

تطور سوق المال

فى ظل التحديات المعاصرة الجديدة

دكتور

عطية عبد الحليم صقر

أستاذ مساعد المالية العامة والضرائب

كلية الشريعة والقانون

جامعة الأزهر

بالقاهرة

١٩٩٨

الناشر

دار النهضة العربية

٣٢ شارع عبد الخالق ثروت

بالقاهرة

تقديم:

ترجع البداية الحقيقية لهذا البحث إلى الدعوة الكريمة التي تلقيتها من كلية التجارة جامعة الأزهر - فرع البنات للمشاركة في أعمال مؤتمرها الأول عن سياسات رفع أداء الاقتصاد المصرى فى مواجهة التكتلات الاقتصادية واتفاقية الجات، وقد وقع اختيارى من محاور هذا المؤتمر على موضوع تطور سوق المال فى مصر فى ظل التحديات الجديدة (تحديات العولمة والتكتلات الاقتصادية الاقليمية والدولية وغيرها).

وقد تم لى كتابة البحث المائل وتقديمه إلى اللجنة المنظمة للمؤتمر، التى أحالته بدورها إلى الأستاذ / أشرف شمس الدين وكيل أول وزارة بهيئة سوق المال لتحكيمه والتعقيب عليه، وكم كنت سعيدا أن يجتمع البحث الأكاديمى مع الخبرة العملية أثناء تقديم البحث فى الجلسة الأولى للمؤتمر.

وأسجل هنا أننى استفدت من النقد الموضوعى للمعقب على البحث وحضور جلسة القائه، وجزى الله خيرا كل من أهدى إلى عيوبى.

وها أنذا أعيد طبع البحث مستفيدا بما دار حوله من مناقشات فى جنبات المؤتمر، ومحاولا عدم الخروج به عن أصله وصورته التى قدم بها إلى المؤتمر الموقر. وأسأل الله أن يكون نواة لمؤلف يتسع لمتطلبات تطور سوق المال فى مصر.

الباحث

تقديم وتقسيم:

إن سوق المال يعنى مجموعة متكاملة من^(١):

١- المؤسسات المالية، والغير مالية، المنظمة للسوق، والمتعاملة فيه.

٢- التشريعات الحاكمة، والمنظمة، لنشأة، وإطار عمل مؤسسات السوق وتبادل أدواته.

٣- الأدوات التى يتم عليها التعامل، فى هذا السوق، سواء كانت انتماءا مباشراً، أو أدوات تمويل أخرى، فى صورة أوراق مالية.

وان البحث فى تطور أو تطوير سوق المال، من وجهة نظرى ينبغى أن يتناول، هياكله الثلاثة المتقدمة، توصيفا لها، وبيانا لدور كل منها، وتتبعاً لتطورها، واقتراحاً لكيفية تطويرها.

وهذا باختصار شديد، ما سوف أعنى به فى هذا البحث، مقسماً أياه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: الهيكل المؤسسى لسوق المال.

المبحث الثانى: التنظيم التشريعى لسوق المال.

المبحث الثالث: الأدوات التى يتم عليها التعامل فى سوق المال.

(١) تجدر الإشارة إلى أن أسواق المال الدولية تختلف فى مكوناتها عن أسواق المال المحلية، فإذا كانت الأخيرة، وعلى نحو ما ذكرنا، تتكون من مجموعة المؤسسات والتشريعات والأدوات المالية آنفة البيان، فإن أسواق المال الدولية ومن حيث أنها تضم مجموعة (=)

المبحث الأول الميكمل المؤسسى لسوق المال

الفرع الأول

ماهية سوق المال من حيث كونه هياكل مؤسسية

إن سوق المال، فى نطاق الاقتصاد القومى، لآى بلد، يعنى: مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التى تعمل كوسيلة، بين جانبى عرض رؤوس الأموال والطلب عليها^(١)، ومجموعة أخرى من المؤسسات المنظمة له. حيث يمكن اعتبار النوع الأول منها، بمثابة قنوات يتدفق أو ينساب فيها المال، من قطاعات المجتمع ذوى الفائض، الذين يرغبون فى التخلّى لبعض الوقت عن فائض أموالهم، إلى أفراد ومؤسسات، وقطاعات أخرى فى المجتمع، ممن هم فى حاجة

(=) المؤسسات المالية التى تتعامل على النطاق الدولى مع العرض والطلب على رأس المال فإنها تضم:

١- أسواق الدين الدولية، وهى تلك الأسواق التى تتعامل مع الدين المقومة بمجموعة متنوعة من العملات العالمية وفى مقدمتها الدولار الأمريكى ومن أهم هذه الديون:

أ- السندات الدولية.

ب- شهادات الإيداع الدولية، وهى نوع الودائع المصرفية الخاصة التى تتيح للمستثمر الدولى، إيداع أمواله بعائد محدد، ولأجل محدد مع ضمان سرعة تسجيل الوديعة وتداولها.

ج- القروض المصرفية الدولية، وهى تلك القروض التى تشترك فى تقديمها عادة مجموعة من البنوك الدولية، لأجل متوسطة بعملات دولية، على أساس سعر فائدة متحركة تحدد دورياً، كل ثلاثة أو ستة شهور.

٢- أسواق الاقتراض المصرفى المتوسط الأجل.

٣- أسواق الأسهم العالمية.

٤- أسواق العقارات العالمية.

٥- أسواق الذهب الدولية.

إلى هذه الأموال لبعض الوقت^(٢).

وحيث تشكل القطاعات ذات الفائض المالى جانب العرض، أو ما يطلق عليهم: المستثمرون، بينما تشكل القطاعات ذات الحاجة إلى هذا الفائض جانب الطلب، فى حين تشكل المؤسسات المالية الوسيطة بين جانبى العرض والطلب جماعة الوسطاء المالىين.

فسوق المال إذن هو السوق الذى يتم فى داخل إطاره التنظيمى تداول الأصول المالية أو أدوات الائتمان، من خلال مجموعة متنوعة من العمليات التى تختلف فى آجالها.

وبشكل أجل العمليات المالية التى تتم فى الإطار التنظيمى لسوق المال أهم معيار للتفرقة بين جناحى سوق المال لأى بلد وهما: سوق النقد وسوق رأس المال^(٣).

أما سوق النقد فهو:

سوق المعاملات قصيرة الأجل، التى تنهض على منح الائتمان، إلى من يحتاج إليه، سواء كان هو الحكومة أو الوحدات الاقتصادية العامة أو الخاصة، أو المنشآت الفردية، أو الأفراد، وذلك لفترة تبدأ من يوم واحد، ولا تزيد على السنة.

والأصل أن يتولى الجهاز المصرفى القيام بعمليات سوق النقد، حيث يقوم البنك المركزى بنوعين من العمليات: إما الاقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة، منخفضة نسبيا أو رمزية وأما النيابة عن الحكومة فى إصدار وترويج وتغطية الإكتتاب لما تصدره وزارة المالية

من أذون على الخزانة العامة^(٤)، وفي العملية الأخيرة فإن البنك المركزى، قد يدخل إلى جانب المؤسسات المالية والأفراد، مشترى لهذه الأذون، حيث يتقدم بعطائه ويزايد عليها عند عملية بيعها شأنه شأن الجهات الأخرى، ومن ثم فإنه يعد فى هذه الحالة وعند ارساء المزاد عليه مقرضا للحكومة، وقد يمتنع البنك المركزى عن شراء الأذون فى مزادات بيعها، تجنباً لنشوء تمويل تضخمى لعجز الميزانية، ومنعاً للتأثير على مستوى العائد على تلك الأذون^(٥)، وتنفيذا لسياسته النقدية الرامية إلى امتصاص فائض السيولة، لدى الأفراد ومؤسسات الإيداع، للحد من ظاهرة التضخم، وفى هذه الحالة يكتفى البنك المركزى بالنيابة عن الحكومة فى تنظيم عمليات الإصدار، والإكتتاب.

أما البنوك التجارية^(٦)، فإنها تقوم من خلال سوق النقد، بنوعين من العمليات، تتفرد بأولاهما، وتشاركها فى الثانية، البنوك غير التجارية (فيما يتعلق بالعمليات قصيرة الأجل للبنوك غير التجارية) حيث تقوم البنوك التجارية، بنشاط خصم الأوراق التجارية (الكبيالة والسند الأذنى) وتنطوى عملية الخصم على قرض قصير الأجل، تتحدد مدته بتاريخ استحقاق الكبيالة، قدمه البنك إلى مقدم الكبيالة، بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، ويمثل الفرق بين القيمتين ربحاً للبنك^(٧).

فأما العمليات الثانية فهى: تقديم القروض قصيرة الأجل إلى العملاء، وهى عمليات كما قدمنا، لم تعد تختص بها البنوك التجارية وحدها، بل أصبحت تشاركها فيها، البنوك غير

التجارية^(٨).

وإذا كان الأصل كما قدمنا، أن الجهاز المصرفي هو الذى يشكل الإطار المؤسسى لسوق النقد، فى مصر، إلا أن الخزانة العامة، وفى إطار تنفيذ المرحلة الأولى من برنامج الإصلاح الاقتصادى، واعتباراً من أول يناير ١٩٩١، دخلت ضمن الإطار المؤسسى لسوق النقد، حيث تشكل جانباً هاماً من الطلب على القروض الداخلية، فى تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بمدخرات الأفراد، والمؤسسات المالية، وغير المالية، وذلك بما تصدره من أذون على الخزانة العامة، ومن سندات على الخزانة العامة متوسطة وطويلة الأجل.

فقد اصدرت الخزانة العامة فى المرحلة المشار إليها (يناير ١٩٩١ - مارس ١٩٩٥) ثلاث أنواع من أذون الخزانة، وفقاً لمعيار آجال استحقاقها، وقد بدأ إصدار النوع الأول ومدته ٩١ يوماً اعتباراً من ٣ يناير ١٩٩١، أعقبه إصدار النوع الثانى ومدته ١٨٢ يوماً اعتباراً من ١٠ سبتمبر ١٩٩١، ثم النوع الثالث ومدته ٣٦٤ يوماً اعتباراً من ٣٠ مارس ١٩٩٢.

ومن خلال ٤٢٨ مزاداً على الأذون بأنواعها الثلاثة خلال الفترة المشار إليها ثم تغطية ما قيمته الأسمية ١٩٥,٧ مليار جنيه، دفع فيها المشترون ١٨١,٣ مليار جنيه ولما كانت بعض إصدارات هذه الأذون تمثل استهلاكات لإصدارات سابقة عليها منها، لذلك فانه وحتى نهاية مارس ١٩٩٥، فقد بلغ المستهلك من هذه الأذون ١٦٥,٧ مليار جنيه، خلال الفترة المشار إليها، ليصل الرصيد القائم فى التاريخ المشار إليه، من الأنواع الثلاثة مبلغ ٣٠ مليار جنيه^(٩).

ولما كان العجز فى الموازنة العامة للدولة، خلال الفترة السابقة على بداية الإصلاح المالى والنقدى (الاقتصادى) يعتبر عجزا طويلا الأجل، فقد تقرر بالقانون رقم ٤ لسنة ١٩٩٥^(١٠) البدء فى إصدار سندات على الخزانة العامة، متوسطة وطويلة الأجل تتراوح أجالها من ٥ - ١٥ سنة، تصدر على دفعات فى حدود خمسة عشر مليار جنيه.

وتنفيذا لهذا القانون فقد صدر قرار السيد وزير المالية رقم ٢٩٦ لسنة ١٩٩٥^(١١) بتحديد الشروط والأوضاع الخاصة بإصدار وخدمة الدفعة الأولى من سندات الخزانة المصرية طبقا للقانون ٤ لسنة ١٩٩٥.

وقد تم إصدار الشريحة الأولى من هذه السندات بمبلغ ثلاثة مليارات جنيه فى شهر ابريل ١٩٩٥^(١٢) وتتوالى عملية إصدار بقية الشرائح.

الخزانة العامة إذن، بما تصدره من أذون متفاوتة الآجال، دخلت ضمن الاطار المؤسسى لسوق النقد المصرية، ممثلة لجانب هام من جوانب الطلب على الائتمان.

أقسام سوق النقد:

تأسيسا على أن اسواق النقد، تختص بعمليات الاقتراض والاقتراض قصيرة الأجل فانه يمكن تقسيمها إلى سوقين فرعيين هما:

أ- سوق الخصم:

وهى تلك التى يتم فيها خصم نوعين من الأوراق التجارية هما الأوراق التجارية العادية ممثلة فى الكمبيالات والسندات الأذنية، وأذون الخزانة وتختص البنوك التجارية (وبيوت الخصم المتخصصة) بالقيام بهذا النشاط.

ب- سوق القروض قصيرة الأجل:

وهى تلك التى يتم فيها تقديم القروض قصيرة الأجل، أى التى يتراوح أجلها من يوم واحد إلى أقل من سنة ولو بيوم واحد^(١٣)، وهى سوق واسعة، يمكن أن يندرج فيها بالإضافة إلى المصارف التجارية، وغير التجارية، المرابون فى القرى والنجوع، الذين يمارسون الأقراض بالربا^(١٤).

أما الجناح الثانى لسوق المال:

المقابل لسوق النقد فهو: سوق رأس المال وهى تلك السوق التى تهتم بالتمويل الاستثمارى متوسط وطويل الأجل، اللازم لتكوين وإنشاء المشروعات (العامة أو الخاصة) إلى أن تبدأ فى التشغيل والإنتاج، وتكوين الفائض الرأسمالى اللازم لخدمة وسداد ما عقدته من قروض للإنشاء أو للتوسع.

وحيث أن التمويل الاستثمارى المشار إليه، قد يتم إما عن طريق الاقتراض المباشر من المؤسسات المصرفية، أو غير المصرفية، أى عن غير طريق الأوراق المالية، أو يتم عن طريق إصدار الجهات

المقترضة لأوراق مالية متعددة الأشكال (أسهم تأسيس - أسهم زيادة رأس المال - سندات زيادة رأس المال - صكوك تمويل - وثائق الاستثمار).

لذلك فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين رئيسيين على النحو التالي:

أقسام سوق رأس المال^(١٥):

أ- سوق رأس المال، الذى تتم عملياته عن غير طريق الأوراق المالية (سوق الاقراض المباشر).
ب- سوق الأوراق المالية.

أما السوق الأول فإن الهيكل المؤسسى الذى يتعامل فيه، أى الذى يمنح الائتمان متوسط وطويل الأجل لمشروعات القطاعين العام والخاص يتكون من نوعين من المؤسسات المالية هما:

١- المؤسسات المصرفية وتشمل: البنوك التجارية - البنوك الزراعية - بنك التنمية الصناعية - بنوك الاستثمار والأعمال - البنوك التجارية (فيما يتعلق بعملياتها طويلة أو متوسطة الأجل).

٢- المؤسسات غير المصرفية وتشمل شركات التأمين وإعادة التأمين - الهيئة العامة للتأمين والمعاشات - الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية - صناديق التأمين والإدخار الخاصة - شركات الاستثمار.

وأما سوق الأوراق المالية: وهى السوق التى تنهض بعمليات

توظيف أموال المستثمرين، وتمويل المشروعات طويلة الأجل، عن طريق تسهيل استثماراتها في شكل أوراق مالية، وتسهيل عمليات تداولها، فإن الهيكل المؤسسى له يتكون من نوعين من المؤسسات هما (١٦):

أ- مؤسسات منظمة للسوق وهى:

١- الهيئة العامة لسوق المال.

٢- الهيئة العامة للاستثمار.

٣- البنك المركزى.

٤- بورصات الأوراق المالية.

ب- مؤسسات متعاملة فى السوق وهى:

١- الحكومة.

٢- الشركات المساهمة (سواء المنشأة طبقا لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، أو طبقا لقانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩، أو طبقا لقانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، أو طبقا لما سبق هذه القوانين من قوانين سارية وقت تكوين الشركة).

٣- البنوك بأنواعها المتقدمة (حيث تقوم بتغطية إصدارات الأوراق المالية، وتكوين وإدارة صناديق الاستثمار).

٤- صناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركات مساهمة.

٥- الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية المنشأة وفقا لأحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية:

- ترويج وتغطية الإكتتاب فى الأوراق المالية.
- الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقاً مالية، أو فى زيادة رؤوس أموالها.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- السمسرة فى الأوراق المالية^(١٧).

٦- شركات الاستثمار العاملة فى مجال تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية المنشأة طبقاً للقرار الوزارى رقم ١٨٤ لسنة ١٩٩٥^(١٨).

ونظراً للحدثة النسبية لهذه الشركات فسوف نلقى بعض الأضواء عليها فى إيجاز:

١- شركات ضمان تغطية أو ترويج الإكتتاب فى الأوراق المالية:

هناك عدة عوامل تزيد من صعوبة الإكتتاب فى الأوراق المالية للمشروعات الجديدة منها: أ- ضخامة حجم المشروع والأوراق التى يصدرها. ب- حداثة أو ضآلة السوق المالية فى دولة المشروع. ج- قلة ثقة المستثمرين فى الأوراق المالية الجديدة.

ومع وجود هذه العوامل تصبح الحاجة ماسة إلى إنشاء مؤسسات مالية (شركات) متخصصة فى القيام بعملية ضمان الإكتتاب فى الأوراق المالية الجديدة أو الترويج له وتمارس هذه

الشركات عملها بأساليب متعددة منها:

أ- تقديم النصح والمشورة للمشروعات الاستثمارية الراغبة في الحصول على قدر من رؤوس الأموال للتأسيس أو لزيادة رأس المال في شأن تحديد هيكل وحجم التمويل ونوعية الورقة التي يفضل إصدارها ووقت الإصدار، وإذا استقر الرأي على إصدار سندات فإن المشورة تمتد إلى مدة السند وسعر ونوع الفائدة عليه وهل تكون فائدة متغيرة أم ثابتة.

ب- الوساطة بين المشروع وجهة التمويل.

ج- المشاركة في تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة للمشروع.

د- ترويج الاكتتاب من خلال تعريف الجمهور بالورقة المطروحة ومزاياها.

ومن شأن قيام هذا النوع من الشركات، تنشيط السوقين الأولي والثانوي للبورصة أما تنشيطها للسوق الأول فواضح من خلال أساليب عملها المتقدمة، وأما تنشيطها للسوق الثانوي فإنه قد يتم من خلال قيامها باعادة بيع ماتم الاكتتاب فيه من الأوراق المالية للمشروعات الجديدة في السوق الثانوي.

٢- شركات رأس المال المخاطر:

تنهض هذه الشركات بتقديم مزيج من التمويل والادارة لنوعين من المشروعات أولهما: المشروعات الاستثمارية الجديدة التي تصدر أوراقا مالية، والثانية: المشروعات والمنشآت الفردية التي ترغب في

التحول إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، وتعانى قصورا فى التمويل.

وبالنظر إلى أن دورة الاستثمار فى هذين النوعين من المشروعات طويلة نسبيا فان الاستثمار فيهما يوصف بأنه عالى المخاطر، وهو ما حدا بالمشرع المصرى لأن يصرح بموجب أحكام قانون سوق رأس المال باقامة هذا النوع من الشركات وبدخولها إلى سوق التمويل فى مصر.

وببقى السؤال عن أنواع المخاطر التى تحيط بالاستثمار فى الأوراق المالية والتى تستدعى قيام شركات رأس المال المخاطر، وفى ايجاز غير مخل فان هذه المخاطر تنقسم إلى قسمين رئيسيين هما:
١- مخاطر خارجية . ٢- مخاطر داخلية.

١- أما المخاطر الخارجية فانها قد تكون ذات طبيعة اقتصادية أو سياسية أو قانونية ليس للمشروع المصدر للورقة المالية دور فى إيجادها، أو قدرة على السيطرة عليها ومن أمثلة المخاطر الخارجية ذات الطبيعة الاقتصادية: الدورات الاقتصادية التى تصيب الاقتصاد القومى، تغير أسعار الفائدة المحلية والدولية، وتقلب أسعار صرف العملة الوطنية لبلد المشروع، والضرائب التى تفرضها السلطات المالية فى بلد المشروع ونسبة التضخم التى تسود فى أسواق هذا البلد.

أما المخاطر الخارجية ذات الطبيعة السياسية فمنها: تحول بلد المشروع المصدر للورقة المالية من الاقتصاد الحر إلى الاقتصاد

الاشتراكى، جميع أنواع المخاطر غير التجارية مثل التأميم والمصادرة ونزع الملكية بغير طريق القضاء وفرض الحراسة والحجز التحفظى والغاء تراخيص المشروع والتسعير الجبرى لمنتجاته وغير ذلك، ومن هذه المخاطر كذلك: عدم استقرار نظام الحكم السائد والتوترات السياسية الداخلية والخارجية والعلاقات مع دول الجوار والعقوبات الدولية.

وأخيرا فان المخاطر الخارجية ذات الطبيعة القانونية تشمل: تعتمد مساس المشرع الداخلى بالمراكز القانونية المستقرة، أو اصدار قواعد قانونية ذات أثر رجعى، كما تشمل غموض القواعد القانونية، وتشتتها فى عدة قوانين، وعدم استقرارها بتلاحق التعديلات عليها.

٢- وأما المخاطر الداخلية التى تحيط بالاستثمار فى الأوراق المالية والتى ترجع إلى جهة اصدار هذه الأوراق والنشاط الذى تمارسه، فانها تتنوع بدورها إلى:

أ- مخاطر مالية ومن أمثلتها: عدم كفاية رأس المال العامل، وعدم المقدرة على خدمة القروض المستحقة، وتضخم المخزون السلعى الراكد وغير ذلك.

ب- مخاطر ممتلكات وتشمل: قدم واستهلاك الأصول الرأسمالية أو عدم كفايتها، سوء تخزين واستغلال احتياجات المشروع.

ج- مخاطر عمليات المشروع ومنها: الرقابة السيئة على التشغيل، مشاكل العمال، المنافسة غير المتكافئة مع المشروعات الأخرى، وانحرافات الإدارة.

ويدون شك فان جملة المخاطر المتقدمة، سوف تؤثر على ربحية المشروع المصدر للورقة المالية ومركزه المالي، مما يؤثر بالتالى على توزيعاته وعلى القيمة السوقية لأوراقه المالية وكلما كان المشروع حديث النشأة، كلما تزايدت مخاطر الاستثمار فى أوراقه المالية على الأقل فى جانب طول دورة الاستثمار فيه، ومن هنا تتولد الحاجة إلى تكوين شركات رأس المال المخاطر، التى لاتستهدف تمويل أنواع المشروعات المتقدمة فقط وإنما تهدف كذلك إلى ادارة المخاطر المحتمل تعرض المشروع لها بتقديم الخبرات الفنية والادارية المتخصصة للمشروع اضافة إلى تقديم النصح والمشورة له.

٣- شركات المقاصة وتسوية المعاملات فى الأوراق المالية:

وتنهض هذه الشركات أساسا بمهمة تسليم وتسليم الأوراق المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة، مع تسوية الحسابات الناتجة عن عملية التداول بين شركات السمسرة، وعمل المقاصة اللازمة عليها، وحتى مثول هذا البحث لاعادة طبعه فى سبتمبر ١٩٩٧ فقد أنشئت لهذا الغرض فى مصر شركة واحدة وهى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى، وذلك لتوفير التسويات السريعة للمعاملات بين العملاء من خلال استخدام النظم الآلية والتحويلات السريعة، والقدرة على تنفيذ عملية بيع أو شراء الورقة المالية أو إضافة الربح الموزع عليها من جهة اصدارها خلال يوم واحد بهدف جذب المستثمرين الوطنيين والأجانب للتعامل فى سوق الأوراق المالية المصرية.

ولاشك فى أن اقامة هذا النوع من الشركات سوق يحقق فوائد

متعددة بالنسبة لأطراف عملية تبادل الورقة المالية، حيث يحقق للسمسار فائدتين هما: خفض المخاطرة وأجراء تسويات عادلة، كما يحقق لماسكى الدفاتر سواء كانوا بنوكا أو شركات سمسة فوائد منها: مزيد من الأمان فى حفظ الأوراق المالية، حيث لا يتم تداولها بالتداول المباشر وإنما بالأرصدة والقيود الدفترية، كما سيقدم معلومات دقيقة وسريعة للمستثمرين عن كل ورقة مالية مدرجة فى نظام الحفظ المركزى.

فضلا عن أنه يحقق لجهات اصدار الأوراق المالية فوائد منها: سهولة تعرف كل جهة على حاملى أوراقها من خلال نظام المعلومات بالحفظ المركزى، وتخفيض تكاليف اصدار الأوراق المالية، حيث لن يتطلب الأمر فى مرحلة متقدمة من تطبيق هذا النظام إلى طبع الورقة المالية فى صكوك تسلم للمكتتبين فيها، وإنما يكفى قيد عددها وقيمتها فى دفاتر شركة المقاصة والتسوية والحفظ.

بالإضافة إلى أنه يحقق للمستثمرين فوائد منها: تحقيق الأمان لهم من مخاطر تلف أو فقد الورقة عند كل عملية تبادل لها، والقدرة على إعادة البيع للورقة خلال يوم واحد.

وفى سبيل تحديث نظام الايداع المركزى للأوراق المالية والمقاصة وتسوية المعاملات فقد اشتركت هيئة سوق المال المصرية مع شركة سيكوفام الفرنسية فى وضع نظام جديد للحفظ والمقاصة وتسوية المعاملات فى الأوراق المالية بدأ تطبيقه من أكتوبر ١٩٩٦ بهدف المساهمة فى سرعة التداول، وعدم حمل المستثمرين لأوراقهم المالية عند تداولها.

وفى النصف الثانى من اكتوبر ١٩٩٦ وقعت أول اتفاقية تعاون بين شركات المقاصة والتسوية فى كل من مصر ولبنان والكويت، بهدف اتاحة التعامل لمواطنى هذه الدول فى بورصاتها الثلاث، وقد تم الاتفاق على انشاء أربع آليات لتفعيل هذه الاتفاقية تتمثل فى حرية التداول، وتبادل ونشر المعلومات والافصاح عنها، وربط شركات المقاصة ببعضها البعض، وربط شركات السمسرة والوساطة فى أسواق هذه الدول.

وقد وصل عدد الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية فى نهاية سبتمبر ١٩٩٧ إلى ١٦٣ شركة منها ١٢٠ شركة سمسرة، ٨ شركات لادارة محافظ الأوراق المالية، ٣١ شركة فى مجال ترويج وتغطية الاكتتاب وتأسيس الشركات، ٣ شركات لامسك الدفاتر والسجلات وشركة واحدة للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى.

أقسام سوق الأوراق المالية:

يتكون سوق الأوراق المالية من قسمين رئيسيين هما:

أ- السوق الأولى أو سوق الإصدار:

وهو السوق الذى يتم التعامل فيه على الورقة المالية لأول مرة، عن طريق ما يعرف بالإكتتاب العام، سواء كانت هذه الورقة من أسهم التأسيس، أو من اسهم أو سندات زيادة رأس المال، أو من أذون أو سندات الخزانة العامة، أو احدى وثائق صناديق الاستثمار، أو كانت تأخذ أى شكل آخر من أشكال الأوراق المالية، فالشرط الجوهري، للتعامل عليها فى السوق الأولى أو سوق الإصدار، هو أن

يتم التعامل عليها لأول مرة أيا كانت جهة إصدارها، وأيا كان شكلها.

ب- السوق الثانوى أو سوق التداول أو البورصة:

وهو السوق الذى يتم فيه التعامل بالبيع والشراء على الأوراق المالية، المقيدة بالبورصة، للمرة أو المرات التالية، للتعامل عليها لأول مرة، وذلك من خلال سمسرة الأوراق المالية^(١٩)، وبما يعنى عدم جواز التعامل عليها خارج البورصة^(٢٠) أو بالمخالفة لأحكام التعامل فيها.

قيد الأوراق المالية فى البورصة (جداوله، وشروطه):

يتم قيد الأوراق المالية فى البورصة فى أحد جدولين وفقا لشروط قيد خاصة فى كل جدول على النحو التالى:

١- الجداول الرسمية: ويتم فيها قيد الأوراق المالية المستوفاة للشروط الآتية:

أ- أن تكون صادرة عن شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم ذات الأكتتاب العام التى يتوفر فيها الشرطان الآتيان.

- ألا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للاكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة.

- ألا يقل عدد المكتتبين فى الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين.

وإذا ترتب على تداول أسهم الشركة أن قل عدد المساهمين عن مائة لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية للشركة، اعتبرت الأسهم مشطوبة من هذه الجداول بحكم القانون وتنقل إلى الجداول غير الرسمية.

ب- السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في اكتتاب عام على أن يتوافر فيها الشرطان السابقان.

ج- الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في اكتتاب عام.

د- الأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.

٢- الجداول غير الرسمية، ويتم القيد فيها لنوعين من الأوراق هما:

أ- الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية.

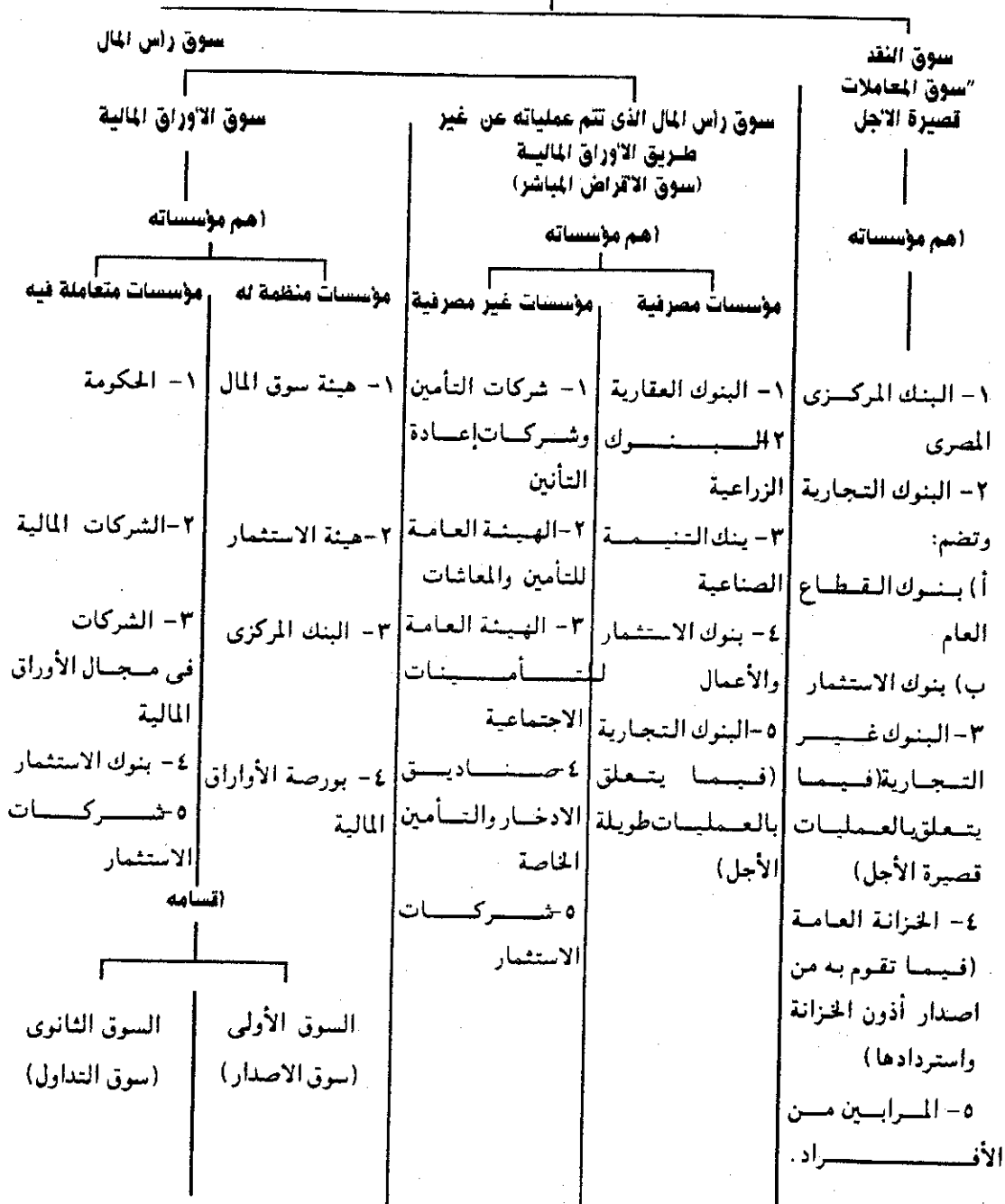
ب- الأوراق المالية الأجنبية.

والفرق بين الجدولين المشار إليهما يكمن في مقدار الشفافية والافصاح عن المركز المالي والقوائم المالية لجهة اصدار الورقة، ومن ثم تحقيق أكبر قدر من الضمانات للمستثمرين في الأوراق المالية، فان الجداول غير الرسمية (خلافًا للجداول الرسمية) لا تحكمها قواعد محددة لضبط عملياتها ونشر المعلومات عن الأوراق المقيدة فيها.

والمركز المالى لجهات اصدارها، ومن ثم يكتنف التعامل فى أوراقها
مزيد من المخاطر.

ويمكننا بعد هذا التصور الإجمالى لسوق رأس المال فى مصر،
أن نضع لها رسما كروكيا يوضح أقسامه والمؤسسات المنظمة له،
والتعاملة فيه على النحو التالى:

هيكل سوق المال فى مصر



الفرع الثانى

التعريف بالمؤسسات العاملة والمنظمة
لسوق المال فى مصر. ودور كل منها
فى تنشيطه وتطويره

١- البنك المركزى المصرى:

هو: شخصية اعتبارية عامة مستقلة، يقوم بتنظيم السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية، والإشراف على تنفيذها وفقا للخطة العامة للدولة، بما يساعد على تنمية الاقتصاد القومى، واستقرار النقد المصرى^(٢١) وكذلك الإشراف على البنوك المسجلة لديه، وللبنك أن يتخذ فى سبيل ذلك، ما يرى اتباعه من وسائل وله على الأخص.

- أ- التأثير فى توجيه الائتمان من حيث كميته ونوعه وسعره.
- ب- تحديد اسعار الخصم ومعدلات العائد على العمليات المصرفية، حسب طبيعة هذه العمليات وآجالها ومقدار الحاجة إليها.
- ج- مراقبة البنوك المسجلة لديه، بما يكفل سلامة مراكزها المالية، والتزامها بالسياسة النقدية والائتمانية للدولة^(٢٢).

وللبنك مزاولة العمليات المصرفية العائدة للحكومة، والأشخاص الاعتبارية العامة الأخرى^(٢٣).

وهو ينوب عن الحكومة، فى إدارة الدين العام وإصداره، والقيام بخدمته واستهلاكه^(٢٤).

وللبنك أن يقدم قروضا للحكومة لتغطية ما قد يكون فى

الموازنة العامة من عجز موسمي، بشرط ألا تزيد هذه القروض، على ١٠٪ من متوسط إيرادات الموازنة العامة، في خلال السنوات الثلاثة السابقة، وتكون هذه القروض لمدة ثلاثة أشهر، قابلة للتجديد لثلاثة اشهر أخرى، وهكذا، على أن تؤدى خلال اثنا عشر شهراً، على الأكثر، من تاريخ تقديمها، وتحدد الشروط الخاصة بهذه القروض، بالاتفاق بين وزارة المالية والبنك، وذلك وفقاً لحالة النقد، والائتمان السائدة وقت تقديمها^(٢٥).

وللبنك أن يتعامل بالشراء والبيع في السوق المفتوحة (سوق الأوراق المالية) في الأوراق الحكومية المصرية، والأوراق المضمونة من الحكومة، والسندات التي يعينها مجلس ادارته، والكمبيالات والسندات الأذنية وغيرها من الأوراق التجارية وتعقد هذه العمليات بقصد زيادة أو انقاص الأموال التي تتداولها البنوك أو غيرها، وفقاً لسياسة النقد والائتمان^(٢٦).

مدى تأثير البنك المركزى على سوق المال:

يمارس البنك المركزى المصرى تأثيره الفعال فى ضبط وتنشيط سوق المال فى مصر بعدد من الأساليب منها:

- ١- الإشراف المباشر على شئون النقد، والائتمان.
- ٢- الإشراف المباشر على البنوك، وسلطة مراقبتها، وتوجيه الائتمان فيها من حيث كميته ونوعه وسعره، ولا يخفى أن البنوك، من أهم المتعاملين فى سوق المال عموماً، وسوق رأس المال خصوصاً.
- ٣- نيابته عن الحكومة فى إدارة الدين العام (الداخلى

والخارجى وإصداره وخدمته واستهلاكه.

٤- تمويل العجز الموسمى فى الميزانية العامة للدولة، اما عن طريق تقديم القروض المباشرة الداخلية، قصيرة الأجل إلى الحكومة (التمويل التضخمى) أو عن طريق إصدار أذون قصيرة الأجل على الخزانة العامة، والاشراف على عمليات إصدارها وتغطية الإكتتاب فيها، وخدمتها واستهلاكها دون أن يدخل مشتريا فى مزادات بيعها.

٥- إعادة خصم الأوراق التجارية، السابق للبنوك التجارية خصمها للعملاء.

٦- التعامل بالبيع والشراء فى السوق المفتوحة للأوراق المالية، وذلك فى الأوراق المالية الحكومية المصرية، والأوراق المضمونة من الحكومة، والسندات التى يعينها مجلس ادارته، والأوراق التجارية التى أعاد خصمها، وذلك بقصد التأثير على السيولة فى المجتمع.

٧- تمويل العجز الكلى المتراكم للميزانية العامة للدولة، بإصدار سندات على الخزانة العامة متوسطة وطويلة الأجل، بقصد إعادة هيكلة الدين العام، بما يضافى عليه درجة من المرونة، ويعمل فى نفس الوقت على تنشيط سوق رأس المال.

٨- الموافقة (أو عدم الموافقة) على مباشرة البنوك المسجلة لديه، لنشاط صناديق الاستثمار^(٢٧).

٩- نائب محافظ البنك المركزى، يعتبر بحكم القانون أحد أعضاء مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال^(٢٨).

١٠- يتولى مع الهيئة العامة لسوق المال، تحديد العائد على

صكوك التمويل ذات العائد المتغير، التي استحدثها القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بشأن تلقى الأموال لاستثمارها والتي تصدرها الشركات المساهمة، التي لا يكون من بين أغراضها تلقى الأموال لاستثمارها لمواجهة احتياجاتها التمويلية، أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها، على ألا يتجاوز العائد على هذه الصكوك ٢٥٪ سنوياً (٢٩).

٢- القطاع (الجهاز) المصرفي:

من أهم المؤسسات المالية العاملة في سوق المال، البنوك بأنواعها المتعددة (التجارية - المتخصصة - بنوك الاستثمار والأعمال) وترجع أهمية الجهاز المصرفي (البنوك) في تنمية وتطوير وتنشيط سوق المال عموماً، وسوق رأس المال على وجه الخصوص إلى ما تقوم به هذه البنوك من أنشطة في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية، ومن ذلك:

أ- صرح القانون رقم ٦ لسنة ١٩٨٦ (٣٠) لبنك الاستثمار القومي (٣١) بإصدار سندات لحاملها بالدولار الأمريكي بضمان الخزنة العامة، تسمى سندات التنمية الوطنية في حدود مبلغ خمسمائة مليون دولار، على دفعات، يتم تداولها بسوق الأوراق المالية بعد اثني عشر شهراً من تاريخ أقفال باب الإكتتاب لكل دفعة مصدرة، وقد أدى ذلك إلى تنشيط سوق المال عموماً وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

كما تعتبر بنوك الاستثمار والأعمال منشآت تمويلية خاصة،

تلعب إلى جانب المؤسسات المالية الأخرى مثل البنوك التجارية وشركات التأمين وبيوت الاستثمار والاصدار ومؤسسات الادخار والمعاشات، دورا هاما فى تكوين سوق المال، الذى يتم من خلاله تحويل المدخرات من المدخرين إلى المستثمرين.

وتلعب بنوك الاستثمار دورا حيويا فى سد الاحتياجات التمويلية متوسطة وطويلة الأجل للمشروعات الاستثمارية، حيث إن إقامة هذه المشروعات يتطلب توفير التمويل متوسط وطويل الأجل لها، سواء فى شكل رأس مال أو قروض، لاقتناء أصولها الثابتة من الأراضى والمباني والمعدات والآلات، وهو ما يضطلع بتقديمه السوق المالية بالنسبة للمشروعات التى يسمح حجمها وطبيعتها القانونية وجدواها الاقتصادية بالحصول على التمويل اللازم لها من هذه السوق عن طريق اصدار الأسهم والسندات والقروض.

ولما كانت البنوك التجارية لا تستطيع منح مشروعات الاستثمار قروضا لآجال متوسطة أو طويلة، فقد بات من الضروري إيجاد مؤسسات مالية قادرة على منح هذه القروض تتمتع بموارد مستقرة نسبيا، تحصل عليها من رأسمالها أو عن طريق اصدار السندات والاقتراض لمدة طويلة لتوفير الموارد المالية اللازمة لمنح التمويل متوسط وطويل الأجل.

وفى الحالات التى يتخصص فيها البنك فى التعامل مع المشروعات الحكومية العامة أو لصرف اعتمادات حكومية لمشروعات معينة، أو لتنفيذ وإدارة مشروعات مملوكة للدولة فإن بنك الاستثمار يكون فى إطار الملكية العامة.

أما فى الحالات التى يكون الغرض من تأسيس بنك الاستثمار هو دفع وتنمية النشاط الخاص فان بنك الاستثمار قد يكون فى اطار الملكية الخاصة، أو الملكية المشتركة.

ب- صرح القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ فى شأن البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى للبنوك فى المساهمة فى تأسيس وإنشاء المشروعات والشركات.

ج- اجاز قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٧٥ للبنوك التجارية تملك أسهم الشركات المساهمة بما لاتزيد قيمته لكل بنك عن ٤٠٪ من رأس المال المصدر للشركة، وبشرط الا تتجاوز القيمة الاسمية للأسهم التى يملكها البنك فى هذه الشركات مقدار رأسماله المصدر واحتياطياته، ولوزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، زيادة الحدين المذكورين عند الاقتضاء بناء على اقتراح محافظ البنك المركزى المصرى (٣٢).

د- أجازت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى شأن سوق رأس المال للبنوك إنشاء بورصات خاصة يقتصر القيد والتداول فيها على نوع أو أكثر من الأوراق المالية، بل وأوجبت المادة ١٠٧ من اللائحة المشار إليها ألا يقل عدد الأعضاء المؤسسين فى البورصة عن عشرين، نصفهم على الأقل من البنوك أو شركات التأمين أو الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية أو منها جميعا، على أن تكون جميعها مؤسسة فى مصر.

هـ- أجازت المادة ٤١ من قانون سوق رأس المال المشار إليه، والمادة ١٧٢ من لائحته التنفيذية، للبنوك، بعد موافقة البنك

المركزي، أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار، بل وأكثر من ذلك، فقد أجازت المادة ١٧٣ من اللائحة المشار إليها، للبنك أن يستثمر أموال الصندوق التابع لها، فى أوراق مالية مملوكة للبنك، لابقيمتها الأسمية المصدرة بل من جهة إصدارها. وإنما، بما أسسته المادة ١٧٣ المشار إليها بالقيمة العادلة لتلك الأوراق وفقا لما يقر بصحته مراقب حسابات البنك.

ونسبيا تعد البنوك التجارية عامة، وبنوك القطاع العام التجارية خاصة من أكبر المستثمرين فى الأوراق المالية، بما يعنى أن تطوير سوق المال يتوقف بدرجة كبيرة على إسهام مجموعات البنوك المختلفة فى هذا التطوير وذلك من خلال:

- أ- تدوير محافظ الأوراق المالية لديها.
- ب- زيادة مساهمتها فى إنشاء المشروعات الجديدة.
- ج- تطوير الخدمات المصرفية المتعلقة بالأوراق المالية، من حيث الإصدار والترويج وتغطية الإكتتاب^(٣٣).

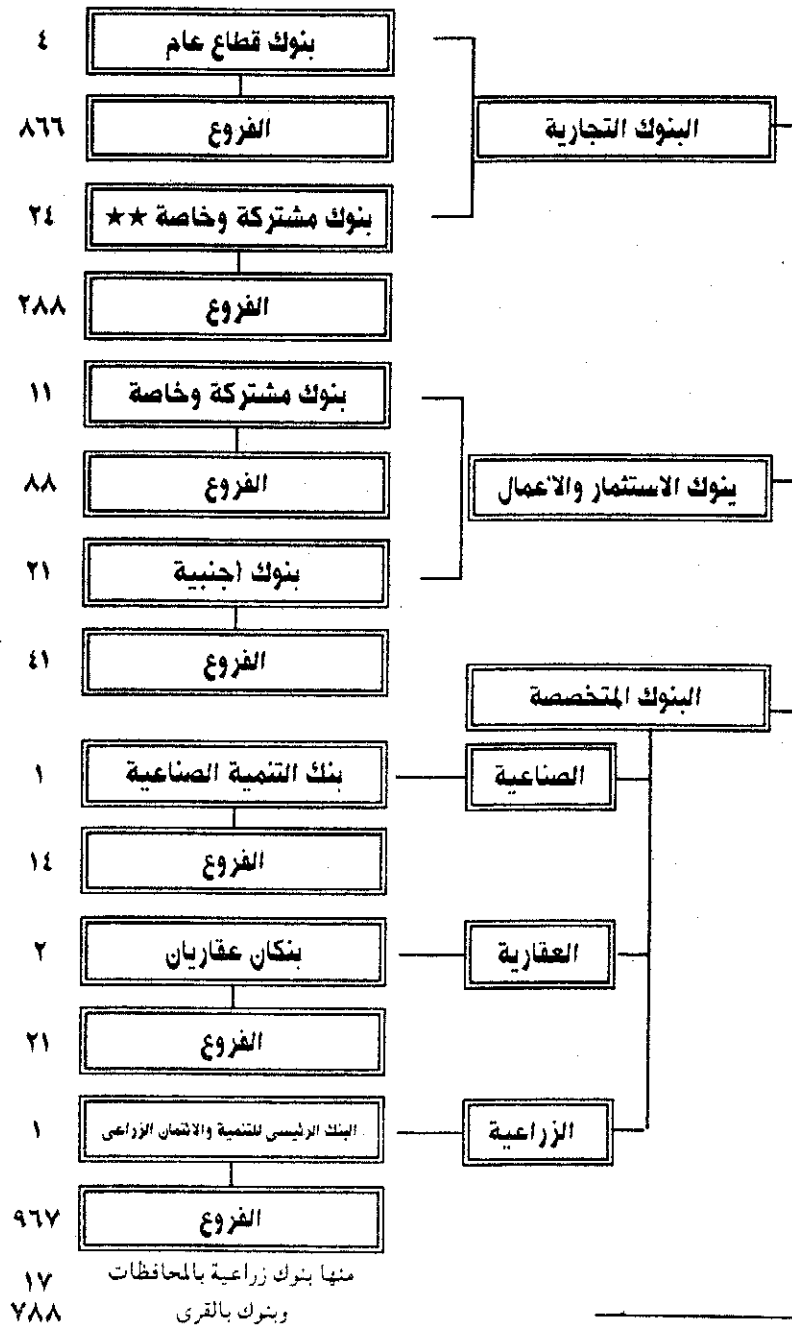
ونورد فيما يلى هيكل الجهاز المصرفى المصرى فى ٣٠ يونيه

١٩٩٦.

البنك المركزي المصري

الجهاز المصرفى المصرى كما فى ٣٠ يونية ١٩٩٦ *

البنك المركزي المصري



لا يتضمن فروع البنوك المصرية بالخارج. وأيضا لا يشمل على ثلاثة بنوك أنشئت بقوانين خاصة وغير مجلة لدى البنك المركزي وهي: المصرف العربي الدولي، كيبكال بنك، وبنك نصار الاجتماعي.

ثم دمع خمسة عشر ينكا من بترك التسمية في المحافظ في الجناح الرضوى الأم بالقاهرة كما تم دمج بنك

٣- الحكومة :

تعد الحكومة المصرية من أكبر المتعاملين فى سوق رأس المال المصرية، الا أننا فى هذا الصدد، ينبغى أن نفرق بين تعامل الحكومة فى سوق رأس المال، بمعناه الواسع، وبين تعاملها فى سوق الأوراق المالية أو البورصة بالمعنى الضيق لها، وفى هذه التفرقة نجد.

أن الحكومة تعد من أكبر مصدري الأوراق المالية فى مصر، خلال القرن الحالى، بأشكالها المختلفة خاصة سندات القروض الداخلية وأذون الخزانة أى أدوات الدين الداخلى، كما أنها تعد من أكبر مالكي وحائزى أسهم الشركات المالية فى مصر، سواء الشركات التى قامت بتأميمها بموجب قوانين يوليو الاشتراكية، أو الشركات التى أنشأها فى مرحلة التحول الاشتراكى والتى تكون هيكل القطاع العام، وقطاع الأعمال العام.

وإذا كانت الحكومة المصرية، تعد من أكبر حائزى ومصدري الأوراق المالية فى مصر، خلال هذا القرن، بما يعنى أنها من أكبر المتعاملين فى سوق رأس المال بمعناه الواسع الا أنها وفى فترات كثيرة وطويلة لاتعتمد على بورصة الأوراق المالية، فى تدبير احتياجاتها التمويلية، عن طريق طرح ماتصدره أو ما تملكه من أوراق مالية، للاكتتاب العام أو للبيع فى البورصة حيث كانت تعتمد ولفترات طويلة على التمويل التضخمى أو الاقتراض المباشر من البنك المركزى لتمويل العجز الموسمى والمتراكم فى موازنتها العامة، وحيث كان البنك المركزى، يدخل فى أحيان كثيرة لتغطية الاكتتاب فيما تصدره

الحكومة من سندات قروض داخلية، وحيث مازالت الحكومة مترددة فى توسيع قاعدة الملكية الخاصة فى شركات القطاع العام وقطاع الأعمال العام عن طريق طرح بعض أو كل ما تملكه من أسهمها للاكتتاب العام فى البورصة وقد أدى هذا إلى جعل سوق الأوراق المالية المصرى، سوقا ضحلة بالنسبة إلى عدد الأوراق المقيدة فيها، والمطروحة للبيع من خلالها، بحيث لا تحتل دخول الشركات العالمية العاملة فى مجال الأوراق المالية للتعامل فيها، وبما أدى إلى الارتفاعات غير المبررة فى القيمة السوقية لكثير من الأوراق المتاحة للتعامل عليها فيها، بما لا يتناسب إطلاقا مع المركز المالى، أو مستوى الإدارة والتشغيل فى الشركات المصدرة لهذه الأوراق ونحن نناشد الحكومة، تنشيط سوق الأوراق المالية، بمزيد من الاعتماد عليها عند حاجتها إلى تدبير التمويل اللازم لتغطية العجز الموسمى والمتراكم فى موازنتها العامة، وبطرح المزيد من الأوراق المالية التى بحوزتها لشركات القطاع العام وقطاع الأعمال العام، بهدف خلق السعر السوقى الواقعى لما يتداول فى البورصة من أوراق مالية.

٤ - الشركات المساهمة :

تعتبر الأوراق المالية التى تصدرها شركات المساهمة (سواء تمثلت فى أسهم تأسيس أو أسهم أو سندات زيادة رأس المال، أو صكوك استثمار، أو صكوك تمويل، أو وثائق استثمار) تعد من أهم الأوراق المالية التى يقوم عليها التعامل فى سوق رأس المال.

وينظم أحكام تأسيس وتشغيل شركات المساهمة فى مصر فى الوقت الحاضر عددا من القوانين هى وفقا لتاريخ إصدارها :

أ- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ باصدار قانون شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، والشركات ذات المسئولية المحدودة^(٣٤).

ب- القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ باصدار قانون الشركات العاملة فى مجال تلقى الاموال لاستثمارها^(٣٥).

ج- قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩^(٣٦)، وتعديلاته.

د- القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ باصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام والقرارات المتعلقة به^(٣٧).

هـ- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ باصدار قانون سوق رأس المال^(٣٨).

ومعلوم أن الشكل القانونى، وأحكام التأسيس، ومزاولة النشاط وكل ما يتصل بحياة الشركة المساهمة وتصفيته، محكوم بالقانون الذى نشأت فى ظله وخضعت لأحكامه.

وتأسيسا على ذلك فانه يمكن أن تتعدد أشكال ومجالات عمل شركات المساهمة فى مصر إلى:

أ- شركات مساهم عادية.

ب- شركات مساهمة تعمل بصفة أساسية فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها.

ج- شركات استثمار عاملة فى المجالات التى حددتها المادة الأولى من قانون الاستثمار.

د- شركات مساهمة قابضة وشركات مساهمة تابعة.

هـ- شركات مساهمة عاملة فى مجال الأوراق المالية، تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية:

- ١- ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية.
- ٢- الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية، أو فى زيادة رؤوس أموالها.
- ٣- رأس المال المخاطر (٣٩).
- ٤- المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية.
- ٥- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار.
- ٦- السمسرة فى الأوراق المالية.

وهذه الشركات كما قدمنا، تصدر أوراقا مالية مختلفة ومتنوعة، وهى باعتبار عددها المتنامى والمتزايد (خاصة فى مراحل الانفتاح والإصلاح الاقتصادى، وتشجيع الاستثمار) وباعتبار عدد الأوراق المالية التى تصدرها فى مرحلتى التأسيس وزيادة رأس المال، تعد من أهم المؤسسات المالية المكونة والمتعاملة فى سوق رأس المال، كما تعد ما تصدره من أوراق مالية من أهم الأدوات المالية التى يقوم عليها التعامل فى سوق رأس المال.

ولا يحد من الأهمية النسبية لشركات المساهمة وما تصدره من أوراق مالية، فى تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، سوى وجود شركات الاكتتاب المغلق، التى تعكس الملكية العائلية، لجانب كبير من شركات المساهمة والتى يرجع السبب فى وجودها وانتشارها فى مصر، إلى أن الذين يقومون بعملية الادخار، ولديهم فائض تراكمى

لرأس المال، هم أنفسهم الذين يقومون بالاستثمار وتأسيس شركات المساهمة، وغالبا ما يقصرون تأسيسها على أنفسهم لاعتبارات متعلقة بالثقة والعادات والتقاليد.

ومما لاشك فيه، أن انتشار ظاهرة الشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق فى الاقتصاد المصرى، تؤدى إلى انخفاض نسبة عدد الشركات التى تقيد وتتداول أوراقها المالية فى البورصة، وبالتالي تقليص أدائها المالية ونشاطها الكلى فضلا عن وجود الشركات ذات الاكتتاب المغلق، فان شركات المساهمة المصرية ذات الاكتتاب العام، تعزف عن إصدار السندات كأداة تمويلية لها، ويعزى ذلك إلى ثلاثة أسباب جوهرية هى:

١- أن القانون المدنى، قد وضع حدا أقصى لسعر الفائدة بما لايزيد على ٧٪ سنويا.

٢- التأثير السلبى لفترة الستينات، وما صاحبها من تأميم للشركات القائمة خلّت على أثرها السوق المالية من سندات الشركات ولمدة طويلة، مما خلق أنماطا جديدة فى التمويل، على رأسها اعتماد الشركات على الاقتراض من البنوك.

٣- منافسة الودائع لأجل فى البنوك، لسندات الشركات من حيث الإعفاء الضريبى، ومعدل العائد المناسب، وسهولة التعامل فى الودائع بالنسبة للأفراد، عن تعاملهم فى السندات^(٤٠).

وقد استطاع المشرع المصرى مؤخرا فى قانونى الاستثمار وسوق رأس المال المشار اليهما، أن يخلص شركات المساهمة من أسباب

عزوفها عن إصدار سندات التمويل، حيث نصت المادة ١٢ من قانون سوق رأس المال على أن: «يكون إصدار السندات، وصكوك التمويل، والأوراق المالية الأخرى سواء كانت أسمية أو لحاملها، بموافقة الجمعية العامة للشركة، ووفقا للقواعد والاجراءات التى تبينها اللائحة التنفيذية، ويجب أن تتضمن موافقة الجمعية العامة، العائد الذى يغله السند أو الصك أو الورقة وأساس حسابه دون التقييد بالحدود المنصوص عليها، فى أى قانون آخر».

فالمشرع بهذا النص قد اطلق سعر الفائدة على السندات، ولم يقيد الشركات المصدرة لها، بالحد الأقصى لسعر الفائدة المنصوص عليه سواء فى القانون المدنى أو فى أى قانون آخر.

وفضلا عن ذلك فان المشرع فى قانون الاستثمار، قد منح المشروعات التى تقام وفقا لاحكامه ضمانات متعددة من المخاطر غير التجارية وعلى الأخص، التأمين، المصادرة، الحجز على أموالها، أو الاستيلاء عليها، أو تجميدها أو مصادرتها، أو التحفظ أو فرض الحراسة عليها عن غير طريق القضاء، ومن نزع ملكية العقارات كلها أو بعضها، الا للمنفعة العامة، وطبقا للقانون ومقابل تعويض عادل على أساس القيمة السوقية للعقار، ومن التسعير الجبرى لمنتجاتها، أو تحديد الأرباح لها^(٤١).

وترى أنه يلزم لتنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية، الحد من ظاهرة الاكتتاب المغلق، وتشجيع أو إلزام الشركات ذات الاكتتاب المغلق على طرح جزء أو نسبة من أوراقها المالية للإكتتاب العام،

ويمكن لتحقيق ذلك ربط الإعفاءات الضريبية، والخوافز الأخرى التى تقدم للشركات بحجم ماتصدره من أوراق مالية للإكتتاب العام.

٥- الهيئة العامة لسوق المال:

من أهم المؤسسات المنظمة لسوق رأس المال فى مصر، الهيئة العامة لسوق المال، وهى هيئة عامة، تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، ومقرها مدينة القاهرة، وقد انشئت بمقتضى القرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩، ويجوز بقرار من الوزير المختص، بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إنشاء فروع ومكاتب لها، داخل وخارج البلاد^(٤٢).

وقد أناط بها المشرع تحقيق أهداف متعددة، ومنحها فى قانون سوق رأس المال وفى غيره من القوانين المرتبطة به سلطات واختصاصات واسعة، فهى تهدف إلى:

١- تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال والقرارات الصادرة تنفيذا له.

٢- العمل على تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ومراقبة أدائه لوظائفه.

٣- تأهيل وتدريب العاملين فى سوق رأس المال من وسطاء الأوراق المالية وغيرهم، ورفع مستواهم الفنى.

٤- توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال.

٥- مراقبة سوق رأس المال، لضمان التعامل على الأوراق المالية

دون أية شائبة من غش أو نصب أو احتيال أو استغلال أو مضاربات وهمية^(٤٣).

٦- اقتراح وتطوير القوانين واللوائح اللازمة لتنمية وتطوير وتنظيم سوق رأس المال وقد منحها المشرع فى سبيل تحقيق ما أناطه بها من أهداف سلطات واختصاصات من أهمها:

١- رفض أو الموافقة على رغبة أى شركة فى إصدار أوراق مالية^(٤٤).

٢- اعتماد نشرات الاكتتاب العام فيما تصدره الشركات من الأوراق المالية^(٤٥).

٣- تلقى وفحص التقارير نصف السنوية عن نشاط ونتائج أعمال الشركات التى اصدرت أوراقا مالية فى اكتتاب عام، والزام الشركات بنتائج الفحص^(٤٦).

٤- طلب أية بيانات أو وثائق من الشركات ومراقبى حساباتها للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة^(٤٧).

٥- لمجلس إدارة الهيئة، وفقا لأوضاع معينة وقف قرارات الجمعية العامة للشركة التى تصدر لصالح فئة معينة من المساهمين، وتضرر بباقيهم، أو تجلب نفعا خاصا لأعضاء مجلس الإدارة أو غيرهم^(٤٨).

٦- لرئيس الهيئة وقف عروض وطلبات التداول فى البورصة والتى ترمى إلى التلاعب فى الأسعار، وله وقف التعامل على أى

ورقة مالية، اذا كان من شأن استمرار التعامل بها الأضرار بالسوق أو المتعاملين فيه^(٤٩).

٧- لرئيس الهيئة اذا طرأت ظروف خطيرة، أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية، بأسعار القفل فى اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين فى جميع بورصات الأوراق المالية^(٥٠).

٨- لمجلس إدارة الهيئة اقتراح نظام عمولات السمسرة والحدود القصوى لمقابل الخدمات عن العمليات التى تتم فى البورصات.

٩- لمجلس إدارة الهيئة، اقتراح إنشاء البورصات الخاصة.

١٠- لا يجوز للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية مزاوله الأنشطة التى نصت عليها المادة ٢٧ من قانون سوق رأس المال، إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة، وعلى رئيس الهيئة وقف أى نشاط خاضع لأحكام هذا القانون، اذا تمت مزاولته دون ترخيص، ويجوز أن يتضمن قرار الوقف غلق المكان الذى تتم مزاوله النشاط فيه بالطريق الإدارى.

١١- يجوز وقف نشاط الشركة اذا خالفت قرارات مجلس ادارة الهيئة الصادرة تنفيذا لأحكام قانون سوق رأس المال.

١٢- لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها، أو تصفية عملياتها إلا بموافقة مجلس ادارة الهيئة، وذلك بعد التثبت من أن الشركة ابرأت ذمتها نهائيا من التزاماتها وفقا للشروط والاجراءات التى يحددها مجلس إدارة الهيئة.

١٣- لمجلس إدارة الهيئة سلطة الترخيص لصناديق الاستثمار بالتعامل فى القيم المالية المنقولة (خلاف الأوراق المالية) أو فى غيرها من مجالات الاستثمار طبقا للقواعد والشروط التى تحددها اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

١٤- يضع مجلس إدارة الهيئة، اجراءات اصدار وثائق استثمار صناديق الاستثمار واسترداد قيمتها، والبيانات التى تتضمنها، وقواعد قيدها وتداولها فى البورصة.

١٥- لا يحوز للبنوك وشركات التأمين مزاولة نشاط صناديق الاستثمار إلا بترخيص من الهيئة.

١٦ يكون لموظفى الهيئة الذين يصدر بتحديد اسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع وزير الاقتصاد، صفة الضبطية القضائية، فى أثبات الجرائم التى تقع بالمخالفة لأحكام قانون سوق رأس المال، ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذا له، ولهم فى سبيل ذلك الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات فى مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التى توجد بها، وعلى المسئولين فى الجهات المشار إليها أن يقدموا إلى الموظفين المذكورين البيانات والمستخرجات وصور المستخرجات التى يطلبونها لهذا الغرض.

وهكذا تمتد أهداف واختصاصات ومسئوليات وسلطات الهيئة العامة لسوق المال المقررة لها بموجب أحكامم قانون سوق رأس المال المشار إليه، بما يجعل منها الأداة الرئيسية للدولة، فى تطبيق هذا القانون.

وقد منحت القوانين الأخرى (خلاف قانون سوق رأس المال) المنظمة لأحكام تأسيس وتشغيل شركات المساهمة المصرية، للهيئة العامة لسوق المال الكثير من السلطات والاختصاصات، ومن ذلك:

١- ممثل الهيئة، أحد أعضاء اللجنة المختصة بفحص طلبات إنشاء الشركات^(٥١).

٢- الموافقة على إصدار الشركات الخاضعة لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أوراقا مالية وطرحها للاكتتاب العام^(٥٢).

ونحن نرى أن ما منحه المشرع من سلطات واختصاصات للهيئة العامة لسوق المال مبالغ فيها إلى حد قد يعوق تطوير وتنشيط سوق رأس المال، بل أنه قد يؤثر على نشاطه، وعلى سبيل المثال فإن المادتين ٢١ ، ٢٢ من قانون سوق رأس المال، قد منحتا رئيس الهيئة، اختصاصا لامبرر له، وسلطة هي في الأصل مقررة لرئيس البورصة، بما يعنى أن استعمال رئيس الهيئة لها، يعد افتئاتا على اختصاص رئيس البورصة، وبما ينتج عن استخدامها سواء من رئيس الهيئة أو من رئيس البورصة، أن تخضع الأوراق المالية المتداولة في البورصة للتسعيرة الجبرية، وهو أمر غير منطقي في التعامل في البورصات، من شأنه أن يؤدي إلى أحجام المستثمرين عن التعامل في البورصة.

حيث تنص المادة ٢١ من قانون سوق رأس المال على أنه: «يجوز بقرار من رئيس البورصة، وقف عروض وطلبات التداول التي ترمى إلى التلاعب في الأسعار، ويكون له، إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذا

لها، أو التي تتم بسعر لامبرر له، كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية، إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الأضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، ولرئيس الهيئة أن يتخذ في الوقت المناسب أيًا من الإجراءات السابقة».

وكما قدمنا، وإذا كنا نبحث عن تطوير سوق الأوراق المالية، فإن هذا النص معيب، من حيث إنه يمنح سلطة لرئيس البورصة دون أية ضوابط أو قيود ويمنح لرئيس الهيئة نفس السلطة، التي قد يؤدي أعمالها إلى الغاء وجود أو دور رئيس البورصة.

وحيث تنص المادة ٢٢ على أنه: «يجوز لرئيس الهيئة، إذا طرأت ظروف خطيرة (يلاحظ أن المشرع لم يحدد ماهية أو مدى هذه الظروف أو وجه خطورتها) أن يقرر تعيين حد أعلى، وحد أدنى، لأسعار الأوراق المالية، بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق المالية، ويبلغ القرار فور اتخاذه إلى الوزير، وللوزير أن يوقف تنفيذه ويبين طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال في البورصات، وللوزير من تلقاء نفسه أن يصدر قرارا بما يتخذ من إجراءات في الظروف المشار إليها».

ويبدو أن المشرع في هذا النص، مازال متأثرا بمرحلة المد الاشتراكي، وتدخل الدولة في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي دون ضوابط محددة لتدخلها، ومن وجهة نظرنا فإن هذا النص يخرج التعامل في البورصة، عن طبيعته القانونية السليمة، فانه إذا كانت

البورصة جهازا يحدد ثمن الأوراق المالية المتداولة فيها عن طريق تلاقى العرض والطلب عند السعر الذى يرتضيه، كل من البائع والمشتري فليس هناك ما يدعو رئيس الهيئة العامة لسوق المال أو وزير الاقتصاد، لأسباب يقدر انها دون ضوابط قانونية لها، إلى التدخل لوضع سقف عليا ودنيا لأسعار الأوراق المالية، وإذا كان هناك من مبرر لوضع تسعيرة جبرية بالحد الأقصى لسعر ورقة مالية ما، تتم المضاربة عليها، من قبل المتعاملين فى البورصة فما هو المبرر لوضع تسعيرة جبرية بالحدود الدنيا لسعر ورقة مالية، لا يعبر سعرها السوقى عن المركز المالى الحقيقى لجهة إصدارها؟ ولا إجابة لدينا على هذا التساؤل، الا المطالبة بتعديل النصين المشار اليهما، والمطالبة كذلك بفض الاشتباك القائم، بين الهيئة العامة لسوق المال، وبين المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى المنظمة للسوق أو المتعاملة فيه، بما يحد نسبيا من السلطة المطلقة للهيئة وبما يقيد قراراتها بضوابط وقيود شكلية وموضوعية.

٦- الهيئة العامة للاستثمار:

انستت الهيئة العامة لاستثمار المال العربى والمناطق الحرة، بموجب احكام القانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٧١ فى شأن استثمار المال العربى والمناطق الحرة^(٥٣)، وقد نظمت المواد من ١١ - ١٧ من هذا القانون شكلها القانونى وتشكيها ومجلس إدارتها واختصاصاتها وسلطاتها وميزانياتها والطبيعة القانونية لأموالها.

وقد أحدث قانون استثمار المال العربى والأجنبى والمناطق الحرة

الصادر بالقانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤^(٥٤)، تطورا للهيئة من جوانبها المتقدمة، كما عنت مواد الفصل الثالث منه (المواد من ٢٥ - ٢٨) بتنظيم هذه الجوانب.

كما أحدث قانون الاستثمار، الصادر بالقانون ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ تطورا آخر على الجوانب التنظيمية المتقدمة للهيئة، وتكفلت مواده من ٤٦ - ٥٦ تنظيم هذه الجوانب.

والصلة قائمة ووثيقة بين بعض المؤسسات المتعاملة فى سوق رأس المال وبين الهيئة العامة للاستثمار، بما يجعلها إحدى المؤسسات المنظمة للسوق وذلك من حيث:

١- إن شركات المساهمة الخاضعة لقانون الاستثمار، وبالتالى لما تصدره الهيئة من قواعد تنظيمية بشأنها، تشكل جانبا من المؤسسات المتعاملة فى سوق رأس المال.

٢- ومن حيث أن قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٦٠٢ لسنة ١٩٩٤، قد أضاف نشاط تنظيم محافظ الأوراق المالية، وإصدارها، وتسويقها، وتكوينها، وإدارتها إلى مجالات وأنشطة الاستثمار المنصوص عليها فى الفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار الصادر بالقانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩، وبما لا يخالف أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ويقصد بالنشاط المشار اليه، أى نشاط أو أكثر من الأنشطة الفرعية الآتية:

- أ- ترويج وتغطية الإكتتاب فى الأوراق المالية.
- ب- الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية أو زيادة رموس أموالها.
- ج- رأس المال المخاطر.
- د- المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية.
- هـ- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- و- السمسرة فى الأوراق المالية.
- ز- الأنشطة الأخرى التى تتصل بمجال الأوراق المالية، ويحددها وزير الاقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.

وإذا كانت طائفة الشركات المساهمة الخاضعة لقانون الاستثمار تخضع بحكم القانون لما تصدره الهيئة العامة للاستثمار بشأنها من قواعد تنظيمية، فإن شركات الطائفة الثانية، تخضع من حيث أحكام تأسيسها، ونشاطها، وانقضائها، لأحكام قانون سوق رأس المال، وبالتالي لما تصدره الهيئة العامة لسوق المال لها من قواعد تنظيمية، كما تخضع كذلك من حيث ضمانات ومزايا الاستثمار لأحكام قانون الاستثمار وبالتالي لما تصدره لها الهيئة العامة للاستثمار من قواعد تنظيمية.

٧- بورصات الأوراق المالية:

تعنى كلمة بورصة، سوق منظمة تتألف من أربعة عناصر أساسية هى:

- أ- أدوات يتم التعامل عليها فى شكل أوراق مالية متعددة

الأشكال.

- ب- قانون ينظم قييد وتداول هذه الأوراق، وأحكام عمل المؤسسات والوسطاء الماليين المتعاملين فيها.
- ج- مجموعة من الوسطاء الماليين (شركات سمسة) لايجوز التعامل عن غير طريقهم فى الأوراق المالية المقيدة فى البورصة.
- د- هيئة ذات نظام خاص، تتولى إدارة البورصة والإشراف عليها، وتطبيق القانون الخاص بها.

فالبورصة أذن، سوق منظمة بشكل خاص تتداول فيه أسهم وسندات شركات المساهمة والسندات الحكومية، حيث يتم تحديد سعرها، عن طريق تلاقى العرض والطلب عليها، وذلك وفقا للقوانين واللوائح المنظمة لقييد وتداول الأوراق المالية، على أن يتم هذا التداول من خلال سماسة الأوراق المالية، وبإشراف تام من إدارة البورصة، وذلك بهدف تسييل الأوراق المالية المقيدة بها، فى الوقت المناسب للعارضين لها، مع توفير التمويل اللازم لجهات إصدارها فى الوقت المناسب لهم كذلك.

وتعتبر البورصة أو سوق الأوراق المالية فى مصر، من حيث الترتيب الزمنى لنشأتها من أقدم سبع بورصات على مستوى العالم، على حين تعد بورصة القطن فى الاسكندرية، أقدم بورصات العالم، وقد كان يمكن لولا ظروف المد الاشتراكى فى مصر وصدور القوانين الاشتراكية، ١٩٦١، أن تكون البورصة المصرية، من أكبر وأنشط البورصات فى العالم، بدلا من الترتيب المتأخر جدا لها حاليا على مستوى البورصات العالمية.

فقد أنشئت أول بورصة للأوراق المالية في مصر، بالاسكندرية عام ١٨٨٣ ثم أنشئت بورصة القاهرة عام ١٨٩٠، وكما هي طبيعة الأمور، فقد كان نشاط البورصة في مصر، ضئيلا في بداية نشأتها، ولكنها سرعان ما انتعشت بعد صدور الأمر العالي في ٨ نوفمبر ١٩٠٩ بشأن لائحة البورصة.

وقد ترتب على صدور قوانين تمصير البنوك وشركات التأمين: والوكالات التجارية الصادرة في فبراير ١٩٥٧، دخول المصريين محل الأجانب في إطار عملية التمصير، وانتعشت حركة تداول الأوراق المالية، بجانب التوسع في إنشاء الشركات المساهمة، حتى بلغت هذه الشركات عام ١٩٦١ عدد ٩٢٥ شركة مساهمة.

غير أن هذا الانتعاش أصيب بانتكاسة حقيقية، نتيجة لتدخل الحكومة في تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين، بصدور القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩.

ثم صدرت قوانين يوليو الاشتراكية ١٩٦١، وصاحبها العديد من إجراءات التأميم ونزع الملكية والمصادرة وفرض الحراسة، لتصيب سوق الأوراق المالية في مصر بالشلل التام، حيث كان لهذه القوانين آثار سلبية على نشاط القطاع الخاص المحلي والأجنبي وحيث ترتب على التأميم وبقية المخاطر الأخرى غير التجارية التي وجهت إلى القطاع أو النشاط الاقتصادي الخاص، أن تجمدت السوق الأولية (سوق الإصدار) كما ترتب على ملكية الدولة للشركات المؤممة والمصادرة والمنزوع ملكيتها، تجميد السوق الثانوية (سوق التداول)

كذلك، بحيث اقتصر عدد الشركات المساهمة التابعة للقطاع الخاص المسجلة فى البورصة على ٣٦ شركة هزيلة، بعد أن كان هذا العدد قد وصل فى شهر يونيه ١٩٦١ إلى ٩٢٥ شركة، كما تراجع حجم التعامل فى بورصة القاهرة من ٤٣.٩ مليون جنيه فى عام ١٩٥٨ إلى ٣.٦ مليون فى عام ١٩٧١.

ولم يقتصر الأثر السلبى لقوانين يوليو الاشتراكية، فى سوق رأس المال على تقليص حجم الأوراق المالية المتاحة للتداول، بل امتد ليشمل العديد من الجوانب الأخرى منها:

- ١- فقدان الكوادر المتمرسه على أعمال سوق الأوراق المالية.
- ٢- اضعاف عنصر المنظم.
- ٣- فقدان ثقة المستثمرين.

وذلك حيث هاجر خبراء البورصة من الأجانب، وانعدم الحافز لدى فئة رجال الأعمال القادرين على إدارة النشاط الاقتصادى، ممن نجت ممتلكاتهم من عمليات التأميم والمصادرة ونزع الملكية، وعزف المستثمرون عن التعامل فى الأوراق المالية والبورصات.

وما أن شهدت مصر مرحلتى الانفتاح الاقتصادى، ثم الإصلاح الاقتصادى بمرحلتيه حتى انتعشت من جديد سوق المال عموماً، وسوق الأوراق المالية على وجه الخصوص، حيث تزايد عدد البنوك العاملة فى مصر سواء كانت وطنية أم أجنبية وحيث فمت شركات المساهمة نمواً كبيراً ومضطرباً رأسياً وأفقياً، وتعددت أشكالها كما تعددت القوانين التى تخضع لها، كما اتسع حجم الأوراق المالية

المتداولة فى السوق وتزايدت القيمة الاسمية والسوقية لها ، وهو الأمر الذى رتب انفتاح البورصة المصرية على العالم بداية من أكتوبر ١٩٩٦ .

الفرع الثالث

تطور سوق رأس المال فى مصر فى السنوات المالية ٩٠/٩١ - ٩٥/٩٦

وبعد أن أعطينا هذه الفكرة الموجزة عن أهم المؤسسات العاملة فى سوق المال والمنظمة له فى مصر ، ودور كل منها فى تنشيطه ، فإننا نستأذن القارئ فى أن نتتبع معاً التطور الذى لحق بسوق رأس المال فى مصر بصفة عامة ، وسوق الأوراق المالية على وجه الخصوص ، خلال السنوات المالية ٩١/٩٢ - ٩٥/٩٦ ، باعتبار أن هذه الفترة :

أ- صدر فى بدايتها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال .

ب- انتعش وتطور خلالها سوق رأس المال فى مصر تطوراً ضخماً .

ج- تشكل مرحلة انتقالية إلى عولة سوق رأس المال المصرى .

ولما كانت سوق رأس المال تنقسم كما قدمنا إلى قسمين رئيسيين هما :

أ- سوق الائتمان من غير طريق الأوراق المالية (سوق الاقراض المباشرة) .

ب- سوق الأوراق المالية.

ولما كانت المؤسسات المالية العاملة فى كلا السوقين، تتنوع إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- مؤسسات مصرفية.

ب- مؤسسات غير مصرفية، لذلك.

فاننا سوف نتتبع أولا تطور سوق رأس المال من خلال تطور نشاط المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، ثم تتبع ثانيا، تطور سوق الأوراق المالية، وذلك فى المدة المشار إليها، من خلال ثلاثة بنود رئيسية هى:

الأول: تطور سوق رأس المال من خلال تطور دور القطاع المصرفي.

الثانى: تطور سوق رأس المال من خلال تطور دور القطاع المالى غير المصرفي.

الثالث: تطور سوق الأوراق المالية خلال المدة المشار إليها.

البند الأول: تطور سوق رأس المال من خلال تطور دور القطاع المصرفي:

يظهر الجدول رقم (١) تطور حجم الودائع الجارية لأجل فى الفترة من نهاية عام ١٩٩٠ أى بداية عام ١٩٩١ حتى منتصف عام ١٩٩٦، كما يظهر الجدول رقم (٢) تطور حجم القروض والكمبيالات المخصصة التى قدمها الجهاز المصرفي، خلال نفس الفترة على النحو

التالى (راجع جدول رقم (١)، (٢) فى نهاية هذا البحث.

ومن تحليل الجدول رقم (١) يتضح أن الودائع الجارية بنوعيتها الخاصة، والحكومية، بما فى الأخيرة من الحسابات شبه الحكومية قد ارتفع من ٧٤٩٢,٧ مليون جنيه فى بداية عام ١٩٩١ إلى ١٣٠٨٤,٩ مليون جنيه فى نهاية شهر يوليو ١٩٩٦، وأن حجم الودائع لأجل بنوعيتها الخاصة والحكومية بما فى الأخيرة كذلك من حسابات شبه حكومية، قد ارتفع فى نفس الفترة من: ٢١٣٦٩٠,٥ مليون جنيه إلى ٧٣٥٩٦,٦ مليون جنيه، وأن حجم ودائع التوفير بالعملة المحلية قد ارتفع خلال نفس الفترة من: ٥٥٨٣,٣ مليون جنيه إلى ٢٢٧٣٠,١ مليون جنيه وأن حجم الودائع بالعملة الأجنبية قد ارتفع كذلك فى نفس الفترة مما يعادل ٣٥٨٩٣,٣ إلى ٤٢٦٨٢,٥ مليون جنيه، إلا أننا نلاحظ خلال نفس الفترة أن نسبة الودائع الجارية إلى إجمالى حجم الودائع لدى البنوك قد انخفض من ١٠,٦٪ إلى ٨,٥٪ فى حين ارتفعت نسبة الودائع لأجل من ٣٠,٣٪ إلى ٤٨,١٪ كما ارتفعت نسبة ودائع التوفير من ٧,٥٪ إلى ١٤,٤٪ بينما انخفضت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية -وهو ما يعطى مؤشراً عاماً لاستقرار سعر صرف الجنيه المصرى من ٥٠,٩٪ إلى ٢٧,٩٪ من إجمالى حجم الودائع لدى البنوك.

ومن تحليل الجدول رقم (٢) يتضح أن إجمالى حجم القروض والكمبيالات المخصصة لدى الجهاز المصرفى، قد ارتفع خلال نفس الفترة من ٣٩٤٦٧,١ مليون جنيه، إلى ٩٩٧٩٠,٩ مليون جنيه، أى بما يعادل ٢٥٣٪ وفى هذا مؤشر جيد على نمو وازدهار سوق رأس

المال من خلال نمو نشاط الجهاز المصرفى.

البند الثانى: تطور سوق رأس المال من خلال تطور دور القطاع المالى غير المصرفى:

يتألف القطاع المالى غير المصرفى فى الوقت الحاضر (فى مصر) من قطاع التأمين، وسوق الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية (البورصة) ونظراً لأهمية الدور الذى تلعبه البورصة فى تنشيط سوق المال عموماً ، لذلك فاننا سوف نفرء لها البند القادم، على أن نخصص هذا البند لقطاع التأمين.

وقد شهد قطاع التأمين فى الفترة من ١٩٩١ إلى ١٩٩٦ تطوراً ملحوظاً كان له أثره على تنشيط سوق رأس المال حيث كان هذا القطاع حتى سنة ١٩٩٤ يشتمل إلى جانب هيئتى التأمين والمعاشات، والتأمينات الاجتماعية، على تسع شركات، تزاوُل أنشطة التأمين وإعادة التأمين، منها أربع شركات مملوكة للقطاع العام، وثلاث شركات مملوكة للقطاع الخاص، وشركتان تعملان بالمناطق الحرة، إلى جانب صناديق التأمين الخاصة وعددها ٤٧١ صندوقاً فى نهاية يونية ١٩٩٤، وصندوق التأمين الحكومى لضمانات أرباب العهد، وأربعة مجمعات للتأمين.

وخلال السنة المالية ١٩٩٥/٩٤ أنشئت شركتان جديدتان تابعتان للقطاع الخاص، للعمل فى مجال التأمين، كما زيدت صناديق التأمين الخاصة ليصل عددها فى نهاية يونية ١٩٩٥ إلى ٥٠٤ صندوقاً.

وفى إطار برنامج الإصلاح الاقتصادى، صدر قراران هـامان، بشأن تنظيم التوظيفات الاستثمارية لصناديق التأمين الخاصة وشركات التأمين وإعادة التأمين وهما القراران ١٦٠ ، ١٦١ لسنة ١٩٩٤، ويهدفان إلى تأمين استثمار أموال شركات التأمين، إلى جانب المساهمة فى انعاش سوق الأوراق المالية.

كما صدر خلال مايو ١٩٩٥ القانون رقم ٩١ لسنة ١٩٩٥ بتعديل بعض أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين فى مصر، واستبدال تلك الأحكام بنصوص جديدة، تتعلق بدعم المراكز المالية لشركات التأمين، بما يدعم ملاءتها المالية ويحقق الحماية للشركات، ولحملة الوثائق، كما عدلت كذلك نسبة الاستثمارات لهذه الشركات التى تقوم بها، لكل نوع من أنواع الاستثمارات.

ويشرف على الشركات والمنشآت العاملة فى قطاع التأمين: المجلس الأعلى للتأمين، والهيئة المصرية للرقابة على التأمين.

وفيما يلى صورة اجمالية لهيكل قطاع التأمين فى مصر.

البنك المركزي المصري

هيكل قطاع التأمين في مصر

المجلس الأعلى للتأمين
الهيئة المصرية للرقابة على التأمين
منشآت تزاوّل التأمين وإعادة التأمين

١- شركات التأمين وإعادة التأمين

شركة مصر للتأمين	★ قطاع عام
شركة الشرق للتأمين	
شركة للتأمين الأهلية المصرية	
الشركة المصرية لاعادة للتأمين	

شركة قناة السويس للتأمين	★ قطاع خاص
شركة المهندس للتأمين	
شركة الدلتا للتأمين	
الشركة الفرعونية للتأمين	
شركة المستثمرون المتحدون للتأمين	

الشركة المصرية الأمريكية للتأمين	★ شركات تعمل بالمناطق الحرة
الشركة العربية الدولية للتأمين	

ب- صناديق التأمين الخاصة (وعدد ٥٠٤ صندوقاً حتى يونيو ١٩٩٥

ج- صندوق التأمين الحكومي بضمانات (رباب العهد

د- مجمعات التأمين

مجموعة شركات تأمين نقل الاقطان وبذرتها بالداخل	
مجموعة شركات تأمين نقل البضائع العامة بالسكك الحديدية	
المجموعة المصرية لتأمين المسؤولية المدنية عن أعمال البناء	
المجموعة المصرية لتأمين المنشآت النووية	

المصدر: الكتاب السنوي عن نشاط سوق التأمين في مصر لعام ١٩٩٥/٩٤.

التوظيفات فى قطاع التأمين:

وفى عام ١٩٩١ وصلت التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين إلى ٣٦,٦ مليار جنيه فى نهاية يونية ١٩٩١، وقد وزعت هذه التوظيفات على النحو التالى:

٢٨,٣ مليار جنيه عبارة

عن قروض مقدمة للحكومة من هيئتى التأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية، ٥,٤ مليار جنيه استثمارات فى الأوراق المالية بلغ نصيب هيئتى التأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية منها مبلغ ٣ مليار جنيه بنسبة ٥٥,٦٪ من جملة الاستثمارات فى الأوراق المالية فى نهاية يونيو ١٩٩١، وهى عبارة عن صكوك على الخزانة العامة، بينما بلغ نصيب شركات وصناديق التأمين ٢,٤ مليار جنيه بنسبة ٤٤,٤٪ منها نحو مليار جنيه شهادات استثمار البنك الأهلى إلى جانب المستثمر فى أذون الخزانة العامة، وبعض الأوراق الأخرى.

كما بلغ إجمالى ودائع قطاع التأمين (عدا هيئتى التأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية) لدى البنوك نحو ٢ مليار جنيه، وبلغت الاستثمارات الموجهة للأصول العينية ٦٦٦ مليون جنيه فى نهاية يونيه ١٩٩١، وتركزت فى الاستثمارات فى العقارات المبنية.

فاذا قارنا حجم التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين فى نهاية يونية ١٩٩١ بحجمها فى نهاية يونية ١٩٩٦، اتضح لنا حجم الدور الذى يلعبه قطاع التأمين فى تنشيط وتطور سوق رأس المال.

وتشير البيانات الخاصة بالتوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين فى نهاية يونية ١٩٩٥، إلى أن جملة هذه التوظيفات قد بلغ ٧٠,٨ مليار جنيه، منها ٦٠ مليار جنيه تخص استثمارات الهيئة القومية للتأمين الاجتماعى، بما يشكل نسبة ٨٤,٧٪ من إجمالى التدفقات النقدية لهذا القطاع.

وفى نهاية السنة المالية ١٩٩٦/٩٥ بلغت التوظيفات الفعلية للهيئة القومية للتأمين الاجتماعى ٧٠,٧ مليار جنيه، وقد قدرت توظيفات شركات وصناديق التأمين بمبلغ ١٣,٥ مليار جنيه فى نهاية يونيو ١٩٩٦، ليصل إجمالى توظيفات هذا القطاع فى سوق رأس المال ٨٣,٢ مليار جنيه فى نهاية يونية ١٩٩٣، موزعة على قطاعات الطلب، فى سوق رأس المال على النحو التالى:

٥٧,٣ مليار جنيه قروض للحكومة فى نهاية يونية ١٩٩٥ منها ٥٧ ملياراً مقدمة من الهيئة القومية للتأمين الاجتماعى، ٠,٣ مليار جنيه مقدمة من شركات وصناديق التأمين الأخرى أما فى نهاية يونية ١٩٩٦ فقد بلغت قروض الهيئة للحكومة ٦٧,٧ مليار جنيه، ومن المقرر أن تظل قروض شركات وصناديق التأمين لها وللجهات الأخرى عند نفس مستواها كما فى نهاية يونية ١٩٩٥.

وبلغت استثمارات قطاع التأمين فى الأوراق المالية ٨,٧ مليار جنيه فى نهاية يونية ١٩٩٥ موزعة بين قطاعاته كالتالى: ٥,٧ مليار جنيه مقدمة من شركات وصناديق التأمين (تتمثل فى صكوك وسندات حكومية بمبلغ ٣,٩ مليار، وشهادات استثمار البنك الأهلى

بمبلغ ١,٣ مليار، وأوراق مالية أخرى بمبلغ ١,٥ مليار جنيه) أما الهيئة القومية للتأمين الاجتماعي فقد بلغت استثماراتها في الأوراق المالية مبلغ ٣ مليار جنيه تتمثل في صكوك على الخزانة العامة.

ومن ناحية أخرى فقد بلغت ودائع قطاع التأمين لدى البنوك ٤,٤ مليار جنيه في نهاية يونيه ١٩٩٥،

ولازالت استثمارات قطاع التأمين في الأصول العينية محدودة، حيث اقتضرت على ٠,٤ مليار جنيه، بما يمثل ٠,٦٪ من إجمالي الاستثمارات في نهاية يونيه ١٩٩٥.

ويمثل الجدول رقم (٣) إحصائية بالتوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين.

جدول رقم (٣)

بالمليار جنيه

فى نهاية يونيه	١٩٩١			١٩٩٣			١٩٩٥			١٩٩٦		
	شركات وصناديق التأمين	هيئة التأمين والمعاشات	الاجمالى	شركات وصناديق التأمين	هيئة التأمين والمعاشات	الاجمالى	شركات وصناديق التأمين	هيئة التأمين والمعاشات	الاجمالى	شركات وصناديق التأمين	هيئة التأمين والمعاشات	الاجمالى
قروض	٠.٥	٧٧.٤	٧٧.٩	٠.٢	٤٠	٤٠.٢	٠.٣	٥٧	٥٧.٣	٠.٣	٦٧.٧	٦٨
أوراق مالية	٦.٦	٨.٣	١٤.٩	٤.١	٣	٧.١	٥.٧	٣	٨.٧	٦.٦	٣	٩.٦
ودائع تقديية	٥.٤	-	٥.٤	٣.١	-	٣.١	٤.٤	-	٤.٤	٥.١	-	٥.١
بالبنوك أراضى وعقارات	١.٨	-	١.٨	٠.٣	-	٠.٣	٠.٤	-	٠.٤	٠.٥	-	٠.٥
الاجمالى	١٤.٣	٨٥.٧	١٠٠	٧.٧	٤٣	٥٠.٧	١٠.٨	٦٠	٧٠.٨	١٢.٥	٧٠.٧	٨٣.٢

المصدر: التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى للسنوات المشار اليها والمجلة
الاقتصادية الصادرة عن البنك المركزى لنفس السنوات.

البند الثالث: تطور سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة:

لقد وجهت الجهود مع بداية عام ١٩٩٠ إلى تنشيط سوق الأوراق المالية لعدة أسباب واعتبارات منها:

أ- لقد كان تنشيط البورصة أحد المحاور الهامة، التي ينهض عليها الإصلاح الاقتصادي.

ب- وباعتبار أن قيام البورصة بدور فعال يساعد على توجه القطاع الخاص للاستثمارات العينية.

ج- كما يساعد تطويرها على نجاح عمليات التحول إلى القطاع الخاص.

ولعل أهم ما شهدته السنة المالية ١٩٩٢/٩١ في هذا الاتجاه هو: صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الذي شكل وبالفعل الإطار العام لسوق رأس المال وإذا تتبعنا حركة قيد وتداول الأسهم والسندات في البورصة خلال هذه السنة فسوف نجد الآتي:

حركة قيد الأسهم في السنة المالية ١٩٩٢/٩١ :

بلغ عدد الشركات المقيدة بالسوق ٦٣٥ شركة في نهاية يونية ١٩٩٢ بزيادة عن العام السابق قدرها ٥٣ شركة، بلغ عدد أسهمها ٢١,٨ مليون سهم، ليصل بذلك إجمالى عدد الأسهم المقيدة بالبورصة ٣٩٦,٣ مليون سهم بجملة رأس مال ٣,٢ مليار جنيه، بما يعادل ٩٨١,١ مليون دولار في نهاية يونية ١٩٩٢.

إلا أن الملاحظ أن معظم الشركات الجديدة التي قيدت في هذا العام، كانت ذات اكتتاب مغلق، لا يتم تداول أسهمها في البورصة، حيث كان عددها ٤٥ شركة من بين ٥٣ شركة جديدة، ليصل إجمالي عدد الشركات المغلقة إلى ٤٧٢ شركة في نهاية يونية ١٩٩٢ بينما اقتصر قيد شركات الاكتتاب العام على ثمانى شركات فقط ليصل عددها إلى ١٦٣ شركة وتعكس هذه الأرقام محدودية حجم الاستثمار في شركات الاكتتاب العام.

حركة قيد السندات خلال هذه السنة:

شهدت هذه السنة تحسناً طفيفاً في حركة قيد السندات، حيث بلغ إجمالي قيد السندات الحكومية المصدرة في البورصة بالعملة المحلية والعملات الأجنبية ٢,٣ مليار جنيه بزيادة مقدارها ٦٥ مليون جنيه فقط، بمعدل ٢,٩٪ مقابل ٢٠٠,٧٪ في السنة المالية السابقة وقد استمر انخفاض الأهمية النسبية لقيمة السندات المقيدة بالبورصة، إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية الحكومية المصدرة، وذلك من ٣,٧٪ في نهاية يونية ١٩٩١ إلى ٢,٨٪ مليون نهاية يونية ١٩٩٢.

التعامل في الأسهم:

تشير بيانات بورصة الأوراق المالية بالقاهرة إلى انخفاض حركة التعامل في الأسهم خلال عام ١٩٩٢/٩١ بالمقارنة بالسنة المالية السابقة، حيث بلغت كمية الأسهم المتعامل عليها بالجنيه المصرى نحو ١٦,١ مليون سهم، قيمتها الاسمية ١٠١,١ مليون جنيه، والسوقية

٢١٩,٧ مليون جنيه، ورغم انخفاض حركة التعامل، إلا أنه يلاحظ ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الاسمية من ١١٥,٧٪ خلال السنة المالية ٩٠/٩١ إلى ٢١٧,٣٪ خلال السنة المالية ٩١/٩٢ مما يشير إلى اتجاه أسعار الأسهم نحو التصاعد.

أما بالنسبة للتعامل في الأسهم بالدولار الأمريكي، فقد انخفضت كمية الأسهم المتعامل عليها إلى ٥,١ مليون سهم، قيمتها الاسمية ٦٩,٩ مليون دولار والسوقية ٧٧,٥ مليون دولار وقد ارتفعت كذلك أسعار الأسهم بالدولار الأمريكي في ضوء ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الاسمية.

التعامل في السندات:

انخفض حجم التعامل في السندات بالجنيه المصري ببورصة القاهرة خلال عام ٩١/٩٢ ليلعب عدد السندات المتعامل عليها ٢,٣ مليون سند، قيمتها السوقية ١,٦ مليون جنيه، وذلك مقابل ٣,٣ مليون سند بقيمة سوقية ٢,٩ مليون جنيه في العام السابق وقد يعزى هذا الانخفاض في جانب منه، إلى التحول لشراء أذون الخزانة (وهي غير مقيدة بالبورصة) بالنظر إلى العائد المرتفع عليها، بالمقارنة بسعر الفائدة على تلك السندات.

هذا في حين ارتفع حجم التعامل في السندات بالدولار الأمريكي، إلى أكثر من ثلاثة أضعاف حجمه في السنة المالية السابقة، حيث بلغ عدد السندات ١٢,٦ مليون سند، بقيمة سوقية ١٣,٨ مليون دولار، مقابل ٣,٩ مليون سند بقيمة سوقية ٣,٩

مليون دولار، ويعزى هذا التصاعد إلى المستوى المرتفع لأسعار الفائدة على تلك السندات، بالمقارنة بسعر الفائدة السائد المنخفض على الودائع بالدولار.

ومنعا من التطويل فى سرد وقائع وحركة القيد والتداول فى الأسهم والسندات فى سوق الأوراق المالية للسنوات المالية ٩٣/٩٢ - ٩٥/٩٦ على نحو ماسبق فى سنة ٩١/٩٢/٩٩ فاننا سوف نكتفى بذكر أهم الأحداث التى كان لها تأثير مباشر على نشاط السوق خلال فترة الدراسة المشار إليها، على أن نورد الإحصائيات المتعلقة بقيد وتداول الأوراق المالية فى السوق، فى نفس يفترة الدراسة.

أهم الأحداث المؤثرة على نشاط السوق فى الفترة المشار إليها:

شهدت السنة المالية ٩٣/٩٢ مجموعة من التطورات من أهمها:

١- صدرت فى إبريل ١٩٩٣ اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وبموجب هذا القانون ولائحته التنفيذية أصبح من الممكن حدوث التطورات الآتية:

أ- إصدار أسهم لحاملها.

ب- حلت شركات السمسرة محل السمسار الفرد.

ج- استحدثت صناديق للاستثمار، تتولى توظيف رؤوس

الأموال فى الأوراق المالية.

د- سمح بإنشاء بورصات أوراق مالية خاصة.

هـ- أجاز إنشاء اتحاد للعاملين المساهمين فى شركات التوصية

بالأسهم وشركات المساهمة لتشجيعهم على قلك الأسهم.

٢- زاد عدد الشركات المغلقة فى نهاية يونية ١٩٩٣ بمقدار ٢٧ شركة، بينما انخفض عدد شركات الاكتتاب العام، ثمانى شركات نتيجة لدمج عدد من البنوك الوطنية للتنمية بالمحافظات فى البنك الأم بالقاهرة (البنك الوطنى للتنمية)، اعتباراً من ١٢/٢٤/١٩٩٢.

شهدت السنة المالية ٩٣/٩٤ مجموعة من التطورات منها:

أ- وافقت الهيئة العامة لسوق المال على تأسيس عدد من الشركات للعمل فى مجال الأوراق المالية كشركات للسمسرة ولإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار فى إطار القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ب- حصل البنك الأهلى المصرى على موافقة الهيئة العامة لسوق المال على تأسيس أول صندوق للاستثمار فى مصر.

ج- تمت الموافقة على تأسيس عدد من اتحادات العاملين المساهمين فى شركات قطاع الأعمال العام المعروضة للبيع.

د- استحدثت الهيئة اعتباراً من منتصف أغسطس ١٩٩٣ بالتعاون مع بورصتى القاهرة والإسكندرية مؤشراً عاماً لقياس اتجاه أسعار الأسهم بالجنه المصرى فى سوق الأوراق المالية.

هـ- تم توحيد أسعار التداول للأوراق المالية، فى بورصتى القاهرة والإسكندرية من خلال الربط بينهما باستخدام الحاسبات الآلية منذ سبتمبر ١٩٩٣.

و- ارتفع عدد شركات الاكتتاب المغلق بمقدار ١٩ شركة، بينما زادت شركات الاكتتاب العام شركة واحدة ليصل عددها فى نهاية يونية ١٩٩٤ إلى ١٥٦ شركة.

شهدت السنة المالية ٩٥/٩٤ التطورات الآتية:

أ- فى ٩ فبراير ١٩٩٥ تم إصدار القانون رقم ٤ لسنة ١٩٩٥ بالأذن لوزير المالية باصدار سندات على الخزنة العامة، باسم سندات الخزنة المصرية فى حدود ١٥ مليار جنيه تطرح للاكتتاب العام، على دفعات وفقاً لما يتم الاتفاق عليه بين وزير المالية ومحافظ البنك المركزى.

ب- وفى ١٧/٧/١٩٩٥ أصدر السيد وزير المالية القرار رقم ٢٩٦ لسنة ١٩٩٥ بتحديد الشروط والأوضاع الخاصة، باصدار وخدمة الدفعة الأولى من سندات الخزنة المصرية طبقاً للقانون رقم ٤ لسنة ١٩٩٥.

ج- وفى خلال السنة المالية ٩٥/٩٤ تم اصدار سندات الخزنة المصرية لمدة خمس سنوات على أن تقيّد بالجداول الرسمية للبورصة للتعامل عليها لانعاش سوق الأوراق المالية.

د- بدأت خلال هذه السنة، سبعة صناديق للاستثمار ممارسة نشاطها برءوس أموال قدرها ١,٤ مليار جنيه.

هـ- زادت شركات الاكتتاب المغلق بمقدار ٤٤ شركة ليصل عددها فى نهاية يونية ١٩٩٥ إلى ٥٦٢، بينما زاد عدد شركات الاكتتاب العام بمقدار شركتين فقط.

شهدت السنة المالية ٩٦/٩٥ التطورات الآتية:

أ- شهدت الفترة يوليو/مارس من السنة المالية ٩٦/٩٥ استكمال البنية الأساسية للبورصة حيث تم استخدام نظام التداول

الآلى، ونشر المعلومات عن حركة التداول بشكل منتظم وعلى أساس يومى، مع ربط البورصة فى مصر، بكبرى شبكات الاتصال فى العالم (رويتز - تنى رايت - داوجونز) وتم خلال الفترة، انضمام سوف رأس المال فى مصر، إلى قاعدة معلومات أسواق المال العربية، كما جرى العمل على إدخال نظام الحفظ المركزى، بما يساعد على سرعة إتمام نقل ملكية الورقة المالية، وما يتطلبه ذلك من تسويات مالية.

ب- اعتباراً من أول أكتوبر ١٩٩٥، بدأ تنفيذ تعديل قواعد القيد بالبورصة.

ومن أهم متطلبات هذا التعديل:

الالتزام بنشر القوائم المالية للشركات المقيدة (الإفصاح عن مراكزها المالية) فى نهاية كل ربع سنة، وتزويد البورصة والهيئة بنسخة منها، وشطب قيد الأسهم للشركات غير الملتزمة بذلك بعد مضى ثلاثة أشهر من أخطارها - وشطب سعر الإقفال للشركات التى لا يتم التعامل على أوراقها لمدة ستة أشهر، وفى حالة استمرار عدم التعامل عليها لمدة عام يتم شطبها من جداول القيد بالبورصة- وكذا شطب قيد أوراق الشركات التى تحقق خسائر لمدة تزيد على عامين متتالين.

ج- تم خلال السنة المشار إليها: إلقاء الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن إعادة بيع الأوراق المالية، التى كانت تفرض بسعر ٢٪.

د- فى أول أغسطس ١٩٩٥ تم قيد وتداول سندات الخزنة ٢٠٠٠ وهى الدفعة الثانية من سندات الخزنة التى تم إصدارها تنفيذًا للقانون رقم ٤ لسنة ١٩٩٥.

هـ- وافقت الهيئة العامة لسوق المال خلال السنة المالية ٩٦/٩٥ على إصدارات جديدة لتأسيس ١٠٨٨ شركة، برعوس أموال تبلغ ٧,٢ مليار جنيه، يبلغ عدد أسهمها ٩٢,٤ مليون سهم.

و- كما وافقت الهيئة على زيادة رعوس أموال ٣٩٢ شركة بمقدار ٤,٣ مليار جنيه بأسهم عددها ٢٣٤,٢ مليون سهم،

ز- تم خلال هذه السنة الترخيص لعدد ٦٦ شركة تعمل فى مجالات متنوعة للأوراق المالية، ليضطل بذلك عدد الشركات التى تعمل فى تلك المجالات ١٣٤ شركة فى نهاية يونية ١٩٩٦ توزيعها على النحو التالى:

١٠٤ شركة سمسرة - ١٢ شركة لإدارة محافظ الأوراق المالية - ٨ شركات إدارة صناديق الاستثمار - ٨ شركات لترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية وإدارة المحافظ - ١ شركة واحدة متخصصة فى تكوين الشركات - ١ شركة واحدة للمقاصة وتسوية المعاملات.

ج- تم تأسيس ٦ صناديق للاستثمار ليصبح عددها ١٣ صندوقًا فى نهاية يونية ١٩٩٦.

ط- تم شطب ١٠٣ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة، منها ١٠١ من شركة الاكتتاب العام، وشركتين فقط من شركات الاكتتاب

المغلق.

ي- تم قيد ٦٥ شركة جديدة خلال نفس السنة، ليصبح إجمالى عدد الشركات المقيمة بالبورصة فى نهاية يونية ١٩٩٦ - ٦٨٠ شركة مقابل ٧١٨ شركة فى نهاية يونية ١٩٩٥.

ك- شجع قيد وتداول سندات الخزانة ٢٠٠٠ فى البورصة اعتباراً من أول أغسطس ١٩٩٥، عدداً من البنوك والشركات باصدار سندات لأول مرة، حيث تم قيد سندات بنكين فى البورصة.

ل- تم خلال نفس السنة قيد إصدارات جديدة لسندات التنمية الوطنية ذات العائد المتغير بالدولار الأمريكى إصدار مارس ١٩٩٥.

ويمثل الجدول رقم (٤) عدد الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بالقاهرة خلال فترة الدراسة:

(بالمليون جنيه / دولار)

نهاية يونيو ١٩٩٢			نهاية يونيو ١٩٩١			
عدد الشركات	رموس الأموال بالجنية المصرى	رموس الأموال بالعملات الاجنبية	عدد الشركات	رموس الأموال بالجنية المصرى	رموس الأموال بالعملات الاجنبية	
١٥٥	٩٩٨,٣	٣٢٦,٥	١٦٣	١٠٧٤,٤	٣٧٥,٠	عدد شركات الاكتتاب العام
٤٢٧	١٦٨٩,٣	٥٨٠,٨	٤٧٢	٢١٥٦,٥	٦٠٦,١	شركات الاكتتاب المغلق
نهاية يونيو ١٩٩٣			نهاية يونيو ١٩٩٤			
عدد الشركات	رموس الأموال بالجنية المصرى	رموس الأموال بالعملات الاجنبية	عدد الشركات	رموس الأموال بالجنية المصرى	رموس الأموال بالعملات الاجنبية	
١٥٥	١٢٣١,٥	٣٩٠,٤	١٥٦	١٢٨١,٦	٣٩٠,٣	عدد شركات الاكتتاب العام
٤٩٩	٢٤٢٣,٠	١٠٣٧,٧	٥١٨	٢٨٣٥,٦	١٠٣١,٣	شركات الاكتتاب المغلق
نهاية يونيو ١٩٩٥			نهاية يونيو ١٩٩٦			
عدد الشركات	رموس الأموال بالجنية المصرى	رموس الأموال بالعملات الاجنبية	عدد الشركات	رموس الأموال بالجنية المصرى	رموس الأموال بالعملات الاجنبية	
١٥٦	٣٣٣٦	—	١٢٠	٣٦٧٩	—	عدد شركات الاكتتاب العام
٥٦٢	٦١٥٠	—	٥٦٠	٨٨٧٣	—	شركات الاكتتاب المغلق

المصدر: التقرير السنوى الصادر عن البنك المركزى المصرى للسنوات المالية المشار إليها. كما يظهر الجدول رقم (٥) حجم الأوراق المالية الحكومية المصدرة والأهمية النسبية لقيمة السندات المقيدة فى البورصة إلى إجمالى قيمة الأوراق المالية الحكومية المصدرة خلال فترة الدراسة.

(بالمليار جنيه)

نهاية يونية ١٩٩٦		نهاية يونية ١٩٩٥		نهاية يونية ١٩٩٤		نهاية يونية ١٩٩٣		نهاية يونية ١٩٩٢		نهاية يونية ١٩٩١		
القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	
٣,٥	٦,٢	٠,٣	٠,٥	٠,٤	٠,٨	٢,٤	٤,١	٢,٣	٢,٨	٣,٧	٢,٢	السندات المقيدة بالبورصة
٥٢,٤	٩٣,٨	٥٦,٢	٩٩,٥	٥٢,٨	٩٩,٢	٥٥,٥	٩٥,٩	٥٦,٧	٦٨,٨	٨٠,١	٤٨,٢	السندات غير المقيدة
-	-	-	-	-	-	-	-	٦,٤	٧,٨	٩,٦	٥,٨	شهادات الاستثمار
-	-	-	-	-	-	-	-	١٧	٢٠,٦	٦,٦	٤,٠	أذون الخزانة

المصدر: التقرير السنوى للبنك المركزى للسنوات المالية الواردة بالجدول.

ويظهر الجدول رقم (٦) إجمالى مبيعات شهادات الاستثمار للمجموعات الثلاث فى السنوات ١٩٨٣ / يونية ١٩٩٦ (راجع جدول رقم (٦) فى نهاية البحث).

كما يظهر الجدول رقم (٧) إجمالى استرداد شهادات الاستثمار للمجموعات الثلاث فى نفس فترة الجدول رقم (٦) (راجع هذا الجدول فى نهاية البحث).

كما يظهر الجدول رقم (٨) حجم وتطور استثمارات الجهاز المصرفى فى الأوراق المالية فى الفترة ١٩٨٤ - يونية ١٩٩٦ (راجع الجدول فى نهاية البحث).

كما يظهر الجدول رقم (٩) حجم وتطور التعامل الكلى فى الأسهم بسوقى الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية فى العامين الماليين ٩٣/٩٢، ٩٣/٩٤:

جدول رقم (٩)

(بالألف)

١٩٩٤ / ٩٣		١٩٩٣ / ٩٢		
قيمة	كمية	قيمة	كمية	
١١٥٩٦.٥	٢٨٣٥٧	٦٣.٩٧٦	٢١٧٦٤	أسهم بالجنيه الإجمالي
٤٣٥٣٤٢	١٤٥٤٦	٣٤٧٤٩٥	١٥١١٥	داخل المقصورة
٧٢٤٢٦٣	١٣٨١١	٢٨٣٤٨١	٦٦٤٩	خارج المقصورة
				أسهم بالدولار
١.٩٥٣١	٥٣٨٩	١٢٣٨٥٩	١٤٤٦٧	الإجمالي
٧٧.٠٩	٤٦٣٨	٧.٨٨٩	١.٧٥١	داخل المقصورة
٣٢٥٢٢	٧٥١	٥٢٩٧.٠	٣٧١٦	خارج المقصورة

المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي لعام ١٩٩٤/٩٣ ص ٥٠.

كما يظهر الجدول رقم (١٠) حجم وتطور التعامل الكلى فى
الأسهم بسوق الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال عامى
١٩٩٦/٩٥ - ٩٥/٩٤.

جدول رقم (١٠)

الأسهم مقومة بالدولار الأمريكى			الأسهم بالجنيه المصرى			
خارج المقصورة	داخل المقصورة	الاجمالى	خارج المقصورة	داخل المقصورة	الاجمالى	
						١٩٩٥ / ٩٤
٠,٢	٢,٢	٢,٤	١٩١,٠	١٥٩,١	٣٥٠,١	عدد العمليات بالآلف
١,٦	٢,٢	٣,٨	٢٧,١	٢٤,٠	٥١,١	الكمية بالمليون
٤٧,٨	٦٢,١	١٠٩,٩	١٢٢١,٦	١٢٦٧,٧	٢٥٩٩,٣	القيمة بالمليون
						١٩٩٦ / ٩٥
٠,٥	١,٩	٢,٤	٧٢,٢	٢٧٥,٦	٣٤٧,٩	عدد العمليات بالآلف
٣,٢	١٧,٥	٢٠,٨	٣٢,٢	٥١,١	٨٣,٣	الكمية بالمليون
٩٠,٠	٨٢,٠	١٧٢,٠	١٢٩٧,٠	٢٥٥٧,٠	٣٨٥٤,٠	القيمة بالمليون
						معدل التغير %
١٥٠,٠	١٢,٦	-	٦٢,١	٧٣,٢	٠,٦	عدد العمليات
١٠,٦,٢	٦٩٥,٥	٤٤٧,٥	١٨,٨	١١٢,٩	٦٢,٠	الكمية
٨٨,٣	٣٢,٠	٥٦,٥	٥,٣	٨٧,٠	٤٨,٢	القيمة

المصدر: بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية - التقرير
السنوى للبنك المركزى لعام ٩٥ / ٩٦ ص ٤٨.

نتائج هذه التطورات :

لقد وضعت هذه التطورات سوق رأس المال فى مصر بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية على وجه الخصوص، فى المرحلة الأولى من بداية الطريق نحو العولمة، وأن شئت فقل: إن هذه التطورات قد انفتحت بالسوقين على العالم، بما يعنى أنه أصبح سوقاً واعدة، إلا أنه ومع ذلك مازالت أمامه مراحل طويلة من النمو والتطور، ينبغى إحداثها.

المبحث الثانى

التنظيم التشريعى لسوق المال فى مصر

ينظم سوق المال فى مصر، فى الوقت الحالى، مجموعة من التشريعات أستأذنك صديقى القارئ فى أن اكتفى بذكر أرقامها وتاريخ صدورها دون التعليق عليها، خشية الإطالة.

اولا: التشريعات الخاصة بالجهاز المصرفى: يتمثل أهم هذه التشريعات فى:

١- قانون البنوك والائتمان الصادر بالقانون رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ ولانحته التنفيذية الصادرة بقرار رئيس الجمهورية رقم ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ (اللائحة الجديدة).

٢- القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ فى شأن البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى. المنشور بالجريدة الرسمية العدد ٣٩ فى ١٩٧٥/٩/٢٥ م.

٣- قرار رئيس الجمهورية بالقانون رقم ٦٦ لسنة ١٩٧١ بإنشاء هيئة عامة باسم "بنك ناصر الاجتماعى" المنشور بالجريدة الرسمية العدد ٣٩ فى ١٩٧١/٩/٣٠.

٤- القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٨٠ بإنشاء بنك الاستثمار القومى - المنشور - بالجريدة الرسمية - العدد ٢٦ فى ٢٦ يونية ١٩٨٠.

٥- قرار رئيس الجمهورية بالقانون رقم ٢٠٥ لسنة ١٩٩٠ فى شأن سرية الحسابات بالبنوك - المنشور - بالجريدة الرسمية العدد ٣٦ مكرر (أ) فى ١٩٩٠/١٠/٢.

- ٦- القانون رقم ١٠١ لسنة ١٩٩٣ بتعديل بعض أحكام قانون البنوك والائتمان المنشور بالجريدة الرسمية العدد ١١ فى ١٨/٣/١٩٩٣.
- ٧- القانون رقم ٣٧ لسنة ١٩٩٢ بتعديل بعض أحكام قانون البنوك والائتمان وقانون البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى- المنشور بالجريدة الرسمية- العدد ٢٣ تابع فى ٤/٦/١٩٩٢.
- ٨- قرار رئيس الجمهورية رقم ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ باصدار اللائحة التنفيذية لقانون البنوك والائتمان- المنشور بالجريدة الرسمية العدد ٢٠ فى ٢٠/٥/١٩٩٣.
- ٩- قرار رئيس الجمهورية رقم ٥٩ لسنة ١٩٩٣ باصدار النظام الأساسى للبنك المركزى المصرى- المنشور بالجريدة الرسمية العدد ٦ تابع فى ١١/٣/١٩٩٣.

ثانيا: التشريعات الخاصة بقطاع التأمين، ومن أهمها:

القانون رقم ٧٩ لسنة ١٩٧٥ باصدار قانون التأمين الاجتماعى المنشور بالجريدة الرسمية العدد رقم ٣٥ تابع فى ٢٨/٨/١٩٧٥ والمعدل بالقوانين الآتية: ٢٥ لسنة ١٩٧٧ ، ٣٢ لسنة ١٩٧٨ ، ٤٤ لسنة ١٩٧٨ ، ٩٣ لسنة ١٩٨٠ ، ٤٨ لسنة ١٩٨١ ، ٦١ لسنة ١٩٨١ ، ٤٧ لسنة ١٩٨٤ ، ١٠٧ لسنة ١٩٨٧ ، ٣٠ لسنة ١٩٩٢.

ثالثا: التشريعات الخاصة بقطاع شركات المساهمة:

ينظم هذا القطاع فى وقت إعداد هذا البحث عدد من القوانين والقرارات من أهمها:

- ١- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ باصدار قانون شركات المساهمة، والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة.
- ٢- القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ باصدار قانون الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها.
- ٣- قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ وتعديلاته.
- ٤- القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ باصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام والقرارات المتعلقة به.
- ٥- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ باصدار قانون سوق رأس المال.
- ٦- اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، الصادرة بقرار وزير شئون الاستثمار والتعاون الدولى رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢.
- ٧- اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ باصدار قانون الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها، الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٣٣٤ لسنة ١٩٨٨ (الوقائع المصرية العدد ١٧٦ تابر فى ١٩٨٨/٨/٨).
- ٨- اللائحة التنفيذية لقانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ - الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٣١ لسنة ١٩٨٩ (الوقائع المصرية العدد ٢٧٨ تابع فى ١٩٨٩/١٢/٩).
- ٩- اللائحة التنفيذية لقانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١ الجريدة الرسمية عدد ٤٤ تابع فى ١٩٩١/١٠/٣١.

١٠- اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ (الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر فى ١٩٩٢/٦/٢٢).

رابعة: التشريعات الخاصة بسوق الأوراق المالية:

لقد تطور التنظيم التشريعى لسوق الأوراق المالية منذ إنشائها إلى الآن على النحو التالى:

- ١- الأمر العالى الصادر فى ٨ نوفمبر ١٩٠٩ بشأن لائحة البورصة المعمول بمقتضاها ابتداء من أول سبتمبر ١٩١٠ كأول لائحة للبورصة فى مصر.
- ٢- عدل هذا الأمر العالى بأمرين عاليين آخرين، صادرين فى ٢٥ إبريل ١٩١٠، ٢٧ مارس ١٩١٢.
- ٣- صدر مرسوم بتاريخ ٢٥ يولييه ١٩١٦ بالموافقة بصفة مؤقتة على اللائحة العمومية لبورصات البضائع ذات الأجل.
- ٤- بتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٣٣ صدر مرسوم بشأن الموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وتضمن فى مادته الثانية، إلغاء لائحة البورصة المصدق عليها بالأمر العالى الصادر عام ١٩٠٩.

- ٥- ثم صدر القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ فى شأن التعامل فى الأوراق المالية ونشر بالوقائع المصرية فى ٢ يولييه ١٩٥٣ العدد ٥٤ مكرر وهو مكون من مادتين فقط بما فيهما مادة النشر ونص على أنه: «لا يجوز التعامل فى الأوراق المالية سواء كانت مقيدة

بجدول الأسعار الرسمي أم خارج ذلك الجدول، إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين بهذه البورصات، ويكون السمسار الذى تتم الصفقة بواسطته ضامنا لسلامة البيع. ويقع باطلا بحكم القانون كل تعامل يتم على خلاف ذلك، ويعاقب على كل تعامل بالمخالفة لأحكام الفقرة الأولى بغرامة لا تقل عن خمسين جنيهاً، ولا تزيد على مائتى جنيه.

٦- وقد استمر العمل باللائحة الصادرة فى ٣١ ديسمبر ١٩٣٣، والقانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ المشار إليهما إلى أن صدر القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية المنشور بالوقائع المصرية العدد ٥٣ مكرر (ز) فى ١٣ يوليه ١٩٥٧، والتي اعتبرت بورصات الأوراق المالية أشخاصاً اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها، وتكون لها أهلية التقاضى. وقد نصت المادة الثالثة من قانون إصدار هذه اللائحة على إبطال العمل بأحكام اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية المصدق عليها بالمرسوم الصادر فى ٣١/١٢/١٩٣٣.

٧- ظل العمل بأحكام القانون ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، بدون أى تعديل جوهرى لمدة أربعة وعشرين عاماً، إلى أن تبنت الهيئة العامة لسوق المال إصدار القانون ١٢١ لسنة ١٩٨١ بتعديل بعض أحكامها، بهدف تنشيط العمل بالبورصة.

٨- وقد صدر قرار وزير الاقتصاد والتجارة رقم ٤٦ لسنة ١٩٥٨ باللائحة الداخلية لبورصات الأوراق المالية (الوقائع المصرية العدد ٣٨ فى ١٥ مايو ١٩٥٨).

٩- كما صدر قرار وزير الاقتصاد والتعاون الاقتصادى رقم ٣١٨ لسنة ١٩٧٧ فى شأن تنظيم تعامل سماسرة الأوراق المالية ببورصتى القاهرة والاسكندرية فى الأوراق المالية بالعملات الأجنبية (الوقائع المصرية العدد ٢٩٦ فى ١٢/٣١/١٩٧٧).

١٠- ثم صدر قرار رئيس الجمهورية رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال وخولها الكثير من الاختصاصات والمستوليات فى شأن تنظيم وإدارة البورصة.

١١- كما صدر القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٨٦ بتنظيم بعض حالات دعوة الجمهور للاكتتاب العام فى الأوراق المالية (الجريدة الرسمية - العدد ٢٦ تابع فى ٢٦/٦/١٩٨٦).

١٢- وقد صدرت اللائحة التنفيذية لهذا القانون بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٣٢٨ لسنة ١٩٨٦ (الوقائع المصرية العدد ٢٢٧ فى ٩/١٠/١٩٨٦).

١٣- وقد استمر العمل بالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المعدل بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ بشأن اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، إلى أن صدر قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ونص فى المادة الرابعة من مواد إصداره على أنه: «دون إخلال بحكم المادة ٢٥ من القانون المرفق، يلغى القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وذلك بما من شأنه خضوع سوق رأس المال حالياً لأحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣. والقوانين والقرارات المعدلة والمكملة والمنفذة له.

١٤- توالى منذ إصدار القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية المشار إليها إصدار عدد كبير من القوانين والقرارات المعدلة والمكملة والمنفذة اليهما، بهدف تنظيم وتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية ومن أهمها:

أ- القانون رقم ١٠ لسنة ١٩٩٥ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (الجريدة الرسمية فى ٢٣ مارس ١٩٩٥ العدد ١٢ تابع (ج) بشأن خفض رسم الإطلاع لدى هيئة سوق المال على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة، والحصول على بيانات أو صور منها مصدق عليها إلى ٥٠ جنيه عن كل وثيقة أو بيان فى حالة الإطلاع، ومائة جنيه عن كل صورة.

وفى شأن تخفيض رسم إصدار الأوراق المالية الذى تدفعه الشركات المصدرة إلى الهيئة، بواقع نصف فى الألف من قيمة كل إصدار وبحد أقصى عشرة آلاف جنيه وذلك بدلاً من واحد فى الألف.

ب- قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٤٧٨ لسنة ١٩٩٤ بشأن تحديد عمولات السمسرة ورسوم قيد الأوراق المالية ومقابل الخدمات عن عمليات البورصة (الوقائع المصرية - العدد ٢٢٨ فى ١٠/١٠/١٩٩٤).

ج- بتاريخ ١٥ مارس ١٩٩٧ صدر القرار الجمهورى رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بشأن تشكيل مجلس إدارة البورصة من رئيس وعشرة أعضاء، على أن يعين الرئيس بقرار من رئيس مجلس الوزراء أما الأعضاء فيتم تعيين أربعة منهم: الأول يمثل البنك المركزى، والثانى:

هيئة سوق المال، واثنان يمثلان البنوك العاملة، بينما يمثل الأعضاء الستة الآخرون الشركات العامة فى مجال الأوراق المالية ويجرى اختيارهم بالانتخاب، وعلى أن تكون مدة عضوية المجلس ٣ سنوات قابلة للتجديد ويقوم المجلس باصدار القرارات والقواعد اللازمة لحسن سير العمل واصدار اللوائح الخاصة بالنواحى الادارية والمالية للبورصة ووضع لائحة لها، وتشكيل لجان قيد الأوراق، ومراقبة الأسعار.

وقبيل اعادة طبع هذا البحث أصدر مجلس الوزراء فى اجتماعه بتاريخ ١٠ سبتمبر ١٩٩٧ عدة قرارات لتطوير أعمال البورصة وتوفير الحماية للمستثمرين تناولت ما يلى:

- ١- توفير الحماية اللازمة للمستثمرين من خلال اصدار القواعد المنظمة للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.
- ٢- دخول سوق الأوراق المالية المصرية على شبكة الانترنت، بما يحقق انتشار البيانات وشفافية المعلومات.
- ٣- توسيع شبكة توزيع وتسويق الأوراق المالية من خلال قيام الجهاز المصرفى بانشاء شركات تابعة متخصصة.
- ٤- انشاء فروع للبورصة يطلق عليها قاعدات تداول، على مستوى الجمهورية، وربطها بشبكة التداول المركزية، بما يمثل خدمة لجمهور المتعاملين.
- ٥- استحداث جداول تداول لقيد الأوراق المالية للشركات التى لا تتوفر فيها شروط القيد بالبورصة، تمهيدا لاعدادها لاستيفاء اجراءات القيد، بما يسمح بدخول جميع الشركات المصدرة للأوراق المالية إلى السوق المنظمة لتداول الأوراق المالية.
- ٦- التطوير الشامل للأنظمة الآلية بما فيها التداول والاشراف

وتنفيذ العمليات والرقابة وفقا لأحدث النظم فى سوق المال العالمية على أن يتم ذلك قبل نهاية عام ١٩٩٧.

٧- تطوير القواعد المنظمة للبورصة، بما يكفل حسن سير العمل، وتحقيق العدالة والشفافية بما يسمح باعمال آليات العرض والطلب فى تسعير الأوراق المالية.

٨- انشاء مجمع مالى جديد يشمل مقر البورصة، وفروع شركات الوساطة المالية، وشركة المقاصة والحفظ المركزى وبنك المقاصة، على أن يتم تصميم هذا المجمع وفقا لأحدث نظم البورصات العالمية.

٩- الزام جميع الشركات بالانتهاء من اعداد ومراجعة ونشر القوائم المالية السنوية خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية.

١٠- قيام مراجعى الحسابات بمراجعة نشرات طرح الأوراق المالية وفقا لقواعد المحاسبة والمراجعة الدولية، مع ضرورة أن يتضمن تقرير مراقب الحسابات، شهادة واضحة عن صحة ماورد بنشرة الطرح، وتحفظاته فى حالة وجودها.

١١- الزام جميع البنوك وشركات المساهمة باستخدام قواعد المحاسبة الدولية اعتبارا من العام المالى ١٩٩٧.

١٢- إطلاق المنافسة بين الشركات التى تقوم بتوزيع ونشر المعلومات عن عمليات التداول فى الأوراق المالية، والأوضاع المالية للشركات المسجلة فى البورصة.

١٣- انشاء صندوق تأمين للمتعاملين فى مجال الأوراق المالية ضد المخاطر غير التجارية، وصندوق ضمان التسويات المالية لمراكز المتعاملين فى الأوراق المالية، تحت اشراف هيئة سوق المال على أن يتم

ذلك قبل نهاية عام ١٩٩٧.

وكان قد تم قبيل هذ القرارات، اتخاذ عدد من القرارات وتطبيق عدد من الاجراءات وعقد عدة اتفاقيات تهدف جميعها إلى تطوير سوق الأوراق المالية المصرية، ومن ذلك:

١- استحداث نظام جديد لسعر اقبال الورقة المالية يقدر على أساس متوسط الأسعار خلال اليوم، مرجحا بالكميات المتداولة وبشرط ألا تقل الكمية عن مائة ورقة.

٢- كما قررت هيئة سوق المال تشكيل هيئة استشارية تضم خمسة أعضاء من ذوى الخبرة والكفاءة فى مجال أسواق الأوراق المالية (فنية - تشريعية) تعرض عليها جميع الحالات المخالفة من جانب الشركات العاملة بالسوق قبل عرضها على مجلس إدارة الهيئة.

٣- وفى ضوء تنشيط التعاون الاقليمى تم توقيع اتفاقية تعاون وتبادل الخبرات بين بورصتى القاهرة وكوريا الجنوبية، بالإضافة إلى عقد ٤٢ اتفاقية بين شركات السمسرة فى كل من مصر والكويت.

٤- تأسيس أول صندوق دولى للاستثمار المباشر فى مصر، يضم العديد من المؤسسات المالية المحلية والعالمية ورجال الأعمال المصريين والعرب.

٥- وبالنسبة لربط البورصة المصرية بالأسواق العالمية فقد تم توقيع عقد بيع ٣٠٪ من أسهم شركات البويات العامة من خلال بورصة لندن، فى شكل شهادات ايداع دولية، بالإضافة إلى قيام أحد بنوك القطاع العام بطرخ ٢٠٪ من حصته فى أحد البنوك المشترك

فى بورصة لندن فى شكل شهادات ايداع دولية والتى لاقت نجاحا كبيرا يشير الى الثقة فى الأوراق المالية المصرية.

وقد انعكست زيادة الثقة فى الاقتصاد المصرى على سوق الأوراق المالية حيث بلغ حجم التعامل الكلى للأوراق المالية خلال الفترة يوليو / سبتمبر ١٩٩٧ وفقا لقيمة التداول خمسة مليارات جنيه، وبلغت كمية الأوراق المتداولة ٩٢ مليون ورقة، كما بلغت عدد العمليات ٢٨٤ ألف عملية.

د- وقد تقوم لنا أثناء حديثنا عن سوق الأوراق المالية تناول عددا من قرارات الهيئة العامة لسوق المال، ومجلس ادارة البورصة الصادرة تنفيذاً للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولانحتته التنفيذية. ونستأذنك صديقى القارئ فى الاكتفاء بهذا القدر عن التنظيم التشريعى لسوق المال تحاشياً للإطالة.

المبحث الثالث

الأدوات التي يتم التعامل عليها فى سوق المال

تتنوع الأدوات التى يتم التعامل عليها فى سوق المال عموماً، وفى سوق الأوراق المالية على وجه الخصوص، حيث لا يقتصر التعامل فى سوق المال على أو بالنقد فقط، وإنما يتم التعامل على أشكال متعددة من الأدوات المالية يقع فى مقدمتها.

١- الصكوك الحكومية والصكوك المضمونة من الحكومة: وتأخذ هذه الصكوك أشكالاً متعددة منها:

- ١- شهادات الاستثمار.
- ٢- أذون الخزانة.
- ٣- السندات، وهذه الأخيرة تأخذ أشكالاً متعددة، إما بحسب الغرض من إصدارها أو بحسب نوع القرض الذى تطرحه الحكومة، ومنها:

- أ- سندات الإسكان.
- ب- سندات التنمية.
- ج- سندات الخزانة.

وهى كلها صكوك مثبتة لدين على جهة الإصدار لمدة محددة بفائدة معينة تعطى حقاً دائماً لحاملها على جهة إصدارها يمكنه من استرداد قيمتها فى موعد استحقاق السند، أو عند تداوله، وفى

تقاضى فائدة محددة أيا كان المركز المالى لجهة الإصدار وبعض المزايا الأخرى التى نصت عليها نشرة الاكتتاب.

٢- الصكوك غير الحكومية: وتتنوع هذه الصكوك إلى:

أ- صكوك (سندات) مثبتة لدين على جهة إصدارها.

ب- صكوك مثبتة لحصص فى رأس مال جهة الإصدار.

وتتمثل أهم وجوه التفرقة بين السندات الحكومية، وغير الحكومية فى جهة الإصدار، حيث تصدر الأخيرة، عن الأشخاص القانونية الخاضعة لأحكام القانون الخاص بحيث تخضع فى علاقاتها الناشئة عن إصدار هذه السندات لأحكام القانون الخاص، ويستوى بعد ذلك أن تكون هذه الجهة مملوكة للقطاع العام أو الخاص.

أما النوع الثانى من الصكوك غير الحكومية المشار إليها، وهى الصكوك المثبتة لحصص فى رأس مال جهة الإصدار فهى الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة أيا كان القانون الذى تخضع له الشركة، وسوف نعرف هنا وفى إيجاز غير مخل بنوعى الصكوك المشار إليهما^(٥٥).

أولاً: السهم:

وهو عبارة عن الحصة التى يقدمها الشريك فى رأس مال الشركة، كما يطلق لفظ السهم على: الصك المثبت لحق مشاركة صاحبه أو حامله، بقيمته فى رأس مال الشركة المصدرة له.

وتتميز الأسهم بالخصائص الآتية:

- أ- تساوى القيمة الاسمية لكل إصدار.
- ب- قابليتها للتداول.
- ج- تتحدد مسئولية المساهم تجاه الشركة بقيمة أسهمه، ويخول السهم لصاحبه حقوقاً منها.
- ١- لا يجوز فصله من الشركة كشريك إلا إذا تقاعس عن سداد باقى قيمة السهم.
- ٢- اكتسابه لعضوية الجمعية العمومية للشركة، بما تخوله لأعضائها من حقوق وسلطات.
- ٣- الحق فى الحصول على نصيب من صافى أرباح الشركة حال حياتها، ومن فائض ناتج التصفية عند انقضائها.
- ٤- نقل ملكيته إلى الغير، والاقتراض بضمانه من جهات الأقرض.

وللسهم ثلاث قيم هى:

- أ- القيمة الاسمية: وهى القيمة المدونة على وجه الصك.
- ب- القيمة التجارية أو السوقية: وهى قيمته عند التعامل عليه فى سوق الأوراق المالية.
- ج- القيمة الدفترية وهى: نصيبه فى صافى أصول الشركة بعد خصم ديونها.

وتتنوع الأسهم وفقا لأربعة معايير إلى :

١- فهي تتنوع وفقا لمعيار طبيعة حصة الشريك إلى: أسهم نقدية وأسهم عينية وحصص تأسيس، أما الأولى، فتعطى للمساهم مقابل دفع قيمتها نقداً، وأما الثانية فتعطى له مقابل تقديم حصص عينية فى رأس مال الشركة كالعقار، والأراضى، والمنقولات. وأما الثالثة فهي صكوك تعطى لبعض مؤسسى الشركة، أما مقابل جهودهم أو خدماتهم فى التأسيس، أو مقابل تنازلهم للشركة عن بعض حقوقهم المعنوية مثل براءة اختراع مثلاً، أو أى امتياز كان ممنوحاً لهم من الحكومة، وهذه الصكوك تخول لصاحبها حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، دون أن تمثل حصة فى رأس مالها.

٢- وهى تتنوع وفقا لمعيار استهلاك السهم أى رد قيمته الاسمية للشريك إلى أسهم رأس مال، وأسهم تمتع.

٣- وهى تتنوع وفقا لمعيار الحقوق التى تقررها للمساهمين أو نصيبها فى توزيعات الشركة وفائض تصفيتها إلى.

أ- أسهم عادية أو أسهم رأس المال، وهى التى ليس لها امتياز خاص، على غيرها من باقى أسهم الشركة سواء فى توزيعاتها، أو فائض تصفيتها.

ب- أسهم ممتازة: وهى التى تعطى لصاحبها حق الأولوية فى الحصول على نسبة معينة من الأرباح، قبل إجراء أى توزيع منها، بصرف النظر عما إذا كان سيتبقى شئ من الأرباح لأصحاب الأسهم العادية أم لا، وقد تقرر لأصحابها حق الحصول على قيمتها من موجودات الشركة عند تصفيتها قبل المساهمين العاديين.

ج- أسهم تمتع: فى بعض مجالات النشاط مثل المناجم والمحاجر، وحيث لا يتبقى عادة صافى موجودات للشركة عند انتهاء الامتياز الممنوح لها من الحكومة، تعمل الشركة على استهلاك اسهم رأسمالها تدريجيا فى السنوات الأخيرة من حياتها، مما تكون قد احتجزته لهذا الغرض من أرباحها السابقة، وتعطى الشركة للمساهمين الذين استهلكوا اسهمهم بدلا منها أسهم تمتع، تتيح لهم الاشتراك فى الأرباح مع باقى المساهمين، دون بقية موجودات الشركة.

كما تمنح أسهم التمتع كذلك لحاملى أسهم شركات الاحتكار، بعد استهلاك وسداد قيمة اسهم رأس المال، حيث ينص عقد امتيازها على تسليم كل ممتلكاتها إلى الحكومة بدون مقابل، عند انتهاء مدة الامتياز، ومن أمثلة ذلك أسهم تمتع شركة مياه القاهرة.

٤- وهى تتنوع وفقا لمعيار قابليتها للتداول إلى:

أ- أسهم أسمية: وهى تحمل اسم المساهم، ولا تنتقل ملكيتها بعد شرائها سواء من الشركة أو من البورصة، إلا بعد قيام الشركة المصدرة، بتسجيل اسم المشتري الجديد على ظهر السهم، وقيد اسمه فى سجلاتها من واقع اخطار نقل الملكية الذى تصدره البورصة أو بتوقيع كل من البائع والمشتري على استمارة تنازل، مصدق عليها من السمسار بصحة التوقيع، ثم تقدم الاستمارة مع الأسهم المتعامل عليها، للتسجيل وإثبات التصرف بسجل المساهمين بالشركة المصدرة.

- ب- أسهم لحاملها: وهذه يتم تداولها بالتسليم حيث لا تحمل اسم صاحبها ويتم تداولها بفاتورة شرائها.
- ج- أسهم اذنية أو لأمر صاحبها: ويتم تداولها بالتظهير.

ثانياً: السندات:

السند عبارة عن صك يشتمل ديناً على الشركة لصالح صاحبه لمدة محددة يستهلك في آخرها، ويتمتع بالخصائص الآتية:

١- قابليته للتداول، أما عن طريق الطرق التجارية، أى القيد فى دفاتر الشركة إن كان إسمياً، أو عن طريق التسليم إن كان لحامله.

٢- أنه يمثل حقاً دائناً لحامله على جهة الإصدار، ويعطى صاحبه الحق فى استرداد قيمته، فى موعد استحقاق محدد، وفى تقاضى فائدة محددة، أياً كان المركز المالى لجهة الإصدار، وله ضمان عام على أموال الشركة المصدرة له، ويتقدم بموجبه على اصحاب الأسهم، وعلى ذلك فإن حقيقة السند تتمثل فى:

أ- أنه لا يعتبر جزءاً من رأس مال الشركة، وإنما هو دين تعقده الشركة لمدة محددة يستهلك فى آخرها، بالطريقة المنصوص عليها فى نشرة الإكتتاب.

ب- لا يعتبر صاحبه شريكاً فى رأس مال الشركة، وإنما هو دائن لها.

ج- لصاحب السند، الحق فى الحصول على فائدة سنوية، ومزايا

أخرى محددة، مبينة فى السند، بغض النظر عن خسارة أو ربح الشركة المصدرة له، أى أنه لا يتحمل مخاطر تشغيل الشركة.

د- ليس لحامل السند علاقة، ولادور فى إدارة الشركة.

هـ- لحامل السند الحق فى الحصول على دينه كاملاً، عند إنقضاء الشركة، أو عند إنقضاء مدته، أيهما أقرب، وهو مقدم على المساهمين فيها.

أنواع السندات: يمكن التمييز بين خمسة أنواع للسندات هى:

١- سندات لحاملها.

٢- سندات إسمية.

٣- سندات بخصم الإصدار، حيث تباع عند الإكتتاب فيها، بسعر أقل من سعرها الاسمى مع التزام جهة الإصدار برد القيمة الاسمية، عند استهلاكها.

٤- سندات بعلاوة الإصدار، حيث يكون سعرها الفعلى وقت الإكتتاب فيها أزيد من سعرها الاسمى، مع التزام جهة الإصدار برد السعر الاسمى فقط عند الاستهلاك.

٥- سندات ذات يانصيب، وهى سندات يتم استهلاكها بطريق السحب الدورى السنوى (القرعة) وتدخل أرقام إصداراتها فى سحب دورى (قرعة) يمنح الفائز جوائز تحددها نشرة الاكتتاب ومن نماذجها فى مصر سندات البنك العقارى المصرى ٣٪ لعام ١٩٥١ (٥٦).

ثانياً: ومن أشكال الأوراق المالية:

صكوك الاستثمار التى تصدرها الشركات العاملة فى مجال

تلقى الأموال لاستثمارها الخاضعة لأحكام القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ويمكن التعرف بها من واقع مانصت عليه اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه بأنها:

- ١- هي: ورقة مالية تسمى صك استثمار، يختص بإصدارها الشركات المشار إليها بعد أقصى عشرة أمثال رأس المال المصدر لكل شركة في مقابل الأموال التي تتلقاها من المستثمرين.
- ٢- تصدر بالنقد الأجنبي، بقيمة اسمية واحدة وعملة أجنبية واحدة لكل إصدار.
- ٣- تخول لأصحاب صكوك الإصدار الواحد حقوقا متساوية.
- ٤- تخول لهم الاشتراك في الأرباح الصافية أو الخسائر.
- ٥- تعطيهم حق الأولوية في تقاضى نصيبهم من ناتج التصفية قبل حملة أسهم رأس المال.
- ٦- ليس لأصحابها حق المشاركة في الأرباح، وهي بما تقدم لها من مواصفات تقع في مركز متوسط بين الأسهم الممتازة والسندات الأسمية.
- ٧- هي ذات عائد تراكمي، حيث إن لأصحابها استرداد قيمتها عند انتهاء مدتها مضافا إليها حصتها في الربح الناتج عن استثمار قيمتها، أو مخصوما منها ما يخصها من خسائر عند الاسترداد.
- ٨- للصك وجهان يحمل كل منهما بيانات خاصة، حيث يدون على وجهه الأول.

أ- اسم الشركة وعنوان مركزها الرئيسى.

ب- قيمة رأس مال الشركة المصدر.

ج- رقم قيد الشركة فى سجل الهيئة العامة لسوق المال وتاريخه.

د- الرقم المسلسل للصك وتاريخ إصداره وقيمتة ومدته.

هـ- اسم صاحب الصك وجنسيته وعنوانه.

و- مايفيد أن إصدار الصك لم يتجاوز الحد الأقصى للأموال المسموح للشركة بتلقيها.

أما الوجه الثانى من الصك فيدون عليه البيانات الآتية:

أ- ملخص واف لغرض الشركة وفقا لنظامها الأساسى.

ب- أسس المشاركة فى الأرباح والخسائر.

ج- شروط استرداد الصك.

د- مدى قابليته للتجديد التلقائى.

وواضح من هذا العرض أن المشرع قد نظم إصدار صكوك الاستثمار بما لايسمح بإصدارها أو تداولها كورقة مالية، وفى حدود علمى ليس لهذا الصك أى حركة تداول فى سوق الأوراق المالية المصرية.

رابعاً: وثائق الاستثمار:

وهى أوراق مالية، تصدرها صناديق الاستثمار الخاضعة لأحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، فى مقابل أموال المستثمرين، بقيمة اسمية موحدة، ولمدة محددة، يخضع فيها المستثمر والصندوق لما ورد فى نشرة الاكتتاب من بيانات.

وتعتبر وثائق الاستثمار من أحدث الأوراق المالية فى سوق رأس المال المصرى ولا يقيد أو يتداول منها فى سوق الأوراق المالية إلا الوثائق الصادرة عن صناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركات المساهمة، دون صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين، حيث يتم استرداد قيمة الأخيرة من البنك أو شركة التأمين بحسب الأحوال، مباشرة، خلافا للأولى.

وبعد أن تناولنا الإطار المؤسسى والتنظيم التشريعى، لسوق المال، والأدوات التى يتم عليها التعامل فيه، وهى الأطر أو الهياكل الرئيسية له، أنتقل معك صديقى القارئ إلى نقطتين أختتم بهما هذا البحث، وهى:

١- مدى تأثير أسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية.

٢- كيف يمكن تدويل سوق الأوراق المالية المصرية؟

أولاً: مدى تأثير أسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية:

لاشك أن أسواق الأوراق المالية، لها تأثير بالغ على النشاط الاقتصادى من خلال خلقها للسيولة النقدية، إذ يحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، غير أن المستثمرين يترددون كثيراً فى التخلّى عن السيطرة على مدخراتهم لفترات طويلة.

وتأتى أسواق رأس المال السائل، لتجعل الاستثمار أقل مخاطرة، وأكثر جاذبية حيث تسمح للمدخرين بالحصول على أصول ممثلة فى أسهم رأس المال، وبيعها بسرعة ويسر عند احتياجهم إلى

استرداد مدخراتهم ، أو رغبتهم فى تدوير محافظ أوراقهم المالية.

وفى الوقت نفسه تتمتع الشركات بفرصة الحصول بشكل دائم على رأس المال المحصل من خلال إصدارات أسهم رأس المال.

والأسواق التى تتحقق فيها السيولة تساعد بتسهيلها الاستثمارات الأطول أجلاً، والأكثر ربحية، على تحسين تخصيص رأس المال، وتعزيز آفاق النمو الاقتصادى طويل الأجل. وفضلاً عن ذلك:

يمكن للسيولة التى توفرها سوق الأوراق المالية، بجعلها الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، أن تؤدى إلى زيادة الاستثمارات، وبعبارة موجزة: فإن المستثمرين يأتون إذا كان بوسعهم أن يذهبوا^(٥٧).

غير أنه يمكن أن تشجع الأسواق ذات السيولة الزائدة، قصر النظر لدى المستثمرين حيث تجعل من السهل على المستثمرين غير الراضين، أن يبيعوا أسهمهم بسرعة، وبالتالي فهى تضعف التزامهم، وتقلل حافزهم فى الرقابة على الشركات التى يساهمون فيها، من خلال الإشراف على مديريها، ورصد أدائها وإمكاناتها، ووفقاً لهذا الرأى فقد يؤدى تعزيز السيولة فى سوق الأوراق المالية إلى إلحاق ضرر فعلى بالتنمية الاقتصادية.

غير أن الأدلة العملية، تؤيد بقوة، الاعتقاد السائد بأن: زيادة السيولة فى أسواق الأوراق المالية، تعطى دفعة للنمو الاقتصادى، أو

تمهد له وتسبقة على الأقل، وحتى مع اعتبار وجود عوامل أخرى غير مالية، مؤثرة في النمو الاقتصادي، سلباً أو إيجاباً مثل التضخم والسياسة الضريبية، والاستقرار السياسى والتعليم، وكفاءة النظام القانونى، وسياسة أسعار الصرف، والانفتاح على التجارة الدولية، وغيرها، تظل سيولة سوق الأوراق المالية، مؤشراً يعول عليه فى التنبؤ بشأن معدل النمو طويل الأجل فى المستقبل.

إن أسواق الأوراق المالية، بما توفره من فرص لمقايضة المخاطر، وتعزيز السيولة، وإقامة علاقات طويلة الأجل بين المستثمرين وشركات الأموال، ومن مساعدة المدخرين فى تنوع محافظ أوراقهم المالية، ومن ثم تنوع المخاطر وتوزيعها، ومن توفير المزيد من الشفافية والمعلومات عن الشركات، حيث يرغب المستثمرون فى تحقيق أرباح، من خلال التعرف على الأسهم المقدرة بأقل من قيمتها، ليستثمروا فيها أموالهم، كما أن أسواق الأوراق المالية، قد تساعد كذلك فى تحسين إدارة الشركات بتبسيط إجراءات دوران رأس المال، وتوفير حافز لتحسين الكفاءة الإدارية. وبعبارة أخرى.

فانه بالاضافة إلى الدور الذى تنهض به أسواق الأوراق المالية فى التزويد برءوس الأموال، فانها تؤدي كذلك دوراً مهماً فى توفير المعلومات، فأسواق الأوراق المالية جيدة الأداء، تجمع المعلومات عن إمكانيات الشركات التى يجرى تداول أسهمها، وتوفر هذه المعلومات للدائنين والمستثمرين، ومن خلال تحسين تدفق المعلومات، عن الشركات وتبسيط إجراءات معرفتها، تسهم أسواق الأوراق المالية، جيدة الأداء فى الرقابة على الشركات، وبالتالي تحقيق فعالية

إدارية أكبر، وتؤدي الرقابة الأفضل على الشركات والادارة الحازمة بالتالى إلى تشجيع الاستثمار وتعزيز الفعالية^(٥٨).

ثانياً: إن السؤال الذى يطرح نفسه ويالحاح هنا هو:

كيف يمكن تدويل سوق الأوراق المالية المصرية؟ هناك عدد من المخاطر والمشكلات التى تحول دون تدويل سوق الأوراق المالية لأى بلد نام، ويؤدى التغلب عليها من جانب البلد النامى إلى انفتاح سوق أوراقه المالية على العالم، ومن ثم تدويله، ونحن نعتقد أن ما أخذت به مصر فى الآونة الأخيرة من سياسات مالية وضريبية ونقدية واقتصادية، قضى على الكثير من هذه المخاطر والمشكلات، وأن فى إمكان مصر أن تقضى تدريجياً وفى فترة وجيزة قادمة على بقية هذه المخاطر والمشكلات، لتدخل البورصة المصرية نطاق العولمة أو التدويل، ومن أهم المخاطر والمشكلات المشار إليها مايلى^(٥٩).

- ١- عدم الاستقرار الاقتصادى والسياسى والأمنى.
- ٢- التقلبات الحادة فى أسعار الأوراق المالية.
- ٣- توافر الصكوك المتداولة بصورة محدودة.
- ٤- عدم كفاية الرقابة على النشاط الذى يضطلع به الواقفون على الأسرار الداخلية فى التداول.
- ٥- القيود البيروقراطية التى تحد من إمكان وصول المستثمرين إلى السوق، وتعرقل تسوية المدفوعات، وتجعل نظام المقاصة عصى التطبيق.
- ٦- عدم الاستقرار النقدى، والافتقار إلى التجانس فى مزيج السياسة النقدية والمالية.

٧- العجز الدائم أو الكبير فى الموازنة العامة للدولة.

٨- سعر الصرف المقيم بأعلى من قيمته الحقيقية.

٩- وتمثل السياسات النقدية والمالية، مصدراً كبيراً للمخاطر فى أسواق الأوراق المالية، لأن عدم الاستقرار النقدى، وعدم التروى فى القرارات المالية، يخلقان شكوكاً مالية ربما تؤدى إلى تعويق خطير لوظيفة السوق أو أدائه، ومن ذلك مثلاً: أن التضخم غير المتوقع، يحول الثروة والدخل من المقرضين، إلى المقترضين، ويبعد المستثمرين عن الأوراق المالية حيث يتحولون إلى الأصول الحقيقية (مثل الذهب والعقارات) لرغبتهم حينئذ فى توفير قدر من الحماية، إزاء مخاطر القوة الشرائية المتدهورة.

١٠- والحكومة إذ تسعى إلى الاسراع بنمو قطاعاتها الاستثمارية، قد يغريها تمويل مشروعات معينة تمويلاً تضخيمياً، وقد ينتج عن ذلك معدل تضخم أعلى، وتقلب مفرط فى سعر الصرف.

١١- واتباع سياسة نقدية لاستهداف تخفيضاً حقيقياً فى عجز الموازنة قد تؤدى إلى أسعار فائدة حقيقية مرتفعة، وإلى عملة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، وكثيراً ما يؤدى سعر الصرف المقيم بأكثر من قيمته الحقيقية إلى تشبيط همة الاستثمار المباشر، والاستثمار فى محافظ الأوراق المالية، وذلك بتضخيم التوقعات بأن تحفيض سعر العملة سيجى حتماً فى أثر ذلك.

١٢- والاقتصاديات التى تمر بمرحلة انتقال تواجه مشكلات محددة إضافية منها: برامج الإصلاح الاقتصادى غير الكاملة، أو

غير المقبولة على نطاق واسع، بما فى ذلك: التحرير والخصخصة، وإعادة هيكلة الشركات، ومنها: البنية الأساسية المالية المتخلفة، والتي تفتقر إلى المديرين التقنيين، وترهقها الاجراءات البيروقراطية، وفى بيئة كهذه يتعين على أسواق الأوراق المالية الناشئة، أن تتعامل مع سياسات اقتصادية كلية قاصرة، ومع عدد محدود من الأوراق المالية المتداولة، المسجلة فى السوق، ومع مؤسسات غير قادرة على التحكم فى نشاط المطلعين على الأسرار الداخلية للشركات فى حركة التعامل، أو على حماية حقوق الملكية للمقرضين (الشركات التى تصدر أوراقا مالية للبيع) والمقرضين (حملة الأسهم).

١٣- أضف إلى ذلك المخاطر السياسية غير التجارية المتمثلة فى التأميم والمصادرة ونزع الملكية، وفرض الحراسة وغيرها.

١٤- وبالجمله فان الافتقار إلى السيولة، وإلى تنوع الصكوك المتداولة، هو عقبة كأداء أمام الاستثمار الدولى فى كثير من الأسواق الناشئة (ومنها مصر) فالأحجام الصغيرة للتداول تسد الباب بصورة ملحوظة، أما كبار المستثمرين المؤسسين، حيث يشكل ما يعتبره هؤلاء المستثمرون تداولا صغيراً، يشكل معاملات ضخمة لهذه الأسواق، ويمكن أن يفضى إلى تقلبات حادة وخطيرة، وبوجه عام، فان الافتقار إلى السيولة والعمق يقلل من المعاملات المالية، ويخفض من كفاءة السوق.

ونحن نعتقد أن فى القضاء على هذه المخاطر والمشكلات خطوة جادة للخروج بسوق الأوراق المالية من النطاق المحلى إلى النطاق العالمى. وانطلاقاً من رؤيتنا وقناعتنا بأهمية سوق الأوراق المالية لعمليات التنمية، ومن ادراكنا لمشاكل ومعوقات السوق المصرية،

ومن حرصنا على عوطة هذه السوق، نقدم هذه التوصيات:

- ١- لا بد من توفير أكبر قدر ممكن من الشفافية فى كل المعاملات والأنشطة، حيث يؤدي عدم الوضوح، وغياب التدفق الصحيح للمعلومات التفصيلية لأوضاع الاقتصاد القومى، وللوحدات والمنشآت والمؤسسات الانتاجية والخدمية والمالية إلى صعوبة إن لم يكن استحالة التشخيص الدقيق والمبكر لما قد يصيب سوق الأوراق المالية من خلل أو وهن، ويحجب عن المختصين والخبراء مواطن الضعف ومصادر الخطر، بما قد يؤدي إلى تضييع فرص الإصلاح والعلاج فى التوقيتات السليمة.
- ٢- لا بد من السيطرة على معدلات التضخم، بما يؤدي إلى جذب الاستثمار الوطنى والأجنبى المباشر، والتوزيع العادل للدخل القومى.
- ٣- لا بد من الحد من الاعتماد فى عمليات التمويل من الديون قصيرة الأجل.
- ٤- لا بد من رفع كفاءة استغلال الموارد الطبيعية المتاحة وتقليل الفاقد منها إلى أدنى حد ممكن.
- ٥- لا بد من الاهتمام باقامة قاعدة وطنية قوية للتنمية التكنولوجية واعطاء دفعة للمزيد من الإصلاح الإدارى فى كافة الأجهزة الحكومية.
- ٦- لا بد من التصدى وبحسم داخل البورصة لعمليات الاحتكار وتوسيع نطاق المنافسة بين المستثمرين.
- ٧- الرقابة المشددة على المؤسسات المالية والمصرفية وعلى عملياتها، وضبط عمليات الاقتراض للقطاع الخاص.

(مأثور جزیه)

الحمد لله

[illegible]

(١) تشمل الحسابات شبه الحكومية.

(٢) تشمل شيكات وحالات مستعجلة للدفع وقروض من جهات دولية اعتباراً من مارس ١٩٨٢.

المصدر: البنك المركزي المصري - الرقابة على البنوك.

-١٠٢-

جدول رقم (٢)

القروض والكمبيالات المنصومة

(مليون جنيه)

في آخر	قروض بضنه								في آخر			
	فطن	حاصلات زراعية أخرى	بضائع	أوراق مالية	كمبيالات	بضمان شخصي	تتازلات	بضمانات أخرى (١)				
١٩٩٠	٨٢٤.٦	٣٣.٦	٢٣٦٠.٨	١٦.٩	٢٤.٠.٢	٥٣٣٦.٨	٢٨٥.٦	٨٩٩٧.٦	٢١٢٤٦.٠	٣٩٤٤٣.١	٢٥.٠	٣٩٤٦٧.١
١٩٩١	١٢.١.٧	٢٤.٧	٢٥٨٦.٠	٥١٤.٤	٢٨٥.٥	٥٣١٨.٩	٣١٥.٣	٩٧٥٦.٤	٢٥٠.٨٦.٨	٤٥٠.٨٩.٧	٤٣.٦	٤٥١٣٣.٣
١٩٩٢	٢١٩٣.٥	٢٥.٣	٢٨٤٦.٦	٢٩.٢.٥	٢٥٢.١	٦٥٥٢.٩	٦٥٥٢.٦	١١٥٤٤.٣	١٩٢.٨.٥	٤٥٩٨٧.٣	٤٣.٨	٤٦.٣١.١
١٩٩٣	٣١٥٧.٠	١٢.٠.١	٢٦٦٩.٤	٥٣٦.٩	٥٥٥.٥	٩١٦١.٩	٤٤١.١	١٣٦٦٤.٤	٢٥١٢٤.٩	٥٥٤٤١.٢	١٠٠.٩	٥٥٥٤٢.١
١٩٩٤	٢٩٥٢.٦	٤٣.٨	٣١.٩.٧	٥٨٥.٨	٧٩٥.١	١١٤٨٢.٥	٦٥٧.١	٢٩.٣١.٨	٢٥١١٢.١	٧٣٨٢.٥	١٩٧.٥	٧٤.١٨.٠
١٩٩٥	٢.٧٨.٣	٦٦.٤	٣٤٦٧.٠	٦٩٢.٥	١.٠٢٦.١	١٢٣٩٣.٨	٧٢٣.٣	٢٣٢٨٧.٩	٢٧٩٤.٩	٨١٥٨٦.٢	١٧٣.٥	٨١٧٥٩.٧
١٩٩٦	٢٧٧٥.٤	١٥٦.٤	٤٧١٥.١	٧٩٤.٤	١٧٨٢.٣	(٣)	١١.٢.٧	٤.٧٨.٠.٦	٤٧.٥٨.٢	١٩١٩٧.٤	٥٩٣.٥	٩٩٧٩.٩
١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦	١٩٩٦

(١) تشمل القروض بضمان ذهب وورق عتارى وأخرى.

(٢) تشمل كمبيالات المبرورستور وديون مشكور فى تحصيلها.

(٣) لا يوجد أرقام

المصدر: البنك المركزى المصرى - الرقابة على البنوك.

جدول رقم (٦)

(ب) اجمالي مبيعات شهادات الاستثمار للمجموعات الثلاث

(مليون جنيه)

في آخر	ذات القيمة المتزايدة أ		ذات العائد الجاري ب		ذات الجوائز ج		الجملة	
	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%
١٩٨٣	٤٠٢,٥	١٥,٢	٢٠٤٠,٦	٧٧,٠	٢٠٧,٢	٧,٨	٢٦٥٠,٣	١٠٠
١٩٨٤	٥٠٨,٣	١٦,١	٢٤١٢,٢	٧٦,٣	٢٣٩,٩	٧,٦	٣١٦٠,٤	١٠٠
١٩٨٥	٦٣١,٧	١٦,٩	٢٨٢٧,٣	٧٥,٨	٢٧٢,١	٧,٣	٣٧٤١,١	١٠٠
١٩٨٦	٧٧٢,٦	١٧,٨	٣٢٧٣,٧	٧٥,٢	٣٠٤,٨	٧,٠	٤٣٥١,١	١٠٠
١٩٨٧	١٠٥١,٨	١٩,٩	٣٨٩٥,٢	٧٣,٧	٣٣٥,٤	٦,٤	٥٢٨٢,٤	١٠٠
١٩٨٨	١٢٥٥,٢	٢٠,٤	٤٥٢٠,٠	٧٣,٦	٣٦٤,٨	٦,٠	٦١٤٠,٠	١٠٠
١٩٨٩	١٥٩٦,٣	٢٢,٠	٥٢٦٥,٨	٧٢,٦	٣٩٥,٤	٥,٤	٧٢٥٧,٥	١٠٠
١٩٩٠	١٩٨٠,٢	٢٣,٣	٦٠٩٧,١	٧١,٧	٤٢٧,٤	٥,٠	٨٥٠٥,٢	١٠٠
١٩٩١	٢٤١٣,٩	٢٤,٦	٦٩٢٦,٠	٧٠,٧	٤٥٩,٠	٤,٧	٩٧٩٨,٩	١٠٠
١٩٩٢	٣١٥١,١	٢٧,٣	٧٩٢٢,١	٦٨,٥	٤٩٠,٤	٤,٢	١١٥٦٣,٦	١٠٠
١٩٩٣	٤٠٤٨,٨	٢٦,٦	١٠٦٦٠,٣	٧٠,٠	٥٢٢,٦	٣,٤	١٥٢٣١,٧	١٠٠
١٩٩٤	٥٠٣٤,٧	٢٣,٧	١٥٦٥٠,٦	٧٣,٧	٥٥٨,٣	٣,٦	٢١٢٤٣,٦	١٠٠
١٩٩٥	٦٠٢٦,٥	٢٢,٧	١٩٩٤٨,٧	٧٥,١	٥٩٦,٤	٢,٢	٢٦٥٧١,٦	١٠٠
ابريل ١٩٩٥	٥٤٠١,٥	٢٣,١	١٧٤٣٢,٨	٧٤,٥	٥٧٠,٢	٢,٤	٢٣٤٠٤,٥	١٠٠
مايو ١٩٩٥	٥٤٤٨,١	٢٣,٠	١٧٦٦٩,٤	٧٤,٦	٥٧٣,١	٢,٤	٢٣٦٩٠,٦	١٠٠
يونيو ١٩٩٥	٥٥١٤,٦	٢٢,٩	١٧٩٩٣,٦	٧٤,٧	٥٧٦,٥	٢,٤	٢٤٠٨٤,٧	١٠٠
ابريل ١٩٩٦	٦٣٤٨,٧	٢٢,٦	٢١٠٩١,٤	٧٥,٢	٦٠٩,٢	٢,٢	٢٨٠٤٩,٣	١٠٠
مايو ١٩٩٦	٦٤٠٠,٣	٢٢,٥	٢١٣٨٩,٦	٧٥,٣	٦١٣,٠	٢,٢	٢٨٤٠٢,٩	١٠٠
يونيو ١٩٩٦	٦٤٦٨,١	٢٢,٥	٢١٦٨٢,٥	٧٥,٤	٦١٦,٨	٢,١	٢٨٧٦٧,٤	١٠٠

المصدر: البنك الأعلى المصري.

جدول رقم (٧)

(ج) اجمالي استرداد شهادات الاستثمار للمجموعات الثلاث
(مليون جنيه)

في آخر	ذات القيمة المتزايدة أ		ذات العائد الجاري ب		ذات الجوائز ج		الجملة	
	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%
١٩٨٣	١٤٥,٧	١٥,٨	٦٣٥,٦	٦٨,٨	١٤١,٨	١٥,٤	٩٢٣,١	١٠٠
١٩٨٤	١٦٩,١	١٥,٢	٧٨١,٧	٧٠,١	١٦٣,٦	١٤,٧	١١١٤,٤	١٠٠
١٩٨٥	١٩٨,٤	١٤,٨	٩٥٢,٩	٧١,٤	١٨٤,٢	١٣,٨	١٣٣٥,٥	١٠٠
١٩٨٦	٢٢٣,٥	١٤,٥	١١٦٦,٣	٧٢,٦	٢٠٧,١	١٢,٩	١٦٠٦,٩	١٠٠
١٩٨٧	٢٧٨,٥	١٤,٤	١٤٢٦,٥	٧٣,٧	٢٣٠,٦	١١,٩	١٩٣٥,٦	١٠٠
١٩٨٨	٣٣٤,١	١٤,٦	١٦٩٣,٥	٧٤,٢	٢٥٤,٤	١١,٢	٢٢٨٢,٠	١٠٠
١٩٨٩	٣٩٨,٩	١٥,٢	١٩٥١,٣	٧٤,٢	٢٧٩,٠	١٠,٦	٢٦٢٩,٢	١٠٠
١٩٩٠	٥٠٤,٤	١٦,٦	٢٢٣٤,٩	٧٣,٤	٣٠٤,٦	١٠,٠	٣٠٤٣,٩	١٠٠
١٩٩١	٨٢٣,٧	١٩,٠	٢٧٥٩,٤	٧٢,٤	٣٣٠,٣	٨,٦	٣٨١٣,٤	١٠٠
١٩٩٢	٨٦٥,٥	١٩,٦	٣١٨٥,٤	٧٢,٣	٣٥٥,٨	٨,١	٤٤٠٦,٧	١٠٠
١٩٩٣	١٠٣١,٠	٢٠,٥	٣٥٩١,٠	٧١,٩	٣٨٠,٤	٧,٦	٤٩٩٢,٤	١٠٠
١٩٩٤	١٢٤٢,٥	٢١,٤	٤١٤٩,٦	٧١,٦	٤٠٧,٢	٧,٠	٥٧٩٩,٣	١٠٠
١٩٩٥	١٥٣٧,٧	٢١,٧	٥١٠٠,٦	٧٢,١	٤٣٥,٣	٦,٢	٧٠٧٣,٦	١٠٠
أبريل ١٩٩٥	١٣٤٢,٦	٢١,٧	٤٤٤٠,٤	٧١,٦	٤١٦,٢	٦,٧	٦١٩٩,٢	١٠٠
مايو ١٩٩٥	١٣٥٧,٩	٢١,٦	٤٥٠٠,٥	٧١,٧	٤١٨,٤	٦,٧	٦٢٧٦,٨	١٠٠
يونيو ١٩٩٥	١٣٧٩,٥	٢١,٦	٤٥٧٣,٧	٧١,٨	٤٢٠,٦	٦,٦	٦٣٧٣,٨	١٠٠
أبريل ١٩٩٦	١٦٤٨,٧	٢١,٩	٥٤٣٨,٨	٧٢,٢	٤٤٤,٣	٥,٩	٧٥٣١,٨	١٠٠
مايو ١٩٩٦	١٦٦٨,٥	٢١,٩	٥٥١٥,٠	٧٢,٢	٤٤٦,٧	٥,٩	٧٦٣٠,٢	١٠٠
يونيو ١٩٩٦	١٦٩٠,٧	٢١,٩	٥٥٩٦,٤	٧٢,٣	٤٤٩,١	٥,٨	٧٧٣٦,٢	١٠٠

المصدر: البنك الأهلي المصري.

جدول رقم (٨)
٣/١ ج الأوراق المالية والاستثمارات

(مليون جنيه)

في آخر	صكوك حكومية وصكوك مضبونة من الحكومة (١)	صكوك أخرى				صندوق الاستثمار (٣)	الاجمالي ٣+٢+١
		أوراق ذات غلة ثابتة	أسهم مدرجة في بورصة الأوراق المالية	أسهم غير مدرجة في بورصة الأوراق المالية	مجموع (٢)		
١٩٨٤	٩٥٣,٩	*	١٠٦,٤	٤٠١,٦	٥٠٨,٠	*	١٤٦١,٩
١٩٨٥	١٧٥٣,٠	*	٢١٢,٧	٣٨٨,٠	٦٠٠,٧	*	٢٣٥٣,٧
١٩٨٦	٣٥٥١,٠	١,١	٢٢١,٩	٤١٥,٢	٦٣٨,٢	*	٤١٨٩,٢
١٩٨٧	٤٨٩٥,١	٠,٥	٢٩٢,٨	٤٨٢,٩	٧٧٦,٢	*	٥٦٧١,٣
١٩٨٨	٦٦٨٣,٥	٠,٠٤	٣٥٨,٨	١٠٥٣,٨	١٤٦٨,١	*	٨١٥١,٦
١٩٨٩	٦٧٥٥,٤	٠,٠٤	٥٢٩,٢	١٢٢١,٠	١٧٩٩,٤	*	٨٥٥٤,٨
١٩٩٠	٦١٩٢,٨	٠,٠٣٣	٦٣٤,١	١٤٣٩,٩	٢٠٧٤,٠	*	٨٢٦٦,٨
١٩٩١	١١٠٧٧,٨	٠,٠٣١	٧٣٤,٤	١٥٣١,٦	٢٢٦٦,٠	*	١٣٣٤٣,٨
١٩٩٢	١٩٤٨٤,١	٠,٠٢٩	٩٨٢,١	٢٠٤٤,٠	٢٠٢٦,٩	*	٢٢٥١١,٠
١٩٩٣	١٦٠٠٦,٦	٠,٠٢٥	١٤٩٤,٨	٢٣٨٨,٥	٣٨٨٣,٣	*	١٩٨٨١,٩
١٩٩٤	٧٣٠٣,٨	١٧,٢	١٥٥٥,٦	٢٨٦٢,٥	٤٤٣٥,٣	*	١١٧٣٩,١
١٩٩٥	٩٣٧٤,٦	٥٦,٩	٢١٤١,٩	٢٧٩٧,٤	٤٩٩٦,٢	١٦٠,٦	١٤٥٣١,٤
ابريل ١٩٩٥	٩٠٧٧,٨	١٧,٢	١٩٣١,١	٢٦٥٧,٣	٤٦٠٥,٦	٨٠,٥	٣٧٦٣,٩
مايو ١٩٩٥	٩٣٤٧,٨	٣٦,٧	١٩٦١,٠	٢٧٠٦,٢	٤٧٠٣,٩	٨٠,٦	١٤١٣٢,٣
يونيو ١٩٩٥	٩٣٤١,٧	٣٦,٧	٢٠٠٥,٧	٢٧٠٨,٢	٤٧٥٠,٦	٨٠,٩	١٤١٧٣,٢
ابريل ١٩٩٦	٩٣٨٢,٩	١٩٩,٣	٢٥١٥,٨	٢٧٩٠,١	٥٥٠٥,٢	١٨٢,١	١٥٠٧٠,٢
مايو ١٩٩٦	٩٣٨٣,٧	٢٢٣,٢	٢٥٥١,٨	٢٧١٩,٢	٥٤٩٣,٧	١٨٩,٥	١٥٠٦٦,٩
يونيو ١٩٩٦	٩٣٧١,٩	٢٠٣,٢	٢٤٧٢,٢	٢٨١٠,٠	٥٤٨٥,٤	٢٤٠,٢	١٥٠٩٧,٥

(*) لا يوجد أرقام

(*) تشمل استثمارات في أصول ثابتة

المصدر: البنك المركزي المصري - الرقابة على البنوك.

الهوامش

- (١) د. عبد الحميد عبد البر فى رسالته للدكتوراة بعنوان: سوق المال فى مصر ص ١٠٠.
- (٢) أ. د. محمد سويلم - إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية.
- (٣) الأستاذ/ عدلى سلامة أندراوس - بحث بعنوان: سوق المال فى مصر - معهد الدراسات المصرفية - البنك المركزى المصرى رقم (١٢) ٩٤ / ١٩٩٥.
- (٤) أذن الخزنة هى: أدوات دين، تمكن الحكومات فى حالة العجز المالى فى ميزانيتها من الاقتراض من باقى قطاعات الاقتصاد القومى، بما فيها المؤسسات المالية، بحيث يتم استخدام الأذن ذات الأجل القصير فى تمويل العجز الموسمى للموازنة العامة، فى حين تستخدم الإصدارات طويلة الأجل من هذه الأدوات فى تمويل العجز الكلى المتراكم، الذى ينشأ عادة من تمويل استثمارى للمشروعات، ويطلق على أدوات الدين التى لاتزيد آجالها عن سنة اسم أذن الخزنة، أما الأدوات التى تزيد آجالها عن السنة فتعرف باسم سندات الخزنة، راجع: المجلة الاقتصادية الصادرة عن البنك المركزى المصرى - مجلد ٣٥ - عدد ٣ - ٩٤ / ١٩٩٥ ص ٨١.
- (٥) نفس المرجع ص ٨٢.
- (٦) البنوك التجارية وفقاً لنص المادة ١٥ من القانون ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ فى شأن البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى هى: «البنوك التى تقوم بصفة معتادة بقبول ودائع، عند الطلب، أو لآجال محددة، وتزاول عمليات التمويل الداخلى والخارجى، وخدمته، بما يحقق أهداف خطة التنمية وسياسة الدولة ودعم الاقتصاد القومى، وتباشر عمليات تنمية الادخار، والاستثمار المالى فى الداخل والخارج، بما فى ذلك المساهمة فى إنشاء المشروعات وما يتطلبه من عمليات مصرفية، وتجارية ومالية وذلك وفقاً للأوضاع التى يقررها البنك المركزى».
- (٧) د. عطية عبد الحليم صقر، مقدمة فى النقود والبنوك والتجارة الخارجية - ١٩٩٥ ص ٢١٩.
- (٨) البنوك غير التجارية أو المتخصصة وفقاً لنص المادة ١٦ من القانون ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ المشار إليه هى: البنوك التى تقوم بالعمليات المصرفية، التى تخدم نوعاً محدداً من النشاط الاقتصادى، وفقاً للقرارات الصادرة بتأسيسها، والتى لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أوجه أنشطتها الأساسية.
- (٩) المجلة الاقتصادية الصادرة عن البنك المركزى المصرى، ص ٨٢، ٨٣ مرجع سابق.
- (١٠) الجريدة الرسمية العدد ٦ فى ٩ / ٢ / ١٩٩٥.
- (١١) الوقائع المصرية العدد ١٥٩ فى ١٧ / ٧ / ١٩٩٥.

- (١٢) المجلة الاقتصادية ص ٨٢ مرجع سابق.
- (١٣) د. عبد الحميد صديق عبد البر، ص ٩٢ مرجع سابق.
- (١٤) أ. د. محمد سويلم، ص ١٢٠ مرجع سابق.
- (١٥) المستشار / محمود محمد فهمي (رئيس الهيئة العامة لسوق المال السابق) في بحث له بعنوان تطور سوق الأوراق المالية في مصر - معهد التخطيط القومي - ١٣٣١ - أكتوبر ١٩٨٢.
- (١٦) النشرة الاقتصادية - البنك الأهلي المصري - العددان الأول والثاني - المجلد الخامس والأربعون - ١٩٩٢ ص ١٨.
- (١٧) المادة ٢٧ من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (١٨) الوقائع المصرية - العدد ٩١ في ١٩/٤/١٩٩٥.
- (١٩) المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (٢٠) المادة ١/١٧ من قانون سوق رأس المال.
- (٢١) المادة الأولى من القانون ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ في شأن البنك المركزي المصري والجهاز المصرفي.
- (٢٢) المادة ٥ من قرار رئيس الجمهورية رقم ٥٩ لسنة ١٩٩٣ بإصدار النظام الأساسي للبنك المركزي المصري.
- (٢٣) المادة ٦ من نفس القرار.
- (٢٤) المادة ٧ من نفس القرار.
- (٢٥) المادة ٨ من نفس القرار.
- (٢٦) المادة ١٥ من نفس القرار.
- (٢٧) المادة ٤١ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ آنف البيان، والمادة ١/١٧٢ من لائحته التنفيذية.
- (٢٨) المادة ٤٥ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المشار إليه.
- (٢٩) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري ص ٢١ مرجع سابق.
- (٣٠) الجريدة الرسمية - العدد ١٥ (تابع) في ١٠/٤/١٩٨٦.
- (٣١) أنشئ بنك الاستثمار القومي بالقانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٨٠ لتمويل جميع المشروعات المدرجة بالخطة العامة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وقد صرح للبنك بإصدار السندات المشار إليها لأغراض منها: تنمية موارده - تغادي الفائدة المرتفعة على القروض الخارجية - إتاحة الفرصة للمصريين الحائزين للعملات الأجنبية في الاكتتاب في هذه السندات.

- (٣٢) المادة ٣٩ فقرة (د) من قانون البنوك والائتمان ١٦٣ لسنة ١٩٥٧.
- (٣٣) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري ص ٢٩ مرجع سابق.
- (٣٤) نشر هذا القانون بالجريدة الرسمية العدد ٤٠ في أول أكتوبر ١٩٨١ وعمل به بعد ستة أشهر من تاريخ نشره.
- (٣٥) نشر بالجريدة الرسمية العدد ٢٣ تابع (ب) في ١٩٨٨/٦/٩ وعمل به من اليوم التالي لنشره، وصدرت لائحته التنفيذية بقرار وزير الاقتصاد رقم ٣٤٤ لسنة ١٩٨٨ ونشرت بالوقائع المصرية العدد ١٧٦ تابع في ١٩٨٨/٨/٨.
- (٣٦) نشر هذا القانون بالجريدة الرسمية العدد ٢٩ تابع (أ) في ١٩٨٩/٧/٢٠ وعمل به من اليوم التالي لنشره، وصدرت لائحته التنفيذية بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٣١ لسنة ١٩٨٩ ونشرت بالوقائع المصرية العدد ٢٧٨ تابع في ١٩٨٩/١٢/٦.
- (٣٧) نشر هذا القانون بالجريدة الرسمية العدد ٢٤ مكرر في ١٩٩١/٦/١٩ وعمل به بعد ثلاثين يوماً من تاريخ نشره، وصدرت لائحته التنفيذية بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١، ونشرت بالجريدة الرسمية العدد ٤٤ تابع في ١٩٩١/١٠/٣١.
- (٣٨) نشر هذا القانون في الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر في ١٩٩٢/٦/٢٢ وعمل به من اليوم التالي لنشره، وصدرت لائحته التنفيذية بقرار وزير الاقتصاد رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ونشرت بالوقائع المصرية العدد ٨١ تابع في ١٩٩٣/٤/٨.
- (٣٩) يتضمن نشاط رأس المال المخاطر، تمويل نشاط الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو دعمها، أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية، أو المشاركة في المشروعات والمنشآت وتنميتها، بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر. أو تعاني قصوراً في التمويل، وما يستتبعه من طول دورة الاستثمار. المادة ١٢٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
- (٤٠) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري ص ٢٦ مرجع سابق.
- (٤١) راجع المواد من ٦ - ٩ من قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩.
- (٤٢) المادة ٤٢ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (٤٣) راجع في هذه الأهداف المادة ٤٣ من نفس القانون.
- (٤٤) المادة ١/٢ من نفس القانون.
- (٤٥) المادة ١/٤ من نفس القانون.
- (٤٦) المادة ٦ من نفس القانون.

- (٤٧) المادة ٧ من نفس القانون.
- (٤٨) المادة ١٠ من نفس القانون.
- (٤٩) المادة ٤/٢١ من نفس القانون.
- (٥٠) المادة ٢٢ من نفس القانون.
- (٥١) المادة ١٨ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة.
- (٥٢) المواد: ٢/٢٣ ، ٢/٤٩ ، ٥٠ (ج) من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١.
- (٥٣) الجريدة الرسمية العدد ٣٩ بتاريخ ١٩٧١/٩/٣.
- (٥٤) الجريدة الرسمية العدد ٢٦ فى ١٩٧٤/٦/٢٧.
- (٥٥) د. عطية عبد الحليم صقر، شرح قانون ضريبة الدخل الموحدة، ١٩٩٦، ص ٤٥ - ٤٨.
- (٥٦) الأستاذ/ عدلى سلامة اندراوس، سوق المال فى مصر، من مطبوعات معهد الدراسات المصرفية البنك المركزى، ص ٢١ - ١٩٩٥/٩٤.
- (٥٧) روس ليفين، أسواق الأوراق المالية مجلة التمويل والتنمية الصادرة عن البنك الدولى مارس ١٩٩٦، ص ٧.
- (٥٨) راجع: أصلى ديمرجوق - كونت، فوجيسلاف ماكسيموفتش، فى بحث لهما بعنوان: تطوير أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات - منشور بمجلة التمويل والتنمية عدد يونية ١٩٩٦، ص ٤٦.
- (٥٩) مايكل بابا يرانو، لورنس ك ديوك - تدويل أسواق الأوراق المالية الناشئة - مجلة التمويل والتنمية - سبتمبر ١٩٩٣.

قائمة بأهم مراجع البحث

- د. إبراهيم مختار: بنوك الاستثمار - الانجلو المصرية ١٩٨٢.
- اسواق رأس المال فى الدول العربية واقعها ومجالات تطويرها:
أعمال مؤتمر عقد فى أبو ظبى ٤ - ٦ فبراير
١٩٨٤ - من مطبوعات صندوق النقد العربى.
- د. عمر سالم: دعم وتطوير سوق المال فى مصر، معهد الدراسات
المصرفية، البنك المركزى المصرى.
- أ. السيد عبد المعطى الطيبي: تطوير الأسواق المالية المصرية، المؤتمر
الأول للاقتصاديين المصريين، القاهرة ١٩٧٦.
- أ. سيد عيسى: تطوير سوق التمويل فى مصر، المؤتمر الثالث عشر
للاقتصاديين المصريين.
- د. عبد الحميد صديق عبد البر: فى رسالته للدكتوراة بعنوان: سوق
المال فى مصر.
- د. محمد سويلم: إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية.
- أ. عدلى سلامة أندراوس: سوق المال فى مصر، معهد الدراسات
المصرفية ١٩٩٥/٩٤.
- د. عطية عبد الحليم صقر: مقدمة فى النقود والبنوك والتجارة
الخارجية ١٩٩٥.
- شرح قانون ضريبة الدخل الموحدة، ١٩٩٦.
- المجلة الاقتصادية: من اصدارات البنك المركزى المصرى - أعداد
مختلفة.

- التقرير السنوي: الصادر عن البنك المركزى المصرى، سنوات مختلفة.
- المستشار. محمود محمد فهمى: تطور سوق الأوراق المالية فى مصر، معهد التخطيط القومى.
- النشرة الاقتصادية: الصادرة عن البنك الاهلى المصرى - أعداد مختلفة.
- مجلة التمويل والتنمية: الصادرة عن صندوق النقد الدولى - أعداد مختلفة.
- د. حياة شحاتة سليمان: دور البنوك فى الاصلاح الاقتصادى، معهد الدراسات المصرفية.
- د. جمال الدين الشيشتى: دور الأسواق المالية فى تمويل التنمية، معهد التخطيط القومى .
- د. حكمت شريف النشاشيبي: مصادر واستعمالات التمويل فى الأسواق المالية العربية، معهد التخطيط.
- د. صلاح زين الدين: سوق الأوراق المالية، المؤتمر الثانى عشر للاقتصاديين المصريين.
- د. عبد الباسط وفا محمد حسن: بورصة الأوراق المالية، رسالة دكتوراة، دار النهضة العربية ١٩٩٦.
- أ. د. فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، ١٩٩٦.

رقم الإبداع بدار الكتب

٩٨/٧٨٩١

ترقيم دولي I.S.B.N

977 / 04 / 2343 / 2

الإيمان للطباعة

تليفون : ٤٢٦٣٩٦٠