أدون الخزانة.

#### جدول رقم (5-7)

تطور نسبة الإصدار الأولى (اسهم وسندات)

إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000).

(القيمة بالمليون جنيه)

| السنوات      | البيان | قيمة الإصدار الأولى (1) | الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج (2) بالأسعار الجارية | (1) %<br>(2) |
|--------------|--------|-------------------------|--|--------------|
| 1982         |        | 299.55                  | 22462.5  | 1.3          |
| 1983         |        | 439.9                   | 26114.5  | 1.7          |
| 1984         |        | 482.9                   | 29268.2  | 1.6          |
| 1985         |        | 451.9                   | 32343.9  | 1.4          |
| 1986         |        | 645.4                   | 38898.3  | 1.7          |
| 1987         |        | 402.7                   | 51340  | 0.8          |
| 1988         |        | 897.5                   | 65900  | 1.4          |
| 1989         |        | 1033.3                  | 82373.5  | 1.3          |
| 1990         |        | 775.47                  | 100157.5   | 0.8          |
| 1991         |        | 1077.97                 | 119920   | 0.9          |
| 1992         |        | 3272.49                 | 138650   | 2.4          |
| 1993         |        | 3429.31                 | 154600   | 2.2          |
| 1994         |        | 4879                    | 177000   | 2.8          |
| 1995         |        | 11250.9                 | 202600   | 5.6          |
| 1996         |        | 20478.3                 | 226850   | 9.0          |
| 1997         |        | 19484.6                 | 250850   | 7.8          |
| 1998         |        | 36342.8                 | 272620.5   | 13.3         |
| 1999         |        | 55573                   | 300715.5   | 18.5         |
| 2000         |        | 20452.2                 | 329554   | 6.2          |
| متوسط الفترة |        |                         |  | 4.1%         |

المصدر:

- بالنسبة لقيمة الإصدار الأولى : الجدول رقم (5) بالملحق الإحصائي.

- بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي : الجدول رقم (2) بالملحق الإحصائي، وذلك بعد أخذ متوسط لكل عامين ماليين لحساب قيمة الناتج المحلي الإجمالي في كل سنة ميلادية .

ثانياً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الاستثمار الثابت الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1982 - 2000) :-

يتضح من الجدول رقم (5-8) أن نسبة مساهمة السوق الأولية فى تمويل الاستثمارات فى مصر خلال الفترة (1982-2000) كانت ضعيفة ، خاصة فى عقد الثمانينات ، حيث لم تتعد هذه النسبة نحو 6% فى بعض السنوات ، فى حين بلغت ذروتها عام 1999 ، حيث بلغت نحو 79.4 % ، بمتوسط سنوى بلغ حوالى 20.1% خلال فترة الدراسة.

وجدير بالذكر أن هذه النسبة تراوحت ما بين 4.9% - 11.5% خلال الفترة (1982-1992) ، وهى نسبة متواضعة ، مما يعنى ضعف دور السوق الأولية فى حشد المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمارات ، وأن النسبة العظمى من الاستثمارات لم يتم تمويلها عن طريق اكتتابات جديدة فى صورة أسهم أو سندات ، ولكن الاعتماد الكبير فى تمويل الاستثمارات كان يتم عن طريق غير سوق الأوراق المالية.

ويلاحظ أن هناك عدة عوامل تضافرت وأدت إلى ضعف دور سوق الأوراق المالية من خلال سوق الإصدار فى تمويل الاستثمارات الثابتة ، لعل أهمها : (1)

1- اتجاه كثير من الوحدات الاقتصادية إلى السوق النقدية لتوفير التمويل اللازم لها ، وذلك بسبب تنوع صور الإقراض التى يتيحها الجهاز المصرفى لها، وبإجراءات وتيسيرات أكثر سهولة ، بالمقارنة بالتمويل الذى كان يتم من خلال سوق الأوراق المالية .

2- أن كثيراً من المشروعات ، أخذت الشكل القانونى لشركات الأشخاص (فردى - تضامن- توصيه بالأسهم) ، علاوة على الشركات ذات المسئولية المحدودة ، وهى تتسم بعدم مقدرتها على اقتحام سوق الأوراق المالية ، بالإضافة إلى ما سبق قوله من لجوء القطاع الخاص إلى تفضيل إنشاء الشركات المساهمة ذات النمط العائلى (المغلقة) ، وبالتالي لم تساهم فى تنشيط سوق الإصدار.

جدول رقم (5-8)

تطور نسبة الإصدار الأولى (اسهم وسندات)

إلى الاستثمار الثابت الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1982-2000).

(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | الاستثمار الثابت<br>الإجمالى (2) | قيمة الإصدار<br>الأولى (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|----------------------------------|----------------------------|-------------------|
| 7.4      | 4067.4                           | 299.55                     | 1982              |
| 10.9     | 4054.25                          | 439.9                      | 1983              |
| 8.7      | 5560.15                          | 482.9                      | 1984              |
| 6.3      | 7214.95                          | 451.9                      | 1985              |



|       |         |         |              |
|-------|---------|---------|--------------|
| 8.4   | 7646.55 | 645.4   | 1986         |
| 4.9   | 8149.8  | 402.7   | 1987         |
| 8.80  | 10185   | 897.5   | 1988         |
| 7.9   | 13135   | 1033.3  | 1989         |
| 5.1   | 15300   | 775.47  | 1990         |
| 5.2   | 20603.5 | 1077.97 | 1991         |
| 11.5  | 28375.5 | 3272.49 | 1992         |
| 10.5  | 32548   | 3429.31 | 1993         |
| 13.4  | 36432   | 4879    | 1994         |
| 27.6  | 40759   | 11250.9 | 1995         |
| 44.4  | 46141   | 20478.3 | 1996         |
| 36.0  | 54062   | 19484.6 | 1997         |
| 57.8  | 61755   | 36342.8 | 1998         |
| 79.4  | 69961   | 55573   | 1999         |
| 26.5  | 77180   | 20452.2 | 2000         |
| %20.1 |         |         | متوسط الفترة |

المصدر:

- بالنسبة لقيمة الإصدار الأولى ، فمصدرها الجدول رقم (5) بالملحق الإحصائي .  
- بالنسبة للاستثمار الثابت الإجمالي ، فمصدره الجدول رقم (2) بالملحق الإحصائي ، وذلك بعد أخذ متوسط لكل عامين مابين لحساب قيمة الاستثمار الثابت الإجمالي في كل سنة ميلادية.

ويلاحظ أن هذه النسبة أخذت في التزايد خاصة في التسعينيات ، وعلى الأخص منذ عام 1992 ، حيث بلغت نحو 44% ، 36% ، 58.8% أعوام 96 ، 97 ، 1998 على الترتيب ، وبلغت أعلى قيمة لها عام 1999 حيث وصلت إلى نحو 79.4% .

وعلى الرغم من انخفاض هذه النسبة عام 2000 لتصل إلى نحو 26.5% إلا أن تنامي هذه النسبة يعطى مؤشراً على تنامي دور إصدار الأوراق المالية في تمويل الاستثمار الثابت الإجمالي والآفاق المستقبلية الإيجابية في هذا الشأن.

ثالثاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الادخار المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (1982-2000).

من الجدول رقم (5-9) يتضح أن أعلى نسبة للإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الادخار المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000) ، كانت في عام 1999 ، حيث بلغت نحو 103.4% ، بينما كانت أقل نسبة لها في عام 1987 ، حيث بلغت نحو 6.4% ، بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالي 29.1% خلال الفترة (1982-2000) .

ويلاحظ أن هذه النسبة ارتفعت في بعض السنوات خلال هذه الفترة ، وذلك إما لانخفاض حجم الادخار المحلي الإجمالي ، كما في عام 1989 ، حيث وصلت هذه النسبة إلى 31.5% ، أو نظراً لتزايد قيمة الإصدارات الأولية ، كما في عام 1988 ، حيث وصلت إلى نحو 20.2% .

وباستبعاد هاتين القيمتين - باعتبارهما متطرفتين - يمكن القول بأن نسبة الإصدارات الأولية إلى الادخار المحلى الإجمالى خلال الفترة (1982-1991) تراوحت ما بين 6.4% ، 13.5 % بمتوسط سنوى بلغ حوالى 9.4% خلال الثمانينات ، ارتفع إلى 33.7% خلال التسعينات.

وهذا يعنى ، أنه بعد صدور قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 ، أخذت هذه النسبة فى التحسن حيث بلغت نحو 17.1% عام 1994 ، ثم إلى نحو 37.7% فى عام 1995 ، وبلغت ذروتها عام 1999 لتصل إلى 103.4% ولكنها انخفضت إلى حوالى 33.6% خلال عام 2000

مما سبق يمكن القول ، بأن نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الإيداع المحلى الإجمالى خلال الفترة (1982-2000) ، هى نسبة ضعيفة ولكنها متزايدة، الأمر الذى يؤكد على أن هناك استجابة إذا ما توافر لسوق الإصدار مزيد من الأدوات والمؤسسات التى تعمل على تنشيطها وزيادة فعاليتها لتتمكن من تأدية دورها فى حشد وتنمية المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج .

رابعاً : الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1982-2000)  
من مقاييس كفاءة سوق الأوراق المالية ، قدرتها على تجميع المدخرات وإعادة توجيهها نحو التوظيفات المقيمة للمجتمع ، ويأتى فى مقدمتها الاستثمارات طويلة الأجل .

ومن العوامل المواتية فى الاقتصاد المصرى أن حجم الودائع غير الجارية بالجهاز المصرفى يفوق كثيراً حجم الودائع الجارية ، مما يعنى وجود طاقة ادخارية كامنة يمكن توظيفها بواسطة سوق الأوراق المالية نحو الاستثمارات طويلة الأجل.(1)

وعلى الرغم من ذلك فالملاحظ أن متوسط نسبة إجمالى حجم الأوراق المالية المصدرة إلى جملة الودائع الادخارية غير الجارية (طويلة الأجل) فى مصر خلال السنوات (1982-2000) ، تقدر بنحو 62.1% ، وذلك كما هو موضح بالجدول رقم (5-10) ، حيث يتضح وجود قدر كبير من المدخرات طويلة الأجل متراكمة سنوياً يمكن أن يعاد توظيفها سنوياً فى شكل أوراق مالية من خلال سوق الإصدار ، وهى نسبة ضعيفة لم تتعد الـ 5% فى بعض السنوات ، كما أن أعلى نسبة لها خلال الفترة السابقة لصدور القانون رقم(95) لسنة 1992 كانت حوالى 20.8 % وذلك فى عام 1992، مما يعنى أنه كان هناك من المدخرات لدى البنوك التى لا تجد الفرص الاستثمارية لها فى المشروعات الإنتاجية المناسبة .

#### جدول رقم (5-9)

(1) على الرغم من أن هذه مدخرات فعلية إلا أنها يمكن أن تساهم فى تنمية الادخار بطريقة غير مباشرة من خلال استثمارها فى الأوراق المالية ومن ثم إتاحة الفرص للشركات القائمة بالتوسع أو إنشاء شركات أخرى. انظر الجدول رقم (3) بالملحق الإحصائى.

تطور نسبة الإصدار الأولى (اسهم وسندات) إلى الادخار المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1982-2000).

(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | الادخار المحلى<br>الإجمالى بالأسعار<br>الجارية (2) | قيمة الإصدار<br>الأولى (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|--|----------------------------|-------------------|
| 7.6      | 3932.5   | 299.55                     | 1982              |
| 12.5     | 3525   | 439.9                      | 1983              |
| 13.5     | 3569.5   | 482.9                      | 1984              |
| 8.2      | 5484.5   | 451.9                      | 1985              |
| 10.3     | 6267.5   | 645.4                      | 1986              |
| 6.4      | 6257   | 402.7                      | 1987              |
| 20.2     | 4446   | 897.5                      | 1988              |
| 31.5     | 3276.5   | 1033.3                     | 1989              |
| 7.8      | 9953   | 775.47                     | 1990              |
| 9.1      | 11787  | 1077.97                    | 1991              |
| 16.5     | 19886  | 3272.5                     | 1992              |
| 13.0     | 26400  | 3429.3                     | 1993              |
| 17.1     | 28550  | 4879                       | 1994              |
| 37.7     | 29841.5  | 11250.9                    | 1995              |
| 72.5     | 28237.5  | 20478.3                    | 1996              |
| 54.6     | 35676  | 19484.6                    | 1997              |
| 54.6     | 47046  | 36342.8                    | 1998              |
| 103.4    | 53711.5  | 55573                      | 1999              |
| 33.6     | 60955  | 20452.2                    | 2000              |
| 29.1%    |  |                            | متوسط الفترة      |

**المصدر :**

-بالنسبة لقيمة الإصدار الأولى : فمصدره الجدول رقم (5) بالملحق الإحصائى.  
-بالنسبة للادخار المحلى الإجمالى فمصدره الجدول رقم (2) بالملحق الإحصائى ، وذلك بعد أخذ متوسط لكل عامين ماليين لحساب قيمة الادخار المحلى الإجمالى فى كل سنة ميلادية.

**جدول رقم (5-10)**

تطور نسبة الإصدار الأولى (اسهم وسندات)

إلى الودائع غير الجارية بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1982-2000).

(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | قيمة الودائع غير<br>الجارية (2) | قيمة الإصدار<br>الأولى (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|---------------------------------|----------------------------|-------------------|
| 8.80     | 3414                            | 299.55                     | 1982              |
| 17.3     | 2545                            | 439.9                      | 1983              |
| 14.8     | 3272                            | 482.9                      | 1984              |
| 9.0      | 5018                            | 451.9                      | 1985              |

|       |       |         |              |
|-------|-------|---------|--------------|
| 25.2  | 2563  | 645.4   | 1986         |
| 5.3   | 7668  | 402.7   | 1987         |
| 14.1  | 6361  | 897.5   | 1988         |
| 12.2  | 8438  | 1033.3  | 1989         |
| 5.8   | 13292 | 775.47  | 1990         |
| 7.8   | 13794 | 1077.97 | 1991         |
| 20.8  | 15737 | 3272.5  | 1992         |
| 27.8  | 12341 | 3429.31 | 1993         |
| 44.7  | 10925 | 4879    | 1994         |
| 99.5  | 11304 | 11250.9 | 1995         |
| 132.5 | 15457 | 20478.3 | 1996         |
| 107.7 | 18095 | 19484.6 | 1997         |
| 234   | 15531 | 36342.8 | 1998         |
| 312.7 | 17774 | 55573   | 1999         |
| 88.6  | 23073 | 20452.2 | 2000         |
| %61.2 |       |         | متوسط الفترة |

المصدر:

- بالنسبة لقيمة الإصدار الأولى ، فمصدرها الجدول رقم (5) بالملاحق الإحصائي.  
- بالنسبة لقيمة الودائع غير الجارية فقد تم حسابها من الجدول رقم (3) بالملاحق الإحصائي.

ويلاحظ أن هذه النسبة بدأت فى الزيادة بعد ذلك ، حيث وصلت إلى نحو 132.5% عام 1996 ، ثم إلى نحو 234% عام 1998 ، ثم بلغت ذروتها عام 1999 لتصل إلى نحو 312.7%

وعلى الرغم من انخفاض هذه النسبة خلال عام 2000 لتصل إلى 88.6% إلا أن الاتجاه التصاعدي لها يؤكد أن سوق الإصدار يتوافر لديها الطاقة لاستيعاب واجتذاب قدر أكبر من هذه الودائع طويلة الأجل ، وإعادة توظيفها من خلال الأوراق المالية فى مجالات الاستثمار طويلة الأجل بالصورة المرجوة منها.

## الفصل السادس

### دور سوق التداول في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة خلال الفترة (2000-1982)

مقدمة :

لسوق التداول أهمية كبيرة باعتبارها السوق التي يتم فيها التعامل على كافة الأوراق المالية المقيدة بها السابق إصدارها في سوق الإصدار . ويخصص هذا الفصل لدراسة دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار من خلال سوق التداول خلال الفترة (2000-1982) ، وذلك من خلال المبحثين التاليين : \_

المبحث الأول : تطور سوق التداول في مصر خلال الفترة (2000-1982).

المبحث الثاني : تقييم دور سوق التداول في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة (2000-1982).

### المبحث الأول

#### تطور سوق التداول في مصر خلال الفترة (2000-1982)

مقدمة :

تساعد سوق التداول على إتمام العمليات المالية بين البائعين والمشتريين للأصول المالية بسهولة ويسر ، مع إمكانية تحويل هذه الأصول إلى سيولة في أي وقت . وقد شهدت سوق التداول في مصر تطوراً كبيراً خلال الفترة (2000-1982) وهناك عدة مؤشرات يمكن من خلالها التعرف على مدى هذا التطور.

ويركز هذا المبحث على أهم هذه المؤشرات ، وذلك على النحو التالي : \_

أولاً : تطور حجم التداول السنوي في مصر خلال الفترة (2000-1982).

ثانياً : تطور قيمة التداول السنوي في مصر خلال الفترة (2000-1982).

ثالثاً : تطور نسبة رسملة البورصة في مصر خلال الفترة (1982-2000).  
رابعاً : تطور الحجم النسبي لسوق التداول في مصر خلال الفترة (1982-2000).

أولاً : تطور حجم التداول السنوى في مصر خلال الفترة (1982-2000).

من الجدول رقم (6-1) والذي يوضح تطور حجم التداول السنوى في مصر خلال الفترة (1982-2000) ، يتضح النمو المطرد في حجم التداول السنوى للأوراق المالية سواء المقيدة منها أو غير المقيدة ، فقد ارتفع من نحو 2.3 مليون ورقة عام 1982 كلها أسهم وسندات مقيدة بالبورصة إلى نحو 29.6 مليون ورقة في عام 1992 منها (20.7 مليون ورقة مقيدة ، 8.9 مليون ورقة غير مقيدة) بمتوسط معدل نمو بلغ نحو 33.5% خلال الفترة من عام 1982 إلى عام 1992.

ويلاحظ أن حجم التداول السنوى واصل ارتفاعه خلال السنوات التالية إلى أن وصل في عام 1998 إلى نحو 570.8 مليون ورقة منها (440.3 مليون ورقة مقيدة ، 130.5 مليون ورقة غير مقيدة ) ، ثم واصل ارتفاعه ليصل ذروته في عام 2000 حيث وصل إلى حوالى 1108 مليون ورقة منها (1029.3 مليون ورقة مقيدة ، 78.7 مليون ورقة غير مقيدة) بمعدل نمو بلغ نحو 83.2% في المتوسط خلال الفترة (1993 – 2000) ، وبمتوسط معدل نمو بلغ 54.4% خلال الفترة (1982-2000).

وهذا يعنى تزايد النمو في حجم التداول في الفترة (93-2000) عنه خلال الفترة (1982-1992) ، مما يساير الاتجاه العام المتمثل في استمرار نمو حجم سوق الأوراق المالية المصرية خاصة في التسعينيات.

ثانياً : تطور قيمة التداول السنوى في مصر خلال الفترة (1982-2000) :

من الجدول رقم (6-2) والذي يوضح قيمة التداول السنوى في مصر خلال الفترة (1982-2000) ، يتضح النمو الهائل في قيمة التداول السنوى للأوراق المالية سواء المقيدة منها أو غير المقيدة ، فقد ارتفعت هذه القيمة من نحو 9.5 مليون جنيه عام 1982 كلها أسهم وسندات مقيدة بالبورصة إلى نحو 596.6 مليون جنيه في عام 1992 منها (371.4 مليون جنيه أسهم وسندات مقيدة ، 225.3 مليون جنيه أسهم وسندات غير مقيدة) بمتوسط معدل نمو بلغ نحو 55.7% خلال الفترة (1982 – 1992) .

### جدول رقم (6-1)

تطور حجم التداول السنوى في مصر خلال الفترة (1982-2000)

(الكمية بالمليون سهم)

| البيان | حجم التداول السنوى | معدل النمو % |
|--------|--------------------|--------------|
|--------|--------------------|--------------|

| السنوات      | أوراق مالية مقيدة | أوراق مالية غير مقيدة | الإجمالي |        |
|--------------|-------------------|-----------------------|----------|--------|
| 1982         | 2.3               | -                     | 2.3      | -      |
| 1983         | 3.5               | 0.02                  | 3.7      | 60.9   |
| 1984         | 3.8               | 1.3                   | 5.1      | 37.8   |
| 1985         | 2.3               | 0.9                   | 3.2      | (37.3) |
| 1986         | 4.5               | 1.7                   | 6.2      | 93.8   |
| 1987         | 6.7               | 2.8                   | 9.5      | 53.2   |
| 1988         | 4.9               | 1.7                   | 6.60     | (28.0) |
| 1989         | 6.60              | 2.6                   | 9.2      | 39.4   |
| 1990         | 14.3              | 2.7                   | 17       | 84.8   |
| 1991         | 19.2              | 3.5                   | 22.7     | 33.5   |
| 1992         | 20.7              | 8.9                   | 29.6     | 30.4   |
| 1993         | 13.7              | 4                     | 17.7     | (4.7)  |
| 1994         | 29.3              | 30.5                  | 59.8     | 237.9  |
| 1995         | 43.7              | 28.5                  | 72.2     | 20.7   |
| 1996         | 170.5             | 37.2                  | 207.7    | 187.7  |
| 1997         | 386.7             | 85.8                  | 372.5    | 79.3   |
| 1998         | 440.3             | 130.5                 | 570.8    | 53.2   |
| 1999         | 841.1             | 233                   | 1074.1   | 88.2   |
| 2000         | 1029.3            | 78.7                  | 1108     | 3.2    |
| متوسط الفترة |                   |                       |          | %54.4  |

المصدر:

الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائي .

### جدول رقم (2-6)

تطور قيمة التداول السنوى فى مصر خلال الفترة (1982-2000)

(القيمة بالمليون جنيه)

| معدل النمو % | قيمة التداول السنوى |                       |                   | البيان السنوات |
|--------------|---------------------|-----------------------|-------------------|----------------|
|              | الإجمالي            | أوراق مالية غير مقيدة | أوراق مالية مقيدة |                |
| -            | 9.5                 | -                     | 9.5               | 1982           |
| 205.3        | 29                  | 2.7                   | 26.3              | 1983           |
| 89.3         | 54.9                | 25.4                  | 29.5              | 1984           |
| 14.6         | 62.9                | 20.3                  | 42.6              | 1985           |
| 94.3         | 122.3               | 38.5                  | 83.7              | 1986           |
| 52.7         | 186.6               | 63.2                  | 123.4             | 1987           |
| (28.0)       | 134.3               | 41.2                  | 93.1              | 1988           |
| 70.6         | 229.1               | 91.5                  | 137.6             | 1989           |
| 49.1         | 341.5               | 135.3                 | 206.2             | 1990           |
| 25.3         | 427.8               | 193.9                 | 233.9             | 1991           |

|       |         |        |         |              |
|-------|---------|--------|---------|--------------|
| 39.5  | 596.7   | 225.3  | 371.4   | 1992         |
| (4.7) | 568.6   | 293.7  | 274.9   | 1993         |
| 349.7 | 2557.2  | 1343.2 | 1214    | 1994         |
| 50.5  | 3849.4  | 1555.2 | 2294.2  | 1995         |
| 184.9 | 10967.5 | 2198.3 | 8769.2  | 1996         |
| 120.8 | 34219.8 | 3937.4 | 20282.4 | 1997         |
| (3.5) | 23363   | 4863   | 18500   | 1998         |
| 67.3  | 39086.1 | 6235   | 32851   | 1999         |
| 38.2  | 54012   | 8223   | 45789   | 2000         |
| %74.5 |         |        |         | متوسط الفترة |

المصدر:

الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائي.

وواصلت قيمة التداول السنوى ارتفاعها خلال السنوات التالية إلى أن وصلت فى عام 1999 إلى نحو 39.1 مليار جنيه منها ( 32.9 مليار جنيه أسهم وسندات مقيدة ، 6.2 مليار جنيه أسهم وسندات غير مقيدة) ، ثم واصلت ارتفاعها إلى أن وصلت فى عام 2000 حوالى 54 مليار جنيه منها (45.8 مليار جنيه أسهم وسندات مقيدة ، 8.2 مليار جنيه أسهم وسندات غير مقيدة ) بمعدل نمو بلغ 38.2% بالمقارنة بالعام السابق ، وبمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى 100% خلال الفترة (1993-2000).

وقد بلغ متوسط معدل النمو خلال الفترة (1982-2000) نحو 74.5% مما يدل على النمو الكبير فى قيمة التداول السنوى ، وقد انعكس ذلك على متوسط قيمة التداول اليومى والشهرى ، حيث ارتفعت هذه القيمة من نحو 0.038 مليون جنيه ، 0.79 مليون جنيه على الترتيب فى عام 1982 إلى نحو 204.6 مليون جنيه ، 4501 مليون جنيه على الترتيب فى عام 2000. (1)

ثالثاً : تطور نسبة رسملة البورصة فى مصر خلال الفترة (1982-2000) :

يقصد برسملة البورصة Capitalization متوسط السعر السوقى للسهم مضروباً فى عدد الأسهم المقيدة بالبورصة.

ومن الجدول رقم (3-6) يتضح التزايد المستمر فى القيمة السوقية للأسهم المدرجة ببورصتى القاهرة والإسكندرية (رسملة البورصة)، حيث ارتفعت هذه القيمة من نحو 541 مليون جنيه فى عام 1982 إلى نحو 10.8 مليار جنيه فى عام 1992 ثم واصلت ارتفاعها لتصل إلى نحو 83.1 مليار جنيه فى عام 1998 ، ثم إلى 112.3 مليار جنيه عام 1999 ، حتى وصلت إلى أعلى قيمة لها خلال الفترة لتصل إلى نحو 119.8 مليار جنيه فى عام 2000.

ويلاحظ أن القيمة السوقية للأسهم المدرجة ببورصتى القاهرة والإسكندرية (رسملة البورصة) قد تضاعفت بنحو 221 مرة عما كانت عليه فى بداية الفترة ، حيث ارتفعت هذه القيمة

(1) راجع الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائي.



من نحو 541 مليون جنيه عام 1982 إلى نحو 119.8 مليار جنيه في عام 2000 ، بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ 35.6% خلال الفترة (1982-2000).

جدول رقم (3-6)  
تطور رسملة البورصة فى مصر خلال الفترة (1982-2000)  
(القيمة بالمليون جنيه)

| السنة        | رسملة البورصة | معدل النمو % |
|--------------|---------------|--------------|
| 1982         | 541           | -            |
| 1983         | 917           | 69.50        |
| 1984         | 1358          | 48.09        |
| 1985         | 1838          | 35.35        |
| 1986         | 2333          | 26.93        |
| 1987         | 4021          | 72.35        |
| 1988         | 4147          | 3.13         |
| 1989         | 4381          | 5.64         |
| 1990         | 5071          | 15.75        |
| 1991         | 8845          | 74.42        |
| 1992         | 10845         | 22.61        |
| 1993         | 12807         | 18.09        |
| 1994         | 14480         | 13.06        |
| 1995         | 27420         | 89.36        |
| 1996         | 48086         | 75.37        |
| 1997         | 70873         | 47.39        |
| 1998         | 83140         | 17.3         |
| 1999         | 112321        | 35.1         |
| 2000         | 119778        | 16.6%        |
| متوسط الفترة |               | 35.6         |

المصدر :  
الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائى.

ويلاحظ أن متوسط معدل النمو فى الفترة (1993-2000) كان أعلى منه خلال الفترة (1982-1992) ، حيث بلغ فى الفترة الأولى نحو 39.1% سنويا فى حين بلغ فى الفترة الثانية حوالى 34% سنويا مما يؤكد النمو المضطرد لسوق التداول خلال هذه الفترة.

رابعاً : تطور الحجم النسبى لسوق التداول خلال الفترة (1982-2000) :

حتى يمكن دراسة الحجم النسبي لسوق التداول خلال الفترة (1982-2000) ، فإن ذلك يتم من خلال استخدام مؤشرين هما: (1)

- 1- تطور نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000)
  - 2- تطور نسبة رسملة البورصة إلى حجم السيولة المحلية خلال الفترة (1982-2000).
- وفيما يلي دراسة تطور هذين المؤشرين .

### 1- تطور نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000) :

يتضح من الجدول رقم (4-6) والذي يوضح تطور نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي ، أن هذه النسبة ارتفعت من نحو 2.4% عام 1982 إلى نحو 36.4% عام 2000 بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالى 13% خلال تلك الفترة .

ويتضح من الجدول أيضاً الزيادة المضطربة في هذه النسبة خلال سنوات الدراسة بصفة عامة ، حيث ارتفعت هذه النسبة من 2.4% عام 1982 لتصل إلى نحو 7.8% عام 1987 ، ولكنها انخفضت إلى 6.3% ، 5.3% ، 5.1% خلال أعوام 1988 ، 1989 ، 1990 على الترتيب ، ثم عاودت الارتفاع في السنوات التالية لتصل إلى 8.3% عام 1993 .

وبالرغم من انخفاض هذه النسبة عام 1994 لتصل إلى 8.2% ، إلا أنها أخذت في الارتفاع المستمر منذ عام 1995 حيث وصلت إلى حوالى 13.5% ، ثم إلى حوالى 28.3% عام 1997 ، ثم إلى 30.5% عام 1998 ، ووصلت إلى أعلى نسبة لها في عام 1999 ، حيث وصلت إلى 37.4% ، ثم انخفضت انخفاضاً طفيفاً عام 2000 لتصل إلى حوالى 36.4% .

وعلى الرغم من هذه الزيادة المضطربة في تلك النسبة ، إلا أنها مازالت ضعيفة ، خاصة عند مقارنتها بما تحقق في أسواق بعض الدول الأخرى ، فقد تجاوزت قيمة رسملة البورصة قيمة الناتج المحلي الإجمالي في كثير من الدول ، حيث بلغت هذه النسبة على سبيل المثال نحو 184% ، 136.6% في كل ماليزيا والمكسيك على الترتيب عام 1998 ، وبلغت (79.4% في الأردن ، 61.3% في إسرائيل، 73% في الكويت، 29.4% في تركيا) عام 1998. (2)

### 2- تطور نسبة رسملة البورصة إلى السيولة المحلية في مصر خلال الفترة (1982-2000).

(1) يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر .. ، مرجع سابق، ص 165.  
(2) تم حساب هذه النسب من المصادر التالية :  
- بالنسبة لرسملة البورصة : صندوق النقد العربى ، قاعدة بيانات أسواق المال العربية ، الربع الثالث ، عام 1999 ، ص 67 .  
- بالنسبة لبيانات الناتج المحلي الإجمالي :

- The Economic Research Form for Arab Countries, "Economic Trends in The MENA Region", Opcit, P28, P41.

يتضح من الجدول رقم (5-6) والذي يوضح تطور نسبة رسملة البورصة إلى السيولة المحلية في مصر خلال الفترة (1982-2000) ، أن هذه النسبة ارتفعت من نحو 2.9% عام 1982 إلى نحو 44% عام 2000 بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ 15.6% خلال فترة الدراسة. ويتضح من الجدول أيضاً وجود زيادة مضطردة في هذه النسبة خلال فترة الدراسة بصفة عامة ، حيث ارتفعت هذه النسبة من نحو 2.9 عام 1982 إلى نحو 8.4% عام 1978 . ويلاحظ أن هذه النسبة أخذت في الانخفاض بعد ذلك حيث وصلت إلى حوالى 7.3% عام 1988 ، ثم استمرت في الانخفاض لتصل إلى 6.3% عام 1990.

جدول رقم (4-6)  
تطور نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلى الإجمالى  
فى مصر خلال الفترة (1982-2000)  
(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | الناتج المحلى الإجمالى بتكلفة<br>عوامل الإنتاج وبالأسعار<br>الجارية (2) | رسملة البورصة<br>(1) | البيان<br>السنوات |
|----------|---|----------------------|-------------------|
| 2.4      | 22462.5   | 541                  | 1982              |
| 3.5      | 26114.5   | 917                  | 1983              |
| 4.6      | 29268.2   | 1358                 | 1984              |
| 5.7      | 32343.9   | 1838                 | 1985              |
| 6.0      | 38898.3   | 2333                 | 1986              |
| 7.8      | 51340   | 4021                 | 1987              |
| 6.3      | 65900   | 4147                 | 1988              |
| 5.3      | 82373.5   | 4381                 | 1989              |
| 5.1      | 100157.5  | 5071                 | 1990              |
| 7.4      | 119920  | 8845                 | 1991              |
| 7.8      | 138650  | 10845                | 1992              |
| 8.3      | 154600  | 12807                | 1993              |
| 8.2      | 177000  | 14480                | 1994              |
| 13.5     | 202600  | 27420                | 1995              |
| 21.2     | 226850  | 48086                | 1996              |
| 28.3     | 250850  | 70873                | 1997              |
| 30.5     | 272620.5  | 83140                | 1998              |
| 37.4     | 300715.5  | 112321               | 1999              |
| 36.4     | 329554  | 119778               | 2000              |
| 12.95%   |   |                      | متوسط الفترة      |

المصدر:

- بالنسبة لرسملة البورصة : الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائي.
- بالنسبة للنتائج المحلى الإجمالى : الجدول رقم (2) بالملحق الإحصائي وذلك بعد أخذ متوسط لكل عامين ماليين لحساب قيمة الناتج المحلى الإجمالى فى كل سنة ميلادية.

جدول رقم (5-6)

تطور نسبة رسملة البورصة إلى السيولة المحلية خلال الفترة (1982 - 2000)  
(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | السيولة المحلية<br>(2) | رسملة البورصة<br>(1) | السنوات<br>البيان |
|----------|------------------------|----------------------|-------------------|
| 2.9      | 18544                  | 541                  | 1982              |
| 4.1      | 22467                  | 917                  | 1983              |
| 5.1      | 26876                  | 1358                 | 1984              |
| 5.2      | 35340                  | 1838                 | 1985              |
| 6.0      | 38644                  | 2333                 | 1986              |
| 8.4      | 47917                  | 4021                 | 1987              |
| 7.3      | 57162                  | 4147                 | 1988              |
| 6.8      | 64711                  | 4381                 | 1989              |
| 6.3      | 80696                  | 5071                 | 1990              |
| 9.2      | 96636                  | 8845                 | 1991              |
| 9.4      | 114902                 | 10845                | 1992              |
| 9.8      | 130161                 | 12807                | 1993              |
| 10.0     | 145459                 | 14480                | 1994              |
| 17.2     | 159695                 | 27420                | 1995              |
| 26.8     | 179155                 | 48086                | 1996              |
| 35.0     | 202336                 | 70873                | 1997              |
| 37.5     | 221608                 | 83140                | 1998              |
| 46.0     | 244097                 | 112339               | 1999              |
| 44.0     | 270942                 | 119778               | 2000              |
| %15.6    |                        |                      | متوسط الفترة      |

المصدر:

- بالنسبة لرسملة البورصة : الجدول رقم (4) بالملحق الإحصائي .
- بالنسبة للسيولة المحلية ، فكما يلى :
- الفترة من (1982 - 1993) : يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 168.

-الفترة من (1995 – 1998) : المرجع السابق، المجلد (39) ، العدد (2) ، عام 1999/1998 ، ص 102.

-الفترة(1999 – 2000) : البنك المركزي المصرى ، النشرة الإحصائية الشهرية ، العدد (46) ، يناير 2001 ، ص 2.

وبداية من عام 1991 أخذت هذه النسبة فى الإرتفاع التدريجى لتصل إلى 44% عام 2000 مقابل 9.8% عام 1993 ، 37.5% عام 1998 . وقد بلغت اعلى نسبة لها عام 1999 حيث بلغت 46%.

ولكن على الرغم من هذه الزيادة المستمرة فى نسبة رسملة البورصة إلى السيولة المحلية فى مصر ، إلا أنها مازالت ضعيفة عند مقارنتها بما تحقق فى أسواق بعض الدول الأخرى ، حيث تجاوزت هذه النسبة الـ 100% فى كثير من الدول المتقدمة ، حيث وصلت حوالى 134% ، 126.5% فى كل من المملكة المتحدة ، والولايات المتحدة على الترتيب فى عام 1994.

كما سجلت فى بعض الأوراق الناشئة النسب التالية : 81.9% فى تركيا عام 1993 ، 74.3% فى الأوراق المالية عام 1994 ، 46.8% فى عمان عام 1992 ، 35.6% فى تونس فى عام 1994. (1)

الخلاصة :

على الرغم من تضاعف القيمة السوقية للأسهم المدرجة فى البورصة المصرية خلال الفترة (1982-2000) ، إلا أن نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر من ناحية ، ونسبته إلى السوق المحلية من ناحية أخرى تظهر أن الحجم النسبى لسوق التداول فى مصر مازال ضعيفا ، فقد بلغ متوسط معدل النمو السنوى للقيمة السوقية إلى الناتج المحلى الإجمالى حوالى 13% خلال الفترة (1982-2000)، كما بلغ معدل النمو السنوى للقيمة السوقية إلى السيولة المحلية حوالى 15.6% خلال نفس الفترة .

ولكن يلاحظ أن هناك اتجاها تصاعديا لهذه النسب منذ عام 1992 ، مما يؤكد على أن الإعفاءات والمميزات التى أقرها القانون رقم (95) لسنة 1992 للشركات المساهمة فى حالة قيدها فى البورصة ساهمت فى زيادة الحجم النسبى لسوق التداول فى مصر ، وتزايد الإمكانيات المحتملة ومع إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية على الشركات المساهمة والتى كانت تزيد على 40 % على زيادة الحجم النسبى لسوق التداول فى المستقبل .

## المبحث الثانى

### تقييم دور سوق التداول فى تنمية الإدخار فى مصر خلال الفترة (1982-2000)

مقدمة :

(1) يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص 169.

على الرغم من أن السوق الأولية تعتبر الخطوة الأولى في حركة النشاط المالي ، إلا أنها لا تحقق للمستثمر الطمأنينة التي ينشدها من وراء الاستثمار في الأوراق المالية ، والتي تتمثل في توافر السيولة النقدية للأوراق المالية التي في حوزته عند عرضها للبيع ، وهو ما يشجع على تخصيص نسبة عالية من المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل ، ولا يتم ذلك إلا من خلال سوق التداول ، والتي تهدف إلى تيسير تداول الأوراق المالية ، وتضمن التصرف فيها دون قيد أو صعوبة .

وتعد الطاقة النسبية لسوق التداول من أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم هذه السوق. (\*) ، كما أن نسبة قيمة التعامل إلى إجمالي قيمة الودائع السنوية بالجهاز المصرفي يعد أيضاً مؤشراً هاماً لتقييم دور سوق التداول.

ويخصص هذا المبحث لدراسة هذه المؤشرات ، وذلك على النحو التالي :

أولاً: تطور نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (1982-2000).

ثانياً : تطور نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى الإيداع المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (1982-2000).

ثالثاً: تطور نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي المصري خلال الفترة (1982 - 2000).

أولاً : تطور نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (1982-2000).

يتضح من الجدول رقم (6-6) أن نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج في مصر خلال الفترة (1982-2000) كانت متواضعة ، فقد تراوحت هذه النسبة بين 0.04% - 0.4% خلال السنوات من 1982 حتى 1993 ، إلا أنها أخذت في الزيادة منذ عام 1994 والذي شهد حدوث طفرة كبيرة في قيمة التعامل عما كانت عليه في السنوات السابقة حيث وصلت هذه النسبة إلى 1.4% ، واستمرت هذه النسبة في الزيادة في السنوات التالية لتصل إلى 1.9% ، 4.8% عامي 1995 ، 1996 على التوالي ، وبلغت نحو 9.6% خلال عام 1997 ، ولكنها انخفضت خلال عام 1998 حيث وصلت نحو 8.6% ، ثم عاودت الارتفاع في عام 1999 لتصل إلى 13% ، وبلغت ذروتها عام 2000 حيث وصلت إلى حوالي 16.4%.

ويستخلص مما سبق أن هناك تفضيلاً متصاعداً للاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر ، وتنامى قدرتها على اجتذاب المدخرات سنة بعد أخرى ، وخاصة في الفترة (1995-2000) ، ولكن يلاحظ أن معدل النمو السنوي لنسبة قيمة التعامل إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1982-2000) بلغت حوالي 3% ، وهي نسبة ضعيفة جداً ، لاسيما عند مقارنتها بدول أخرى ، حيث بلغت حوالي 86% في المملكة المتحدة عام 1994 ، وحققت نحو 53.5% في الولايات المتحدة الأمريكية في نفس العام ، وقد بلغت هذه النسبة في بعض الدول النامية عام

(\*) تجدر الإشارة إلى أنه يجب التفرقة بين قياس الطاقة المطلقة لسوق التداول (البورصة) والطاقة النسبية لها ، فتقاس الأولى بحجم التعامل الذي يتم فيها ، أما الطاقة النسبية فتقاس بنسبة قيمة التعامل إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج المحلي الإجمالي والإيداع الإجمالي ، راجع: صبرى أحمد أبو زيد ، دور سوق المال .. ، مرجع سابق ، ص 96 .

1993 حوالي 18.5% فى تركيا ، 13.7% فى البرازيل ، 13% فى الفلبين ، فى حين انخفضت هذه النسبة إلى 10% فى الأردن عام 1994 ، بعد أن بلغت حوالي 24% عام 1993 (1).

ثانياً : نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (1982-2000).

يتضح من الجدول رقم (6-6) أن نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الإدخار المحلى الإجمالى بتكلفة عوامل الإنتاج فى مصر خلال الفترة ( 1982 - 2000 ) ، كانت متواضعة ، وذلك باستثناء الأعوام الثلاثة الأخيرة ، حيث وصلت هذه النسبة إلى ذروتها فى

جدول رقم (6-6)  
تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى  
فى مصر خلال الفترة (1982 - 2000)

(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | الناتج المحلى الإجمالى<br>بتكلفة عوامل الإنتاج<br>(2)<br>وبالأسعار الجارية | إجمالى<br>قيمة التعامل (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|--|----------------------------|-------------------|
| 0.04     | 22462.5  | 9.5                        | 1982              |
| 0.1      | 26114.5  | 29                         | 1983              |
| 0.2      | 29268.2  | 54.9                       | 1984              |
| 0.2      | 32343.9  | 62.9                       | 1985              |
| 0.3      | 38898.3  | 122.2                      | 1986              |
| 0.4      | 51340  | 186.6                      | 1987              |
| 0.2      | 65900  | 134.3                      | 1988              |
| 0.3      | 82373.5  | 229.1                      | 1989              |
| 0.3      | 100157.5   | 341.5                      | 1990              |
| 0.4      | 119920   | 427.8                      | 1991              |
| 0.4      | 138650   | 596.7                      | 1992              |
| 0.4      | 154600   | 568.6                      | 1993              |
| 1.4      | 177000   | 2557.2                     | 1994              |
| 1.9      | 202600   | 3849.4                     | 1995              |
| 4.8      | 226850   | 10967.5                    | 1996              |
| 9.7      | 250850   | 24219.8                    | 1997              |
| 8.6      | 272620.5   | 23363                      | 1998              |
| 13.3     | 300715.5   | 39086.1                    | 1999              |
| 16.4     | 329554   | 54012                      | 2000              |
| %3.08    |  |                            | متوسط الفترة      |

المصدر:

- بالنسبة لقيمة التعامل : الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائى.

(1) يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص 171 .

- بالنسبة للنتاج المحلى الإجمالى : الجدول رقم (2) بالملاحق الإحصائى. وذلك بعد أخذ متوسط لكل عامين ماليين  
لحساب قيمة الناتج المحلى الإجمالى فى كل سنة ميلادية.



عام 2000 لتصل حيث بلغت إلى نحو 88.6% ، فى حين بلغت حوالى 49.7% ،  
68.8% خلال عامى 1998 ، 1999 على الترتيب ، بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى 19.1  
% خلال الفترة (2000-1982).

جدول رقم (6-7)  
تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى  
فى مصر خلال الفترة (1982 - 2000)

(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | الادخار المحلى الإجمالى<br>بالأسعار الجارية (2) | إجمالى<br>قيمة التعامل (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|---|----------------------------|-------------------|
| 0.24     | 3932.5  | 9.5                        | 1982              |
| 0.82     | 3525  | 29                         | 1983              |
| 1.54     | 3569.5  | 54.9                       | 1984              |
| 1.15     | 5484.5  | 62.9                       | 1985              |
| 1.95     | 6267.5  | 122.2                      | 1986              |
| 2.98     | 6257  | 186.6                      | 1987              |
| 3.02     | 4446  | 134.3                      | 1988              |
| 6.99     | 3276.5  | 229.1                      | 1989              |
| 3.43     | 9953  | 341.5                      | 1990              |
| 3.63     | 11787   | 427.8                      | 1991              |
| 3.00     | 19886   | 596.7                      | 1992              |
| 2.15     | 26400   | 568.6                      | 1993              |
| 8.96     | 28550   | 2557.2                     | 1994              |
| 12.9     | 29841.5   | 3849.4                     | 1995              |
| 38.64    | 28237.5   | 10967.5                    | 1996              |
| 67.98    | 35637.6   | 24219.8                    | 1997              |
| 49.66    | 47046   | 23363                      | 1998              |
| 67.76    | 53711.5   | 39086.1                    | 1999              |
| 88.6     | 60955   | 54012                      | 2000              |
| 19.14%   |   |                            | متوسط الفترة      |

المصدر:

- بالنسبة لقيمة التعامل : الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائى.  
- بالنسبة للادخار المحلى الإجمالى : الجدول رقم (2) بالملحق الإحصائى. وذلك بعد أخذ متوسط  
لكل عامين ماليين لحساب قيمة الادخار المحلى الإجمالى فى كل سنة ميلادية.

ويلاحظ أن هذه النسبة تراوحت ما بين 0.2% - 3.6% خلال الفترة (1982-1992) -  
وذلك باستثناء عام 1989 الذى وصلت فيه نحو 7% - نظراً لانخفاض الادخار بصورة ملحوظة  
خلال ذلك العام - بمتوسط نمو سنوى بلغ 2.6% خلال هذه الفترة ، وهذه النسبة تعبر عن مدى  
قدرة السوق الثانوية على جذب المدخرات ، حيث يتبين من هذه النسبة أن السوق الثانوية لم  
تستطع جذب سوى 2.6% فى المتوسط من جملة المدخرات المحلية خلال تلك الفترة ، وهى نسبة  
ضئيلة للغاية.

ويلاحظ أن هذه النسبة قد تحسنت فى الفترة (1993-2000) حيث تراوحت ما بين ( 2.15% - 88.6%) بمتوسط نمو سنوى بلغ 42.1% ، الأمر الذى يعنى زيادة قدرة السوق الثانوية على جذب المدخرات لتصل إلى نحو 42.1% خلال تلك الفترة بالمقارنة بنحو 2.6% فى المتوسط خلال الفترة (1982-1992).

ويعنى ذلك أنه كان هناك اتجاها لتفضيل أصحاب المدخرات لتوظيف أموالهم فى صورة ودائع بالبنوك على حساب استثمارها عن طريق التعامل فى سوق التداول وذلك خلال الفترة الأولى ، بينما بدأ ذلك الإتجاه فى التغير خلال الفترة الثانية ، وخاصة خلال عامي 1999 ، 2000 ، حيث وصلت نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الادخار المحلى الإجمالى حوالى 67.8% ، 88.6% على الترتيب ، الأمر الذى يعنى وجود تحول - وإن كان ضعيفا - نحو الاستثمار فى البورصة ، ويظهر ذلك بصورة أوضح عند مقارنة نسبة قيمة التعامل فى البورصة بإجمالى الودائع السنوية بالجهاز المصرفى خلال فترة الدراسة .

ثالثاً : تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى إجمالى الودائع السنوية بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1982-2000).

يتضح من الجدول رقم (6-8) والذى يوضح تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى إجمالى الودائع السنوية بالجهاز المصرفى المصرى خلال الفترة (1982-2000) ، أنه على الرغم من تضاعف قيمة التعامل السنوى فى سوق التداول خلال هذه الفترة ، إلا أنه عند مقارنة هذه القيمة بقيمة الودائع السنوية لدى الجهاز المصرفى يتضح أن هذه النسبة كانت ضئيلة ، حيث تراوحت ما بين 0.2% - 4.5% خلال الفترة (1982-1993)، مما يعنى أنه كان هناك فارقاً كبيراً بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار فى الأوراق المالية من خلال البورصة ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع فى الجهاز المصرفى ، وهذا يعكس مدى إقبال الأفراد والمنشآت على استثمار أموالهم فى الأوعية الإيداعية المصرفية ، لما كانت تنتم به من ارتفاع مزاياها وعوائدها بالمقارنة باستثمارها فى الأوراق المالية ، وذلك فى الفترة السابقة لصدور القانون رقم (95) لسنة 1992.

وجدير بالذكر أنه بعد صدور القانون المشار إليه بدأت هذه النسبة فى التحسن ، حيث بلغت 21.4% عام 1994 ، ارتفعت إلى نحو 118.2% عام 1997 ، ثم إلى نحو 146% عام 1998 ، وبلغت ذروتها عام 2000 لتصل إلى نحو 222.4% ، الأمر الذى يعنى تقلص الفارق بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار فى الأوراق المالية من خلال البورصة ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع فى الجهاز المصرفى ، وخاصة فى السنوات الأخيرة من فترة الدراسة .

#### الخلاصة :

مما سبق يلاحظ أن دور سوق التداول فى تنمية الادخار خلال الفترة (1982-2000) كان ضعيفاً ، خاصة خلال الفترة السابقة لصدور القانون رقم (95) لسنة 1992 ، حيث تراوحت نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى ما بين (0.04%-0.4%) خلال الفترة (1982-1992)،ارتفعت هذه النسبة لتتراوح ما بين (0.4%-16.4%) خلال الفترة (1992- 2000) بمتوسط سنوى بلغ نحو 3.1% خلال الفترة (1982-2000).

كما يلاحظ انخفاض نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى اجمالي الادخار المحلي خلال فترة الدراسة ، حيث تراوحت هذه النسبة ما بين (0.2% - 3.6%) خلال الفترة (1982 - 1992) باستثناء عام 1989 ، والذي وصلت فيه هذه النسبة نحو 6.9% بمتوسط بلغ 2.6% سنويا.وقد بدأت هذه النسبة في الارتفاع بداية من عام 1993 لتصل إلى 8.9% عام 1994 ثم إلى نحو 67.8% عام 1999 ، وقد بلغت ذروتها عام 2000 ، حيث وصلت إلى نحو 88.6% بمتوسط بلغ حوالي 42.1% خلال الفترة (1993 - 2000) ، وقد بلغ متوسط نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى الادخار المحلي الإجمالي حوالي 19.1% خلال الفترة (1982-2000) .

ويشير تصاعد نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى الادخار المحلي الإجمالي أن هناك تحولاً للاستثمار في الأوراق المالية حيث ارتفعت نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي لتصل إلى نحو 146% عام 1998، حوالي 222.4% عام 2000 مقابل 3.6% عام 1992، ومقابل حوالي 0.2% عام 1982، الأمر الذي يؤكد على إمكانية زيادة مساهمة هذه السوق في تنمية وتعبئة المدخرات المحلية في المستقبل.

#### جدول رقم (6-8)

تطور نسبة قيمة التعامل في سوق التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي المصري خلال الفترة (1982 - 2000)

(القيمة بالمليون جنيه)

| (1)<br>% | إجمالي الودائع<br>السنوية (2) | إجمالي<br>قيمة التعامل (1) | البيان<br>السنوات |
|----------|-------------------------------|----------------------------|-------------------|
| 0.23     | 4043                          | 9.5                        | 1982              |
| 1.00     | 2896                          | 29                         | 1983              |
| 1.46     | 3752                          | 54.9                       | 1984              |
| 1.01     | 6200                          | 62.9                       | 1985              |
| 4.52     | 2702                          | 122.2                      | 1986              |
| 2.2      | 8476                          | 186.6                      | 1987              |
| 1.82     | 7397                          | 134.3                      | 1988              |
| 2.37     | 9653                          | 229.1                      | 1989              |
| 2.35     | 14514                         | 341.5                      | 1990              |
| 2.88     | 14862                         | 427.8                      | 1991              |
| 3.61     | 16519                         | 596.7                      | 1992              |
| 4.48     | 12679                         | 568.6                      | 1993              |
| 21.44    | 11929                         | 2557.2                     | 1994              |
| 31.8     | 12105                         | 3849.4                     | 1995              |
| 63.46    | 17282                         | 10967.5                    | 1996              |
| 118.32   | 20485                         | 24219.8                    | 1997              |
| 146      | 16004                         | 23363                      | 1998              |
| 208.6    | 18733                         | 39086.1                    | 1999              |
| 222.4    | 24282                         | 54012                      | 2000              |

المصدر:

- بالنسبة لقيمة التعامل : الجدول رقم (1) بالملحق الإحصائي.
- بالنسبة لقيمة إجمالي الودائع : الجدول رقم (3) بالملحق الإحصائي.

فصل ختامي

# خلاصة ونتائج البحث مع محاور لتفعيل دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر

مقدمة :

بعد استعراض أهم العقبات التي تعترض نمو سوق الأوراق المالية في مصر وكذلك تحليل وتقييم كل من سوقي الإصدار و التداول فإنه يتم تخصيص هذا الفصل لعرض أهم النتائج التي توصل إليها البحث و أيضا أهم المحاور التي يمكن ان تساعد على تنشيط وتنمية سوق الأوراق المالية في مصر بصفة عامة ، وتعمل دورها في تنمية الادخار في مصر بصفة خاصة (0

و على ذلك ينقسم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين :-

المبحث الأول : خلاصة ونتائج البحث .  
المبحث الثاني: محاور تفعيل دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر .

## المبحث الأول خلاصة ونتائج الدراسة

أولا : نتائج البحث على المستوى النظرى :

- تتمثل أهم نتائج الدراسة على المستوى النظرى فيما يلى :-
- 1- يعتبر تطوير سوق المال من المرتكزات المهمة فى إطار الجهود المبذولة للإصلاح الاقتصادى والتحول نحو آليات السوق من أجل تعبئة وتخصيص الموارد ، وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور أكبر فى النشاط الاقتصادى ، وذلك نظراً للدور الحيوى الذى تلعبه هذه السوق فى حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها إلى المشاريع الإنتاجية الأكثر كفاءة وربحية.
  - 2- يقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التى تعمل فى تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها ، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر .
  - 3- تنقسم سوق المال – بصفة عامة – إلى قسمين رئيسيين أولهما : سوق النقود ، وهى تلك السوق التى يتم فيها إصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل ، ويتولى الجهاز المصرفى ممثلاً فى البنك المركزى والبنوك التجارية ، القيام بهذه العمليات وثانيهما : سوق رأس المال ويتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ، وتنقسم هذه السوق إلى قسمين : هى سوق رأس المال غير المالى ، وسوق الأوراق المالية.
  - 4- تعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التى تتعامل فى الاستثمار المالى المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند اصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك، وتنقسم إلى سوق الاصدار وسوق التداول.

5- سوق الاصدار ، هى تلك السوق التى يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام فى الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات()

6-سوق التداول تعبر عن المكان الذى تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراء ، ويترتب عليها نقل الملكية للأوراق المالية السابقة اصدارها من بائع لمشتري ، طبقاً للسعر السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، وهذه السوق إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين واجراءات رسمية ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب .

7-لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات أو الاقتصاد القومى ، فهى توفر للأفراد قنوات ومداخل سليمة لاستثمار مدخراتهم -مهما بلغ حجمها- كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها الانفعاغ والتملك والعائد المناسب ، وبالنسبة للشركات فهى تخفض تكلفة الاستثمار وتوفر مصادر للتمويل فى أى وقت تريده الشركات، وعلى المستوى القومى فهى تساعد على تنمية الناتج القومى وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة ، كما أنها تساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبى المباشر واستثمارات المحفظة ، كما أنها تعمل على نجاح برامج الخصخصة خاصة فى الدول النامية.

8-يعتبر معدل الادخار حجر الزاوية لأية خطة تنموية ، فكلما كان هذا المعدل مرتفعاً ، كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف ، والعكس صحيح ، وتتصف علاقة الادخار بسوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة من الأهمية ، حيث ترتبط هذه السوق – لكونها آلية من آليات تجميع المدخرات وتنميتها داخل الاقتصاد الوطنى – بجميع الظواهر المثارة فى إطار علاقة الاستثمار بالإدخار ، بالإضافة إلى ذلك ، فإنه كلما ساعدت سوق الأوراق المالية على تحقيق أهداف المدخرين والمستثمرين ، كلما مكنها ذلك من تحقيق هدفها الرئيسى المتمثل فى تعبئة المدخرات وتنميتها .

9-فى اقتصاديات السوق الحرة تكون لأسواق الأوراق المالية والهيكل المالى الكفاء ، تأثيرات إيجابية هامة على النمو الاقتصادى من حيث الآثار التى تولدها الأسواق فى زيادة الحجم الكلى للمدخرات ، وزيادة التخصيص الكفاء لرأس المال ، وزيادة الحجم الكلى للاستثمار وتخصيص أكفاً للمدخرات الوطنية .

10-تعتبر الأوراق المالية بمثابة السلعة التى يتم تداولها فى سوق الأوراق المالية ، وهى تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين الدخول ، نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تتناسب مع مختلف المدخرين ، الأمر الذى يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين وليس بقدر مقدرتهم المالية ، وهناك العديد من الأوراق المالية التى يتم تداولها فى بورصات الأوراق المالية ، ويمكن تقسيم تلك الأوراق المالية إلى نوعين أساسيين هما ، الأسهم والسندات ، ويندرج تحت هذين التقسيمين عدة أنواع من الأوراق المالية .

11-السهم عبارة عن صك يؤكد لحاملة ملكية حصة فى رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذى دفعه، ولكل سهم قيمة اسمية وقيمة سوقية ، وتنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة وأسهم التمتع .

12-السند بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر بمقتضاه يفرض المستثمر الجهة مبلغاً لمدة محددة وبسعر فائدة معين ، والسندات إما تصدرها الحكومة أو تصدرها الشركات.

13-الأسهم والسندات وصكوك التمويل وحصص التأسيس هى الأوراق المالية التى يرد عليها التعامل وتخضع لوساطة شركات السمسرة فى القانون المصرى.

14-تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية ، وهى تستخدم للتحوط ضد مخاطر التقلبات فى الأسعار ، وتتكون المشتقات من العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيار ، والأدوات المالية الأخرى ذات الخصائص المشابهة.

## ثانياً : نتائج البحث على المستوى التطبيقى :

تتمثل أهم النتائج التى تم استخلاصها من هذا البحث على المستوى التطبيقى فيما يلى:-  
1- على الرغم مما تشهده سوق الأوراق المالية المصرية من تطور ، إلا أنها مازالت تواجه مجموعة من العقبات التى تعترض نموها بصفة عامة ، وتحد من مقدرتها على تنمية المدخرات وتعبئتها بصفة خاصة ، وتتمثل أهم هذه العقبات فيما يلى :-

اولاً : صغر حجم الأوراق المالية المعروضة فى السوق :

يلاحظ أن السوق المصرية – برغم ما تشهده من طفرة هائلة – تتسم بتواضع الإصدارات الجديدة ، إلى جانب ضآلة حجم المعاملات ، وذلك بسبب :-  
أ- انتشار الشركات المساهمة المغلقة فى السوق.  
ب-أستمرار تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات.  
ج-ضآلة الأوراق الحكومية المقيدة فى البورصة ، واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد فى تمويل احتياجاتها المالية .

ثانياً : انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات ، ويرجع ذلك لعدة أسباب منها :-

أ- أن معظم ما ينشر من بيانات ومعلومات عن الشركات المقيدة فى البورصة ، ينشر بشكل مجمل، ويفتقد فى كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط ، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المهتمين وخصوصاً صغار المدخرين والمستثمرين ، وبالتالي صعوبة الخروج بقرار بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التى تصدرها هذه الشركات .

ب-عدم توافر مؤسسات متخصصة تساعد صغار المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية وفقاً لأسس موضوعية ، وذلك من خلال قيامها بجمع ونشر وتحليل وتقييم المعلومات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية فى السوق.

ثالثاً : ضعف الثقة وأمية الاستثمار المالى ، حيث تعرض المدخر والمستثمر المصرى إلى عدة أحداث أثرت سلباً على مدخراته واستثماراته مما أفقده الثقة فيما يمكن أن تفرزه أسواق المال من أوعية مالية خاصة ، فضلاً عن وجود أمية استثمارية وعدم وعى استثمارى فيما يختص بماهية الأوراق المالية وأهميتها وذلك بين المثقفين والجامعيين أنفسهم .

رابعاً : تباين أساليب التقييم والطرح فى سوق الإصدار ، وبطء اجراءات التداول ونقل الملكية فى سوق التداول ، فقد تعرض سوق الإصدار لسياسات متباينة فى مجال تسعير الأسهم والأساليب المستخدمة فى التقييم مما ترتب عليه عديد من الآثار السينة على السوق منها:-

- اصابة كثير من المستثمرين بخسائر رأسمالية .  
- استبعاد شريحة كبيرة من صغار المدخرين والمستثمرين لافتقادهم القدرة على تملك الأسهم بهذه الأساليب .

-عدم تحقيق العدالة بين المستثمرين ، نظراً لتعدد الأسعار التى يتم الشراء بها . وبالنسبة لسوق التداول فقد كان يعانى من تخلف نظام نقل الملكية حيث كان تتم فيه بعض الإجراءات يدويا وتتأخر فيه فترات اصدار شهادات نقل الملكية ولا تتفق مع المعيار الدولى لعمليات نقل الملكية . ولكن يلاحظ أنه فى إطار برنامج تنظيم سوق رأس المال وتطويره ، تم انشاء وإدخال نظام للحفظ المركزى وتنظيم عمليات المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية بهدف العودة إلى إنجاز عمليات نقل الملكية إلى المعيار الدولى .

خامساً : الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق ، فمازالت سوق الأوراق المالية المصرية تعانى من عدم توافر المؤسسات صانعة السوق ، وهى المؤسسات التى تعمل على خلق توازن مستمر بين العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية ، من خلال توفير السيولة المناسبة للسوق نتيجة قيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات ، وذلك استناداً إلى معرفتها بأحوال السوق وبرغبات المستثمرين.

سادساً : ضآلة وجمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك ، فيلاحظ أن سوق الأوراق المالية فى مصر تواجه مشكلة ضعف وجمود محافظ الأوراق المالية لدى البنوك، مما يحد من قدرة هذه المؤسسات على القيام بالدور المرجو منها فى تنشيط سوق الأوراق المالية ، فبدراسة تطور نسبة استثمارات البنوك فى الأوراق المالية إلى المراكز الإجمالية لها خلال فترة الدراسة اتضح مدى انخفاض هذه النسبة ، حيث بلغ أقصى حجم استثمار وصلت إليه محفظة الأوراق المالية من إجمالى المركز المالى نحو 15.8% بالنسبة للبنوك التجارية ، 5.1% بالنسبة لبنوك الاستثمار والأعمال، 2.3% فقط بالنسبة للبنوك المتخصصة ، وهى نسب تعد منخفضة جداً إذا ما قورنت بنسب استثمارات هذه البنوك فى مجالات أخرى مثل الاستثمار فى الإقراض والخصم.

2- عند تقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الإدخار فى مصر خلال الفترة من ( 2000-82 ) أتضح مايلى :

**أولاً:** على الرغم من التطورات الإيجابية التي شهدتها سوق الإصدار في مجال إصدار الأسهم خلال فترة الدراسة ، إلا أن شيوع ظاهرة تأسيس الشركات المساهمة المغلقة يمثل عنصر ضعف لسوق الإصدار في مصر . كما تعاني سوق الإصدار من ضعف حجم إصدارات السندات ، بالإضافة إلى أن الجانب الأكبر منها يتمثل في إصدار السندات الحكومية.

**ثانياً:** ضعف نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلي خلال فترة الدراسة ، حيث تراوحت هذه النسبة ما بين 0.8% - 18.5% بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ 4.1% ، وهى نسبة منخفضة بالمقارنة ببعض الدول ، مما يعنى ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأوراق المالية المطروحة بها ويرجع ذلك إلى عدة عوامل لاسيما فى الفترة السابقة لصدور القانون رقم (95) لسنة 1992 يذكر منها:-

- غياب كثير من المؤسسات التى تساهم فى تنشيط وزيادة فعالية سوق الإصدار.
- اعتماد الهيئات العامة على الموازنة العامة لتغطية العجز ، بدلاً من طرح سندات للاكتتاب العام.
- احجام كثير من الشركات عن إصدار السندات لتمويل احتياجاتها ، لصعوبة تسويقها .

**ثالثاً:** يلاحظ أن نسبة مساهمة سوق الأوراق المالية من خلال السوق الأولية فى تمويل الاستثمارات خلال فترة الدراسة كانت ضعيفة للغاية ، حيث تراوحت هذه النسبة ما بين 5.1%-79.4%) وبتوسط معدل نمو سنوى بلغ 20.1% ، ويرجع ذلك لما يلى :-

- لجوء كثير من الوحدات الاقتصادية إلى السوق النقدية لتوفير التمويل اللازم لها بدلاً من طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام.
- اتخاذ جانب كبير من المشروعات الشكل القانونى لشركات الأشخاص ، بالإضافة إلى الشركات ذات المسئولية المحدودة .
- تفضيل القطاع الخاص لإنشاء الشركات المساهمة المغلقة.

**رابعاً:** عند حساب نسبة حجم الاصدارات الأولية إلى الودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفى اتضح أن هناك طاقة إيداعية كامنة يمكن توظيفها بواسطة سوق الأوراق المالية نحو الاستثمارات طويلة الأجل حيث ارتفعت هذه النسبة من نحو 8, 8% فى بداية فترة الدراسة عام 1982 إلى نحو 312.7% عام 1999 انخفضت إلى نحو 88.6% عام 2000 ، بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ 61.2% خلال فترة الدراسة مما يعنى أن هناك تحسناً ملحوظاً فى الطاقة النسبية لسوق الإصدار وقدرتها على استيعاب وجذب القدر الأكبر من هذه الودائع المتاحة.

**خامساً:** تحسن نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى إجمالى الإدخار المحلى خلال فترة الدراسة حيث تراوحت هذه النسبة ما بين 6.4% - 103.4% بمتوسط معدل سنوى بلغ 29.10% ولكنها مازالت منخفضة مما يعنى حاجة السوق الأولية إلى كثير من الأدوات التى تعمل على تنشيطه وزيادة فعاليته فى حشد المدخرات وتنميتها.

3- عند تقييم دور سوق التداول فى تنمية الإدخار فى مصر خلال الفترة من ( 2000-82) اتضح ما يلى :-



أولاً: على الرغم من تضاعف القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة خلال فترة الدراسة ، إلا أن نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي من ناحية وإلى السيولة المحلية من ناحية أخرى - كمؤشرين لقياس الحجم النسبي لسوق التداول - تظهر أن الحجم النسبي لسوق التداول في مصر مازال ضعيفاً. حيث أن نسبة رسملة البورصة لم تتعدى 37.4% حتى نهاية عام 2000 فقط من الناتج المحلي الإجمالي ، كما لم تتجاوز 46% بالنسبة للسيولة المحلية ، ومثل هذه النسب رغم ما حدث بها من تطور إيجابي ، إلا أنها مازالت تعتبر منخفضة جداً عند مقارنتها بما تحقق في أسواق بعض الدول الأخرى النامية.

ثانياً: تشير نسبة قيمة التعامل إلى الناتج المحلي الإجمالي من ناحية ، وإلى الإيداع المحلي الإجمالي من ناحية أخرى - كمؤشرين لقياس الطاقة النسبية لسوق التداول - إلى أن الطاقة النسبية لسوق التداول في مصر كانت ضعيفة جداً خلال فترة الدراسة ، ولاسيما عند مقارنتها بأسواق التداول في دول أخرى نامية . فقد بلغ متوسط نسبة قيمة التعامل خلال الفترة حوالي 3% فقط من الناتج المحلي الإجمالي ، كما أن أعلى نسبة لها وصلت نحو 16.4% عام 2000 بالمقارنة بنحو 0.4% عام 1982 كما أن متوسط نسبة قيمة التعامل خلال الفترة بلغ نحو 19.14% فقط من الإيداع المحلي الإجمالي ، وبرغم تحسن هذه النسبة من 24% عام 1982 إلى 88.6% عام 2000 إلا أنها مازالت نسبة متواضعة ، لا سيما أن قيمة التعامل السنوى أصبحت تفوق حجم المدخرات المحلية السنوية في كثير من الأسواق الناشئة .

ثالثاً: يلاحظ أن هناك فجوة كبيرة بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار في الأوراق المالية من خلال البورصة ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع في الجهاز المصرفي خلال الفترة محل الدراسة. فلم تتجاوز نسبة قيمة التعامل السنوى إلى إجمالي الودائع السنوية 2% في كثير من الأعوام خلال هذه الفترة . وهو ما يعكس مدى إقبال الأفراد والمنشآت خلال هذه الفترة على استثمار أموالهم في الأوعية الادخارية المصرفية ، لما كانت تنسم به من ارتفاع مزاياها وعوائدها عن توظيف الأموال في الأوراق المالية ، لا سيما في الفترة السابقة لصدور القانون رقم (95) لسنة 1992 ، ولكن يلاحظ أن هذه النسبة بدأت في التغير بداية من عام 1993 حيث ارتفعت من 4.5% في ذلك العام إلى نحو 118.2% في عام 1997 ، ثم إلى نحو 208.6% في عام 1999 وبلغت ذروتها خلال عام 2000 حيث وصلت حوالي 222.4% .

## المبحث الثاني

### محاوَر تفعيل دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإيداع في مصر

مقدمة :

يعتبر تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية في مصر لتؤدي دورها في تنمية الإيداع هدفاً في غاية الأهمية ، ذلك أن تنمية المدخرات الوطنية يعتبر أحد أهم الأهداف المتوخاه من إنشاء سوق الأوراق المالية وتحريكها للاستثمارات طويلة الأجل من خلال آلية السوق.

ويتم تخصيص هذا المبحث لصياغة عدد من المحاور التي من شأنها أن تعمل على تنمية وازدهار سوق الأوراق المالية بصفة عامة ، وتفعيل دورها في تنمية الإيداع بصفة خاصة ، وهذه المحاور هي : -

أولاً : التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال ، واتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الإدخار .  
ثانياً : إعداد وتنفيذ خطة إعلامية واسعة للتعريف بسوق الأوراق المالية ، والتوعية بأهمية الاستثمار فى الأوراق المالية .  
ثالثاً : العمل على تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية وتنشيط الطلب عليها.  
رابعاً : استحداث وتنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق.  
خامساً : العمل على تعدد جهات اصدار الأوراق المالية وضبط ايقاع التعامل بالسوق غير المنظم.  
سادساً : تعزيز الاشراف والرقابة على السوق وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق.

## المحور الأول : التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال ، واتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الإدخار .

تعد عملية تعبئة المدخرات الوطنية أحد أهم أهداف سوق المال ، ويعتبر حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التى تؤثر على نمو هذه السوق ، والتى ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادى.

لذا فإن أهم سؤالين يجب طرحهما عند دراسة المدخرات فى أى بلد هما: ما هو مستوى هذه المدخرات بالنسبة للدخل القومى؟ فى أى شكل تكون هذه المدخرات ؟  
فالإجابة على السؤال الأول تحدد حجم الاعتمادات المتاحة للاستثمار ، أما الإجابة على السؤال الثانى فتعطى مؤشرا للقطاعات التى تستفيد من هذه المدخرات والوسطاء الماليون الموجودون بهذه البلد.<sup>(1)</sup>

ومن ذلك المنطلق يجب التنسيق بين السياسات والقطاعات التى تضطلع بتعبئة المدخرات وتنميتها وخاصة السياسات المؤثرة على السوق المالية ، فحجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها يعتبر من أهم العوامل التى تؤثر على نمو السوق المالية ، والتى ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادى وبالتالي لايمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادى العام والسياسة الاقتصادية.

فلا شك فى أن كلاً من سياسة الاستثمار والسياسة المالية والسياسة النقدية والائتمانية وسياسة الدين العام والسياسة السعرية تلعب دوراً محورياً فى السوق المالية ، وعليها يتوقف مقدرة السوق على تعبئة المدخرات المحلية والخارجية ، لذلك يجب أن تتسم هذه السياسات بالمرونة والتحديث.<sup>(2)</sup>

---

(<sup>1</sup>) Rodriguez, R.M. & E.E. Corter , International Finance Management , Opcit. P 585

(<sup>2</sup>) لمزيد من التفاصيل حول ذلك راجع :-  
محمد سامح عبد الهادى ، دور سوق الأوراق المالية المصرية ... مرجع سابق ، ص ص 183-18.

ويتطلب الأمر أيضاً التنسيق بين الأسواق المختلفة التي تضطلع بتنمية المدخرات سواء كانت سوق النقد أو سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية وذلك باستصدار قانون عام لسوق المال يحدد العلاقة بين مختلف الأجهزة في السوق، فضلاً عن توحيد أسس التعامل بينها من النواحي القانونية والتنظيمية والضريبية وسعر الفائدة، لزيادة مرونة السوق المالية وتجار بها مع رغبات مختلف المدخرين. (1) وطبيعي أن يكون هذا القانون هو الوجه الآخر لقانون الاستثمار الموحد، وقانون الشركات، حتى تكتمل فعالية استخدام المدخرات المحلية.

كذلك فإنه من الضروري المساواة بين الأوعية الادخارية المختلفة من حيث المزايا والإعفاءات الضريبية – إن وجدت – بحيث تكون الزيادة في المدخرات زيادة حقيقية وليست مجرد انتقال المبالغ المحدودة بين الأوعية المختلفة للتمتع بميزات أفضل.

ولما كانت مدخرات القطاع العائلي تمثل أهم مصادر الإيداع في الاقتصاد المصري، فإن نجاح الحكومات في تعبئة المدخرات، مرهون بمدى الاستقرار والثقة التي يجب أن تتمتع بها السياسة الاقتصادية.

وبالإضافة إلى ماتم اتخاذه من سياسات وإجراءات في شأن تنمية الإيداع والاستثمار في مصر فإن السياسة الاقتصادية مازال أمامها كثير من المهام لتشجيع الإيداع وذلك باتباع عديد من الوسائل، يذكر منها مايلي:-(2)

1- تحسين معدلات العائد على الإيداع من خلال رفع معدلات العائد على الإيداع ومنح إعفاءات ضريبية لأنواع معينة من المدخرات، بالإضافة إلى تخصيص جوائز على أنواع معينة من الإيداع، وذلك حتى يمكن استقطاب مزيد من المدخرات وزيادة حجم الإيداع المالي.

2- العمل على تشجيع الإيداع التعاقدى في شركات التأمين على الحياة ونظم التأمينات الاجتماعية وغيرها من الترتيبات التعاقدية التي تتطلب من المودعين الحفاظ على مدخراتهم في أشكال معينة ولفترة محددة.

3- ربط تنمية المدخرات المالية بالأهداف الاجتماعية، مثل تشجيع الملكية القومية على نطاق واسع.

4- توفير خيارات متعددة من الأوعية الادخارية لتناسب مختلف المدخرين والعمل على كسب ثقة المدخرين عند حيازة الأصول المالية.

5- حماية الإيداع ضد انخفاض قيمة الأصول والتي تنجم عن التضخم باستصدار أوراق مالية تراعى مستويات التضخم السارية.

---

(1) جديد بالذكر أن وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية قد قامت بصياغة مشروع قانون شامل لتنظيم سوق رأس المال وسوق على مجلس الشعب لإقراره وهو يراعى متطلبات تنشيط التعامل في السوق والتطور التي شهدتها أسواق المال العالمية في السنوات الأخيرة.

(2) راجع: سليمان المنذرى، البيئة الاقتصادية ...، مرجع سابق، ص 9-13.

6- توافر الاستقرار السياسى والاقتصادى والذى يتمثل فى استقرار النظم والقوانين السياسية والاقتصادية ، وتجنب التقلب المستمر فى السياسات والقرارات الاقتصادية ، وتوخى الوضوح فى وضع وصياغة الأهداف العامة وسبل تحقيقها من سياسات وأدوات ، بحيث لا يكون التغيير فيها إلا بسبب ظروف جديدة لم تكن متواجدة عند تحديدها أو إصدارها ، بما يوفر الاستقرار ويشجع رؤوس الأموال الخاصة الوطنية والأجنبية للدخول فى المشروعات الاستثمارية المختلفة بما يحقق الأهداف المرجوة، كما يجب أن يكون من ضمن الأهداف العامة تحقيق الاستقرار لمستوى ومعدل نمو النشاط الاقتصادى بما يمكن من تلافى فترات الركود أو التضخم لما لها من آثار سلبية على الإدخار والاستثمار وبالتالي على نشاط سوق الأوراق المالية.<sup>(1)</sup>

## المحور الثانى : اعداد وتنفيذ خطة اعلامية واسعة للتعريف بسوق الأوراق المالية ، والتوعية بأهمية الاستثمار فى الأوراق المالية :

إن تعبئة المدخرات فى مجتمعنا ستظل هدفاً يستحق تضافر الجهود الوطنية فى إطار تعبئة وتحقيق استخدام أفضل للموارد المحلية جنباً إلى جنب مع الموارد الأجنبية .ويتطلب ذلك سياسات فعالة لتسهيل عملية تراكم رأس المال ، كما أن حجم الاستثمارات التى يمكن أن يحققها المجتمع يتوقف لدرجة كبيرة على عوامل تنظيمية لها أثرها البالغ والهام فى تكوين المدخرات ، ومن ثم فى توفير الموارد التى تمول هذه الاستثمارات ، وهذه العوامل التنظيمية لا تتصل بالجوانب الاقتصادية وحدها ، ولكن تنصب على الجوانب الإجتماعية والسياسية فى المجتمع.

من أجل ذلك تعتبر قضية زيادة الوعى الادخارى وتنميته ، قضية قومية فى المقام الأول ، وأن نشر هذا الوعى ليس بالضرورة قضية اقتصادية وحسب ، بل هو ضرورة إجتماعية وسياسية أيضاً تستهدف إعادة صياغة مفاهيم الأفراد واتجاهاتهم ، إلا أن مشكلة خلق الوعى التوظيفى فى الأوراق المالية ، ربما يكون أكثر تعقيداً ، وهو لذلك يتطلب خطة قومية تقوم على أسس تربوية وإعلامية تفرس مفاهيم الإدخار والاستثمار غير المباشر ، وأهميته فى التنمية لدى الأجيال الناشئة فى المدارس والجامعات.<sup>(2)</sup>

ويمكن ان تستند تلك الخطة الاعلامية إلى الأسس الرئيسية التالية:-<sup>(3)</sup>

1- تعميق مفهوم ملكية المشروعات لدى المدخرين والمستثمرين ، من حيث أن حيازة الأسهم تعنى ملكية جزئية للشركة ، بما يمثله ذلك من حقوق مختلفة أثناء حياة الشركة أو عند تصفيتها.

2- أن عائد الاستثمار فى الأسهم لا يقتصر على مجرد فائدة سنوية ثابتة ، كما هو الحال فى الودائع المصرفية مثلاً ، وإنما يتمثل العائد فى نصيب الأسهم من الأرباح التى تحققها الشركة والذى يوزع دورياً فى شكل كوبون قد يزيد مقداره أو ينقص ، وهو ما يتواءم مع استبعاد شبهة الربا التى تحوم حول الفائدة السنوية الثابتة ، فضلاً عن ذلك فإن هناك عائداً آخر هو الربح الرأسمالى ، حيث تتزايد قيمة الأسهم فى البورصة تبعاً لأداء الشركة وتحسن مركزها ،

( 1 ) محمد سامح عبد الهادى ، دور سوق الأوراق المالية المصرية ... ، مرجع سابق ، ص 187.

(1) سليمان المنذرى ، مرجع سابق ، ص 25.

(2) أميرأحمد السيد التوانى ، استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص ص 86-87.

ومن ثم يمكن عند بيع الأسهم الحصول على مبلغ يزيد على ما سبق دفعه عند الشراء به ، هذا مقابل تناقص القوة الشرائية للودائع النقدية بمقدار معدلات التضخم السنوية.

3- أن الاستثمار فى الأسهم يستوعب التضخم أو يقلل من آثاره إذ أن السهم وإن كان يمثل حقا مالياً لصاحبه فى الشركة إلا أنه يقابل هذا الحق أصول ثابتة تتزايد قيمتها الحقيقية مع زيادة معدلات التضخم.

ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة والتي تقوم على ماسلف ذكره من أسس من خلال الوسائل التالية :- (1)

1- نشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين عند الدعوة للاكتتاب فى إصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشتمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

2- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابى الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة امكانية ارسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم وأشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة ، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة فى الشركات.

3- إعادة البرامج الدراسية عن أسواق الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها إلى الجامعات والمدارس التجارية ، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التي تعكس تطورات هذه الأسواق بما يساعدهم على تصميم المناهج والمواد العلمية لهذه البرامج ، وأيضاً ترتيب زيارات لطلاب الكليات والمدارس التجارية للبورصات ، تمكيناً لهم من المشاركة الإيجابية فى نشاط السوق بعد تخرجهم.

4- إقامة الندوات واللقاءات فى أماكن التجمعات المختلفة ، بما فى ذلك تجمعات المصريين فى الخارج للتعريف بسوق الأوراق المالية ، وأهميتها للاقتصاد القومى وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم .

5- تشجيع إنشاء نوادى الاستثمار التي تساهم فى زيادة الوعي الاستثمارى فى الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه. (2)

6-زيادة الوعي الادخارى والتوظيفى لدى صغار المدخرين من خلال وسائل الاعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

المحور الثالث : العمل على تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية وتنشيط الطلب عليها .

(1) المرجع السابق ، ص 87 – 89 .

(2) محمد سامح عبد الهادى ، مرجع سابق ، ص 45.

أولاً : وسائل تنشيط عرض الأوراق المالية .  
يعد إصدار قدر كبير ومتنوع من الأوراق المالية أحد أهم متطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية ، ويمكن أن يتم ذلك من خلال عدة وسائل ، يذكر منها مايلي :  
(أ) استكمال برنامج الخصخصة :

تعتبر الخصخصة دعامة رئيسية لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية ، حيث تعمل على زيادة عدد الأوراق المالية المعروضة بالسوق ، ومن ثم زيادة عدد المستثمرين ، ولا شك أن زيادة عدد المستثمرين يسهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية ، نظراً لأن تصرفات أى منهم لن يؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.

كما أن التحول إلى الخصخصة يعنى التوجه إلى الرشد فى اتخاذ القرارات والسعى لتحقيق أقصى منفعة من الموارد المتاحة، مما يخلق عنصر المنافسة فى السوق ، بالإضافة إلى زيادة المرونة الإدارية فى اتخاذ القرارات المناسبة.

ولاشك فى أن زيادة عدد المستثمرين فى ضوء برنامج الخصخصة يعنى زيادة عدد حملة الأسهم وزيادة حجم التعامل على الأوراق المالية ، وهذه سمات تعكس زيادة السيولة فى سوق الأوراق المالية ، نظراً لأنها تعنى وجود أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية (زيادة عمق السوق) ، وأيضاً وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة مما يحقق الاستقرار فى سعرها، ويخفض من مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية(زيادة اتساع السوق).<sup>(1)</sup>

لذا يتطلب الأمر الإسراع فى استكمال تنفيذ برنامج الخصخصة عن طريق طرح مزيد من أسهم شركات قطاع الأعمال العام المرشحة لنقل ملكيتها للتداول ، بحيث تزيد من جانب العرض ، وبالتالي تتوافر البضاعة الجيدة اللازمة لعمل البورصة ، مع مراعاة الآتى:<sup>(2)</sup>  
1-عدم المغالاة فى أسعار الأسهم الجديدة المطروحة من قبل الشركات القابضة ، بحيث تتناسب مع القيمة الحقيقية لأصول وأداء الشركات المبيعة .  
2-أن يتم بيع الشركات التى يتم نقل ملكيتها عن طريق بورصة الأوراق المالية، وأن يتم التخصيص على أكبر عدد من المكتتبين حتى لا يتم خلق أى نوع من الاحتكار ، وذلك لمنع التحكم فى الأسعار.

(ب) تشجيع شركات قطاع الأعمال العام على زيادة رأسمالها من خلال الاكتتاب العام.  
إن طرح الشركات العامة أسهماً للاكتتاب العام من أجل زيادة رأسمالها ، كأحد أساليب برنامج توسيع قاعدة الملكية وإصلاح هيكلها التمويلية ، يساهم فى زيادة المعروض من الأوراق المالية فى سوق الإصدار<sup>(3)</sup>  
وتبدو أهمية هذا الاقتراح فى الوقت الحالى حيث تزيد المطالبة لتصحيح الهياكل التمويلية لبعض الشركات العامة ،بالنظر إلى عجز رأسمالها عن الوفاء باحتياجات الاحلال والتجديد والنقص السيولة اللازمة لاحتياجات التشغيل.<sup>(4)</sup>

(1)السعيد محمد لبيده ، مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية فى مصر، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال افريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال، القاهرة ، 2-4 أغسطس ، 1997 ، ص ص 259 – 260 .

(2) يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص 200 .

(1)المرجع السابق ، ص 200 .

(2) امير التونى ، استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص 89 .

وعلى ذلك فإن السياسة الأكثر واقعية هي تحويل عملية التمويل إلى عملية استثمارية بطرح أسهم زيادة رأسمال هذه الشركات للاكتتاب العام ودعوة المواطنين داخل البلاد وخارجها للمساهمة فيها.

#### (ج) تخفيض أسعار الضريبة على أرباح شركات الأموال. (1)

يتطلب تشجيع إنشاء شركات مساهمة جديدة - وبصفة خاصة الشركات الكبيرة ذات الاكتتاب العام - أن تجد أسهمها طريقها إلى سوق الأوراق المالية ضرورة تخفيض أسعار الضريبة على أرباح شركات الأموال، حيث تتراوح أسعار هذه الضريبة ما بين 32% - 40.5% وهي مغال فيها لاسيما مع الرغبة في تشجيع الاستثمار، وإنشاء المشروعات الجديدة التي تسهم في زيادة عرض الأوراق المالية.\*

#### (د) تشجيع البنوك المتخصصة على إصدار سندات جديدة لتمول نشاطها بدلاً من الاتجاه إلى الاقتراض .

يلاحظ أن في مصر عدد لا بأس به من المؤسسات المالية التي تعمل في مجال سوق المال ، وهذه المؤسسات بطبيعتها ، تلعب دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية كوسيط مالي من خلال ما يمكن ان تصدره او تكتتب فيه من أوراق مالية ومثال ذلك ما يلي :- (2)

- فالبنوك العقارية ، من المفروض أن تقدم قروضاً طويلة الأجل لتمويل إنشاء المباني والمدن الجديدة ، وهي من الممكن أن تلعب دوراً في انعاش السوق عن طريق إصدار سندات لتمويل استثماراتها .

- بنك التنمية الصناعية ، يمكن أن يساهم في تمويل المشروعات الصناعية ، وذلك بالاكتتاب في أسهمها (كمغطى أو مروج لها) ثم يقوم باعادة طرحها في السوق الثانوية، كذلك يمكن أن يصدر سندات لتوفير الموارد اللازمة لنشاطه بدلاً من لجوئه للاقتراض من البنك المركزي ومن المؤسسات الدولية.

- بنوك الاستثمار والأعمال ، حيث أن الأصل في قيام هذه البنوك هو مباشرة تجميع المدخرات لتوجيهها لخدمة الاستثمار والاقتصاد القومي ، والمفروض أن يتم تدبير مواردها عن طريق إصدار سندات ثم يستخدم هذه الموارد في تمويل المشروعات الاستثمارية وشراء الأسهم والسندات والتعامل في هذه الأوراق .

- بنك الاستثمار القومي ، فأهم ما يميز هذا البنك أن يحصل على جزء هام من موارده اعتماداً على ما يخصص له من الموازنة العامة هذا بالإضافة إلى المبالغ التي يقترضها من هيئة التأمينات الاجتماعية والهيئة العامة للتأمين والمعاشات وحصيلة شهادات الاستثمار وهيئة توفير البريد ، ويمكن أن يحاول البنك استيفاء جزء من احتياجاته المالية عن طريق إصدار سندات وأيضا محاولة توظيف موارده جزئياً في الأوراق المالية للمشروعات الجديدة .

(3) يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص 197 .  
(\*) جدير بالذكر ان هذه الضريبة قد تم إلغائها في نهاية عام 1999 .

(1) (عاطف النقلي ، مرجع سابق ، ص ص 40 - 41 .

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

يمكن تشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات اكتتاب عام من خلال خلق أدوات تمويلية جديدة تيسر عمل هذه الشركات ، بالإضافة إلى المحافظة على النسب اللازمة لادارتها من قبل اصحابها ، أو من قبل مساهميها الأوائل ، ويمكن أيضا للحكومة أن تعمل على تحويل جزء من السندات الحكومية غير المقيدة في البورصة إلى سندات مقيدة مما يساعد على خلق بضاعة جيدة ومضمونة ، تساهم في عرض مزيد من السندات المتاحة للتعامل عليها في السوق المنظمة (البورصة).<sup>(1)</sup>

ى-تطوير القواعد والقوانين واللوائح التي تحكم التعامل في السوق، وذلك من خلال عدة تدابير ، من أهمها :

- 1-مراجعة كافة القوانين واللوائح التي تحكم التعامل في سوق الأوراق المالية بصفة دورية وتطويرها لتنماشى مع متطلبات تنشيط التعامل في السوق وتفعيل ادوات الرقابة على التعاملات بها مع مراعاة التطورات الأخيرة التي شهدتها أسواق المال العالمية.
- 2-دراسة تقديم مشروعات قوانين لتنظيم عمليات الإيداع والقيود المركزي والتسوية والمقاصة في الأوراق المالية ، حيث مازال التشريع المصرى يخلو من أحكام هذه العمليات بالرغم من العمل بتلك النظم من بضع سنين في إطار القواعد العامة للقانون المصرى والأعراف السائدة في السوق.
- 3-بحث إدخال التعديلات التشريعية اللازمة للسماح بتداول ادوات مالية جديدة تتلاءم مع رغبات مختلف المستثمرين.
- 4-التطوير المستمر للقواعد المنظمة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بما يتماشى مع القواعد السارية في أسواق الدول المتقدمة.
- 5-دراسة إمكانية استحداث تنظيم جديد اكثر فاعلية لفض المنازعات في سوق الأوراق المالية ومدى إمكانية انشاء محاكم متخصصة في الفصل في المنازعات حول المسائل المالية .

**ثانياً : وسائل تنشيط الطلب على الأوراق المالية :**  
تتطلب تنمية سوق الأوراق المالية تكثيف الجهود في جانب الطلب أيضاً ، وذلك باتخاذ عدد من الإجراءات اللازمة لتوجيه المدخرين نحو حيازة الأوراق المالية ، سواء في السوق الأولية أو الثانوية.

وبالإضافة الى ما اتخذته الدولة من إجراءات ، يمكن تصور مجموعة من المقترحات للمساعدة في تنشيط الطلب على الأوراق المالية ، منها مايلى :-<sup>(2)</sup>  
**أ-تقوية الرغبة لدى الأفراد بأهمية الادخار والاستثمار في الأوراق المالية ، وببذل الجهود المستمرة للتوعية والتعريف بسوق الأوراق المالية باستخدام الخطة الإعلامية والتربوية السابق الإشارة إليها.**

(1) يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص 197.

(1) راجع في ذلك :

- يسرى جرجس بسطا ، مرجع سابق ، ص ص 200-205.

- محمد سامح عبد الهادى ، مرجع سابق ، ص ص 44 - 48.



## ب-تحريك العوائد المحققة من الأوراق المالية عن طريق :

- 1-الحفاظ على الاستقرار النقدي فى حدود ملائمة للحد من التضخم الذى يؤدى إلى رفع أسعار الفائدة الجارية وبالتالي انخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات .
- 2-تشجيع الشركات المساهمة على توزيع نسبة ملائمة من أرباحها على المساهمين، نظراً لأن سوق الأوراق المالية المصرية – فى الوقت الحالى – وطبيعة المدخرين بها الذين يرغبون فى تحقيق عائد دورى يساعدهم على مواجهة أعباء المعيشة فى حاجة إلى إيجاد نظام مرن فى توزيع الأرباح على المساهمين.
- 3-إعادة النظر من فترة لآخرى فى الضرائب المفروضة على عوائد الأوراق المالية من أسهم وسندات ، بحيث تلقى نفس معاملة الأوعية الادخارية الأخرى من حيث الإعفاءات والامتيازات وهو ما حاول تحقيقه القانون رقم 95 لسنة 1992 ، وذلك بهدف تحقيق التوازن فى تدفق المدخرات على سوق المال بفتواته المختلفة.

## ج- تقليل مخاطر الاستثمار المالى والتكاليف الضمنية فى الأوراق المالية عن طريق (1)

- 1-النظر فى تطبيق نظام للتأمين على محافظ الأوراق المالية التى توجد لدى الأفراد والمنظمات .
- 2-توفير المعلومات الكافية عن المراكز المالية وقوائم الدخل للشركات المساهمة بصفة دورية وعلى فترات مناسبة .
- 3-تحقيق الاستقرار فى مستوى الدخل القومى ومعدلات نموه وأيضاً جميع المتغيرات الاقتصادية التى تؤثر على ربحية واسعار الأوراق المالية مثل التضخم وأسعار الصرف واسعار الفائدة الجارية ، وايضاً المتغيرات السياسية والاجتماعية الأخرى .
- د-زيادة السيولة فى السوق من خلال :
  - 1- رفع كفاءة البورصة لتوفير السيولة فى الوقت المناسب للمستثمرين .
  - 2- تسهيل اقرض الأفراد والشركات بضمن الأوراق المالية.
  - 3- التفكير فى وضع نظام لتمويل شراء الأوراق المالية.
  - 4- تجزئة الأسهم ذات القيمة الأسمية المرتفعة وحث الشركات على إصدار أسهم بقيم أسمية منخفضة ، بما يسمح لصغار المدخرين بالتعامل فى الأسهم وتوزيع المدخرات على أنواع مختلفة منها لتقليل المخاطرة.
  - 5- الاستمرار فى إنشاء صناديق الاستثمار واتحادات العاملين المساهمين لتقليل المخاطر ، وإيجاد طبقة جديدة من صغار المدخرين.
  - 6- خلق انواع جديدة من الأدوات المالية لجذب مدخرات الأفراد على اختلاف مستوياتهم للاستثمار فى الأوراق المالية.

## هـ تطوير المؤسسات القائمة على خدمة المتعاملين فى سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال مايلي:

- 1-استكمال إجراءات تحديث نظام التداول وربط بورصتى القاهرة والاسكندرية بغرفة التسوية والمقاصة لتسهيل إجراءات التداول وتحقيق الرقابة الفعالة على السوق.
- 2-تشجيع انشاء شركات صانعة السوق فى سوق الأوراق المالية المصرية ، نظراً لما تقوم به هذه الشركات من دور مهم فى توفير السيولة المالية ، والحفاظ على استمرارية التداول داخل السوق ، لاسيما التعامل فى عكس اتجاه السوق.

3- بحث اصدار نشرات دورية تشتمل على ميزانيات الشركات المسجلة فى سوق الأوراق المالية بما يتيح المعلومات الدقيقة حول أوضاع هذ الشركات أمام المتعاملين فى السوق .  
4- تطوير النظام المؤسسى لسوق الأوراق المالية المصرية بما يتماشى مع احتياجات التعامل فيها ، وبما يخدم مصالح المتعاملين فى الأوراق المالية فى السوق.

و-تدعم الإفصاح والشفافية فى سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال :

- 1-تحديث وتطوير موقع البورصة المصرية على شبكة الانترنت بالإمكانات اللازمة لإمداد المشاركين بكافة المعلومات الفورية .
- 2-بحث إمكانية ربط البورصة المصرية بالقمر الصناعى المصرى لسرعة نشر المعلومات عن السوق وتوظيفة فى العمل على توسيع دائرة المتعاملين بالبورصة.
- 3-دراسة إمكانية انشاء شركات لنشر المعلومات تساهم فيها البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية العاملة بالسوق ، مع تقديم جميع التيسيرات لها من جانب هيئة سوق المال والوزارات فى الجهات المعنية .

ى-ضرورة أن يكون هناك مرونة عالية للقائمين على سوق الاوراق المالية والسياسات المرتبطة بها ، بحيث يكون هناك استجابة للتطورات والمتغيرات الجديدة داخل السوق وخارجة ، بهدف تحقيق التوازن عبر القنوات الإدخارية المختلفة من جهة ، وحمائته من أى هزات أو ضربات يمكن ان تنتقل إليه من الخارج وذلك بما يحقق مصلحة الاقتصاد القومى ويضمن التوظيف الأمثل للموارد المتاحة عبر القنوات الشرعية وعدم تسربها لقنوات غير مشروعة أو مشروعة فى الداخل أو الخارج.

#### المحور الرابع : العمل على تنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق :

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق ، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التى تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون فى درجة خوفهم من المخاطرة ،فإن الورقة المالية التى تجذب مستمراً معيناً ، قد لا تجذب مستمراً آخر . وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية ، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين ، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق<sup>(1)</sup> . لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالى:-

أولاً : العمل على تنشيط سوق الأسهم فى مصر ، وذلك من خلال :<sup>(2)</sup> -

أ-ضرورة العمل على اصدار أسهم لحامله فى السوق المصرية نظراً لأن الأسهم المصرية كلها أسمية – خاصة بعد إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية على الأسهم المتداولة بالسوق المصرية

( 1 ) المرجع السابق ، ص 243 .  
( 1 ) المرجع نفسه، ص ص 244 - 245.

خاصة أن اصدار مثل هذه الأسهم سوف يعمل على تنشيط السوق المصرية من خلال جذب مستثمرين جدد يرغبون في الدخول في مجال الاستثمار في الأسهم دون الإعلان عن اسمائهم .

ب-ضرورة وجود أسهم ممتازة في السوق المصرية ، ذلك أن حامل السهم الممتاز له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم ، كما أن له أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية ، وفي ضوء انخفاض أسعار الفائدة في السوق المصرية فإن اصدار مثل هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها ، مقابل مبلغ يفوق القيمة الاسمية للسهم ، واحلالها بأسهم ممتازة أخرى ذات معدل ربح منخفض مما يؤدي لخفض تكلفة التمويل بالمنشأة .

ثانياً : العمل على تنشيط سوق السندات في مصر وذلك من خلال :<sup>(1)</sup>

أ-ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالافتصار في التمويل مستقبلاً على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام ، بغية جذب مدخرات الأفراد من ناحية ، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية وترشيد الانفاق العام.

ب-طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلاً من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة.

ج-قيام الشركات المساهمة باشكالها المختلفة (قطاع الأعمال العام – المشترك – قطاع الأعمال الخاص) بإصدار السندات التي تتفق واحتياجاتها التمويلية ، خصوصاً بعد صدور القانون رقم (95) لسنة 1992 الذي اتاح لهذه الشركات اصدار صكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ، دون التقييد بالعائد المنصوص عليه في أى قانون آخر.

د-الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل ، وهي أداة مالية غير مستغلة في مصر رغم أن القانون يسمح بها ، وهذا النوع من السندات يحمل إمكانية تغييره إلى سهم بحق ملكية إذا ما رغب حامل السند في ذلك ، وهي من الأدوات التي تشجع المستثمر على التعامل في سوق الأسهم بصورة غير مباشرة من خلال الدخول إلى السوق عن طريق السندات والمتابعة من خلالها لأداء الشركة المستثمر فيها ، فإذا ما أطمأن المستثمر إلى أدائها وأراد أن يمارس حقوق الملكية كحضور الجمعية العمومية والتصويت على اختيار الإدارة، يمكنه تحويل هذا السند إلى سهم<sup>(2)</sup>

ثالثاً : دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في الأوراق المالية .

في الواقع أن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين الإدخار والاستثمار ، ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية في توجيه المدخرات نحو المشروعات ، وهو ما يساعد على الإسراع في التنمية ، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم ، وأيضاً يتيح تنوعاً في الأدوات المالية المطروحة في السوق ، حتى ينتقى المدخرون ما

(2) محمد سامح عبد الهادي ، مرجع سابق ، ص 69 – 70 .  
(1) محمود محيي الدين ، تحقيق جاء في جريدة الأهرام ، العدد 40802 ، السنة 13 ، بتاريخ 1998/8/23 ، ص

يلائمهم منها ،ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها.

وبغض النظر عن التجاوزات التي حدثت من سوء التصرف الاستثمارى لشركات توظيف الأموال فى مصر نتيجة لعدم وجود ضوابط تحكم عمل هذه الشركات وتنظم انشطتها بما يصون حقوق المدخرين ، إلا أنه بدراسة هذه التجربة يمكن استخلاص أمرين:-  
أولهما : أن هناك مدخرات تبحث عن قنوات استثمارية ذات عائد مجز وفرتها شركات توظيف الأموال.وثانيهما : أن هذه الشركات قامت فى بيئة اجتماعية وثقافية مواتية ، إذا استطاع القائمون عليها أن يلامسوا عقيدة الأمة ، ويقدموا نموذجاً للاستثمار ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا يتعارض معها. وهو ما يوجب دراسة هذه التجربة بشكل مجرد بكل مالها وما عليها لاستخلاص الدروس المستفادة منها والتي يمكن الاسترشاد بها لتطوير سوق الأوراق المالية .

## رابعاً : دراسة ادخال أنواع من المشتقات فى السوق المصرية :

لاريب فى أن دخول المشتقات إلى السوق المصرية يعد نتيجة حتمية لتطور هذه السوق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية ، فعندما يزيد الوعي الاستثمارى للمستثمر المصرى وتنتشر المعلومات الدقيقة والمقيدة وتوضح آليات السوق وتتوافر الكوادر المؤهلة فإنه لابد من إدخال مشتقات الأوراق المالية والتي تعتبر أدوات للمضاربة فى الأسواق المتقدمة مثال ذلك عقود الاختيار والمستقبليات ، وذلك لتقليل المخاطر بالسوق إن هذه المشتقات يجب أن ترى النور فى السوق المصرية فى ضوء سيادة تيار العولمة وانفتاح أسواق الاستثمار ،وتعرض الأسواق المحلية للمخاطر الدولية ، ومن ثم يفرض أسلوب محافظ الاستثمار الدولية نفسه على الأسواق المختلفة . ولا خوف من دخول هذه الأوراق المالية فى السوق المصرية بعد أن يتسلح المستثمر المصرى بالممارسة والخبرة اللازمين ، خاصة وأن التاريخ يعيد للأذهان ،أن الحكومة المصرية نظمت عام 1903 سوقاً للعقود الأجلة ، وكانت البورصة المصرية من أنشطة البورصات العالمية.<sup>(1)</sup>

## المحور الخامس : العمل على تعدد جهات اصدار الأوراق المالية وضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة .

يشترط لاستمرار السوق فى التعامل ولزيادة وتعدد الأوعية المالية محل التعامل أن تكون هناك تعدد فى جهات إصدار الأوراق المالية سواء مشروعات خاصة أو شركات مختلطة . فتعدد وزيادة الأوعية المالية لن يتحقق إلا إذا كانت هناك عدة جهات تحتاج للتمويل عن طريق السوق ، وبالتالي سوف تعمل على المنافسة فيما بينها على اجتذاب الفوائض النقدية لدى المدخرين عن طريق تقديم أوعية مالية قادرة على اجتذاب هذه المدخرات ، ويستلزم ذلك التشجيع على ارتياد مجال التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك من خلال الاعفاءات والحوافز الضريبية والعمل على إيجاد مؤسسات مالية متخصصة فى مجال الاصدار لرفع كفاءة هذه السوق وتقديم النصح والمشورة للشركات التى ترغب فى الإصدارات الجديدة ، وأيضاً العمل على إيجاد صانع السوق لتحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة وتحقيق السيولة وضبط التعامل بها.

(1) السعيد محمد لبد، مرجع سابق ، ص 248 .

كذلك فإنه من الضروري العمل على ضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة (التعاملات التي تتم خارج البورصة) ، حيث تشير الإحصائيات إلى تزايد متوسط قيمة التداول الشهري للأسهم والسندات غير المقيدة خلال الفترة من عام 1982 وحتى نهاية عام 2000<sup>(\*)</sup>

ورغم استحواد السوق غير المنظمة على هذا الحجم من التعاملات في سوق الأوراق المالية في مصر ، فإنه لا يوجد بالسوق المصرية تنظيم لضبط العمل بهذه السوق رغم توجه الكثير من المستثمرين لهذه السوق لاتمام كثير من الصفقات بسبب عدم سيولة السوق المنظمة وتأخير إتمام الصفقات.

وانطلاقاً من تزايد خطورة عدم ضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة ، بسبب ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمر المصري واحتمال ظهور الممارسات غير الأخلاقية ، فإنه من الضروري تكوين اتحاد وطني من التجار والسماسرة بهذه السوق لضبط إيقاع العمل بها ، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة عدد المتعاملين بالسوق مما يؤدي لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر.<sup>(1)</sup>

**المحور السادس : تقوية الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق.**

لضمان كفاءة عمل سوق الأوراق المالية لابد أن يتسم السوق بالتنظيم ، وضمان عدم الإضرار العمدي بمصالح المستثمرين ، وهذا أمر غاية في الأهمية ، ومن شأنه أن يزيد من كفاءة السوق وليس تعويقها . ونجد أن هذا الأمر يتم في أكثر الدول أخذاً بنظام السوق الحر وأكثرها اعتماداً على أسواق الأوراق المالية في تمويل المشروعات المختلفة ، فهذه السوق تخضع في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تنظيم دقيق ورقابة فعالة أكثر من أى قطاع اقتصادي آخر. فالفقوى السياسية تشجع الحكومة على أن تلعب مثل هذا الدور الهام لتحقيق هذا الهدف . وفي مصر ، تتولى الهيئة العامة لسوق المال مهمة الإشراف على سوق المال ، وهي محور نظام التشغيل السليم بها ، فهي تقوم على تطبيق قوانين السوق بما يضمن حسن سير العمل بكل من سوق الإصدار وسوق التداول.<sup>(\*)</sup>

<sup>(\*)</sup> راجع الجدول رقم ( 1 ) بالملحق الإحصائي 0

<sup>(1)</sup> السعيد محمد لبد ، مرجع سابق ، ص ص 258 – 259.

<sup>(\*)</sup> صدر القرار الجمهوري رقم (520) لسنة 1979 الخاص بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال لتتولى الإشراف على تنظيم وتنمية السوق ومراقبة حسن قيامها بوظائفها وخلق وتدعيم المناخ الملائم للدخار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية ، وذلك من خلال تشجيع وتنمية سوق الإصدار وسوق التداول ، وتشجيع إيجاد وسطاء الأوراق المالية وتأهيلهم بالتدريب المهني المناسب ، والإشراف على توفير المعلومات الكافية عن الأوراق المالية والتأكيد من أن التعامل في السوق يقوم على أسس سليمة بعيداً عن الاستغلال أو المضاربات الوهمية ، والتأكد من أن جميع المتعاملين بالسوق مرخص لهم قانوناً ، والعمل على إيجاد ميثاق شرف يلتزمون به لحماية أخلاقيات المهنة ، وقد نظم القرار الجمهوري المشار إليه هيكل الهيئة واختصاصاتها ومواردها ، وكان من أهم معالم هذا الاختصاص عدم التدخل في أسعار الأوراق المالية في البورصات بأي شكل من الأشكال . ومن مهام الهيئة أيضاً اعداد الدراسات والمقترحات للحكومة لاستحداث التعديلات التشريعية اللازمة لتنظيم السوق ، لمزيد من التفاصيل راجع : صلاح زين الدين ، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموي .. ، مرجع سابق ، ص ص 21-22.

وهناك شبه إجماع من جانب خبراء أسواق المال ، أنه لكن تؤدي سوق الأوراق المالية وظائفها بشكل فعال ، وتتفاعل مع المجتمع الذي تنتمي إليه ، ينبغي توافر ركائز أساسية يستند إليها ، وتحقق لها الكفاءة الشاملة وذلك على النحو التالي :-<sup>(1)</sup>

اولاً : الكفاءة التنظيمية للسوق :  
تتحقق الكفاءة التنظيمية للسوق بتوافر المقومات الآتية :  
أ-توافر إطار تنظيمي واضح ومحدد يتحرك من خلاله السوق ، وتحدد من خلاله السلطة والمسئولية للفائمين على إدارة شئونه لاستخدامه فى الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وتفادى أى عمليات وهمية أو أى ارتفاع مفتعل فى الأسعار.

ب-تنظيم مهنة الوساطة من خلال توافر الضوابط الآتية :

- 1-معايير متعارف عليها لمزاولة مهنة الوساطة.
- 2-ميثاق لأداب وشرف مهنة الوساطة.
- 3-اتحاد لمهنة الوساطة ينظم أدائها ويراقب عملها.

ج-كفاية التشريعات التى تلائم التوسع الطبيعى للسوق وحجم التداول بها، والالتزام بالتطبيق الفعلى لتلك التشريعات ، بالإضافة إلى الإلتزام بالقرارات واللوائح التنظيمية له.

د-الرقابة الفعالة من قبل الأجهزة الفنية المختصة ،والتي تتحدد اختصاصها بمايلى:

- 1-التحقق من الوجود الفعلى للشركات التى يتم تداول اسهمها فى السوق ، والتأكد من عدم وجود شركات وهمية.
- 2-الإشراف على تنظيم وتداول الأسهم ، بما يمنع المضاربات ، ويسهل عمليات التبادل ونقل الملكية.
- 3-الرقابة على مهنة المراجعة والتأكد من قيامها بما يضمن الإفصاح السليم عن المعلومات المالية للشركات المسجلة بالسوق ، والنهوض بدقة ونوعية وكمية الإفصاح عن أوضاع الشركات المدرجة لزيادة كفاءة السوق والعمل على استقرارها.
- 4-التأكد من الإعلان اليومي لأسعار الأسهم وحركة التداول بالسوق .
- 5-الرقابة على تطبيق التشريعات واللوائح الملزمه لعمل السوق.

ثانياً : الكفاءة الفنية للسوق :

وتتحقق الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية بتوافر المقومات التالية :

- 1-تعدد أدوات الاستثمار وترك الحرية للمستثمر فى اختيار الأوراق التى تناسبه وتساعد فى تنويع محفظته.
- 2-تنظيم عمليات البيع الآجل فى سوق الأسهم وعدم المغالاة فيها .
- 3-وجود نظام واضح للمقاصة والتسويات لضمان تحقيق نقل الملكية والتنفيذ الكامل للصفقات.
- 4-توافر المؤسسات صانعة الأسواق لتقوم بتغطية وتوزيع وتسويق الأوراق المالية وتمويل عمليات التداول فى السوق للمساعدة فى توفير السيولة.

(<sup>1</sup>) لمزيد من التفاصيل راجع :

- سمير عبد العنى محمد ، مرتكزات الكفاءة الشاملة لسوق الأوراق المالية مع عرض وتحليل لأزمة سوق المناخ بدولة الكويت ، وقياس الأعباء الناجمة عنها ، مجلة الدراسات والبحوث التجارية ، كلية تجارة بنها ، جامعة الزقازيق ، السنة (12) ، العدد الأول ، 1992 ، ص ص 170-177 .

5-المحافظة على استمرارية التعامل فى الأوراق المالية ، وذلك من خلال وجود عدد كبير من حملة الورقة المالية فى شركة واحدة ، وحد أدنى مناسب لملكية تلك الأوراق مع كبر حجم تلك الشركات ، لإضفاء السيولة عليها فى سوق حيوية ومستمرة تعقد بصفة دورية.

ثالثاً : الكفاءة التشغيلية للسوق .  
وتتحقق الكفاءة التشغيلية للسوق بوجود نظام كفاء وفعال للمعلومات المحاسبية يظهر المراكز المالية الحقيقية للشركات المسجلة فيها ، والتي تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها ، ويوفر قواعد ومعايير واضحة للإفصاح عن تلك المعلومات تنفادى أخفاء معلومات مادية هامة أو نشر معلومات مضللة مع استجابة السوق للمعلومات المحاسبية المنشورة عن تلك الشركات بهدف تحقيق الأسعار العادلة للأسهم التى تحقق التقارب بين السعر السوقى ، والقيمة الدفترية لتلك الأسهم ، ويتحقق ذلك من خلال :-

1-الإفصاح الشامل عن كل المعلومات الضرورية للشركات المسجلة من تقارير القوائم المالية والموازنات التخطيطية وقائمة التدفقات نصف السنوية والسنوية ، وتقارير العمالة ، وخدمة المستهلك وتقارير البيئة والمجتمع، للتعرف على نتيجة النشاط والتنبؤات عن الوضع المستقبلى لهذه الشركات وفرص الاستمرارية والربحية لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وتدعيم الثقة والطمأنينة بين الفئات المختلفة وتوفير سوق حره وتنافسية للأوراق المالية تتحدد فيها الأسعار العادلة التى تعكس القيم الحقيقية لأوراق المالية المختلفة .

2-الدور الفعال لمهنة المحاسبة والمراجعة تأكيداً على مصداقية المعلومات المحاسبية المنشورة ، حيث يعتبر تقرير مراقب الحسابات عن المراكز المالية للشركات التى يتم تداول أسهمها فى السوق من أهم مصادر المعلومات الأساسية التى يستقى منها المستثمرون والمحللون الماليون معلوماتهم المناسبة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، وضمان استقرار السوق المالية ، وذلك بضرورة تصديقه على نشرتى الإصدار والاكنتاب الخاصتين بالشركات وابداء رأيه فى التنبؤات عن الأوضاع المستقبلية ومدى استمرارها ، وتأكيد مسئولية فى هذا الصدد .

3-دور السوق فى توصيل المعلومات للمستثمرين ، من خلال إصدار دليل الشركات وبيان حركة الأسعار اليومية والشهرية والسنوية ، وحجم التداول ، والفحص والتقييم والإفصاح عن نتائج دراسات الجدوى الاقتصادية للشركات المزمع انشاؤها ، وإصدار دراسات فترية لربحية الشركات المدرجة .

ومما سبق يلاحظ أن سوق الأوراق المالية المصرية قد خطت خطوات واسعة فى هذا المجال ولكن يمكن بالإضافة إلى ما تم تنفيذه اتخاذ عدد من المقترحات التى تضمن تعزيز آليات الرقابة على السوق بما يضمن زيادة كفاءتها وضبط التعامل بها وبما لا يخل باستقرار الأسعار وثقة المتعاملين فيه ، وهذ المقترحات منها مايلى :-

1-تطوير الهيكل المؤسسى للهيئة العامة لسوق المال بما يتلاءم مع الدور الرقابى المنوط بها ، وإعادة تشكيل العلاقات الوظيفية فى هيكلها التنظيمى بما يحقق الأهداف المرجوة ويناسب الفكر الحديث فى تطوير المهام الرقابية فى أسواق المال.

2-استحداث معايير للرقابة الذاتية من خلال لامركزية السلطة الرقابية ودعم مؤسسة السوق المهنية لتلعب دوراً حيوياً فى رقابة اعضائها وتفعيل ميثاق شرف المهنة للمنتمين إليها.

3- تطوير الآليات والأدوات الرقابية المتاحة للهيئة العامة لسوق المال وتدعيمها بالنظم والأدوات الملائمة لمرحلة تطور السوق الحالية والمستقبلية ، ودراسة عمل تعاقدات مع بعض الشركات العالمية لاستحداث نظام متطور للرقابة على السوق.

4-إنشاء آليات لنشر قرارات الهيئة العامة لسوق المال لإضفاء المزيد من الشفافية على تعاملاتها وإحاطة المتعاملين فى البورصة بما تصدره الهيئة من قرارات أولاً بأول.

5-بحث إدخال التكنولوجيات الحديثة فى مجال اعمال بورصة الأوراق المالية ونظم المعلومات ودعم اتخاذ القرار فى الهيئة العامة لسوق المال بما يسهل من دورها فى الرقابة على السوق ، وتدريب الكوادر اللازمة لتشغيل وصيانة هذه التكنولوجيات ، مع العمل على زيادة القدرات الوطنية على استنباط نظم آلية حديثة تناسب احتياجات السوق المصرى ، وبما يستهدف ميكنة جميع أنشطة الهيئة العامة لسوق المال.



الملاحق



**جدول رقم (2)**  
تطور كل من الاستثمار الثابت الإجمالي ، والنتاج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي  
خلال الفترة (1981-1982 – 2000/2001)  
(القيمة بالمليون جنيه ، وبالأسعار الجارية)

| الادخار المحلي الإجمالي | النتاج المحلي الإجمالي (بتكلفة عوامل الإنتاج) | الاستثمار الثابت الإجمالي | السنوات   |
|-------------------------|---|---------------------------|-----------|
| 3759                    | 20291   | 4316.2                    | 1982/1981 |
| 4106                    | 24634   | 3818.6                    | 1983/1982 |
| 2944                    | 27595   | 4283.9                    | 1984/1983 |
| 4195                    | 30941   | 6836.4                    | 1985/1984 |
| 6774                    | 33747   | 7593.5                    | 1986/1985 |
| 5761                    | 44050   | 7699.6                    | 1987/1986 |
| 6753                    | 58630   | 8600                      | 1988/1987 |
| 2139                    | 73170   | 11770                     | 1989/1988 |
| 4414                    | 91575   | 14500                     | 1990/1989 |
| 9604                    | 108740  | 16100                     | 1991/1990 |
| 10302                   | 131057  | 25107                     | 1992/1991 |
| 13272                   | 141815  | 31644                     | 1993/1992 |
| 26500                   | 162967  | 33452                     | 1994/1993 |
| 30600                   | 191010  | 39412                     | 1995/1994 |
| 29083                   | 214185  | 42106                     | 1996/1995 |
| 27392                   | 239500  | 50176                     | 1997/1996 |
| 43960                   | 262240  | 57948                     | 1998/1997 |
| 50132                   | 283001  | 65561.7                   | 1999/1998 |
| 57291                   | 318430  | 74360                     | 2000/1999 |
| 64619                   | 340678  | 80000                     | 2001/2000 |

المصدر :

- 1- بالنسبة للاستثمار الثابت الإجمالي ، استناداً إلى :-
  - الفترة (1982/1981 – 1987/1986) من البنك الأهلي المصري ، النشرة الاقتصادية ، العددان (1 ، 2) ، المجلد (45) ، 1992 .
  - الفترة (1988/1987 – 1999/1998) من المرجع السابق ، العدد (1) ، المجلد (51) ، 1998 .
- 2- بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي ، استناداً إلى :-
  - الفترة (1982/1981 – 1993/1992) من محمد عبد الغفار محمد ، تناقص الادخار المحلي ...، مرجع سابق ، ص 1051 .
  - الفترة (1994/1993 – 2000/1999) من وزارة الاقتصاد ، النشرة الاقتصادية الشهرية ، المجلد (2) ، العدد (11) ، يناير 2001 ، ص 5 .
  - وعام (2001/2000) من وزارة التخطيط ، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لعام 2001/2000 : العام الرابع ، المجلد الأول ، الجزء الأول ، المتغيرات الكلية ، مايو

2000 ، ص 117 ، بالنسبة للنتائج المحلى ، ص 41 بالنسبة للاستثمار الثابت وتم حساب  
 الادخار الاجمالي خلال الفترة (96/95- 2001/2000) من :  
 - Ministry of Economy and Foreign Trade “Quarterly Economic Digest”, April – June  
 2000 , Vol., V, No., 3 p 150 , P 19

**جدول رقم (3)**  
**تطور رصيد الودائع (الجارية وغير الجارية) بالجهاز المصرفي خلال الفترة (1982 – 2000)**  
**(القيمة بالمليون جنيه)**

| السنوات | الودائع الجارية | الودائع غير الجارية | الإجمالى |
|---------|-----------------|---------------------|----------|
| 1982    | 2922            | 9804                | 12726.0  |
| 1983    | 3273            | 12349               | 15622.0  |
| 1984    | 3753            | 15621               | 19374.0  |
| 1985    | 4935            | 20639               | 25574.0  |
| 1986    | 5074            | 30870               | 35944.0  |
| 1987    | 5882            | 37231               | 43113.0  |
| 1988    | 6918            | 37231               | 44149.0  |
| 1989    | 8133            | 45669               | 53802.0  |
| 1990    | 9355            | 58961               | 68316.0  |
| 1991    | 1423            | 72755               | 72756.4  |
| 1992    | 11205           | 88492               | 99697.0  |
| 1993    | 11543           | 100833              | 112376.0 |
| 1994    | 12547           | 111758              | 124305.0 |
| 1995    | 13348           | 123062              | 136410.0 |
| 1996    | 15173           | 138519              | 153692.0 |
| 1997    | 17563           | 156614              | 174177.0 |
| 1998    | 18036           | 172145              | 190181   |
| 1999    | 18995           | 189919              | 208914   |
| 2000    | 20204           | 212952              | 233196   |

**المصدر :**

أولاً : الفترة (1981 – 1983) من البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية ، العدد الرابع  
 1983.

ثانياً : الفترة (1984-1999) من المرجع السابق ، العدد الثانى للسنوات من (87 / 1988-99/  
 2000) .

ثالثاً: عام 2000 من البنك المركزى المصرى ، النشرة الاحصائية الشهرية ، مارس 2001 ، العدد  
 (48)، ص2.



المصدر :

- 1- بالنسبة لقيمة الاصدارات الأولية من الأسهم ، استناداً إلى :-
- الفترة (1982 – 1993) مصدرها ، يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المصرية ... ، مرجع سابق ، ص 140 .
  - الفترة (1994 – 2000) مصدرها، الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات.
- 2- بالنسبة لقيمة الاصدارات الأولية من السندات، استناداً إلى :-
- الفترة (1982 – 1994) مصدرها ، يسرى جرجس بسطا ، المرجع السابق ، ص 140 .
  - الفترة (1995 – 2000) مصدرها، الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات. ،

جدول رقم (6)

أداء صناديق الاستثمار حتى عام 2000

| م | أسم الصندوق                      | تاريخ التأسيس | القيمة الأسمية | عدد الوثائق المصدرة بالألف | رأس المال السوقي عند الإصدار مليون جم | توزيع العائد |
|---|----------------------------------|---------------|----------------|----------------------------|---------------------------------------|--------------|
| 1 | صندوق بنك امريكان اكسبريس الثانى | 97/10/1       | 1000           | 500                        | 500                                   | نصف سنوى     |
| 2 | صندوق بنك الشركة                 | 99/2/28       | 100            | 500                        | 50                                    | عند          |

|                              |      |      |      |          |  |    |
|------------------------------|------|------|------|----------|--|----|
| الاسترداد                    |      |      |      |          | المصرفية العربية الدولية الثالث                  |    |
| يجوز التوزيع عند سعر 1200    | 50   | 50   | 1000 | 97/2/23  | صندوق استثمار اورينت ترست                        | 3  |
| عائد دورى ربع سنوى           | 500  | 5000 | 100  | 95/2/1   | صندوق بنك مصر الأول                              | 4  |
| نصف سنوى                     | 100  | 1000 | 100  | 97/9/23  | صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثانى | 5  |
| نصف سنوى                     | 100  | 1000 | 100  | 97/5/7   | صندوق البنك المصرى الخليجى                       | 6  |
| يجوز التوزيع عند سعر 93.3    | 4500 | 4500 | 1000 | 95/9/17  | صندوق بنك مصر الثانى                             | 7  |
| نصف سنوى                     | 300  | 3000 | 100  | 97/4/2   | صندوق بنك امريكان اكسبريس الأول                  | 8  |
| عند الاسترداد                | 200  | 2000 | 100  | 95/11/16 | صندوق بنك القاهرة                                | 9  |
| يتم التوزيع إذا تعدت الأرباح | 100  | 200  | 500  | 96/6/3   | صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول  | 10 |
| نصف سنوى                     | 280  | 2800 | 100  | 98/2/26  | صندوق بنك مصر الدولى                             | 11 |
| نصف سنوى                     | 50   | 500  | 100  | 96/7/28  | صندوق بنك الدلتا                                 | 12 |
| نصف سنوى                     | 200  | 2000 | 100  | 94/10/15 | صندوق البنك المصرى الامريكى                      | 13 |
| نصف سنوى                     | 200  | 2000 | 100  | 94/11/23 | صندوق بنك الاسكندرية                             | 14 |
| نصف سنوى                     | 100  | 200  | 500  | 95/8/21  | صندوق استثمار المستمرون المتحدون للتأمين         | 15 |
| عند الاسترداد                | 100  | 1000 | 100  | 99/12/20 | صندوق بنك مصر ايران                              | 16 |
| عند الاسترداد                | 200  | 400  | 500  | 94/9/14  | صندوق البنك الأهلى الأول                         | 17 |

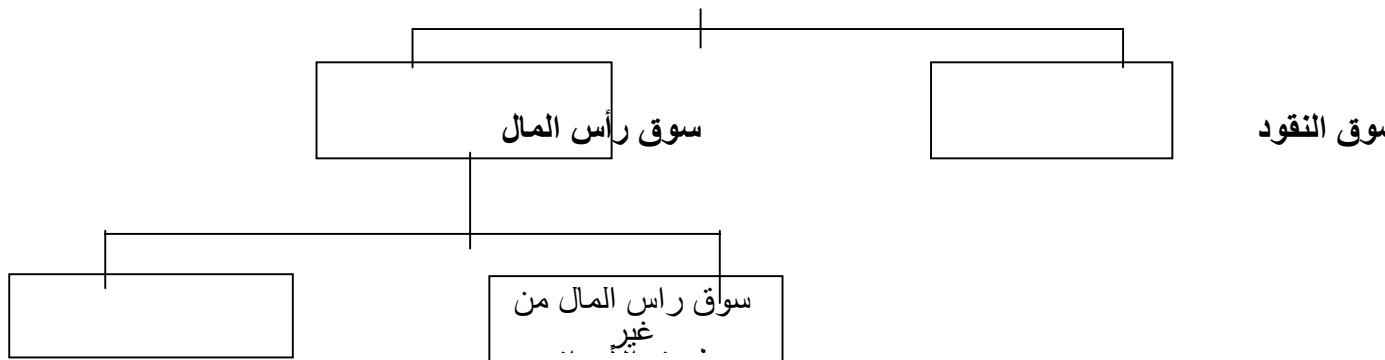
|             |     |      |      |         |                              |        |
|-------------|-----|------|------|---------|------------------------------|--------|
| ربيع سنوى   | 300 | 3000 | 100  | 95/10/3 | صندوق البنك الأهلى<br>الثانى | 1<br>8 |
| نصف<br>سنوى | 100 | 1000 | 100  | 96/10/7 | صندوق بنك تنمية<br>الصادرات  | 1<br>9 |
| نصف<br>سنوى | 100 | 100  | 1000 | 98/1/1  | صندوق بنك مصر<br>اكستريور    | 2<br>0 |
| نصف<br>سنوى | 100 | 200  | 500  | 96/12/3 | صندوق بنك قناة<br>السويس     | 2<br>1 |

المصدر:

وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، التقرير السنوى لأداء البورصة المصرية خلال عام 2000 ،  
المجلد (2) ، العدد (12) ، ص 47 .



جدول رقم (8)  
جدول توضيحي لهيكل سوق المال في مصر  
سوق المال المصري



(1) سوق الإصدار :

- 1-الشركات المساهمة.
- 2-شركات التوصية بالأسهم.
- 3-هيئة سوق المال.
- 4-مصلحة الشركات.
- 5-هيئة الاستثمار.
- 6-بنوك الاستثمار.
- 7-شركات الاستثمار.
- 8-صناديق الاستثمار.

(ب) السوق الثانوية :

- 1-هيئة سوق المال.
- 2-البورصات.
- 3-الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

(1) مؤسسات مصرفية :

- 1-بنوك عقارية.
- 2-بنوك زراعية.
- 3-بنك التنمية الصناعية.
- 4-بنوك الاستثمار والأعمال.
- 5-بنك الاستثمار القومي.
- 6-البنوك التجارية (فيما يتعلق بالعمليات طويلة الأجل)

(2) مؤسسات غير مصرفية :

- 1-شركات التأمين.
- 2-هيئات التأمين الاجتماعي.
- 3-صناديق التأمين الخاصة.

- 1-البنك المركزي المصري
- 2-البنوك التجارية -بنوك قطاع عام - بنوك مشتركة منشأة وفقا لقوانين الاستثمار
- 3-البنوك غير التجارية (فيما يتعلق بالعمليات)

المصدر :

محمود فهمي ، "بحث في الإطار القانوني والتنظيمي لسوق راس المال في مصر" ، مؤتمر "نحو سوق مالية خاصة كفاءة في مصر" ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية القاهرة ، 26-27

فبراير 1997 ، ص 61

جدول رقم (9)

بيان بالشركات الخاضعة للقانون (95) لسنة 1992 المرخص لها ، موزعة على الأنشطة المختلفة وذلك حسب المركز حتى نهاية ديسمبر 2000

| العدد | النوع | قيمة راس |
|-------|-------|----------|
|-------|-------|----------|

| المال<br>بالمليون جنيه |  |     |
|------------------------|--|-----|
| 217.985                | شركة سمسرة   | 153 |
| 4.240.605              | *ترويج وتغطية الاكتتاب<br>* تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية<br>* الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية<br>* راس المال المخاطر | 93  |
| 247.500                | * صناديق الاستثمار (بنوك وشركات تأمين)   | 21  |
| 75.000                 | * صناديق الاستثمار (في شكل شركات مساهمة)   | 5   |
| 178.250                | * إدارة صناديق الاستثمار   | 14  |
| 2.000                  | * إدارة السجلات  | 2   |
| 1.550                  | * تقييم وتحليل الأوراق المالية   | 3   |
| 1.500                  | * نشر المعلومات وتسوية المعاملات   | 2   |
| 3.000                  | * المقاصة وتسوية المعاملات   | 1   |
| 20.000                 | * التعامل والوساطة والسمسرة في السندات   | 1   |
| 4.987.390              | الإجمالي   | 295 |

المصدر :

الهيئة العامة لسوق المال ، مركز المعلومات .

# المراجع

## المراجع

1-المراجع العربية :

أولاً : الكتب :-

- 1-أحمد محمد محرز ، "الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص" ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (99) ، إبريل 1996.
- 2-السيد الطيبي ، "البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطنى " ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (57) ، نوفمبر 1992.
- 3-جليلة حسن حسنين "الأسلوب الإسلامى لتكوين رأس المال والتنمية الاقتصادية" ، (الاسكندرية : دار الجامعات المصرية، 1990).
- 4-سامى عفيفى حاتم ، "التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم" ، (القاهرة : الدار المصرية ، الكتاب الثانى ، ط (2) ، 1993).
- 5-\_\_\_\_\_ ، "الخبرة الدولية فى الخصخصة" ، (القاهرة : دار العلم للطباعة ، الكتاب الثانى ، 1994).
- 6-سليمان المنذرى ، "البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية" ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (96) يناير 1996.
- 7-سعيد النجار (محرر) ، "التخصيصية والتصحيحات الهيكلية فى البلاد العربية" ، (أبو ظبى : صندوق النقد العربى ، 1988).
- 8-\_\_\_\_\_ ، "السياسات المالية واسواق المال العربية" ، (أبو ظبى : صندوق النقد العربى ، بدون سنة نشر).
- 9-صلاح أمين أبو طالب ، "دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية" ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1995).
- 10-صبرى حسن نوفل ، "الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى" ، كتاب الإهرام الاقتصادى ، العدد (100) ، مايو 1996.
- 11-عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، "النظام القانونى للسمسرة فى الأوراق المالية" ، (القاهرة : دار النهضة العربية 1995).
- 12-محسن أحمد الخضيرى ، "كيف تتعلم البورصة فى 24 ساعة" ، (القاهرة : ايتراك للنشر والتوزيع ، بدون سنة نشر).
- 13-محمد عثمان اسماعيل حميد ، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال" ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 1993).
- 14-محمد عبد الغفار محمد ، "مشكلة الادخار فى مصر : الأبعاد - الأسباب - سياسات العلاج" ، (القاهرة : مكتبة زهراء الشرق : ط 1 ، 1997).
- 15-مصطفى رشدى شايح ، زينب حسن عوض الله ، "النقود والبنوك والبورصات" ، (الاسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، 1992).
- 16-منى قاسم ، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين" ، (القاهرة : الدار المصرية اللبنانية ، 1994).
- 17-\_\_\_\_\_ ، "الإصلاح الاقتصادى فى مصر" ، (القاهرة : الدار المصرية اللبنانية ، 1998).
- 18-منير ابراهيم هندی ، "صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين" ، (الاسكندرية : منشأة المعارف ، 1994).

- 19- — ، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال " ، (الاسكندرية: منشأة المعارف ، 1997 ، 1997).
- 20- — ، " أدوات الاستثمار فى أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار " ، (الاسكندرية : المكتب العربى الحديث ، 1999).
- 21-نشأت عبد العزيز معوض ، "بورصات الأوراق المالية" ، كتاب الأهرام الاقتصادى العدد (72) ، فبراير 1994.
- ثانياً : الدوريات العلمية :
- 22-أحمد أبو الفتوح الناقة ، "تقييم دور سعر الفائدة فى استراتيجية الإصلاح المالى فى الدول النامية" ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الاسكندرية ، العدد (2) ، المجلد (29) ، سبتمبر 1992.
- 23-أمير أحمد السيد التونى ، "استراتيجية تنمية سوق الأوراق المالية فى مصر" ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، جامعة أسيوط ، ملحق خاص للعدد العاشر ، السنة (6) ، ديسمبر 1986.
- 24- — ، "قياس مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية للشركات المساهمة" ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، جامعة أسيوط ، العدد (18) ، السنة (12) ، 1992.
- 25-البيسونى عبد الله جاد البيسونى ، "تقييم فعالية القانون رقم (8) لسنة 1997 بخصوص ضمانات وحوافز الاستثمار" ، مجلة مصر المعاصرة، العددان (449) – (450)، يناير-ابريل 1998.
- 26-أيمن رفعت المحجوب ، "أذن الخزانة المصرية بين النظرية والتطبيق" ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الاسكندرية ، العدد (2) ، المجلد (29) ، سبتمبر 1992.
- 27-خيري على الجزيرى ، "دور سماسرة الأوراق المالية فى تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية بالتطبيق على مكاتب السمسرة بالقاهرة" ، مجلة العلوم الإدارية، كلية التجارة ببنى سويف ، جامعة القاهرة ، العدد (24) ، السنة (2) ، يوليو ، 1992.
- 28-زينب حسن عوض الله ، "الأداء التسعيرى والتمويلى لبورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى البورصة المصرية" ، مجلة كلية الحقوق ، جامعة الإسكندرية العدد (2) ، السنة (20) ، 1990.
- 29-سعيد عبد العزيز على ، "برامج التخصيص وأسواق المال فى الدول النامية" ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، جامعة طنطا ، الملحق الأول للعدد الأول ، 1994.
- 30-سمير عبد الغنى محمود، "مرتكزات الكفاءة الشاملة لسوق الأوراق المالية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية ، العدد (1) ، السنة (12) ، كلية التجارة ببنها، جامعة الزقازيق ، 1992.
- 31-شعبان يوسف مبارز، "استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية فى تقييم أداء أسواق الأوراق المالية مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية" ، مجلة الدراسات المالية والتجارية "، كلية التجارة ببنى سويف ، جامعة القاهرة ، العدد (1) ، السنة (5) ، يناير 1995.
- 32-صبرى أحمد أبو زيد ، "دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر خلال الفترة 1986/85-75" ، مجلة مصر المعاصرة ، العددان (411) ، (412) ، يناير – ابريل 1988.

- 33-محمد السيد منصور عطا الله ، "دراسة تحليلية لدور بورصة الأوراق المالية فى تنشيط الاستثمارات دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة" ، مجلة البحوث التجارية ، العدد (1) ، السنة (15) المجلد (15) ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، يناير 1993.
- 34-هدى السيد ، "محددات الادخار فى مصر 1990-69" ، مجلة مصر المعاصرة، العدد (431) ، يناير 1993.
- 35-لبنى أبو العلا ، "صناديق الاستثمار فى مصر كأداة ادخار واستثمار" ، مجلة المال والتجارة ، الأعداد (312) ، (313) ، (314) ، ابريل ، مايو ، يونيه 1995 .
- 36-ناجى خشبة ، "أثر التغيرات فى أسعار الفائدة على قيمة الأوراق المالية فى البورصة" ، المجلة المصرية للدراسات التجارية ، العدد (4) ، المجلد (7) ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة ، 1983.
- 37-نديم الحق ، عباس ميراخور ، "السلوك الادخارى فى نظام اقتصادى خال من الفائدة الثابتة" ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، المجلد (4) ، المملكة العربية السعودية ، 1992.
- 38-نوال محمد ياقوت ، دراسة الدور الحالى لبورصة الأوراق المالية فى تطبيق برنامج الخصخصة فى مصر " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، ملحق العدد الثانى ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 1993.
- ثالثاً : الأبحاث والمؤتمرات العلمية :
- 39-أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر: رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998.
- 40-السيد الطيبى ، " أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، 24-26 نوفمبر 1988م.
- 41-السعيد محمد لبد ، "مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية فى مصر" ، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال افريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية واسواق رأس المال ، القاهرة ، 2-4 أغسطس 1997.
- 42-البنك المركزى المصرى ، " دراسة عن تطوير أسواق رأس المال العربية" ، مؤتمر : "أفاق الاستثمار فى الوطن العربى" ، القاهرة ، 1992.
- 43-المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، "الأسواق المالية العربية" ، حلقة الأسواق المالية العربية وتمويل المشروعات " ، تونس ، 16 – 21 ، يونيه 1986.
- 44-جاسم محمد المتعب الحذب الشمرى ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة ببها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998.
- 45-حسنى خليل محمد ، "تطوير وتنمية سوق المال بمصر" ، المؤتمر السنوى السادس لكلية التجارة ، جامعة المنصورة ، 4-5 ابريل 1989.
- 46-سيد عيسى ، "تطوير سوق التمويل فى مصر" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، نوفمبر 1988.

- 47- — ، "رأس المال المخاطر – أهمية وجودة فى سوق التمويل فى مصر" ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، 7-9 ابريل 1994.
- 48- صلاح زين الدين ، " سوق الأوراق المالية ودورها التنموى المنشود ، دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها" ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، 7-9 ابريل 1994.
- 49- صبرى حسن نوفل ، "مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية فى وجهة نظر المستثمر وشركات المسرة" ، مؤتمر : "مستقبل الاستثمار فى الأوراق المالية، القاهرة ، 2-3 مارس 1999.
- 50- عبد الحميد ابراهيم ، " فرص الاستثمار فى سوق رأس المال المصرى " ، ندوة: "تقييم فرص الاستثمار فى البورصة المصرية" ، مركز بحوث ودراسات التجارة الخارجية ، جامعة حلوان ، القاهرة ، 26 مايو 1998.
- 51- عبد المطلب عبد الحميد ، "دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر" ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : "الخصخصة والأوراق المالية" ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996.
- 52- عصام خليفة ، " صناديق الاستثمار : التجربة المصرية " ، ندوة : "تقييم فرص الاستثمار فى البورصة المصرية" ، مركز بحوث ودراسات التجارة الخارجية ، جامعة حلوان ، 26 مايو 1998.
- 53- كمال سرور ، "أثر أسواق المال على السياسات الاقتصادية فى مصر" ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : "الخصخصة والأوراق المالية" ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996.
- 54- محمد عبد الغفار محمد أبو قشوة ، " تناقص الادخار المحلى فى مصر خلال الفترة 81/82 – 93/94 : المشكلة – الأسباب " ، المؤتمر العلمى السنوى الأول لكلية تجارة بنها ، جامعة الزقازيق ، 3-4 مايو 1995.
- 55- محمد عباس حجازى ، "صناديق الاستثمار والأمل المنشود" ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : "الخصخصة والأوراق المالية" ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996.
- 56- محمود فهمى ، " بحث فى الإطار القانونى والتنظيمى لسوق رأس المال فى مصر مؤتمر " نحو سوق مالية كفاء فى مصر " ، المركز المصرى للدراسات الاقتصادية ، القاهرة ، 26 – 27 ، فبراير 1997م.
- 57- — ، "الإطار القانونى لصناديق الاستثمار" ، ندوة: "الاستثمار فى مصر : الواقع والمستقبل" ، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامى ، جامعة الأزهر ، 22 مارس 1997
- 58- مصطفى على أحمد ، "صناديق الاستثمار : مزاياها ، أنواعها ، التكيف الشرعى" ، ندوة "صناديق الاستثمار فى مصر : الواقع والمستقبل" ، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامى ، جامعة الأزهر ، مارس 1997 .
- 59- منى قاسم ، " تطور سوق الأوراق المالية فى مصر فى إطار عملية الاصلاح الاقتصادى : تجربة صناديق الاستثمار " ، المؤتمر العلمى الرابع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بعنوان: "تقييم سياسات التثبيت الاقتصادى والتكيف الهيكلى فى الأقطار العربية ، القاهرة ، 2-3 ديسمبر 1997.

60-منير هندی ، " كيف لك أن تجعل نشرة الاكتتاب فى الورقة المالية أداة لتسويقها" ، مؤتمر : "مستقبل الاستثمار فى الأوراق المالية" ، القاهرة ، 3 مارس 1999.

رابعاً : الدراسات والتقارير :

61-الاتحاد العام للغرف التجارية ، "أساليب الخصخصة" ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشؤون الاقتصادية ، العدد (26) ، القاهرة ، 1997.

62-\_\_\_\_\_ ، "الإصلاح الاقتصادى والخصخصة فى مصر" ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشؤون الاقتصادية ، العدد (27) ، 1997.

63-احمد أسعد عبد اللطيف ، "إدارة محافظ الأوراق المالية للبنوك فى ضوء المستجدات التى طرأت على سوق الأوراق المالية فى مصر ودور البنوك فى تنشيط التعامل فى بورصة الأوراق المالية" ، البنك المركزى المصرى ، معهد الدراسات المصرفية ، محاضرات عام 1995/94 .

64-الهيئة العامة لسوق المال ، الإحصاءات السنوية لعام 1997.

65-البنك الاهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الأول للسنوات من عام 1985 حتى عام 2001 .

66-البنك الاهلى المصرى ، "تطور سوق رأس المال فى مصر" ، النشرة الاقتصادية ، العددان (1) ، (2) ، المجلد (45) ، 1992 .

67-\_\_\_\_\_ ، "المشتقات" ، النشرة الاقتصادية ، العدد (3) ، المجلد (52) ، 1999 .

68-البنك المركزى المصرى ، "سوق الأوراق المالية فى مصر : التجربة والمستقبل" ، المجلة الاقتصادية ، العدد (2) ، المجلد (28) ، 1988/87 .

69-\_\_\_\_\_ ، التقارير السنوية من عام 85/84 حتى عام 2001/2000.

70-\_\_\_\_\_ ، "أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية" ، المجلة الاقتصادية ، العدد (4) ، المجلد (35) ، 1995/94 .

71-\_\_\_\_\_ ، "تطور الادخار فى مصر ومحدداته 91 / 92-1995/94" ، المجلة الاقتصادية ، العدد (4) ، المجلد (36) ، 1996/95 .

72-\_\_\_\_\_ ، المجلة الاقتصادية ، اعداد مختلفة .

73-\_\_\_\_\_ ، النشرة الاحصائية الشهرية ، اعداد مختلفة .

74-بنك مصر ، "دور بنك مصر فى التنمية الاقتصادية والبشرية فى مصر فى النصف الأول من القرن العشرين" ، النشرة الاقتصادية العدد (1) ، السنة (38) ، 1995م .

75-\_\_\_\_\_ ، "دور البنوك فى تنشيط سوق المال" ، النشرة الاقتصادية ، العدد (1) ، السنة (39) ، 1996 .

76-\_\_\_\_\_ ، "سوق الأوراق المالية المصرية ، المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (1990 - 1996) ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (1) ، 1997 .

77-\_\_\_\_\_ ، "المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية" ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (3) ، 1998 .

78-بنك القاهرة ، الأسواق المالية ودورها فى التنمية الاقتصادية " النشرة الاقتصادية المصرفية ، يونية 1997 .



- 79-بنك الاسكندرية ، " تطوير أسواق المال فى الدول العربية – مع إشارة لمصر " ، النشرة الاقتصادية ، العددان (1) ، (2) ، المجلد (23) ، 1991.
- 80-رابح رتيب، "مستقبل الخصخصة" ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (105)، أغسطس 1997.
- 81-سيد عيسى ، " دور سوق المال فى تعبئة المدخرات فى مصر " ، معهد الدراسات المعرفية ، البنك المركزى المصرى ، محاضرات عام 1991/90.
- 82-صندوق النقد العربى، "الأسواق المالية العربية : نشأتها وتطورها" ، نشرة قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، عدد خاص ، إبريل 1997
- 83- — ، نشر قاعدة بيانات الأوراق المالية والعربية، اعداد مختلفة.
- 84-عدلى سلامة اندراوس ، "سوق المال فى مصر" ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى المصرى، محاضرات عام 1995/94.
- 85-علاء الدين محمود زهران "الاستثمار فى سوق الأوراق المالية" ، معهد التخطيط القومى ، مذكرة داخلية رقم (918) إعادة طبع 2000 .
- 86-محمود فهمى ، "تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر ووسائل وأساليب تنميتها" ، معهد التخطيط القومى ، مذكرة رقم (1331) ، اكتوبر 1982.
- 87-موريس ثورن ، صبحى مقار ، " برنامج الخصخصة فى الاقتصاد المصرى " ، النشرة الاقتصادية ، قطاع السياسات والبحوث الاقتصادية والمعلومات ، وزارة الاقتصاد، العدد (2) ، يناير 1998.
- 88-وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية ، النشرة الاقتصادية الشهرية ، اعداد مختلفة.
- 89- — ، برنامج الوزارة لسنوات مختلفة.
- خامساً : الرسائل العلمية :
- 90-أحمد محمد عبده على سليم ، "دور سوق الأوراق المالية فى دعم امكانيات التنمية الاقتصادية فى مصر" ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 1998 .
- 91-رشا مصطفى مسعد ، محددات الاستثمار فى أسواق رأس المال " ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1998.
- 92-عبد الحميد صديق عبد البر ، "سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الاقتصاد القومى" ، دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الدولية ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس ، 1994.
- 93-محمد ابراهيم عواد ، " التضخم الركودى وانعكاسه على اقتصاديات الدول النامية مع الإشارة إلى الاقتصاد المصرى " ، رسالة دكتوراه، كلية التجارة بينها، جامعة الزقازيق ، 1993 .
- 94-محمد سامح عبد الهادى ، "دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات" رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية، 1995 .
- 95-محمد عبد الرحيم محمد الشافعى ، "تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر: دراسة تطبيقية على السوق المصرى للأوراق المالية" ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة ، جامعة الأزهر ، 2000 .
- 96-محمد عبد الغفار محمد أبو قشوة ، "أثر التمويل الخارجى على الإدخار فى مصر خلال الفترة 74-1987/86" ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة بينها ، جامعة الزقازيق ، 1992.
- 97-منال محمد محمد متولى ، المدخرات فى الاقتصاد المصرى ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1995 .

98-يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1997 .

ثانياً : المراجع الأجنبية:

- 99-Galal , A., "saving and privatization ", The Egyptian Center for Economic studies , (E.C.E.S), working paper series, working paper No.8, December , 1996.
- 100-Cook, p., & K.,P.,collen " privatization in less Developed countries" , (N,Y: st Marting press , 1988).
- 101-Francis . J.C., " Investments : Analysis and Management ", (N.Y: Mc Grow - Hill co., 4<sup>th</sup> Ed., 1986).
- 102-French, D., " security and portfolio Analysis concepts and Management ", (O.H: Merrill pub., 1989).
- 103-Harley C.W., & D.S., Lowrance " The Theory of Financial Decisions", (London : Mc Grow - Hill Inc.,2<sup>nd</sup> Ed., 1976).
- 104-Ohlson, J.A., " The Theory of Financial Market and Information ", ( N.Y: clasovier science pub., Co., Inc., 1987).
- 105-Rose , P.S.,& D.R. Fraser " Financial Institutions and Market in chaging world" , (Taxes : Business pub., Inc., 1987).
- 106-—— , "Financial Institutions" ,(Taxes Business pub., Inc., 2<sup>nd</sup> Ed ., 1985).
- 107-Samuelson, P.A., " Economics", ( London : Mc Grow - Hill, Inc., 3<sup>rd</sup> Ed., 1976).
- 108-Rutterford, J., " Introduction to Stock Exchange Investment", ( London: Macmillan Press, 1983).
- 109-Steveson , R.A., " Fundamentals of Finance" ,( N.Y: Mc Grow - Hill , Inc., 1980).
- 110-The Economic Research Forum for the Arab counters , Iran and turkey , "Economic Trends in the MENA Region " , ERF, Cairo , Egypt , 1998.
- 111-—— , " Economic Trends in the MENA Region " , 2000