

محددات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية المصرية

أميرة حسب الله محمد *

مقدمة :

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق فى العالم، وقد اتسمت هذه السوق بالحيوية حتى هبت رياح التحول إلى النظام الاشتراكى فانخفض نشاطها إلى حد كبير، غير أنه مع مطلع التسعينيات بدأت هذه السوق تستعيد حيويتها وذلك مع التحول إلى اقتصاديات السوق ونجاح السياسات الاقتصادية المحلية فى توفير مناخ مناسب للاستثمار يعمل على جذب تدفقات محفظة الأوراق المالية إلى مصر، ثم مع صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ والذي عمل على تنظيم السوق وتطويرها وتحجيرها من القيود التى تعوق حركة الاستثمارات، فتم إدخال مؤسسات مالية جديدة للعمل فى مجال الأوراق المالية، كما تم تحسين متطلبات الإفصاح عن المعلومات وتسهيل تسوية المعاملات إلى غير ذلك من عوامل جذب الاستثمار فى سوق الأوراق المالية .

وقد نجم عن ذلك آثار إيجابية كبيرة على سوق الأوراق المالية، وظهر ذلك جلياً فى نمو رأس المال السوقى نمواً كبيراً، وزيادة عدد الشركات المقيمة فى البورصة، وزيادة حجم التداول وقيمته إلى غير ذلك من المؤشرات الدالة على نمو حجم السوق وتطويرها .

وقد ساعد نمو سوق الأوراق المالية المصرية وتطويرها على جذب المستثمرين المحليين والمستثمرين الأجانب للاستثمار فى السوق .

وعلى الرغم من هذا التطور الملحوظ فى سوق الأوراق المالية إلا أن هناك بعض المعوقات التى

* د. أميرة حسب الله- باحث أول بوزارة الخارجية- القاهرة - جمهورية مصر العربية.

قد تتسبب في تراجع المستثمر - لاسيما الأجنبي- عن الاستثمار فيه، الأمر الذي يتطلب ضرورة وضع سياسات لمواجهة هذه المعوقات لاسيما وأن الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية سريع التأثر بالتغيرات الاقتصادية والسياسية بصفة عامة ، وبالتغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية بصفة خاصة .

إن المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية يهتم بتحليل المتغيرات الاقتصادية التي من شأنها التأثير على أداء سوق رأس المال، ومن أهم هذه المتغيرات :
 سعر الصرف ، سعر الفائدة . فاستقرار سعر الصرف يمكن المستثمر المالي لا سيما المستثمر الأجنبي من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة ومريحة مما يشجع على الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات أما تقلب سعر الصرف في الدولة المستثمر فيها فيؤدى إلى تقليل العوائد المتوقعة على الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية وزيادة المخاطر التي تتعرض لها من ناحية أخرى فعلى سبيل المثال أدى تدهور أسعار عملات دول جنوب شرق آسيا منذ منتصف عام ٩٧ وما تبعه من تدهور كبير في أسعار الأسهم المدرجة في بورصاتها إلى فقدان الثقة في الأداء الاقتصادي ، مما أسفر عن المزيد من التدهور للعملات المحلية وأسعار الأسهم وبالتالي انخفاض صافي تدفقات الاستثمارات في محافظ الأوراق المالية لهذه الدول ، بل وانخفاض هذه التدفقات إلى الأسواق الناشئة بصفة عامة ومنها مصر .

هذا وقد عمدت سياسة الإصلاح الاقتصادي في مصر الى تحرير سعر الصرف والوصول إلى سعر حقيقى حيث تم الغاء تعدد سعر الصرف في فبراير وأصبح نظام الصرف يتكون من السوق الأولية والسوق الحرة للصرف الأجنبي وفى نوفمبر ٩١ تم توحيد سعر الصرف على أن يتم تحديده سوقياً مع تحرير محركات رؤوس الأموال . وقد كان لهذه السياسة تأثيرها الفعال على تدفق الاستثمارات للبورصة المصرية . غير أن انخفاض قيمة العملة المحلية حيث بلغ سعر صرف الدولار ٣٨٦ قرشا في نهاية عام ٢٠٠٠ ثم ٤١٦ قرشا عام ٢٠٠١ بعدما كان يدور حول ٣٣٠ قرشا في بداية الإصلاح الاقتصادي الذى اثر سلبيا على تدفق هذه الاستثمارات .

وبالنسبة لسعر الفائدة فإن ارتفاع سعر الفائدة مثلاً يؤدي إلى انخفاض الاستثمار وزيادة تكلفة تمويله وهو ما يدفع المستثمرين إلى بيع ما فى حوزتهم من أوراق مالية فى سوق الأوراق المالية واستثمار حصيلتها فى الأدوات المالية ذات الدخل الثابت مثل الودائع المصرفية وأذون الخزانة

وبالتالى تنخفض القيمة السوقية للورقة المالية والعكس صحيح فى حالة انخفاض سعر الفائدة .
ونتناول فى هذا البحث المحددات الرئيسية لتدفقات محفظة الأوراق المالية إلى مصر وسنكتفى
بالعوامل الخاصة بسوق الأوراق المالية المصرية والتي من شأنها التأثير على هذه التدفقات ثم نوضح
دور هذه العوامل في جذب الاستثمار غير المباشر إلى مصر وذلك فى النقاط التالية :

١/١ نبذة تاريخية عن تطور سوق الأوراق المالية فى مصر .

٢/١ تنظيم السوق .

٣/١ الإفصاح وتوافر المعلومات .

٤/١ الأوراق المالية المتداولة فى سوق رأس المال .

٥/١ الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية .

٦/١ التخصصية ودورها فى تنشيط سوق رأس المال .

٧/١ الحوافز الضريبية .

٨/١ تطور سوق الإصدار فى مصر .

٩/١ تطور سوق التداول فى مصر .

١٠/١ مؤشر حركة الأسعار فى سوق التداول .

١١/١ بعض المؤشرات لقياس نمو السوق وتطورها .

١٢/١ أثر حوافز الاستثمار على تدفقات محفظة الأوراق المالية فى مصر .

١/١ نبذة تاريخية عن تطور سوق الأوراق المالية فى مصر :

تعتبر البورصات المصرية من أقدم البورصات فى العالم ، فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام ١٨٨٨ ، وبلغ عدد الشركات المساهمة المسجلة بها فى عام ١٩٠٠ نحو ٢٣٠ شركة^(١) ، وفى عام ١٩٠٣ تم إنشاء بورصة القاهرة ، وكانت سوق الأوراق المالية المصرية على درجة كبيرة من النشاط ، إذ احتلت المركز الخامس على مستوى العالم فى فترة الأربعينيات^(٢) ، إلا أن تطبيق سياسات التخطيط المركزى وانتشار حركات التأميم والمصادرة فى منتصف الخمسينيات أدى إلى انخفاض أداء السوق سريعاً وركود البورصة ، فانخفض حجم التداول من ٦٦,٧ مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ٢,٨ مليون جنيه عام ١٩٦٥ ، كما أخذ عدد الشركات المقيدة فى البورصة فى التناقص حتى بلغ ٥١ شركة عام ١٩٧٤.^(٣)

وبانتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادى فى السبعينيات صدرت مجموعة من القوانين والقرارات

التي تستهدف تنمية سوق الأوراق المالية في مصر منها : قانون تعديل اللاتحة العامة للبورصات رقم ١٢١ لسنة ٨١ وقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ٨١ ، كما تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال عام ١٩٧٩ لإيجاد مناخ مناسب للدخار والاستثمار اللازم لعملية التنمية الاقتصادية^(٤) ، إلا أن هذه القوانين لم تؤت ثمارها في تنشيط السوق .

وفى بداية التسعينيات ومع تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي بدأ الاهتمام بإعادة إحياء السوق ، فصدر القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بهدف تحسين هيكل السوق ، وتنظيم قواعد العمل فيه، وقد تزامن ذلك مع قيام الحكومة بطرح إصدارات المخصصة في البورصة لزيادة التعامل في السوق وتنشيطها .

لقد قامت فلسفة قانون سوق رأس المال على عدة محاور أساسية تمثلت في:^(٥)

- إزالة كافة القيود على ملكية الأجانب للأوراق المالية .
 - إلغاء الضرائب على الأرباح الرأسمالية وعلى توزيعات الأرباح .
 - توفير نظام يضمن فض المنازعات فى أسرع وقت ممكن .
 - اهتمام القانون بإنشاء شركات خدمات مالية متخصصة فى مجال الأوراق المالية .
 - تعظيم دور الهيئة العامة لسوق المال لتنظيم السوق بهدف زيادة ثقة المستثمر .
 - تحسين القواعد الخاصة بكل من الإفصاح والمراجعة والمحاسبة بما يتفق مع المعايير الدولية .
- وقد انعكس ذلك إيجابياً على أداء السوق وعلى تدفق رؤوس الأموال للاستثمار فى محفظة الأوراق المالية المصرية .

٢/١ تنظيم السوق :

وضع قانون سوق رأس المال الإطار التشريعى والتنظيمى لعمل السوق من خلال : إقرار الهيئة العامة لسوق المال كجهة رقابية وسوق موحدة تتكون من بورصتى القاهرة والإسكندرية ونظام للتداول الآلى ونظام للتسوية والمقاصة والحفظ المركزى ونظام قانونى لتسوية المنازعات .

١/٢/١ الهيئة العامة لسوق المال :

أقر القانون الهيئة العامة لسوق المال كجهة رقابية تعمل على تنظيم أداء السوق ومراقبته ، وتوفير الحماية القوية لحقوق المستثمرين ومتطلبات الإفصاح المالى^(٦) وتتضمن سلطات الهيئة وضع التنظيمات الخاصة بعمل السوق وهى فى هذا تسمح بفتح باب المنافسة فى تسعير الخدمات السوقية،

تقديم أنواع جديدة من الخدمات الاستثمارية والإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن السوق ونشرها والتحقق من سلامتها ووضوحها^(٧) ومراقبة السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو المضاربات الوهمية واتخاذ ما يلزم من إجراءات المتابعة تنفيذ أحكام القانون^(٨) وبذلك تلعب الهيئة دوراً أساسياً في حماية المستثمر وزيادة ثقته في السوق.

٢/٢/٨ البورصة :

وهي السوق المنظمة التي تتداول فيها الأوراق المالية حيث يتم قيد الأوراق المالية وتداولها في مصر في نوعين من الجداول :

النوع الأول : الجداول الرسمية :

يقيد بها كل من أسهم شركات الاكتتاب العام والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في اكتتاب عام ، ووثائق الاستثمار المطروحة من قبل شركات صناديق الاستثمار وبشرط ألا يقل ما يطرح من هذه الأسهم والسندات ووثائق الاستثمار للاكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة أو سنداتها أو من مجموع ووثائق الاستثمار المرخص للشركة باستثمارها ، وألا يقل عدد المكتتبين عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين، كما يقيد بهذه الجداول أيضاً الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في اكتتاب عام والأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام ولا يشترط طرحها في اكتتاب عام أو توافر عدد معين من المكتتبين .^(٩)

ويشترط للقيد في الجداول الرسمية أن تكون قيمة الورقة المالية مدفوعة بالكامل وألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة مصدرة الأوراق المالية ، ويشترط كذلك التزام الشركة بقواعد الإفصاح وأحكامه .

النوع الثاني: الجداول غير الرسمية :

الجدول غير الرسمي (١) : ويقيد به الأوراق المالية للشركات المساهمة المغلقة أو لشركات الطرح العام التي لم يتوافر فيها شرط أو أكثر من شروط القيد في الجداول الرسمية . ويقيد في هذا الجدول أيضاً الأوراق المالية الأجنبية المقيدة في إحدى البورصات الأجنبية .

الجدول غير الرسمي (٢) : ويقيد به الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التي لا يتوافر فيها

شروط القيد بالجداول الرسمية أو الجدول رقم (١) من الجداول غير الرسمية .

ومما تجدر الإشارة إليه أن المعايير التي تحكم نظام القيد بالبورصة المصرية يشوبها بعض من نقاط الضعف وذلك من حيث :

لا يضع نظام القيد أية اشتراطات تتعلق بحجم الشركة وبريحتها قبل أن يتم قيدها بالبورصة مما يعنى أنه قد يتم قيد بعض الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة المالية ، وقد يؤثر ذلك سلبياً على ثقة المستثمر.

يسمح القانون بقيد الشركات المغلقة في البورصة وقد يؤثر ذلك على سيولة سوق الأوراق المالية . أن وجود معايير موضوعية للقيد تتعلق بمستوى أداء الشركة طالبة القيد من شأنه زيادة كفاءة السوق وسيولتها.

هذا وقد تم مراعاة ذلك في قواعد القيد الجديدة .

٣/٢/١ نظام التداول :

لقد تم ربط بورصتى القاهرة والإسكندرية آلياً وتم توصيل السماسرة بتلك الشبكة حيث يتم التوفيق بين الطلبات والعروض آلياً عن طريق شبكة التداول ، كما تم إنشاء قاعات تداول للبورصة في محافظات الجمهورية وربطها بشبكة التداول المركزية لتسهيل تعامل الجمهور في الأوراق المالية بالإضافة إلى ربط البورصة المصرية بكبرى شبكات الاتصال في العالم^(١٠) ، لقد سهل نظام التداول الآلى من إتمام العمليات وبالتالي زاد من عدد العمليات التي يتم تنفيذها في الجلسة الواحدة^(١١) وفى يونيو ١٩٩٩ تم ربط نظام التداول الآلى الموحد وكافة الأنشطة المتعلقة بإمساك السجلات بنظام الإيداع المركزى، ويسمح هذا النظام بالتيقن من صحة تداول الأسهم التي تكون فى صورة قيود دفترية كما أنه يسهل من عملية التسوية^(١٢) ، هذا وقد تم إدخال نظام جديد للتداول بالاستعانة بخبرة شركة EFA الكندية ويدير هذا النظام آلياً بالكامل ويتضمن نظام التداول والمقاصة والتسوية والحفظ المركزى والرقابة على السوق ومن خلال هذا النظام يمكن تنفيذ ١٠٠ ألف عملية تداول يومياً، إذ إنه يتوافق مع البرامج العالمية الأخرى.^(١٣)

٤/٢/١ نظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزى :

تم تأسيس شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى في أكتوبر ١٩٩٦ لتطبيق نظامى المقاصة والتسوية المالية والحفظ المركزى فى مصر بما يتفق مع الأنظمة العالمية ويهدف هذا النظام إلى

الحيازة المركزية للأوراق المالية المتداولة فى سوق المال وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفتريّة تسهيل وتبسيط والإسراع من تداولها فيما بين مختلف المساهمين بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التى يجرى تداولها فى البورصة وتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع. (١٤)

هذا وتتم عملية التسوية المالية للأوراق المالية التى يتم التداول عليها خلال أربعة أيام بعد يوم التداول وتعتبر هذه الفترة طويلة نسبياً مقارنة بأسواق صاعدة أخرى ، حيث تستغرق فترة التسوية على سبيل المثال ثلاثة أيام بعد يوم التداول فى كل من لبنان والأردن وشيلى والأرجنتين، ويوماً واحداً فى السعودية والبرازيل ، ويومين فى كوريا ، وتتم فى يوم التداول نفسه فى الكويت (١٥) .

ومن أجل تطوير عملية تنفيذ العمليات التى تم تداولها وتسويتها بما يحقق سرعة تسوية المدفوعات بين الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية فقد تم إصدار قانون الإيداع والقيود المركزى رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ والذى ينظم الأنشطة التالية: (١٦)

الإيداع المركزى : ومن بين الأنشطة التى يتناولها حفظ الأوراق المالية لدى الشركة أو لدى إحدى الجهات المرخص لها بذلك مثل أمناء الحفظ وبنوك الإيداع ، قيد حقوق الرهن على الأوراق المالية .

القيود المركزى : ويتناول أنشطة إمساك السجلات بأسماء ملاك الأسهم ، توزيع المستحقات الناتجة عن الأوراق المالية التى يتم حفظها لدى الشركة ، نشر التقارير والمعلومات التى تفصح عنها الجهات التى تصدر الأوراق المالية، تقديم الخدمات المتصلة بإصدار الأوراق المالية ، إجراء ما يلزم لاستبدال الأوراق المالية عند إعادة هيكلة الجهة المصدرة .

إن هذا التطور فى نظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزى يعد مؤشراً طيباً للمستثمر الأجنبى حيث إنه يؤدى إلى مزيد من الكفاءة والسيولة والشفافية للسوق ويساعد على حماية المستثمر من المخاطر الناجمة عن سرقة الأوراق المالية أو تزويرها أو تلفها أو فقدانها، بالإضافة إلى أنه يضمن سلامة عمليات تداول الأوراق المالية فضلاً عن سهولة إتمامها وسرعته .

٥/٢/١ حماية المستثمر :

لقد تم إدخال أدوات جديدة لحماية المستثمر فى الأوراق المالية من المخاطر التى قد يتعرض لها ومن أهم هذه الأدوات صندوق ضمان التسويات ، إصدار وثيقة تأمين للشركات العاملة فى مجال

الأوراق المالية، تنظيم عملية تسوية المنازعات :

صندوق ضمان التسويات : مارس هذا الصندوق نشاطه اعتباراً من بداية عام ٢٠٠٠ بهدف حماية المستثمرين المحليين والأجانب من مخاطر التسوية المحتملة عن طريق إتمام التسويات فى المواعيد المحددة وزيادة ثقة المستثمرين فى مدى التزام السوق بالمعايير الدولية وتلبية رغباتهم فى الدخول والخروج من السوق بأمان . لقد أوجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال الصادر بشأن صندوق ضمان تسوية المعاملات المالية على كل شركة سمسرة أن تؤدى تأميناً محدد قيمته بمتوسط نشاطها كطرف مشتر خلال الأشهر الثلاثة السابقة لبدء نشاط الصندوق أو طلب الاشتراك فيه حسب الأحوال وذلك بالنسبة لإجمالى النشاط اليومي لجميع شركات السمسرة كطرف مشترك خلال تلك الفترة ويكون ذلك كله منسوباً لمبلغ التأمين الإجمالى الذى يتعين إيداعه فى حساب صندوق ضمان التسوية الذى ينشأ بشركة مصر للمقاصة والتسوية

وتستخدم أموال الصندوق فى تسوية الحقوق والالتزامات الناتجة عن بيع الأوراق المالية المقيدة فى البورصة وشرائها عند تخلف شركة السمسرة عن سداد الثمن أو تسليم الأوراق المالية فى المواعيد المقررة^(١٧) . هذا وقد نجح الصندوق فى تحقيق الغرض من إنشائه حيث انخفض إجمالى عدد العمليات التى تأخرت تسويتها بنسبة ٦٦,٨٪ عام ٢٠٠٠ مقارنة بعام ١٩٩٩ وانخفضت قيمة ذات العمليات بنسبة ٦٨,٦٪ ، كما أن إجمالى عدد العمليات التى تأخرت تسويتها عام ٢٠٠٠ يعادل ٧,٢٩٪ فقط من إجمالى عدد العمليات.^(١٨)

وثيقة التأمين ضد المخاطر المهنية لشركات الوساطة المالية : تم إصدار هذه الوثيقة والتطبيق الفعلى لها منذ منتصف عام ٢٠٠٠ وتهدف هذه الوثيقة إلى تأمين المستثمر ضد الأخطار المهنية بما يفى بأغراض زيادة الملاءمة المالية للشركة المؤمن عليها، وتلتزم شركات الوساطة المالية بالاشتراك فى هذه الوثيقة الجماعية على أن تحدد كل شركة مستوى التغطية التأمينية المناسبة لها وفقاً لحجم العمليات وأهم المخاطر المهنية التى تغطيها هذه الوثيقة : السهو والخطأ والإهمال والإخلال بالواجبات الوظيفية، خيانة أمانة الوظيفة ، التشهير، الإخلال بالسرية وحقوق الملكية، مخالفة اللوائح والأوامر المعمول بها داخل السوق.

٦/٢/١ نظام تسوية المنازعات :

استحدث القانون نظام التحكيم الإجبارى لتسوية المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكامه فيما

بين المتعاملين فى مجال الأوراق المالية وذلك للإسراع فى حل تلك المنازعات حيث يتعين على هيئة التحكيم أن تصدر حكمها فى النزاع فى مدة لا تتجاوز شهراً ، كما نظم القانون التظلم من القرارات الإدارية التى تصدر من وزير الاقتصاد أو الهيئة العامة لسوق المال طبقاً لأحكام القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له حيث تشكل لجنة للتظلمات بقرار من الوزير للنظر فى هذه التظلمات ويكون ميعاد التظلم من القرار ثلاثين يوماً ١٣ من تاريخ الإخطار أو العلم به^(١٩).

٣/١ الإفصاح وتوافر المعلومات :

أعطى القانون أهمية كبرى للإفصاح عن المعلومات باعتباره حجر الزاوية فى تحقيق شفافية السوق وذلك على الوجه التالى :

اشترط القانون ضرورة وجود نشرة اكتتاب تعتمدها الهيئة العامة لسوق المال حتى تتمكن الشركة من طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام .

إلزام الشركات التى طرحت أوراقها المالية للاكتتاب العام أن تقدم تقارير نصف سنوية للهيئة العامة لسوق المال عن نشاطها ونتائج أعمالها وكذلك البيانات التى تفصح عن المركز المالى الصحيح لها ، مع إلزام الشركات المقيدة بنشر القوائم المالية فى نهاية كل ربع سنة وشطب قيد الأسهم للشركات غير الملتزمة بذلك بعد مضى ثلاثة أشهر من إخطارها .

يجب على كل شركة مصدرة تواجه أحداثاً جوهرية تؤثر فى نشاطها أو فى مركزها المالى وبالتالي تهم المستثمرين وتؤثر على تداول أسهمها بالبورصة أن تفصح عن ذلك فوراً بإخطار البورصة والهيئة العامة لسوق المال .

إلزام الشركات المقيدة بالبورصة بتوفير المعلومات وإعداد القوائم المالية طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية التى بدأ تطبيقها حالياً فى السوق المصرية والتى تتبع معايير المحاسبة والمراجعة الدولية.^(٢٠)

قيام الهيئة العامة لسوق المال بإصدار عدة تقارير ونشرات دورية تبين حركة الأسعار وتطورات سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى تقديم كافة البيانات المتعلقة بالشركات لمن يرغب الاطلاع عليها وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ والقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحتهما التنفيذية^(٢١) .

نشر المعلومات عن حركة التداول يومياً عن طريق نشرة أسعار يومية تعدها البورصة ، كما تلتزم البورصة بإعداد نشرة شهرية تتضمن بياناً بالأوراق المالية التى تم قيدها خلال الشهر وإجمالى حجم التداول الشهرى للأوراق المالية المقيدة موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة... الخ هذا

بالإضافة إلى تقديم تقرير سنوى يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية مقارنةً بالعام السابق مع إبراز أهم الظواهر التى حدثت خلال العام ومدى تأثيرها على السوق .

إن توفير بيانات الإفصاح يعمل على بث الثقة لدى المستثمرين ومن ثم يشجع على الاستثمار فى سوق الأوراق المالية المصرية .

٤/١ الأوراق المالية المتداولة فى سوق رأس المال :

تضم تشكيلة الأوراق المالية المتاحة فى السوق المصرية :

الأسهم : وهى الأسهم التى تصدرها الشركات المنشأة فى ظل قوانين الاستثمار وآخرها القانون رقم ٨ لسنة ٩٧ ، وشركات القطاع الخاص التى تخضع للقانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ ، والشركات المقيدة فى البورصة والخاضعة لقانون قطاع الأعمال رقم ٢٠٣ لسنة ٩١ وشركات المساهمة العاملة فى مجال الأوراق المالية والتى استحدثها قانون سوق رأس المال^(٢٢) . وتسيطر الأسهم التى تتخذ شكل " أسهم عادية " على أغلب التعاملات فى السوق المصرية حيث ينقص السوق مجموعة من وسائل التمويل الحديثة مثل الأسهم الممتازة والأسهم المتخارجة . إذ بلغ عدد الشركات التى لديها أسهم ممتازة ١٣ شركة فقط مقابل ١٠٧٠ شركة لديها أسهم عادية^(٢٣) ، وذلك فى يونيو ٢٠٠١ .

السندات : وتمثل فى السندات التقليدية التى تصدرها الحكومة لسداد عجز موازاتها أو لتمويل مشروعات معينة ، وفى السندات التى تصدرها الشركات والبنوك .

وتشمل السندات الحكومية : سندات الإسكان وسندات التنمية الوطنية بالدولار الأمريكى، وسندات التنمية ذات العائد المتغير ، وهى أوراق مالية مقيدة بالبورصة وهناك مجموعة من الأوراق المالية الحكومية غير المقيدة بالبورصة وتشمل : صكوك وسندات على الخزانة العامة ، سندات التنمية الوطنية ذات العائد المتغير وسندات الطاقة البديلة وسندات لمعالجة العجز فى مركز العملات الأجنبية وصكوك على الخزانة العامة بقيمة العجز الاكتوارى فى صناديق التأمينات الاجتماعية ، هذا إلى جانب شهادات الاستثمار وأذون الخزانة.

أما سندات الشركات والبنوك : فلم يكن هناك سوى سند واحد لشركة واحدة هو سند البنك العقارى المصرى ، وبعد صدور قانون سوق رأس المال قامت بعض شركات المساهمة المصرية بإصدار مجموعة من السندات بشروط معينة وكانت البداية فى مايو ١٩٩٤ عندما قامت شركة هوكست الشرقية للأدوية بإصدار سند لمدة خمس سنوات بسعر فائدة متغير قدره ٥ ٪ أعلى من معدل أذون

الخزانة لمدة ١٨٢ يوماً وبلغت قيمة الإصدار ٣٠ مليون جنيه مصرى ، ثم توالى الإصدارات بعد ذلك منها بعائد ثابت تراوح ما بين ١٠٪ ، ١٢.٩٪ ، والآخر بعائد متغير مرتبط بأسعار فائدة أذون الخزانة أو سعر الخصم ، وكل سندات الشركات المتداولة فى السوق المصرية تحمل حق مطالبة الشركة للسندات التى أصدرتها قبل تاريخ الاستحقاق^(٢٤) . مما سبق يتضح أن السوق المصرية ينقصها التعامل فى الأوراق المالية الآجلة مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المستقبلات، ... الخ. مما يعنى ضعف الارتباط بين البورصة المصرية والبورصات العالمية وهو ما يجعلها بمنأى عن انتقال الأزمات المالية العالمية .

٥/١ الشركات التى تعمل فى مجال الأوراق المالية :

لتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر استحدثت قانون سوق رأس المال مجموعة من الأنشطة الخدمية فى مجال الأوراق المالية وكذلك نظم الشكل القانونى الذى لابد أن تتخذه الشركات التى ترغب فى القيام بأى من هذه الأنشطة .

وتتعدد أنواع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، كما أنها تزاوَل نشاطاً أو أكثر من الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية، وقد بلغ إجمالى عدد هذه الشركات ٢٨٩ شركة حتى ٢٠٠١/٧/٣١^(٢٥) موزعة على النحو التالى:

شركات السمسرة : وقد بلغ عددها ١٤٥ شركة ممثلة بذلك ما نسبته ٥٠.٢٪ من إجمالى عدد الشركات، ويتركز نشاط هذه الشركات بصفة أساسية فى القاهرة والإسكندرية بينما لا يوجد نشاط واضح لها فى باقى المحافظات، هذا وقد قامت الهيئة العامة لسوق المال بتعديل قواعد منح التراخيص لشركات السمسرة بما يعمل على تشجيع الشركات على الانتشار الجغرافى فى المحافظات، ومن الجدير بالذكر أنه قد تم إلغاء الترخيص لعدد ٨ شركات .

شركات تجمع أكثر من نشاط : وتشمل شركات ترويج وتغطية الاكتتاب ، الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقاً مالية وفى زيادة رؤوس أموالها، تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها، رأس المال المخاطر، وتلعب شركات ترويج الاكتتاب دوراً ملموساً فى تنشيط حجم التداول، وبلغ عددها ٩٥ شركة . وتسهم شركات تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها فى تكوين محفظة خاصة للمستثمر فى الأوراق المالية وإدارتها بما يتناسب مع ظروفه الشخصية . أما شركات رأس المال المخاطر وكذلك الشركات التى تمارس نشاط الاشتراك فى تأسيس الشركات فهى تعمل على إصلاح

الهيكل المالية والإدارية للشركات لتحويلها من شركات خاسرة أو ذات عائد ضئيل إلى شركات تحقق مستوى ربحية يؤهلها لجذب انتباه المستثمرين إذا ما قيدت في البورصة.

شركات إدارة صناديق الاستثمار : بدأ تأسيس هذه الشركات عام ١٩٩٤ وكان عددها ٤ شركات زاد إلى ١٤ شركة في منتصف عام ٢٠٠١ ، وتتولى بعض هذه الشركات إدارة أكثر من صندوق استثمار حيث بلغ عدد هذه الصناديق والتي حصلت على ترخيص من الهيئة حتى منتصف عام ٢٠٠١ عدد ٢٦ صندوقاً يعمل منها بالفعل في السوق ٢٢ صندوقاً.

هذا وقد بلغ عدد صناديق الاستثمار المفتوحة ٢٠ صندوقاً أنشأتها البنوك وشركات التأمين، أما الصناديق المغلقة فبلغت صندوقين فقط لشركات المساهمة يتم تداول أسهمها في البورصة ، وبلغ حجم رؤوس أموال تلك الصناديق مجتمعة ٣,٩ بليون جنيه في ٢٠٠١/٦/٣٠^(٢٦) تمثل ما نسبته ٣,٦٪ من إجمالي رأس المال السوقي للشركات المقيدة في البورصة والذي بلغ ١٠٩,٥ بليون جنيه وهي نسبة ضئيلة للغاية . ومن ثم يتطلب الأمر تشجيع إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار وكذا زيادة رؤوس أموالها بصفة عامة من أجل زيادة درجة كفاءة السوق، وبصفة خاصة تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المغلقة من خلال منحها بعض المزايا عن الصناديق المفتوحة حيث إن الأموال المستثمرة في الصناديق المغلقة أكثر استقراراً ولا يمكن سحبها من السوق بسرعة نظراً لأن وثائق تلك الصناديق لا يتم استردادها خلال فترة حياة الصندوق وإنما يتم تداولها في البورصة .

ومن أجل مواكبة التطور المستمر في السوق فقد تم إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية وهي نشاط تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية حيث يوجد عدد ٢ شركة تتولى تقييم وتصنيف القدرة الائتمانية للشركات المتداول أوراقها المالية في السوق ، نشاط إمسك السجلات والذي يعتبر أساساً لنظام الحفظ المركزي وبلغ عدد شركات هذا النشاط ٢ شركة ، نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية (عدد ١ شركة) ، نشاط نشر المعلومات عن الأوراق المالية (عدد ٢ شركة) .

هذا بالإضافة إلى نشاط شركة مصر للمقاصة ، وقد تم إضافة نشاط التعامل والوساطة في السندات حيث يوجد شركة واحدة تزاوّل هذا النشاط وبذلك تكون سوق الأوراق المالية المصرية قد استكملت إلى حد كبير مجموعة من المؤسسات المالية المتعارف عليها عالمياً، ولكن تبقى مؤسسة مالية غائبة عن السوق المصرية وهي الشركات صانعة السوق التي تعمل على ضبط آليات التعامل في البورصة عند اختلال التوازن بين العرض والطلب.

٦/١ المخصصة ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية في مصر :

صدر قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ٩١ لإعادة تنظيم مسار شركات قطاع الأعمال العام وإصلاحها تمهيداً لبدء برنامج المخصصة وتوسيع قاعدة الملكية ، فقد حدد القانون ٣١٤ شركة عامة أحقها بالشركات القابضة لتصبح شركات قطاع أعمال عام وبالتالي ترشيحها للمخصصة^(٢٧) وقد اتبعت الحكومة المصرية أساليب مختلفة في التحول إلى القطاع الخاص منها الطرح الخاص (البيع لمستثمر رئيسي) ، البيع لاتحاد العاملين ، عقود الإيجار أو الإدارة ، التصفية ، إلا أن الطريقة الأساسية للمخصصة تمثلت في الطرح العام لأسهم الشركات المملوكة للدولة والمقرر بيعها من خلال بورصة الأوراق المالية ، وقد أعطت هذه الطريقة دفعة قوية لتوسيع قاعدة الملكية وتنشيط سوق الأوراق المالية . وقد بدأ طرح أسهم الشركات العامة عام ٩٤ والتي اجتذبت العديد من المستثمرين المحليين والاجانب للاستثمار فيها . ومن الجدير بالإشارة أنه خلال الفترة من عام ٩٣-٩٧ قد تم تصنيف مصر من بين أمجح أربع دول صاعدة في تطبيق برنامج المخصصة^(٢٨) .

والجدول التالي يوضح عدد الشركات التي تم خصصتها عن طريق البورصة من خلال بيع أغلبية أسهمها أو بكاملها أو بيع ٤٠٪ من أسهمها ، أو بيع شرائح أقل من ٥٠٪ ، وكذلك عوائد حصيللة المخصصة خلال الفترة من عام ٩٤ وحتى منتصف عام ٢٠٠١ .

ومن الجدول رقم (١) يتبين أن إجمالي عدد الشركات التي تم خصصتها عن طريق البورصة قد بلغ ٥٤ شركة ، في حين أن إجمالي الشركات التي تم خصصتها بطرق المخصصة المختلفة الأخرى قد بلغ ١٨٠ شركة .

وبذلك تمثل هذه الشركات ما نسبته ٣٠٪ من إجمالي عدد الشركات التي تم خصصتها ، كما بلغت حصيللة بيع أسهم هذه الشركات ٧٤٠٧ مليون جنيه وهي تمثل بذلك ما نسبته ٤٦,٨٪ من إجمالي حصيللة بيع الشركات في إطار برنامج المخصصة ويتضح من الجدول أيضاً التباطؤ الشديد في برنامج المخصصة في السنوات الأخيرة ، حيث انخفض عدد الشركات التي تم خصصتها عن طريق البورصة من ٢٠ شركة عام ١٩٩٧ إلى ٩ شركات عام ٩٨ ، وتم بيع غالبية أسهم شركة واحدة فقط عام ٢٠٠١ وقد يرجع هذا التباطؤ إلى نقص السيولة وحالة الركود التي تعاني منها السوق المحلية ، وقد أثر ذلك سلبياً على أداء البورصة .

جدول رقم (١)

عدد وقيمة أسهم الشركات التي تم خصصتها عن طريق

البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٤٠ - ١/٦/٢٠٠١)

(القيمة بالمليون جنيه)

السنة	عدد الشركات	قيمة الاسهم التي طرحت
٩٤	١	٤
٩٥	٧	١٠٧٧
٩٦	٢٠	١٩٨٨
٩٧	١٦	٢٨٦٥
٩٨	٩	١٤١٨
٩٩	-	-
٢٠٠٠	١	٤٧
٢٠٠١	-	٨
إجمالي ما تم خصصته عن طريق البورصة	٥٤	٧٤٠٧
إجمالي برنامج الخصصة	١٨٠	١٥٨٠٠٧
نسبة ما تم خصصته عن طريق البورصة إلى إجمالي برنامج الخصصة٪	٪٣٠	٪٤٦,٨

المصدر : وزارة قطاع الأعمال العام ، مركز المعلومات - القاهرة - ٢٠٠١.

٧/١ حوافز ضريبية :

اشتملت الحوافز الضريبية على معاملة ضريبية مناسبة للأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام والمقيدة في البورصة ، وذلك اعتماداً على نسبة ما يطرح منها للاكتتاب العام^(٢٩) هذا بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية التالية والتي قررها القانون^(٣٠):

- إعفاء أرباح صناديق الاستثمار من الضريبة العامة على الدخل .
- إعفاء كل من الأسهم الاسمية والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى المماثلة - أيا كانت الجهة المصدرة لها - والتي تطرح في اكتتاب عام والمقيدة في الجداول الرسمية للبورصة من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية .
- إعفاء الأرباح الموزعة عن الأسهم من الضريبة العامة على الدخل وإعفاء عائد السندات من الضريبة على رؤوس الأموال المنقولة ومنها الضريبة على الدخل والغرض من هذه الإعفاءات هو تشجيع الشركات التي تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام وتنشيط التعامل في البورصة عن طريق الحد من تكوين الشركات المغلقة.^(٣١)

إن خفض معدل الضريبة أو الإعفاء منها يؤدي إلى زيادة الربح الصافي للمستثمر وارتفاع معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يشجع المستثمر على الاستثمار في هذه السوق .

٨/١ تطور سوق الإصدار في مصر :

يتضمن سوق الإصدار مجموعة مختلفة من الشركات ، فقد شهد سوق رأس المال تأسيس عدداً من الشركات المساهمة التي طرحت أسهمها لأول مرة بالسوق أو الشركات القائمة التي طرحت أسهماً جديدة لزيادة رؤوس أموالها ، كما شهد السوق أيضاً خصخصة عدد من شركات قطاع الأعمال العام في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي وتمت تغطية المطلوب من قيمة هذه الأسهم سواء عن طريق مؤسساتها بالكامل أو عن طريق طرح جزء من الأسهم لتغطية قيمتها في اكتتاب عام^(٣٢) ويوضح الجدول رقم (٢) نمو عدد الشركات المقيدة في البورصة من ٥٧٣ شركة في عام ٩٠ إلى ٧٤٦ شركة في عام ١٩٩٥ ثم إلى ١٠٧٠ شركة في منتصف عام ٢٠٠١ ، كما ارتفع عدد الأسهم المقيدة من ٣٧٢,٨ مليون سهم في نهاية عام ٩٠ إلى ١١١٦,٧ مليون سهم عام ١٩٩٥ ثم إلى ٥١٣٥,٧ مليون سهم في منتصف عام ٢٠٠١ ويشير ذلك إلى زيادة كمية الأسهم المطروحة للبيع في سوق

الإصدار بما يعكس نشاطاً فى جانب المعروض من الأسهم كما يتضح من الجدول تصاعد رأس المال الاسمى للشركات المقيدة و الذى زاد من ٥١٥٨ مليون جنيه فى عام ٩٠ إلى ١١٠٥٢ فى عام ٩٥ وبلغ ٧٤٦٣٨ مليون جنيه فى نهاية عام ٢٠٠٠ أى بمعدل زيادة سنوى ٥٨,٥ ٪ مقارنة بعام ٩٩ وهو ما يعكس زيادة رؤوس الأموال المستثمرة كإصدارات جديدة.

كما يلاحظ من الجدول (٣) حدوث تطور كبير فى إصدارات الأسهم حيث ارتفعت الإصدارات الجديدة (عند التأسيس ولزيادة رأس المال) من ٥٢,٢ مليون سهم عام ٩٣ إلى ٢٧٣,٣ عام ٩٥ ووصلت إلى ١٦٦٤ مليون سهم عام ٢٠٠٠ ، وانعكس ذلك على ارتفاع قيمة إصدارات الأسهم حيث ارتفعت قيمتها من ٢٠٨٥,٨ مليون جنيه فى عام ٩٣ إلى ٨١٧٠,٨ فى عام ٩٥ ثم إلى ٤٨٠٦٠,٢ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٠ أى إنها زادت بمعدل ٢٢٠٤ ٪ مقارنة بعام ٩٣ وبذلك يمكن القول بأن إجراءات الإصلاح الاقتصادى التى طبقت اعتباراً من عام ١٩٩١ بالإضافة إلى مجموعة التشريعات المختلفة التى صدرت بهدف إنشاء شركات الأموال المكونة لسوق الإصدار قد ساهمت فى تنشيط سوق الإصدار فى مجال إصدار الأسهم . غير أن قيمة إصدارات الأسهم قد تراجعت وبشكل ملحوظ فى عامى ٢٠٠٠، ٢٠٠١، ففى عام ٢٠٠٠ بلغ معدل الانخفاض ٦٤,٥ ٪ مقارنة بعام ٩٩ . وقد يكون السبب فى حدوث هذا الانخفاض تواضع حجم المعروض من شركات الخصخصة ، وقلة عدد الشركات الجديدة.

وبالرغم من النشاط الذى شهده سوق الإصدار خلال عقد التسعينيات إلا أنه يلاحظ ارتفاع الوزن النسبى لعدد الشركات المغلقة مقارنة بالوزن النسبى لعدد شركات الاكتتاب العام حيث يتضح من الجدول (٢) أن الشركات المغلقة تمثل وزناً نسبياً كبيراً من الحجم الكلى المعروض من الأوراق المالية فى السوق ، فقد بلغت نسبة هذه الشركات إلى إجمالى عدد الشركات المقيدة ٧٢,٩ ٪ فى عام ١٩٩٠ ، وبلغت ٨٥,٢ ٪ فى عام ٩٨ ، أما شركات الاكتتاب العام التى يمكن أن تجتذب صغار المستثمرين فهى محدودة وهو ما يحد من توسيع نطاق السوق .

أما بالنسبة لسوق السندات فيلاحظ من الجدول رقم (٣) انخفاض النصيب النسبى للسندات بالنسبة لإجمالى الإصدارات ، فقد بلغ الوزن النسبى لقيمة السندات المصدرة (شركات وحكومية) ٠,٦ ٪ من إجمالى قيمة الإصدارات الجديدة فى عام ٩٤ ، وبلغ أقصى معدل له فى عام ٩٥ ونسبة ٢٧,٤ ٪ . وتحتل السندات الحكومية الجانب الأكبر من جملة إصدارات السندات حيث مثلت ما

جدول رقم (٢)

تطور حركة القيد للأوراق المالية لبورصتى القاهرة والإسكندرية

خلال الفترة (٩٠ - ٢٠٠١/٦/٣٠)

(القيمة بالمليون جنيه)

البيان	عدد الشركات المقيدة فى نهاية العام	اكتتاب عام	اكتتاب مغلق	نسبة شركات الاكتتاب العام الى الشركات المقيدة %	نسبة شركات الاكتتاب العام الى الشركات المقيدة %	عدد الاسهم المقيدة فى نهاية العام	رأس المال الاسمى للشركات المقيدة
١٩٩٠	٥٧٣	١٥٥	٤١٨	٢٧.١	٧٢.٩	٣٧٢.٨	٥١٥٨
١٩٩١	٦٢٧	١٩٠	٤٦٧	٢٥.٥	٧٤.٥	٣٩٤.١	٦٢٨٣
١٩٩٢	٦٥٦	١٦٢	٤٩٤	٢٤.٧	٧٥.٣	٤٠٥.٧	٨٠٩٨
١٩٩٣	٦٧٤	١٥٧	٥١٧	٢٣.٣	٧٦.٧	٤٢٤	٨٨٩٠
١٩٩٤	٧٠٠	١٥٥	٥٤٥	٢٢.١	٧٧.٩	٤٥١	٨٠٥١
١٩٩٥	٧٤٦	١٤٩	٥٩٧	٢٠	٨٠	١١١٦.٧	١١٠٥٢
١٩٩٦	٦٤٦	١١٤	٥٣٢	١٨	٨٢	١٣٨٧.٩	١٣٦٧٣
١٩٩٧	٦٥٠	١٠٧	٤٣٣	١٦	٨٤	١٨٥٤.٢	١٨٢٩١
١٩٩٨	٨٦١	١٢٧	٧٣٤	١٤.٨	٨٥.٣	٣٣٥٤	٣٣٨٣٦
١٩٩٩	١٠٣٣	١٣٩	٨٩٤	١٣.٤	٨٦.٦	٤٣٩٣	٤٧٠٧٧
٢٠٠٠	١٠٧٦	١٤١	٩٣٥	١٣.١	٨٦.٩	٤٦٧٢.٨	٧٤٦٣٨
٢٠٠١	١٠٧٠	١٤٤	٨٢٦	١٣.٤	٨٦.٩	٥١٣٥.٧	٧٥٩٣٠

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، مركز المعلومات.

النسب المتوية تم حسابها بمعرفة الباحثة.

نسبته ٩٧,٤٪ من إجمالي قيمة إصدارات السندات فى عام ٩٥,٤ ٨٨,٤٪ فى عام ٢٠٠٠ وتسيطر المؤسسات المالية على نسبة كبيرة من المعروض من السندات الحكومية لاسيما سندات الخزانة مما يحرم الأفراد من التعامل فى هذه النوعية من السندات ذات معدل العائد المرتفع والمخاطر المنخفض.

أما بالنسبة لسندات الشركات فقد بلغ إجمالي إصدارات شركات القطاع الخاص من السندات ٤٠ إصداراً وبلغت القيمة الإجمالية لهذه الإصدارات ٦,١٦٥ مليار جنيه وذلك حتى منتصف عام ٢٠٠٠، وتمثل هذه القيمة ما نسبته ٥,٦٪ من إجمالي رأس المال السوقي فى ذلك التاريخ وهى نسبة ضئيلة للغاية تعكس غياب الوعى بأهمية السندات كمصدر تمويل مناسب. وقد يرجع ضيق سوق السندات فى مصر إلى عدة عوامل أخرى منها اعتقاد بعض المتعاملين فى السوق بأنها نوع من الربا لأنها تدر عائداً ثابتاً ومحددأ مسبقاً^(٣٣)، مع تفضيل بعض الأفراد إيداع أموالهم فى البنوك والحصول على فائدة تعادل فائدة السندات ولكنها تتميز عنها بانخفاض عنصر المخاطرة^(٣٤) فضلاً عن إجماع الشركات عن إصدارها نظراً لصعوبة تسويقها مع غياب الوسيط المالى المناسب القادر على عملية إصدار السندات وتحمل مخاطرها^(٣٥).

وتشجيعاً للشركات على إصدار السندات صدر قرار وزير الاقتصاد رقم ٤٢ لسنة ٩٩ بالسماح لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بإصدار سندات وصكوك تمويل متنوعة لمواجهة الاحتياجات التمويلية للشركات أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها، كذلك أجاز القرار طرح سندات صكوك تمويل بقيم تتجاوز صافى أصول الشركة بشرط أن تقدم الشركة للهيئة العامة لسوق المال شهادة تصنيف ائتماني لا تقل درجتها عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات المترتبة على السندات وأن تفصح الشركة عن هذا التقييم ودلالته فى نشرة الاكتتاب^(٣٦)

إن تصنيف الشركة المصدرة للسند وترتيبها وفقاً لقدرتها على خدمة الديون التى حصلت عليها يوضح الجدارة الائتمانية لهذه الشركة، فإذا كانت الجهة المصدرة لها قوة مالية وإذا كانت السندات التى تصدرها ذات معدلات فائدة اسمية أعلى من تلك المتاحة بالسوق المصرفية، وكانت تتمتع بمستوى منخفض من درجة الخطر مثل السندات المضمونة بأصول عقارية أو بصناديق تمويلية ترتفع القوة الشرائية للسند ويزداد الطلب عليه. ومن ثم فالسوق يحتاج إلى مزيد من الشركات المؤهلة علمياً وعملياً لتصنيف وتقييم السندات مع وضع الضوابط التى تضمن دقة التقييمات التى تقوم بها وجودتها.

جدول رقم (٣)

بيان بالإصدارات الجديدة (أسهم وسندات)

بالمليون جنيه

حتى (٢٠٠١/٦/٣٠)

٢٠٠١	٢٠٠٠	٩٩	٩٨	٩٧	٩٦	٩٥	٩٤	٩٣	السنة	البيان
٢٤٩,١	٦٦٤	١٤٩٦	١٢٠١,١	٥٤١	٢٤٨,٨	٢٧٣,٣	٥٣٠,٤	٥٢,٢	اسهم الاصدارات	كمية
٥٢,٣	١٩٣,٥	٤٥٨,٥١٥	٦٨١,٨	٢٧٣,٩	١٠١,١	٦٩,٢	٦٧,٢	٤,٨	تأسيس	الاصدارات
١٩٦,٨	٤٥٠,٥	١٠٣٧,٥	٥١٩,٣	٣١٧,١	١٤٧,٧	٢٠٤,١	٤٦٣,٢	٤٧,٤	زيادة رأس المال	بالمليون ورقة
١	٣	١٧	٩	٨	٧	٣	١	٠	سندات الاصدارات	
٠	١	٣	٣	٠	١	١	٠	٠	سندات حكومية	
١	٢	١٤	٦	٨	٦	٢	١	٠	سندات شركات	
٧٨٧	١٧٨١	٢٧٤١	٢٧٩٧	٢٢٥٤	١٨٠٣	١٢٤٢	٧٢٧	٣٣٨	اجمالي عدد الاصدارات الجديدة	
٦٥٢٥,١	٧٠٦٠,٢	٤٨٠٦,٢	٢٢٢٢٧,٨	١٨٢٨٩,٥	١٥٥٥٨,٣	٨١٧٠,٨	٤٨٤٩	٢٠٨٥,٨	اجمالي قيمة اصدارات الاسهم	قيمة الاصدارات
٢٢٤٦,٦	٦٠٢٥,١	٢٢٢٩٢,٤	٢٠٩٦٩,٢	١٢٠٨٨,٦	٩٥١٢,١	٤٥٩١,٨	٢١٤١	١٠٦٣,٩	تأسيس	بالمليون جنيه
٤٢٧٨,٥	١١٠٣٥,١	١٤٧١٧,٨	١٢٣٠١,٦	٦٢٠٠,٩	٦٠٤٦,٢	٣٥٧٩	٢٧٠,٨	١٠٢١,٩	زيادة رأس المال	
١٠	٢٢٩٢	٧٥١٣	٢٠٧٥	١١٤٥	٤٨٢٠	٢٠٨٠	٣٠	٠	اجمالي ازمة اصدارات السندات	
٠	٣٠٠٠	٤٥٠٠	١٥٠٠	٠	٤٠٠٠	٣٠٠٠	٠	٠	سندات حكومية	
١٠	٢٩٢	٣٠١٣	٥٧٥	١١٤٥	٨٢٠	٨٠	٣٠	٠	سندات شركات	
٦٥٢٥,٢	٢٠٤٥٢,٦	٥٥٥٧٢,٧	٢٥٢٠٢,٨	١٩٣٤,٦	٢٠٣٧٨,٣	١١٢٥٠,٩	٤٨٧٩	٢٠٨٥,٨	اجمالي قيمة الاصدارات الجديدة	
٠,١٥	١٦,٦	١٣,٥	٥,٨٨	٥,٨٩	٢٣,٧	٢٧,٤	٠,٦	٠	الوزن النسبي لقيمة السندات المصدرة لاجمالي قيمة الاصدارات الجديدة %	
٩٩,٩	٨٣,٤	٨٦,٤	٩٤,١	٩٤,١	٧٦,٣	٧٢,٦	٨٦,٥	١٠٠	الوزن النسبي لقيمة الاسهم المصدرة لاجمالي قيمة الاصدارات الجديدة %	

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، مركز المعلومات .

النسب المثوية : تم حسابها بمعرفة الباحث.

٩/١ تطور سوق التداول :

يتم في سوق التداول التعامل على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية (سوق الإصدار) حيث ينعكس نشاط هذا الأخير مباشرة على سوق التداول . ويتم تداول الأوراق المالية في مصر في السوق المنظمة (البورصة) إذا كانت مقيدة ، أما الأوراق المالية غير المقيدة فيتم تداولها خارج البورصة (السوق غير المنظمة) عن طريق بيوت السمسرة.

ويوضح جدول رقم (٤) حركة التداول في بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية . كما يتضح منه ما يلي :

ارتفاع قيمة التداول السنوى (للأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة) من ٣٤١,٥ مليون جنيه فى عام ٩٠ إلى ٥٩٦,٦ مليون جنيه فى عام ٩٢ بمعدل نمو قدره ٣٩,٥٪ ولكن حدث انخفاض طفيف فى عام ٩٣ إذ بلغت قيمة التداول ٥٦٨,٦ مليون جنيه وقد يرجع ذلك إلى ترقب صدور اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، ثم حدثت زيادة ضخمة فى قيمة التداول اعتباراً من عام ٩٤ ، إذ بلغ معدل النمو فى هذا العام ٣٤٩,٧٪ واستمرت هذه الزيادة حتى وصلت إلى ٢٤٢١٩,٨ مليون جنيه عام ٩٧ ، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل منها الارتفاع المبالغ فيه فى أسعار الأسهم فى البورصة وبالتالي ارتفاع معدلات الأرباح^(٣٧) ، بدء العمل بنظام التداول الإلكتروني وربط بورصتى القاهرة والإسكندرية إلكترونياً ، دخول مؤسسات جديدة فى مجال التعامل فى الأوراق المالية لم تكن موجودة من قبل مثل صناديق الاستثمار مما أدى إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية^(٣٨) أما عام ٩٨ فقد شهد انخفاضاً بسيطاً فى قيمة التداول حيث بلغت ٢٣٣٦٤ مليون جنيه وبمعدل نمو سالب قدره ٣,٥٪ مقارنة بعام ٩٧ وقد يرجع ذلك إلى حادث الأقفص الإرهابى ، وبلغ معدل النمو فى قيمة التداول ٦٧,٣٪ ، ٢٦,٦٪ فى عامى ٩٩,٢٠٠٠ على التوالى . ويلاحظ من الجدول أيضاً ارتفاع حركة التعامل على الأوراق المالية المقيدة، فبلغت نسبة قيمة الأوراق المالية المقيدة إلى إجمالى الأوراق المالية المتداولة ٨٤,٣٪ عام ٢٠٠٠ وزاد أيضاً عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها خلال العام إذ بلغ ٦٥٩ شركة عام ٢٠٠٠ يمثل نسبة ٦١,٢٪ من إجمالى عدد الشركات المقيدة مقابل نسبة ٣٤,٧٪ فى بداية الفترة .

إن ارتفاع حركة التعامل داخل البورصة فى السنوات الأخيرة يرجع بصفة أساسية إلى ما نتج عن سياسة الخصخصة من تغذية السوق بأسهم شركات قطاع الأعمال العام التى تم قيدها بالبورصة.

جدول رقم (٤)

تطور حركة القيد والتداول للأوراق المالية لبورصتي

القاهرة والإسكندرية خلال الفترة (٩٠ - ٢٠٠١/٦/٣٠) (القيمة بالمليون جنيه)

٢٠٠٠	٩٩	٩٨	٩٧	٩٦	٩٥	٩٤	٩٣	٩٢	٩١	٩٠	البيان
٤٩٤٣٠,٧	٣٣٩-٨٩,١	٢٣٣٦٤	٢٤٢١٩,٨	١٠٩٧٠,٥	٣٨٤٩,٤	٢٥٥٧,٢	٥٦٨,٦	٥٩٦,٦	٤٧٠,٨	٣٤١,٥	(١) قيمة التداول السنوي
٤١٧٤٤,٦	٣٢٨٥١	١٨٥٠٠,٧	٢٠٢٨٢,٤	٨٧٩٩,٢	٢٢٩٤,٢	١٢١٤	٢٧٤,٩	٣٧١,٤	٢٣٢,٩	٢٠٦,٢	(٢) أوراق مالية مقيدة
٧٧٤٩,١	٦٢٢٥,١	٤٨٦٣٢,٤	٣٩٣٧,٤	٢١٩١,٣	١٥٥٥,٢	١٣٤٣,٢	٢٩٣,٧	٢٢٥,٢	١٩٣,٩	١٣٥,٣	(٣) أوراق مالية غير مقيدة
٨٤,٣	١٤	٧٩,١	٨٣,٧	٨٠	٥٩,٦	٤٧,٤	٤٨,٣	٦٢,٢	٥٤,٧	٦٠,٤	نسبة (٢):(١) %
٣٨٦٤٧	٣٠٥٧	١٧٤٢٠	١٩٨٣٢	٨٢٨٣,٤	٢١٩٣,٩	١٢٠٩,٩	٢٦٦,٧	٣٤٦	٢,٩	١٩٩	(٤) قيمة الأسهم المقيدة والتداول
٣٠٩٧,٦	٢٢٨٥	١٠٨٠,٦	٧٥٠,٤	٤٨٥,٨	١٠٠,٣	٤,١	٨,١	٢٥,٤	٢٤,٩	٧,٢	(٥) قيمة السندات المقيدة والتداول
٩٢,٥	٩٣	٩٤,٢	٩٦,٣	٩٤,٥	٩٥,٦	٩٩,٧	٩٧	٩٣,٢	٩٧,٥	٩٦,٥	نسبة (٤):(٢) %
٧,٥	٧	٥,٨	٣,٧	٥,٥	٤,٤	٠,٣	٣	٦,٨	٢,٥	٣,٥	نسبة (٥):(٢) %
٢٦,٦	٦٧,٣	(٣,٥)	١٢٠,٨	٨٤,٩	٥٠	٣٤٩,٧	(٤,٦)	٣٩,٥	٢٥,٤	-	(٦) معدل النمر في قيمة التداول %
١٠٧٦	١٠٣٣	٨٦١	٦٥٠	٦٤٦	٧٤٦	٧٠٠	٦٦٧٤	٦٥٦	٧٢٧	٥٧٣	(٧) عدد الشركات المقيدة
٦٥٩	٦٦٣	٥٥١	٤١٦	٣٥٤	٣٥٢	٣٠٠	٢٦٤	٢٣٩	٢١٨	١٩٩	(٨) عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها
٦١,٢	٦٤,٢	٦٤	٦٤	٥٤,٨	٤٧,٢	٤٢,٩	٣٩	٣٦,٤	٣٤,٨	٣٤,٧	نسبة (٨):(٧) %

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، مركز المعلومات

النسب المئوية تم حسابها بمعرفة الباحثة

يلاحظ من الجدول أيضاً تضاؤل دور السندات المتداولة بوجه عام بالنسبة لإجمالي تداول الأوراق المالية، فعلى الرغم من زيادة قيمة السندات المقيدة والمتداولة في البورصة من ٧,٢ مليون جنيه في عام ١٩٩٠ إلى ٣,١ مليار جنيه في عام ٢٠٠٠ إلا أن هذه القيمة مازالت ضعيفة بالنسبة لقيمة الأسهم المقيدة والمتداولة والتي بلغت ٣٨,٦ مليار جنيه في عام ٢٠٠٠ أى أن قيمة السندات المقيدة والمتداولة قد مثلت ما نسبته ٨٪ من قيمة الأسهم المقيدة والمتداولة في ذلك العام ومثلت ما نسبته ٧,٥٪ من إجمالي قيمة الأوراق المالية المقيدة والمتداولة وهي نسبة ضئيلة للغاية حيث تشكل السندات نسبة كبيرة من حجم التعامل في الأسواق العالمية قد تصل إلى ٧٠٪ / ٨٠٪ وقد يرجع هذا الدور المحدود للسندات في سوق التداول إلى ضعف قيمة إصداراتها وعدم تنوعها فضلاً عن عدم وجود مؤسسات مالية متخصصة في التعامل على السندات بيعاً وشراءً حتى توفر السيولة لهذه السوق . ولاشك أن صدور القرارين الوزاريين رقمي ٤٣ و ٤٤ لسنة ٢٠٠٠ اللذان ينظمان نشاط التعامل والوساطة والسمسرة في السندات سوف يسهم في تنشيط سوق السندات وزيادة السيولة للمستثمرين إذ يتناول القرار رقم (٤٣) بيع وشراء جميع أنواع السندات وصكوك التمويل وأذون الخزانة وغيرها من الأوراق المالية المشابهة وتعطية الاكتتاب فيها سواء باسم الشركة المرخص لها بمزاولة النشاط ولحسابها الخاص أو باسم عملاتها ولحسابهم ويجوز تنفيذ العمليات خارج أوقات التداول الرسمية بالبورصة . أما القرار رقم (٤٤) فهو ينظم عمليات إعادة شراء السندات بعد بيعها وكذلك حقوق أطراف الاتفاق وواجباتهم^(٣٩).

كما سبق يمكن القول بأن صدور قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، وما أدخله من تنظيمات عديدة مثل إدخال الحاسب الآلي لإتمام عمليات التداول وربط بورصتي القاهرة والإسكندرية ومقابلة العروض والطلبات آلياً ونقل ملكية الورقة المالية فور إتمام عملية التداول بالبورصة ... الخ قد أدى إلى حدوث نشاط نسبي في سوق التداول وزيادة حركة التعامل لاسيما بعد عام ٩٤ .

١٠/٨ مؤشر حركة الأسعار في سوق التداول

يوجد في سوق الأوراق المالية المصرية عدة مؤشرات للأسعار وهي^(٤٠):

أ - مؤشر الهيئة العامة لسوق المال " المؤشر العام " وبدأ في يناير ٩٢، ويتكون من كافة أسهم الشركات المقيدة في البورصة والمرجع بكمية هذه الإصدارات ، وهو يغطي قاعدة عريضة من الأسهم بالرغم من تركيز حركة التعامل في عدد محدود من أسهم الشركات

ب - مؤشر المجموعة المالية المصرية EFG : بدأ فى يناير ٩٣ ، ويتضمن فقط الشركات التى تزيد قيمتها السوقية عن ٣٠٠ مليون جنيه مصرى ، وتم تصميمه على أساس رأس المال السوقى للأسهم المقيدة (لا يشمل أسهم الشركات التى يتم التعامل عليها خارج المقصورة) .

ج- مؤشر هيرمز المالى : بدأ فى يناير ٩٣ ، وتم تصميمه على أساس رأس المال السوقى للأسهم المقيدة ويشمل الأسهم النشطة فى التعامل لمدة ثلاثة أشهر على الأقل ، وهو يغطى قطاعات أكبر من تلك التى يشملها المؤشر السابق .

د- المؤشر الرئيسى للطروحات المبدئية العامة : ويشمل الشركات التى تم خصصتها وقيدها فى البورصة وقد بدأ هذا المؤشر رسمياً فى يونيو ٩٦ ، والجدول رقم (٥) يوضح تطور حركة المؤشر العام للأسعار خلال الفترة من ٩٦ - ٢٠٠١/٩/٣٠ .

ويتضح من هذا الجدول ما يلى :

سجل المؤشر العام ٢٩٦, ٦٨ بنطا فى نهاية ٩٦ مقابل ٢٠٤, ٩١ بنط فى بداية العام بزيادة قدرها ٤٤, ٨ ٪ بنط ، الأمر الذى يعكس نشاط حركة التداول فى هذا العام ، غير أن هذا المؤشر قد اتجه نحو الانخفاض فى عام ٩٧ ، إذ سجل المؤشر ٣٧٢, ١٨ بنطا فى بداية العام ٣٥٩, ٨٥ بنطا فى نهايته وبمعدل نقص قدره ٣, ٣ ٪ وهو ما يشير إلى انخفاض أسعار الأسهم المتداولة فى هذا العام ، وارتفع المؤشر العام للأسعار فى عام ٩٨ مسجلاً معدل زيادة قدره ٨, ٦ ٪ وأيضاً فى عام ٩٩ وبمعدل قدره ٤٠, ٨ ٪ ويعكس ارتفاع المؤشر ارتفاع أسعار أسهم قطاعات النقل والصناعات التحويلية والتمويل والتجارة^(٤١) .

إن هذا التغير فى مؤشر أسعار البورصة يعكس تغير أسعار الأسهم ولكن هذه التغيرات ليست كبيرة ويرجع السبب فى ذلك إلى تحديد سقف للارتفاع أو للانخفاض السعرى اليومى داخل البورصة (٥ ٪ صعوداً أو هبوطاً) بهدف حماية المستثمر ووقاية السوق الثانوية من الضغوط المفرطة لحركات ارتفاع أو انخفاض الأسعار ومن العواقب الوخيمة للمضاربات^(٤٢) ، إلا أنه على الجانب الآخر يعد هذا السقف تعطيلاً لآليات عمل السوق التى يتحدد فى ضوءها سعر الورقة المالية عند تلاقى العرض والطلب وهو ما ينال بالتالى من مصداقية السوق الرسمية للأوراق المالية^(٤٣)

أما عام ٢٠٠٠ فقد شهد انخفاضاً فى مؤشر أسعار البورصة حيث انخفض المؤشر من ٦٧٣, ١ بنطا فى بداية العام إلى ٦٢٦, ٢ بنطا فى نهايته وبمعدل انخفاض قدره ٧ ٪ وهو ما يعنى انخفاض

جدول رقم (٥)

تطور مؤشر الأسعار بالبورصة المصرية خلال الفترة (يناير ٩٦ - سبتمبر ٢٠٠١)

نسبة التغير %	مؤشر الاسعار (بنط)	الشهر	السنة	نسبة التغير %	مؤشر الاسعار (بنط)	الشهر	السنة	نسبة التغير %	مؤشر الاسعار (بنط)	الشهر	السنة
٧,٨	٦٧٢,١	يناير	٢٠٠٠	-	٢٥٢,٥٩	يناير	١٩٩٨	-	٢٠٤,٩١	يناير	١٩٩٦
١,٢-	٦٦٥	فبراير		١,٩	٢٥٩,٢	فبراير		-٠,٢	٢٠٤,٩٧	فبراير	
١,٣	٦٧٢,٤	مارس		٨,١	٢٨٨,٥	مارس		١,٢-	٢٠٢,٤٢	مارس	
٤,٢-	٦٤٥,٨	أبريل		-٠,٨	٢٩١,٧٢	أبريل		١,٢-	٢٠٠,٠٢	أبريل	
-٠,٧	٦٥٠,٧	مايو		٥,١-	٢٧١,٨٢	مايو		٢	٢٠٤,٠٢	مايو	
٥,٥-	٦١٥,٢	يونيو		٢,١-	٢٦٢,٩٤	يونيو		-٠,٢	٢٠٤,٥٥	يونيو	
٩,٨-	٦٠٩,٢	يوليو		-٠,٥-	٢٦٢,٧٧	يوليو		١٢,٩	٢٢٢,٩٥	يوليو	
-٠,٧	٦١٢,٥	أغسطس		٢,٢-	٢٥١,٩٢	أغسطس		-٠,٨	٢٢٤,٨٧	أغسطس	
٢,٥-	٥٩٧,٩	سبتمبر		٢,٨	٢٦٥,١٩	سبتمبر		-٠,٨-	٢٢٢,٠٦	سبتمبر	
-٠,٦	٥٨٨,٢	أكتوبر		١,٢-	٢٦٠,٧٧	أكتوبر		١,٢	١٢٦,١٧	أكتوبر	
٤,٤	٦٢٤,٩	نوفمبر	التغير السنوي	٢	٢٦٨,٠٩	نوفمبر	التغير السنوي	١٥,٢	٢٧٢,٢٧	نوفمبر	التغير السنوي
-٠,٢	٦٢٦,٢	ديسمبر	/٤٤,٨	٤	٢٨٢,٧٧	ديسمبر	/٤٤,٨	٩	٢٩٦,٦٨	ديسمبر	/٤٤,٨
١,١	٦٢٢,١	يناير	٢٠٠١	١٥,٩٢	٤٤٢,٦٩	يناير	١٩٩٩	٢٥,٤	٢٧٢,١٨	يناير	١٩٩٧
٢,٢-	٦١٢,٢٨	فبراير		-٠,٦٩-	٤٤٠,٦٢	فبراير		٩	٤٠٤,٢٥	فبراير	
٢,٦-	٥٩٦,٦٦	مارس		٢,٨٩	٤٥٢,٢٧	مارس		٥,٩-	٢٨٠,٦١	مارس	
١,٨-	٦٠٧,٢٨	أبريل		١,١٨	٤٥٨,٧٤	أبريل		٨,٥-	٢٤٨,٤١	أبريل	
١,٨	٦١٨,٢٧	مايو		-٠,٢٤	٤٦٠,٢٠	مايو		١,٢	٢٥٢,٠٨	مايو	
٢,٥-	٦٠٢,٦٤	يونيو		٤,٢٤	٤٨٠,٢٠	يونيو		١,٤-	٢٤٨,١٤	يونيو	
٢,٨-	٥٨٥,٥٢	يوليو		٢,٠٤	٤٩٠,٠٨	يوليو		٤,٢-	٢٢٢,٦٤	يوليو	
٢,٦	٦٠٦,٧٢	أغسطس		١,٥٧	٤٩٧,٧٦	أغسطس		٧,٧	٢٥٩,٢١	أغسطس	
-٠,٢٥	٦٠٨,٨٥	سبتمبر		٢,٩٦	٥١٢,٥١	سبتمبر		٥	٢٧٧,٢٨	سبتمبر	
		أكتوبر		٥,١١	٥٢٨,٧٢	أكتوبر		٢,٦-	٢٦٢,٧٥	أكتوبر	
		نوفمبر		٤,٨٢	٥٦٤,٧١	نوفمبر		٢,٧-	٢٥٠,٢٧	نوفمبر	
		ديسمبر		١٠,٥٩	٦٢٤,٥	ديسمبر		٢,٧	٢٥٩,٨٥	ديسمبر	

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، مركز المعلومات .

النسب المئوية : تم حسابها بمعرفة الباحثة

أسعار الأسهم بشكل كبير خلال هذا العام ويرجع ذلك إلى عدة عوامل منها ازدياد حدة الصراع الفلسطيني الإسرائيلي وتأثير ذلك سلباً على المستثمرين الأجانب وعلى قيمة تداولهم في البورصة المصرية ، تواضع نتائج أعمال معظم الشركات المتداول أسهمها بل وتحقيق بعضها لخسائر مما جعل المستثمر يقدم على البيع خوفاً من المزيد من الخسائر . وبالمثل شهد عام ٢٠٠١ انخفاضاً في المؤشر حيث انخفض من ٦٣٣,١ في بداية العام إلى ٦٠٢,٦ في يونيو ٢٠٠١ .

هذا وقد قامت مؤسسة التمويل الدولية بتسجيل مصر ضمن المؤشر العالمي للمؤسسة والذي يصدر بصفة يومية وتتم مراجعته كل عام وذلك اعتباراً من أول سبتمبر ٩٦ نظراً للنشاط الكبير الذي حققته السوق المصرية في الآونة الأخيرة . ويدرج في هذا المؤشر الأسهم الأكثر تداولاً في السوق المحلية وذلك بدلالة قيمة التداول خلال العام وبحيث تمثل قيمة الأسهم المتداولة في السوق نسبة تتراوح ما بين ٦٠-٧٥٪ من إجمالي رأس المال السوقي^(٤٤) ، وقد زاد عدد الشركات المصرية المدرجة في المؤشر من ٤٩ شركة في مارس ٩٧ إلى ٧٢ شركة عام ٢٠٠٠ ويعكس ذلك زيادة الشركات المصرية النشطة ، كما بلغ وزنها في المؤشر ٧٠,٨ ، ٥٦,٠ ، ٨٠,٠ في الأعوام ٩٧ ، ٩٨ ، ٩٩ ، ٩٩ ، ٢٠٠٠ على التوالي ، ويرجع انخفاض الوزن في المؤشر إلى انخفاض عدد الأسهم المصدرة لتلك الشركات بالمقارنة بالكيانات الكبيرة . أما عن تطور أسعار الأسهم في هذا المؤشر فقد كان معدل التغيير في المؤشر موجباً في الأعوام ٩٦ ، ٩٧ ، ٩٩ حيث بلغ ٣٨,٨٪ ، ١٨٪ ، ١٥,٧٪ في هذه الأعوام على الترتيب ، وكان سالباً في عامي ٩٨ ، ٢٠٠٠ ، إذ بلغ ٢٩,٦٪ ، ٤٤,٣٪ في هذين العامين على الترتيب^(٤٥) .

وقد يرجع ذلك إلى اتجاه معظم أسعار الأسهم المقيدة في السوق المصرية نحو الانخفاض في هذين العامين .

وفي فبراير ١٩٩٧ قامت مؤسسة التمويل الدولية بإدراج مصر في مؤشر الاستثمار ويهدف هذا المؤشر إلى قياس العائد المحقق للاستثمار الأجنبي في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمسموح للأجانب بالاستثمار فيها قانونياً وفعالياً^(٤٦) وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في المؤشر ٣٦ شركة في عام ٩٩ ولكنه انخفض إلى ٢٣ شركة في عام ٢٠٠٠ .

ومن الجدير بالذكر أنه قد تم إدراج مصر على مؤشر مورجان ستانلي في ٢٠٠١/٨/٣١ .

ويعكس هذا المؤشر نشاط الأسواق الصاعدة التي تتمتع بحرية الاستثمار دون قيد . وقد بلغ عدد الشركات المصرية المسجلة بهذا المؤشر ١٤ شركة ، وبلغت القيمة السوقية لأسهمها ١٩٥٩,٦ مليون دولار (٤٧)

١١/١ بعض المؤشرات لقياس نمو السوق وتطوره :

١/١١/١ معدل رأس المال السوقى

شهدت سوق الأوراق المالية فى مصر تطوراً كبيراً فى قيمة رأس المال السوقى، فقد ارتفعت من ٥,٠٧١ مليون جنيه عام ١٩٩٠ إلى ٢٧,٤٢٠ مليون جنيه عام ١٩٩٥ أى بمعدل نمو قدره ٤٤٠,٧ ٪. ثم زادت زيادة ملحوظة خلال عام ١٩٩٦ إذ بلغت ٤٨,٠٨٦ مليون جنيه وبنسبة زيادة قدرها ٤٧٥,٤ ٪، وكان ذلك بسبب زيادة عدد الأسهم المقيدة خلال عام ١٩٩٦ مقارنة بعام ٩٥ بالإضافة إلى استمرار ارتفاع أسعار الإقتفال للأسهم^(٤٨)، واستمرت فى الزيادة حتى وصلت إلى ١١٢,٣٣١ مليون جنيه عام ٩٩ وبمعدل نمو قدره ٣٥,١ ٪ وقد بلغ معدل النمو ٦,٦ ٪ عام ٢٠٠٠ وقد يرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض أسعار الأسهم فى هذا العام مقارنة بالعام السابق.

أما معدل رأس المال السوقى (أى نسبته إلى الناتج المحلى الإجمالى) فكما هو موضح بالجدول رقم (٦) نجد أن هذا المعدل قد بلغ ٥,٣ ٪ فى عام ٩٠، ١٣,٤ ٪ فى عام ٩٥ وزاد هذا المعدل إلى ٢١ ٪ فى عام ٩٦، وبلغت نسبته ٣٦,٦ ٪ فى عام ٢٠٠٠. إن مؤشر معدل رأس المال السوقى والذى يعكس حجم السوق، يعد منخفضاً نسبياً إذا ما قورن بأسواق ناشئة أخرى، إذ بلغ هذا المعدل ١٥١,٨ ٪ فى شيلي عام ١٩٩٨، ١٣٦ ٪ فى ماليزيا فى نفس العام.

٢/١١/١ معدل الدوران

تتميز السوق المصرية بانخفاض معدل الدوران وهو ما يعنى انخفاض درجة السيولة وأن القدرة على بيع الأوراق المالية وشرائها لا تتم بسهولة .

والجدول رقم (٧) يوضح معدل الدوران خلال الفترة (٩٠-٢٠٠٠)

جدول رقم (٦)

معدل رأس المال السوقي بالبورصة المصرية

خلال الفترة (٩٠ - ٢٠٠٠)

البيان	رأس المال السوقي (بالمليون جنيه)	معدل النمو فى رأس المال السوقي	النتائج المحلى الاجمالى	معدل رأس المال السوقي
١٩٩٠	٥٠٠٧١	-	٩٦٠١	٥٠٣٪
١٩٩١	٨٠٨٤٥	٪٧٤٠٤	١١١٠٢	٨٪
١٩٩٢	١٠٠٨٤٥	٪٢٢٠٦	١٣٩٠١	٧٠٥٪
١٩٩٣	١٢٠٨٠٧	٪١٨	١٥٧٠٣	٨٠١٪
١٩٩٤	١٤٠٤٨٠	٪١٣	١٧٥٠٠	٨٠٣٪
١٩٩٥	٢٧٠٤٢٠	٪٨٩٠٤	٢٠٥٠٠	١٣٠٤٪
١٩٩٦	٤٨٠٠٨٦	٪٧٥٠٤	٢٢٨٠٣	٢١٪
١٩٩٧	٧٠٠٨٧٣	٪٤٧٠٤	٢٥٦٠٢٥	٢٧٠٧٪
١٩٩٨	٨٣٠١٤٠	٪١٧٠٣	٢٨٠٠٢٢	٢٩٠٧٪
١٩٩٩	١١٢٠٣٣١	٪٣٥٠١	٣٠٢	٣٧٠٢٪
٢٠٠٠	١١٩٠٧٧٨	٪٦٠٦	٣٢٧	٣١٠١٪

المصدر : رأس المال السوقي : الهيئة العامة لسوق المال ، مركز المعلومات

النتائج المحلى الإجمالى : البنك المركزي المصرى ، التقرير السنوى ، أعداد مختلفة .

جدول رقم (٧)

معدل الدوران بالبورصة المصرية خلال الفترة (٩٠ - ٢٠٠٠)

السنة	معدل الدوران
١٩٩٠	٧,٢
١٩٩١	٦,٢
١٩٩٢	٦,١
١٩٩٣	٤,٨
١٩٩٤	١٨,٧
١٩٩٥	١٠,٩
١٩٩٦	٢٢,٢
١٩٩٧	٣٣,٥
١٩٩٨	٢٢,٣
١٩٩٩	٣١,٦
٢٠٠٠	٣٤

Source :Standard & Poor 's , Emerging Stock markets Fact Book , 2000, P.211

جدول رقم (٨)

مساهمة أكبر عشر شركات فى إجمالي قيمة التداول بالبورصة المصرية خلال الفترة

(١ / ١ / ٩٩ - ٣٠ / ٦ / ٢٠٠١)

سنة ٢٠٠١		سنة ٢٠٠٠			سنة ١٩٩٩			
النسبة إلى الإجمالى %	حجم التداول	اسم الشركة	النسبة إلى الإجمالى %	حجم التداول	اسم الشركة	النسبة إلى الإجمالى %	حجم التداول	اسم الشركة
١٩.٦	٢١٨١٣.٦	بنك الائتمان الدولى مصر	٢٥	٢٣٨٧٧.١	الشركة المصرية لخدمات المحمول	٣١.٦	٩٦٦.٨	الشركة المصرية لخدمات المحمول
١٥.٨	١٧٥٣٢.٥	السويس للاسمنت	٩	٨٦٢٦.٤	اوراسكوم تيليكوم	١٠.٢	٣٠٦٣.٧	البنك التجارى الدولى
١٢.٣	١٣٢٢٢.٥	الشركة المصرية لخدمات المحمول	٨.٤	٧٩٧٨.٧	المصرية لمدينة الاتاج الاعلامى	٤.١	١٢٥٣.٩	العز لصناعة حديد التسليح
٥.٨	٦٤٧٢.٣	البنك التجارى الدولى	٨.٦	٨٢٥٢.٥	الشمس للفنادق والسياحة	٤.٠١	١٢٢٤.٩	اسمنت اسبوط
٤.٥	٥٠٣٠.٣	اسمنت بورتلاند بحلوان	٦.٣	٥٩٨٣.٤	القابضة للاستثمارات المالية	٣.٨٤	١١٧٣	اوراسكوم للاتشيا - والصناعة
٤.٤	٤٨٤٣.٥	المصرية لمدينة الاتاج الاعلامى	٤.٣	٤٠٨٨.٥	اسمنت اسبوط	١.٩٥	٥٩٤.٦	اسمنت بورتلاند حلوان
٤	٤٣٨٥.٩	اوراسكوم تيليكوم القابضة	٤	٣٧٩٢.٧	المجموعة المصرية للتوزيع	١.٩	٨٥٢.٣	الشرقية للدخان
٣.٩	٤٣٢٤.٦	المصرية للكابلات والصناعات	٣.١	٢٩٧٨.٩	اوراسكوم للاتشيا - والصناعة	١.٦٦	٤٩٢.٦	المجموعة المصرية للتوزيع
٢.٧		الكهربائية	٣.١	٢٩٢٩.٢	البنك التجارى الدولى	١.٤٩	٤٥٦.٥	السويس للاسمنت
٢.٣	٢٩٧٦.٥	الوطنية للسيارات	٢.١	٢٠١٢.٩	البنك المصرى المتحد	١.٣٦	٣٣٩.٩	القابضة للاستثمارات المالية
	٢٦٠٠٠	العربية للتنمية السياحية						
	٨٣٦٠١.٨			٧٠٥٢.٦			١٦٤٧٢.٢	اجمالى العشر شركات الاكثر نشاطا
				٩٥٤٧٢.١			٣٠٥٦٦.٦	قيمة الاسهم المتداولة
				٪٧٣.٩			٪٥٣.٩	النسبة الى الاجمالى

المصدر: بورصتا القاهرة والاسكندرية ، النشرة الشهرية يونيو ٢٠٠١ .

لقد بلغ معدل الدوران ٧.٢ ٪ عام ١٩٩٠ ، ثم أخذ فى الانخفاض حتى بلغ ٤.٨ ٪ عام ٩٣ ، وزاد فى عام ١٩٩٤ فبلغ ١٨.٧ ٪ وكان معدله ٢٢.٣ ٪ عام ٩٨ ، ولكنه ارتفع فى عامى ٩٩ ، ٢٠٠٠ وبلغ ٣١.٦ ٪ ، ٣٤.٧ ٪ على التوالي ، إن انخفاض هذا المعدل يعنى ببطء عملية تداول الأسهم وقد يرجع ذلك إلى صغر عدد البائعين والمشتريين فى السوق بحيث لا يمكنهم بيع الأوراق المالية وشراؤها بسهولة ، وإلى محدودية الأوراق المالية المتداولة فى السوق نتيجة وجود عدد كبير من الشركات المغلقة التى لا تتداول أسهمها .

٣/١١/١ درجة التركيز :

لقياس درجة التركيز نقيس مدى مساهمة أكبر عشر شركات للوقوف على مدى سيطرتها على السوق وسنعمد هنا على معيار مدى مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي قيمة التداول نظراً لعدم توفر بيانات عن رأس المال السوقي للشركات المختلفة . ونوضح ذلك في الجدول رقم (٨) :

يلاحظ من الجدول رقم (٧) أن الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول قد سيطرت على ما نسبته ٣١,٦٪ من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في عام ٩٩ ، ٢٥٪ في عام ٢٠٠٠ وهي تعد نسبة مرتفعة ترجع إلى طرح أسهم هذه الشركة للاكتتاب العام وارتفاع القيمة السوقية لها في حين كانت قيمة التداول لأنشط سهم ٥٤,٤٪ في عام ٩٧ ، ٨,٤٪ في عام ٩٨ (سهم البنك التجارى الدولى) أما قيمة تداول إجمالي العشر شركات الأكثر نشاطاً فقد مثلت ما نسبته ٥٣,٩٪ من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في عام ١٩٩٩ وقد زادت هذه النسبة إلى ٧٣,٩٪ عام ٢٠٠٠ وبلغت ٧٥,٣٪ في النصف الأول من عام ٢٠٠١ . ويعنى زيادة حدة السيطرة والتركز وهي ظاهرة سلبية لاشك لأنها تعنى أن الأسهم ذات الجاذبية قد انخفض عددها كما أن فرصة المستثمر للتنوع قد انخفضت أيضاً وينعكس ذلك سلبياً على سيولة السوق كما أنه يؤدي إلى زيادة درجة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم الواعدة .

١٢/١ أثر حوافز الاستثمار على تدفقات محفظة الأوراق المالية لمصر

إن نمو الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية واستمرار تدفقها إلى مصر يتوقف في المقام الأول على مدى ملاءمة "حوافز الاستثمار" والتي يمكن تعريفها بوصفها مفهوماً شاملاً ينصرف إلى مجمل الأوضاع والظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية ، كما تشمل الأوضاع القانونية والتنظيمات الإدارية . وتتمثل أهم حوافز الاستثمار من الناحية الاقتصادية في السياسات الاقتصادية الكلية ومدى تحقيقها للاستقرار الاقتصادى والاطار القانونى والتنظيمى الحاكم للاستثمار .

وقد اعتمدت مصر لفترة زمنية طويلة على التدفقات الرسمية طويلة الأجل في صورة منح وقروض ، وعلى القروض البنكية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية ، ولم يكن للتدفقات الخاصة في شكل استثمارات أجنبية في محفظة الأوراق المالية المصرية (استثمارات في الأسهم المتداولة دولياً أو محلياً) أية وجود وذلك حتى عام ٩٣ .

وقد بدأت هذه الاستثمارات تتدفق إلى مصر اعتباراً من عام ٩٤ ولكنها مثلت نسبة ضئيلة للغاية من إجمالي قيمة التدفقات الصافية إلى مصر ، إذ بلغت نسبتها ٤,٠ ٪ ولكنها قفزت وبدرجة كبيرة للغاية فى عام ١٩٩٦ حيث بلغت قيمتها ١,٢٣٣ مليون دولار أو بنسبة ٤,٦ ٪ من إجمالي التدفقات الصافية ، واستمرت فى الارتفاع لتصل إلى ١,٨١٣ مليون دولار فى عام ٩٧ وبنسبة ٣,٥١ ٪ من إجمالي قيمة التدفقات الصافية وذلك كما يتضح من الجدول رقم (٩)

إن نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادى فى تحسين مؤشرات الأداء الاقتصادى الكلى من ناحية ووضع الأطر التنظيمية التى تحكم عملية الاستثمار فى سوق رأس المال وتسمح بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية بحرية تامة من ناحية أخرى ، قد ساهم فى جذب الاستثمارات الأجنبية للاستثمار فى محافظة الأوراق المالية المصرية ، غير أن هذه التدفقات قد انخفضت بعد ذلك حيث بلغت ٤٩٤ مليون دولار ، ٥٥٠ مليون دولار فى عامى ٩٨ ، ٩٩ على التوالى وقد مثلت بذلك ما نسبته ٢٠ ٪ ، ٣٠ ٪ من إجمالي التدفقات . ويرجع هذا الانخفاض فى تدفقات المحافظة إلى عدة عوامل منها تباطؤ برنامج الخصخصة ، نقص الشفافية وعدم التزام بعض الشركات بتقديم تقاريرها المالية ربع السنوية وبالتالي يجد المستثمر صعوبة فى تتبع أداؤها ، هذا بالإضافة إلى ظروف السوق العالمية غير المواتية بسبب تداعيات الأزمة الآسيوية .

ومن الملاحظ من الجدول أيضاً انخفاض نصيب مصر النسبى من إجمالي تدفقات المحافظة للدول النامية (فى صورة أسهم فقط حيث تم إصدار سندات منذ عام ٩٩ وقيمة قدرها ١٠٠ مليون دولار) ، فلم يتجاوز نصيب مصر ٦ ٪ وذلك فى عام ٩٧ .

إن المستثمر الأجنبى يجد طريقه إلى أسهم الشركات المصرية من خلال التعامل المباشر بالبيع والشراء فى الأسهم المتداولة فى السوق المحلية والتعامل غير المباشر فى أسهم الشركات التى طرحت شهادات إيداع دولية ، وأيضاً التعامل من خلال صناديق الاستثمار القطرية .

١/١٢/١ مساهمة الأجانب فى سوق التداول المصرية :

تتيح السوق المصرية للمستثمر الأجنبى الوصول إلى السوق بحرية تامة ^(٤٩) ، فالمستثمرون الأجانب . سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات يستطيعون الاستثمار بسهولة فى الأوراق المالية المصرية وبدون أية قيود على حرية انتقال رأس المال والعملة الأجنبية أو تحويلهما ^(٥٠) ، بالإضافة إلى ذلك تسمح قواعد القيد فى البورصة بقيد الأوراق المالية الأجنبية والتعامل فيها والشروط نفسها التى

جدول رقم (٩)

صافي تدفقات محفظة الأوراق المالية

لمصر في صورة أسهم خلال الفترة (٩٠-٩٩) (بالمليون دولار)

(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	البيان
نسبة تدفقات المحفظة الى إجمالي لتدفقات(٢):(٤)٪	إجمالي التدفقات الصافية لمصر	نصيب مصر النسبي من تدفقات المحفظة للدول النامية(٢):(١)٪	التدفق الصافي للمحفظة لمصر	التدفق الصافي للمحفظة النامية	
-	٥٢٣٦		-	٣,٧٠	١٩٩٠
-	٣٨٩٢		-	٧,٦	١٩٩١
-	٢٧٩٨		-	١٤,١	١٩٩٢
-	١٥٥٦		-	٥١	١٩٩٣
-٠,٤	٢٥٨١	-٠,٢٨	١٠	٣٥,٢٠	١٩٩٤
-٠,٢	١٢٢٥	-٠,٠٦	٢	٣٦,١	١٩٩٥
٤٦,٤	٢٦٥٥	٢,٥	١,٢٣٣	٤٩,٢	١٩٩٦
٥١,٣	٣٥٢٨	٦	١,٨١٣	٣٠,٢	١٩٩٧
٢٠	٢٤٥٨	٣,٢	٤٩٤	١٥,٦	١٩٩٨
٣٠,٣	١٨١٤	١,٦	٥٥٠	٣٤,٥	١٩٩٩

Source : World Bank, Global Development Finance Country Tables ,
Washington , 2001, P.2.4

النسب المثوية تم حسابها بمعرفة الباحثة

تخضع لها الأوراق المالية المحلية ، مع السماح للوسطاء الأجانب بالعمل فى السوق المصرية دون أى تفرقة فى المعاملة من الناحية القانونية والإدارية بينهم وبين المنشآت المحلية^(٥١) وتمتعهم بالمزايا الضريبية نفسها إذ تعفى أرباح صناديق الاستثمار الدولية من الضريبة العامة على الدخل ، وقد أدى ذلك إلى تشجيع المستثمرين الأجانب والصناديق الأجنبية على شراء الأوراق المالية المصرية حيث ارتفعت مساهمات الأجانب فى حركة التعامل منذ عام ١٩٩٦ والجدول التالى يوضح مساهمة الأجانب فى سوق التداول خلال الفترة من أكتوبر ٩٦ وحتى ٢٠٠١/٦/٣٠

يتضح من هذا الجدول رقم (١٠) التالى :

جدول رقم (١٠)

بيان بحركة التعامل للمستثمرين الأجانب فى البورصة المصرية

خلال الفترة (أكتوبر ٩٦ - ٢٠٠١/٦/٣٠) (بالجنيه المصرى)

الاجمالى	قيمة الاسهم المتداولة				البيان
	النسبة	بصفة بائع	النسبة	بصفة مشتري	
٣,٢٨٣,٤٨٧	٪٨,٦	٨٨٢,٦٦٧	٪٣٣,٤	١,٠٩٥,٩٩٦	١٩٩٦
١٩,٢٠٤,٤٧٨	٪١٣,٥	٢,٥٩٩,١١٧	٪٢٦,١	٥,٠٠٨,٢٤٧	١٩٩٧
١٨,٣٠٠,٦٨٧	٪٢٣,٣	٤,٢٦٨,٩٠٧	٪١٨	٣,٢٩٤,١٩٦	١٩٩٨
٣٢,٧٣٢,٢١٤	٪١٧	٥,٥٧٥,٣٩٨	٪٢٦,٨	٨,٧٨١,٧٦١	١٩٩٩
٤١,٢٩٣,٤٢٣	٪١٨	٧,٤٣٢,٠٣٧	٪٢٧,٧	١١,٤٣٤,٩٩٣	٢٠٠٠
١٠,٤٠٤,٦٣١	٪١٧,٣	١,٧٩٨,٢٠١	٪١٧,٨	١,٨٥٤,٣٠١	٢٠٠١

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، الإدارة العامة للمعلومات .

بلغت قيمة الأسهم المتداولة للأجانب بصفة مشتري ١٠٩٥,٩٩٩ مليون جنيه فى الربع الأخير من عام ٩٦ وينسبة ٣٣,٤ ٪ من إجمالى قيمة الأسهم المتداولة ، بينما بلغت قيمة الأسهم المتداولة بصفة بائع ٨٨٢,٦٦٧ مليون جنيه بنسبة ٨,٦ ٪ من إجمالى قيمة الأسهم المتداولة فى البورصة فى ذلك العام . زادت هذه التدفقات فى عام ٩٧ ، إذ مثلت مساهمة الأجانب ما نسبته ٢٦,١ ٪ بصفة مشتري ١٣,٥ ٪ بصفته بائع من إجمالى قيمة الأسهم المتداولة والمقيدة والبالغ قدرها ١٩,٢٠٤,٤٧٨ مليار جنيه.

شهد عام ١٩٩٨ انخفاض مساهمة الأجانب فى حركة التداول ، إذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة بصفته مشتري ١٩٦، ٢٤٩، ٣ مليون جنيه وبصفة بائع ٩٠، ٢٦٨، ٤ مليون جنيه ، وبالتالى خروج رؤوس أموال أجنبية من السوق المصرية بمقدار ٧١، ١٩، ١٠ مليون جنيه . وقد يعزى ذلك التراجع إلى تخوف المستثمر الأجنبى من الأسواق الناشئة ومنها مصر بعد انهيار أسواق رأس المال فى الشرق الأقصى^(٥٢) وحادث الأقصر الذى وقع فى نهاية نوفمبر ٩٧ وانخفاض العائد على أسهم الشركات العامة المطروحة للبيع بالنسبة للمستثمر الأجنبى .

حدثت زيادة كبيرة فى قيمة مساهمة الأجانب خلال عامى ٩٩، ٢٠٠٠، إذ بلغت قيمة المساهمة بصفة مشتري ٧٦١، ٧٨١، ٨ مليون جنيه ، ٩٩٣، ٤٣٤، ١ مليار جنيه على الترتيب وينسبة ٨، ٢٦، ٧٪ من إجمالى قيمة الأسهم المتداولة ، وبلغت نسبة المساهمة بصفة بائع ١٧٪ ، ١٨٪ ويعكس ذلك اهتمام المستثمر الأجنبى بالاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة أكثر من اهتمامه بعملية البيع وزيادة ثقته فى السوق المصرية .

٢/١٢/١ شهادات الإيداع الدولية :

لجذب المستثمر الأجنبى تم بيع الأسهم المصرية بنظام " شهادات الإيداع الدولية " وهى شهادات تعادل قيمة السهم أو أضعافاً منه ويتم تداولها فى البورصات العالمية^(٥٣) . وخلال الفترة من يوليو ١٩٩٦ إلى يوليو ٢٠٠١ نجحت ٩ شركات مصرية فى طرح حصة من أسهمها فى بورصة لندن طبقاً لهذا النظام (كما هو موضح بالجدول رقم ١١) .

ولاشك أن نجاح هذه الشركات فى طرح أسهمها بالسوق الدولية يمثل فرصة جيدة لتلك الشركات للتواجد فى الأسواق الدولية ويعطى صورة طيبة لسوق رأس المال المصرية ومن ثم كانت هذه الإصدارات وسيلة هامة لجذب المستثمرين الأجانب وأداة مفيدة فى زيادة رأس المال^(٥٤) دون ضياع الوقت فى إجراءات التسوية والتداول التى تتم محلياً^(٥٥) ، كما أن إصدار هذه الشهادات قد يكون له تأثير إيجابى على كفاءة سوق الأسهم المعنية فى السوق المحلية فعندما ترتفع أسعار هذه الأسهم عن سعرها العادل تصبح الفرصة مواتية للمراجحين لتحويل الشهادات إلى أسهم يمكن بيعها فى السوق المصرية والاستفادة بفارق السعر ، ويؤدى ذلك إلى تقليل حجم تقلبات أسعار أسهم الشركات التى أصدرت شهادات إيداع دولية . فكما هو موضح بالجدول فإن صافى الأرصدة المستحقة لأربع من الشركات طرحت شهادات إيداع دولية كانت سالبة فى نهاية يونيو ٢٠٠١ ، وهذا يعنى أنه قد تم تحويل هذه الشهادات إلى أسهم محلية . ومن ثم قد يكون من المناسب تشجيع الشركات على إصدار

جدول رقم (١١)

الشركات المصرية التى أصدرت شهادات إيداع دولية

خلال الفترة (٩٦/٧/١ - ٢٠٠١/٦/٣٠) القيمة بالدولار الأمريكى

الفرق	كمية شهادات الإيداع فى ٢٠٠١/٦/٣٠	كمية شهادات الإيداع فى تاريخ الطرح	تاريخ الطرح	الشركة
٢,١	١٢,٠	٩,٩	يوليو ٩٦	البنك التجارى الدولى
(١,٣)	٦,٠	٧,٣	يوليو ٩٦	السويس للاسمنت
١,٧	١٧,٧	١٦	فبراير ٩٧	الاهرام للمشروبات
(٠,١١١)	٦,١٨٦	٦,٢٩٧	أكتوبر ٩٧	شركة البويات والصناعات الكيماوية
(١,٨)	٤,٦	٦,٤	إبريل ٩٨	بنك مصر الدولى
٩٦٣	٥,٢٨٦	٤,٣٢٣	اغسطس ٩٨	المجموعة المالية هيرمس
٢,٢٤٢	٢,٨١٦	٥٧٣,٤	يونيو ٩٩	العز لحديد التسليح
(٢٧,٤٨٨)	٧,٥١١	٣٥,٠٠٠	يوليو ٩٩	القابضة للاستثمارات المالية
٦٤,٠٠	٧٥,٧	١١,٧	يوليو ٢٠٠٠	اوراسكوم تليكوم القابضة

المصدر : بورصتا القاهرة والإسكندرية ، النشرة الشهرية ، يونيو ٢٠٠١، ص ٣٠ .

تلك الشهادات لأن ذلك من شأنه زيادة كفاءة سوق السهم ذاته فى السوق المحلية دون التأثير سلبياً على الاقتصاد القومى على النحو الذى يمكن أن يحدثه استثمار الأجانب مباشرة فى الأسهم المتداولة فى السوق .

٣/١٢/١ الصناديق القطرية :

بدأ تأسيس أول صندوق استثمار دولى لمصر فى الخارج فى يونيو ٩٦ وزاد عدد هذه الصناديق حتى بلغ عددها ١٠ صناديق فى منتصف عام ٢٠٠١ (كما هو موضح فى جدول رقم ١٢) وهى صناديق مقيدة فى البورصات العالمية مثل بورصة لندن ، دبلن ، لوكسمبورج ، السعودية ، وقد بلغت قيمة الإصدار الإجمالى لهذه الصناديق ٥٥٤ مليون دولار ويعد هذا العدد ضئيلاً للغاية إذا ما قورن بأسواق صاعدة أخرى، إذ بلغ هذا العدد ١٠٨ صندوقاً فى كوريا (٥٣ صندوقاً فى البرازيل وذلك فى عام ٩٦) (٥٦)

جدول رقم (١٢)

صناديق الاستثمار المصرية المسجلة بالخارج حتى ٢٠٠١/٦/٣٠

اسعار الاتفاق في ٢٠٠١/٦/٣٠	الحجم عند التأسيس بالمليون دولار	القيمة الاسمية بالدولار	تاريخ بدء النشاط	اسم الصندوق	مديرو صناديق الاستثمار
٥,٤٧	٤٦	١٠	يونيو ٩٦	ايجيشن جروب انفستمنت	شركة كونكورد الاستثمارات
١٠,٢٠٠	١١	١٠,٢٥	يناير ٩٧	ايجيشن انفستمنت	العالية
٨,٩٦	٤٣	٩,٩٨	اغسطس ٩٦	ايجبت فند	
غير متاح	١٥,٦	١٠٠	مايو ٩٧	الراجحي ايجبت	
١٠١,٩٥	١٠٠	١٠٠	يناير ٩٩	المجموعة المالية هيرميس (صندوق ذو نمو مرتفع)	شركة هيرميس لادارة صناديق الاستثمار
٧,٥٩	٣٠	١٠,٢	يوليو ٩٩	المجموعة المالية هيرميس للشرق الاوسط ودول افريقيا النامية	
٩	٤٠	١٠	ابريل ٢٠٠٠	المجموعة المالية هيرميس تليكوم فند	
٨,٤٢	١٤	١٠	سبتمبر ٩٦	ايجبت ترست فند	شركة لازاد اسيت مانجمنت ايجبت
غير متاح	١٣	١٠,٣	يونيو ٩٧	نايل جروس فند	شركة التجارى الدولى للاستثمار كابيتال الاينس
غير متاح	٥٣,٣	١٠٠	اكتوبر ٩٧	سوسيته جينرال اراب فند	شركة س.ج. أمير جينج يورب ايست مانجمنت

المصدر : بورصتا القاهرة ، النشرة الشهرية ، عدد يونيو ٢٠٠١ ، ص ٦١

إن إنشاء المزيد من الصناديق القطرية والصناديق المتخصصة الأخرى مثل صناديق الأسهم الخاصة يتيح للشركات المحلية دخول الأسواق العالمية والحصول على التمويل اللازم لها ويحث المستثمر الأجنبي على الاستثمار فى أسهم الشركات المصرية .

نما سبق يتضح أن مصر قد قطعت شوطاً كبيراً فى تنظيم بورصة الأوراق المالية وتطويرها وقد انعكس ذلك على النشاط الملحوظ لسوقى الإصدار والتداول ، غير أن هناك بعض المعوقات التى تواجه المستثمرين فى بورصة الأوراق المالية والتى قد تحد من كفاءتها وقد تصرف المستثمر عن

الاستثمار فيها مثل انخفاض درجة السيولة ، ارتفاع درجة التركيز ، وجود بعض المضاربات الضارة بالسوق عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة بالسوق ، عدم توفر الوعي الاستثمارى ، وجود عدد من الشركات المغلقة ، عدم التزام الشركات المتداولة بمعايير الإفصاح ، إلى غير ذلك من المعوقات .

النتائج والتوصيات

نستخلص من الدراسة السابقة العديد من النتائج الهامة منها :

استكملت سوق الأوراق المالية المصرية مقوماتها الأساسية إذ تم وضع الإطار التنظيمى لعمل السوق من خلال إقرار الهيئة العامة لسوق المال كجهة رقابية ، سوق موحدة تتكون من بورصتى القاهرة والإسكندرية ونظام للتداول الآلى ونظام للتسوية والمقاصة والحفظ المركزى وتوفير الحماية للمستثمر من المخاطر التى قد يتعرض لها ووضع متطلبات القيد فى البورصة ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات وتعدد أنواع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وطرح أسهم عدد كبير من الشركات للاكتتاب العام عن طريق البورصة ، إعفاءات ضريبية على الأسهم والسندات .

أشارت المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية إلى زيادة عدد الشركات المقيدة فى البورصة المصرية من ٥٧٣ شركة فى عام ٩٠ إلى ١٠٧٦ شركة فى عام ٢٠٠٠ ، زيادة عدد الأسهم المقيدة من ٣٧٢,٨ مليون سهم فى نهاية عام ٩٠ إلى ٤٦٧٢,٨ مليون سهم فى عام ٢٠٠٠ ، زيادة الإصدارات الجديدة من الأسهم وارتفاع قيمتها ، ارتفاع قيمة التداول السنوى للأوراق المالية من ٣٤١,٥ مليون جنيه فى عام ٩٠ إلى ٤٩٤٩٣,٧ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٠ ، زيادة نسبة الأوراق المالية المقيدة والمتداولة إلى إجمالى قيمة التداول من ٦٠,٤٪ فى عام ٩٠ إلى ٨٤,٣٪ فى عام ٢٠٠٠ .

تتمثل أهم معوقات الاستثمار غير المباشر فى مصر فى انخفاض درجة السيولة حيث بلغ معدل الدوران ٣٤,٢ عام ٢٠٠٠ ، عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح ، ارتفاع درجة التركيز حيث بلغت ٧٣,٩٪ ، ٣,٧٥٪ فى عامى ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ على التوالى وهو ما يشير إلى انخفاض الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية ، ضيق حجم السوق المصرية حيث بلغ معدل رأس المال السوقى والذى يعكس حجم السوق ٣٦,٦٪ فى عام ٢٠٠٠ ، عدم توفر الوعي الاستثمارى ، وجود بعض المضاربات الضارة بالسوق .

التوصيات :

فى ضوء النتائج السابقة للدراسة نعرض مجموعة من المقترحات لتشجيع الاستثمار فى سوق الأوراق المالية والتغلب على معوقاته :

١- تشجيع الاستثمار طويل الأجل فى الأوراق المالية من خلال منح حوافز معينة مثل حوافز ضريبية لمن يحتفظ بالأسهم لمدة معينة ، منح أسهم مجانية ، ووضع ضوابط لمنع الاستثمار المضاربى قصير الأجل مثل فرض ضرائب على الأرباح المحققة نتيجة عمليات المضاربة ، على أن يتم وضع ضوابط مماثلة بالنسبة للمستثمر الأجنبى وللمؤسسات الأجنبية تضمن عدم الخروج من السوق بسرعة إذ يمكن أيضاً خضوع أرباح صناديق الاستثمار الأجنبية للضريبة فى حالة تحقيق تلك الأرباح خلال فترة وجيزة .

٢ - تنمية الوعى الاستثمارى لدى الأفراد عن طريق :

أ - إضافة مقررات دراسية عن الاستثمار بشكل عام والاستثمار فى البورصة بوجه خاص وذلك لجميع السنوات الدراسية .

ب - إنشاء نواى استثمار فى التجمعات المختلفة مثل الأندية الرياضية والنقابات، الشركات .

ج - قيام وسائل إعلام متخصصة بتوضيح المفاهيم الصحيحة للاستثمار فى البورصة.

د - إنشاء شركات متخصصة فى تقديم النصيحة والمشورة " شركات استشارات مالية مجال الأوراق المالية.

٣- تأسيس شركات تقوم بدور صانع السوق .

٤- رفع كفاءة العاملين بالشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وضرورة اجتيازهم لاختبارات عديدة قبل التصريح لهم بالعمل فى هذا المجال .

٥- الإسراع فى استكمال تنفيذ برنامج الخصخصة مع مراعاة توفير درجة عالية من الشفافية فى البرنامج من حيث الأسعار وتوقيتات البيع ، وأسلوبه وجهات البيع .

٦- ضرورة توافر أنواع وأشكال جديدة للأوراق المالية بالسوق مثل الأسهم الممتازة ، الأسهم العادية المضمونة التى تتيح لحاملها المطالبة بتعويض إذا انخفضت قيمتها السوقية عن حد معين خلال فترة محددة ، السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم ، وصكوك حقوق الشراء

اللاحق للأسهم ، بالإضافة إلى إيجاد أدوات مالية للاحتياط ضد الخطر مثل عقود الخيار وعقود المستقبلات ، وإدخال الأدوات المالية الحديثة الملائمة للسوق المصرية، هذا مع ضرورة تنشيط سوق السندات وذلك من خلال تشجيع إصدار سندات متنوعة (حكومية وشركات) لأجال مختلفة وتحت فئات مخاطر مختلفة وبما يسمح بتنوع العائد ، مع مراعاة إصدار سندات بقيمة اسمية صغيرة لتجنب مشكلة ارتفاع القيمة السوقية لبعض السندات المصدرة ومن الممكن قيام مؤسسة مالية بشراء تلك السندات ثم إصدار وثائق بقيمة صغيرة تمثل جزءاً من ذلك السند وهو ما يشجع صغار المستثمرين على شراء تلك الوثائق، هذا مع وضع برنامج لتداول السندات بحيث يكون منفصلاً عن تداول الأسهم ويرتبط في الوقت نفسه بنظام التداول الكلى .

٧- ضرورة توافر مؤشر جيد يعكس حركة نشاط التداول بموضوعية .

٨- تشجيع المؤسسات المالية المختلفة من بنوك وشركات تأمين وصناديق المعاشات على زيادة نسب استثماراتها في الأوراق المالية في إطار محافظة متنوعة من الأسهم والسندات.

٩- تدعيم دور البورصة في الرقابة والإشراف على عمل السوق ومنح التراخيص وفرض العقوبات وخلافه ، على أن يقتصر دور الهيئة العامة لسوق المال على مراقبة تنفيذ القوانين .

١٠- زيادة الشفافية والإفصاح الكامل عن المعلومات عن طريق :

أ - نشر المعلومات عن الشركات المتداولة من خلال شبكات المعلومات الإلكترونية على أن تتاح لجميع المتعاملين في السوق مجاناً وبدون مقابل .

ب - إلزام الشركات المقيدة بنشر التقارير المالية ومعاقبة الشركات المخالفة مادياً ومعنوياً

ج - تشديد عقوبة استغلال المعلومات الداخلية من قبل المؤسسين والعاملين .

د - إلزام الشركات بنشر موازاناتها التقديرية وسياساتها المستقبلية .

هـ- توفير المعلومات بصورة مبسطة وواضحة وبشكل تفصيلي حتى يستطيع المستثمر الصغير

فهمها .

١١- ربط الجنيه المصرى بسلة من العملات الصعبة بدلاً من ارتباطه بالدولار ويتم تحديد الوزن

النسبي لكل عملة في تلك السلة وفقاً لحجم التبادل التجاري المصرى مع الدولة المعنية .

١٢- ضرورة التنسيق والربط بين البورصة المصرية وبورصات الأوراق المالية العربية كآلية

لتدعيم التعاون العربى المشترك ولتطوير البورصات العربية ومنها البورصة المصرية .

المراجع

- (١) المجالس القومية المتخصصة ، المجلس القومي للإنتاج والشئون الاقتصادية ، سوق الأوراق المالية ، الدورة الحادية والعشرون ، القاهرة ٩٤ ، ٩٥ ، ص٤٣ .
- (٢) An Mbendi Profile : Cairo and Alexandria stock Ex- changes, Egypt, [http : \ www.mbendi . Co . Za / exeg. Htm](http://www.mbendi.Co.Za/exeg.Htm) . P . 1 .
- (٣) د . صبرى أبو زيد ، دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر خلال الفترة من ٧٥-٨٥ / -١٩٨٦ مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والإحصاء، العدد ٤١١ - ٤١٢ ، القاهرة ، ١٩٨٨ ، ص١٩٨٨ .
- (4) Ayman Shafiq , Fayed Abdul. Hadi, **Stock markets of the Arab , world trends , problems and prospects for integration** , routledge , London and New York, may 1989, P.87.
- (5) E F G - Hermes - **the stock exchanges** , [http: \ \ www.efg - Hermes - com/ dose / learnmare / stock . asp](http://www.efg-Hermes-com/dose/learnmare/stock.asp) . page 1 .
- (6) Mauro Mecagni and Maged shawky saurial , the Egyptian stock market : Efficiency tests and volatility Effects, **I M F Working paper , Middle Eastern development**, Washington , April 1999, p.3.
- (7) Ashraf Shams El din , Capital market performance in Egypt : Efficiency Pricing and market Based risk, **An ECES Conference, Cairo, 1997, p.8 .**
- (٨) الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق رأس المال، القاهرة ، ١٩٩٩ ، ص٤٠ .
- (٩) المادة (١٦) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ .
- (١٠) د . ونيس فرج عبد العال ، دور الأسواق المالية فى عملية الخصخصة فى مصر فى إطار برامج التكيف الهيكلى والاقتصادى ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، كلية التجارة، جامعة حلوان ، العدد الأول، القاهرة ٩٧ ، ص٢٣٧ .
- (١١) هالة حلمى السعيد ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصرى فى الفترة ٩٣-١٩٩٧ ، مركز بحوث الشرق الأوسط ، دراسات شرق أوسطية ، جامعة عين شمس، رقم ٢٣٧ القاهرة ١٩٩٨ ، ص١٨ .

- (١٢) **Trading system** , [http:// www. Egypt se . Com\ htm. \ Trad- ing. Sys . htm . P. 1 .](http://www.Egyptse.Com\htm.\Trad-ing.Sys.htm)
- (١٣) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى العام ١٩٩٩ ، القاهرة ، ٢٠٠٠ ، ص ٥٨ .
- (١٤) الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٤٠٠-٤٠٠ .
- (15) Nagwa Samak and Omneia Helmy. , Foreign portfolio equity investment in Egypt an analytical overview, **Nahda quarterly journal**, faculty of economic and political sciences, Cairo university . vol 3 . Cairo 2000 . , p. 204
- (١٦) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لعام ٢٠٠٠ ، القاهرة ، ٢٠٠١ ، ص ٣٨ .
- (١٧) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لعام ٩٩ ، مرجع سابق ، ص ١٤-١٥ .
- (١٨) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لعام ٢٠٠٠ ، مرجع سابق ، ص ٢٠ .
- (١٩) أنظر المواد من ٥٠-٥٥ من القانون .
- (16) Ministry of Economy , **A new Business Environment for a great Country** , part 1, Egypt , 1998, p.13
- (٢١) الهيئة العامة لسوق المال ، قطاع البحوث والتطوير ، التقرير السنوى لعام ١٩٩٧ ، القاهرة ، ١٩٩٨ ، ص ٢١ .
- (٢٢) بنك مصر، سوق الأوراق المالية فى مصر، المشاكل والسماك الخاصة بالسوق المالية الناشئة (٩٠-٩٦) ، العدد الأول، القاهرة، ١٩٩٧، ص ١٩ .
- (٢٣) بورصتا القاهرة والإسكندرية ، النشرة الشهرية، يونيو ٢٠٠١ ، القاهرة، ص ٦-٧ .
- (٢٤) وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية ، سندات القطاع الخاص فى مصر ، القاهرة ، ديسمبر ٩٩ ، ص ٢٠ .
- (٢٥) الهيئة العامة لسوق المال الإدارة العامة للمعلومات .
- (٢٦) بورصتا القاهرة والاسكندرية ، النشرة الشهرية، يونيو ٢٠٠١ ، مرجع سابق ، ص ٦٠ .
- بورصتا القاهرة والإسكندرية ، النشرة الشهرية ، يونيو ٢٠٠١ ، مرجع سابق ، ص ٦٠ .
- (27) Mokhtar Khat tab , Constraints to privatization : the Egyptian Experience, **An ECES, Working paper Series, No . 38**, Cairo , May

1999, Page 10.

(28) <http://www.Sis.Gov.eg/egyptinf/privatization-htmi>, P.1.

(29) Egypt Economic profile , stock Market growth , <http://www.Sis.gov.eg/egyptinf/economy/htmi/eeep/html/text44.htm> , p .1

(٣٠) مادة ١٤ من قانون سوق رأس المال .

(٣١) د. السيد عبد المولى ، الوجيز فى التشريعات الاقتصادية ، دار النهضة العربية ،

القاهرة ، ٩٩ ، ص ١٠٢ .

(٣٢) بنك مصر ، سوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق ، ص ٢٠ .

(٣٣) منير إبراهيم هندى ، مستقبل أسواق رأس المال العربية ، مخاطر ومحاذير ، منشأة

المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٥ ، ص ٤٧ .

(٣٤) عبد الباسط وفا محمد ، بورصة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول

مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٩٦ ، ص ١٥٤ .

(٣٥) محمد سويلم ، ادارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الاوراق المالية ، كلية

التجارة جامعة المنصورة ، المنصورة ، ١٩٩٦ ، ص ٣٥٢ .

(٣٦) البنك الأهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثانى ، المجلد الثانى والخمسون ،

القاهرة ١٩٩٩ ، ص ٥ .

(٣٧) نبيل حشاد ، الدروس المستفادة من الأزمة المالية فى آسيا وإمكانية حدوثها فى مصر ،

بحث مقدم إلى المؤتمر السنوى الثالث لإدارة الأزمات والكوارث ، القاهرة ، ١٩٩٨ ص ٥٦٥ .

(٣٨) هالة حلمى السعيد ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصرى ، مرجع سابق ، ص ٣٥ .

(٣٩) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لعام ٢٠٠٠ ، مرجع سابق ، ص ٤١ .

(40) Mauro Mecagni and Maged Shawky , Efficiency and Risk Return Analysis for the Egyptian stock Exchange , ECES , Working paper No 37, April 99, P.6.

(٤١) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ٩٩/٩٨ ، ص ٦٨ .

(٤٢) د. فرج عزت ، إدارة الأزمات وبورصات الأوراق المالية العربية ، بحث مقدم للمؤتمر

الثالث لإدارة الأزمات والكوارث ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، القاهرة ، أكتوبر ١٩٩٨ ،

ص ٥٠٢ .

- (٣٤) المستشار محمود فهمى، الإطار التنظيمى والتشريعى لسوق رأس المال فى مصر، بحث مقدم لمؤتمر نحو قطاع مالى كفاء فى مصر، المركز المصرى للدراسات الاقتصادية، القاهرة، أكتوبر ١٩٩٧، ص٥٤٧.
- (44) About s& p's Emerging markets data Base, www. Spglobal . com / ss index mainemdb . Htmi ,p.1.
- (45) Standard & poor's , **Emerging stock markets Fact Book**, Washington , 2000, P56
- (46) I FC , www. IFC . Org / emdb / special / press /3. H T M . P.1
(٤٧) الهيئة العامة لسوق المال ، الإدارة العامة للمعلومات .
(٤٨) تقرير البنك المركزى المصرى عام ١٩٩٧ ، ص٨٢ .
- (49) Riad Dahel , Volatility in Arab stock Markets , the Arab planning Institute , **Working paper series No 9905**, Kuwait p. 3.
- (50) Capital Market Authority , **1996 Annual Report**, Cairo,1997,p.2
- (51) **Capital Market Regulation** , Http: www. Sis . gov . eg / Egyptiaf / Economy / htmi / eep / htmi / text 43 . htm . p . 2.
- (٥٢) نعمان عامر ، المساندة المحاسبية للتحوط من مخاطر الاستثمار فى أدوات التمويل من أجل تفعيل دور سوق رأس المال المصرى، بحث مقدم لمؤتمر "ما بعد الإصلاح المالى فى مصر"، كلية التجارة ، جامعة بنها ، بنها ، ١٩٩٨، ص١٧ .
- (٥٣) السعيد محمد لبدية ؛ مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية فى مصر، بحث مقدم لمؤتمر الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال ، القاهرة، ١٩٩٧، ص ٢٤٣ . ٢٤٤ .
- (54) Sherif Raafat , An action plan for Engendering Capital Market growth in Egypt, **ECES, Working paper No.32**, Egypt, 1998, page 7.
- (55) American Chamber of Commerce in Egypt, **Egypt : the stable Emerging market** , Cairo, 1998,P20.
- (56) Nagwa Samak, Omneia Helmy, **op.cit** . p . 204