



جامعة مدينة السادات
معهد الدراسات والبحوث البيئية
المؤتمر الدولي الرابع للدراسات والبحوث البيئية
" بيئة مستدامة ذكية "



Journal of Environmental Studies and Researches (2017), 7(2-B):360 -375

دور سوق الأوراق المالية فى تحقيق التنمية الاقتصادية فى مصر

رمضان على السيد على معروف
المعهد العالى للعلوم الإدارية جيناكليس

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى معرفة دور سوق الأوراق المالية فى تمويل المشروعات القومية العملاقة ، وتنشيط خطط التنمية الاقتصادية وإعادة هيكلة شركات القطاع العام من خلال طرح جزء منها بالبورصة المصرية ، والتعرف على أوجه الضعف والقصور فيها وطرق علاجها ، بهدف جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية ، وزيادة معدل الناتج المحلى وعلاج الكثير من المشكلات الاقتصادية التى يعانى منها الاقتصاد القومى فى الفترة الحالية ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنشيط سوق الأوراق المالية وبين التنمية الاقتصادية فى مصر .

الإطار العام للبحث

- مقدمة
- مشكلة البحث
- أهمية البحث
- أهداف البحث
- فروض البحث
- منهجية البحث
- الدراسات السابقة
- الإطار النظرى للبحث
- مفهوم سوق الأوراق المالية
- تطور سوق الأوراق المالية
- أهمية سوق الأوراق المالية
- مقومات سوق الأوراق المالية
- معوقات ومشاكل سوق الأوراق المالية
- طرق مواجهة وعلاج المعوقات والمشاكل التى تواجه سوق الأوراق المالية
- عرض وتحليل النتائج
- التوصيات
- المراجع

مقدمة

تقوم سوق الأوراق المالية بدفع التنمية الاقتصادية من خلال قيامها بعدد من الوظائف مثل تعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية الواعدة داخل السوق ، وتمويل الأنشطة الإنتاجية ، وتوفير رؤوس الأموال للتوسعات المستقبلية للشركات ، وتمويل خطط التنمية الاقتصادية للدولة من خلال الاكتتابات الجديدة فى المشروعات القومية العملاقة ، وإعادة هيكلة شركات قطاع الأعمال العام وطرح جزء منها بسوق الأوراق المالية بما يسمح لها بتوفير السيولة الكافية لإعادة الهيكلة من ناحية ، وسداد مديونياتها من ناحية أخرى، مع القيام بإعادة تخصيص الموارد ، وجذب الاستثمارات الأجنبية بما يوفر العملة الصعبة ويزيد من الاحتياطى لدى البنك المركزى .

مشكلة البحث وتساؤلاته

يعتبر سوق الأوراق المالية المصرى مؤسسة مالية قوية حيث يستطيع تحريك النشاط الاقتصادى وتحفيزه ، ودفعه نحو النمو من خلال تدوير رؤوس الأموال وتنشيط الأعمال ، ولكن نظراً لما أصاب هذا السوق من مجموعة من أوجه الضعف والقصور منذ عام ٢٠٠٨ وحتى الآن ، أصبح السوق عاجزاً عن الوفاء بقدرته التنموية المطلوبة ، حيث عانى السوق من قصور تشريعى من خلال تقادم قانون سوق المال رقم ١٩٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، وضعف النواحي الإدارية ، وضعف المحفزات التى تقدمها الدولة لهذا السوق ، وفرض ضرائب على تداولاته ، وعدم ضخ دماء جديدة ذات فكر واعى ورشيد لظروف المرحلة الراهنة فى التعويل على هذا السوق فى تمويل المشروعات القومية ، وضعف الثقافة الاستثمارية ، وعدم توافر العدالة فى توزيع المعلومات بين جمهور المتداولين ، وبالتالي تظهر مشكلة البحث من خلال التساؤل الرئيسى التالى : ماهى آليات تنشيط سوق الأوراق المالية المصرى ودوره فى تمويل المشروعات القومية وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة ؟ ومن هذا التساؤل تثار بعض الأسئلة الفرعية التالى :

- ماهى أوجه الضعف والقصور فى سوق الأوراق المالية المصرى؟
- ماهى طرق علاج المشاكل التى يعانى منها سوق الأوراق المالية المصرى؟
- ماهى جهود الدولة لتحفيز وتنشيط سوق الأوراق المالية المصرى؟

أهمية البحث

تكمن أهمية البحث فى إلقاء الضوء على الدور الحيوى والهام الذى يمكن أن تمارسه سوق الأوراق المالية فى تنشيط الاقتصاد المصرى ودعمه ، من خلال الاعتماد عليها فى تمويل المشروعات القومية العملاقة التى تحتاجها مصر فى الفترة الحالية من بنية تحتية ممتلئة فى شبكة طرق ومواصلات ومطارات وموانئ وغيرها ، ومشروع تنمية محور قناة السويس ، ومشروع المثلث الذهبى ، حيث تساهم فكرة الاعتماد على سوق الأوراق المالية فى تخفيف الضغط على القروض من الجهاز المصرفى ، وتخفيف الضغط على الموازنة العامة للدولة من خلال تخفيف الفوائد التى تدفع للسندات ، كما أن طرح السندات الحكومية بهذه السوق يجعل السندات أكثر عمراً فى السداد من خلال تداول السندات بين عدد كبير من المتعاملين بهذه السوق ، مما يخفف الضغط عليها فى تواريخ الاستحقاق المختلفة والتى قد تطول بسبب التداول المستمر عليها ، ومحاولة لتقديم بعض الاقتراحات والرؤى لعلاج بعض القصور والضعف فى هذه السوق ، بما يفيد متخذ القرار الاقتصادى من تعظيم الاستفادة من هذه السوق والدفع بها لتحقيق منافع أكبر للاقتصاد القومى .

أهداف البحث :

يهدف هذا البحث إلى :

- ١- التعرف على أهمية ومقومات سوق الأوراق المالية .
- ٢- معرفة الدور الاقتصادى الذى تمارسه سوق الأوراق المالية فى الاقتصاد القومى .
- ٣- معرفة دور سوق الأوراق المالية فى تمويل المشروعات القومية الحالية .
- ٤- التعرف على دور سوق الأوراق المالية فى تمويل خطط التنمية الاقتصادية .
- ٥- الوقوف على أهم المعوقات والمشاكل التى تواجه سوق الأوراق المالية وكيفية مواجهتها .

❖ فروض البحث :

يقوم هذا البحث على فرضية أساسية هى أنه "لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية فى مصر" .

منهجية البحث

يقوم هذا البحث على المنهج الوصفى التحليلى من خلال استخدام البيانات الثانوية من كتب ورسائل وأبحاث كتبت فى هذا المجال ، مع استخدام بعض الأساليب الإحصائية مثل الانحدار المتعدد لتحليل البيانات والحصول على أهم النتائج .

١- دراسة زيدان ، نورين ٢٠٠٦

بغوان : دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق

وقد هدفت الدراسة إلى تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظراً منها ، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري ، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك العديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.^١

٢- دراسة شندی

بغوان : الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة

وقد هدفت الدراسة إلى بيان أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي ، وقد توصلت الدراسة إلى انعدام العلاقة بين سوق الأوراق العراقية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق.^٢

الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

هي أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستثمرة على شكل أوراق مالية (أسهم وسندات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تمويل الأوراق المالية بسهولة ويسر إلى نقود حاضرة.^٣

سوق الأوراق المالية تعكس كفاءة وربحية الشركات مما يعود بالفائدة على الاقتصاد القومي بشكل عام ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية مع درجة عالية من السيولة تساعد على مزيد من التوسعات في الاقتصاد القومي، وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.^(٤)

ويرى الباحث بأن سوق الأوراق المالية ما هو إلا مكان وزمان محدد يلتقى فيه طرفان (بائع ومشتري) لتداول أدوات مالية معينة ومشتقاتها من خلال سعر ما يتحدد بناء على العرض والطلب في إطار بيئة تنظيمية معينة بهدف تحقيق منفعة مشتركة للبائع والمشتري (المستثمر والمدخر) وبالتالي لا بد أن يشمل سوق الأوراق المالية مجموعه من العناصر أهمها :-

- ١- عدد من البائعين وعدد من المشترين .
- ٢- أداة مالية محددة تتداول في هذا السوق.
- ٣- مكان محدد.
- ٤- سعر معلن.
- ٥- زمن محدد.
- ٦- بيئة تنظيمية لهذا السوق.

وبهذا التعريف يمكن الوقوف على عناصر السوق الأساسية المكونة له ، مع توضيح الهدف المشترك لطرفي التداول في السوق وهما المستثمر والمدخر فضلاً عن البيئة التنظيمية التي يستطيع هذا السوق العمل من خلالها.

^١ زيدان محمد ، نورين بومدين ، دور اسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر الأفاق والمعوقات ، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، ٢١-٢٢ نوفمبر ، ٢٠٠٦ ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر ص١

^٢ - أديب قاسم شندی ، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة ، بحث منشور بمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، ٢٠١٣ ص١.

^٣ - مؤيد عبد الرحمن الدوري ، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية ، إثراء للنشر والتوزيع ، ٢٠١٠ ، ص٣٥

^(٤) Jan Toporowski, *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge, London and New York, 2008, P.19.

ثانياً: تطور سوق الأوراق المالية في مصر - يمكن معرفة تطور هذا السوق من خلال الاتي :

(أ) تطور مؤشرات سوق الإصدار:

يتعلق سوق الإصدار بالأوراق المالية التي تصدر لأول مرة وتطرح للإكتتاب العام ، حيث يتضمن سوق الإصدار مجموعة مختلفة من الشركات وهي الشركات المنشأة في ظل قوانين الاستثمار رقم (٢٣٠) لسنة ١٩٨٩ ، والشركات المنشأة في ظل قانون الشركات رقم (٢٦) لسنة ١٩٤٥ ، والذي حل محله القانون (١٥٩) لسنة ١٩٨١ الخاص بالشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة ثم الشركات المنشأة التي تساهم الحكومة فيها وهي شركات نشأت في ظل قانون التأميم الجزئي رقم ١١٨ لسنة ١٩٦١ بتقرير مساهمة الحكومة في بعض الشركات والمنشآت وبحصة لا تقل عن ٥٠% من رأس المال، وقانون رقم (١١٩) لسنة ١٩٦١ بتقرير بعض الأحكام الخاصة ببعض الشركات القائمة ويخصص متفاوتة في رؤوس أموالها، بالإضافة إلى الشركات التي نشأت قبل ذلك مملوكة للحكومة مع طرح جزء من رأس المال للاكتتاب العام والتي يطلق عليها شركات القطاع العام المختلط، وكذا الشركات المقيدة الخاضعة لقانون قطاع الأعمال رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١^(١).

ويساهم سوق الإصدار النشط في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، من خلال دوره في تشجيع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل، وبالتالي فإنها تعطي للشركات فرصة حصولها على مصدر مستمر لتمويل توسعاتها الاستثمارية، وتمكنها من إيجاد مصدر بديل للاقتراض من البنوك. ويمكن تتبع تطور سوق الإصدار من خلال توضيح كل من إصدارات الأسهم والسندات.

(١) الإصدارات الجديدة من الأسهم:

وهي تشمل إصدارات الأسهم الجديدة للشركات في سوق الأوراق المالية سواء أسهم التأسيس للشركات الجديدة أو أسهم زيادة رأس المال للشركات القائمة من قبل، كما يتضح من خلال الجدول التالي:

جدول رقم ١

تطور مؤشرات سوق الإصدار الجديد للأسهم خلال الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠١٥ م)

السنة	إصدارات أسهم التأسيس		إصدارات أسهم زيادة رأس المال		الإجمالي	
	عدد الإصدارات	قيمة الأسهم المصدرة بالمليون	عدد الإصدارات	قيمة الأسهم المصدرة بالمليون	عدد الإصدارات	قيمة الأسهم المصدرة بالمليون
٢٠٠٠	١٢٩٧	٦٠٢٥	٤٨١	١١٠٣٥	١٧٧٨	١٧٠٦٠
٢٠٠١	١٠٦١	٥٢٦٦	٥٠٤	٩١٧٧	١٥٦٥	١٤٤٤٣
٢٠٠٢	٨٤٨	٤٣٧٠	٥٢٢	١٠٩٦٦	١٣٧٠	١٥٣٣٦
٢٠٠٣	٧٩٧	٣٣٨٣	٤٩٢	١٥٤١٣	١٢٨٩	١٨٦٩٦
٢٠٠٤	١١٥٩	٧٠١٥	٧٤٠	١٤٣٤٨	١٨٩٩	٢١٣٦٣
٢٠٠٥	١٥٥٥	٨٩٢٢	٧٩٦	٢٨٠٦٢	٢٣٥١	٣٦٩٨٤
٢٠٠٦	١٧١٤	٢٨٠١٣	٨٧٢	٥٥٨٥٨	٢٥٨٦	٨٣٨٧١
٢٠٠٧	٢٠٨١	٢٤٤٢٥	١٠٤٤	٧٩٤٠٣	٣١٢٥	١٠٣٨٢٨
٢٠٠٨	٢٣١٧	١٧٩٢١	١١٨٤	٦٠٨٧٣	٣٥٠١	٧٨٦٩٤
٢٠٠٩	٢٠٣٩	١٢٦٥٢	١٠٩٠	٤٨٧٦٨	٣١٢٩	٦١٤٣٨
٢٠١٠	٢٢٠٩	١٢١٤٠	١٢٤٣	٧٦٤٢٤	٣٤٥٢	٨٨٥٦٤
٢٠١١	١٧٦٥	٦٩٧٦	١١٤٨	٣٦٨٣٣	٢٩١٣	٤٣٨٠٩
٢٠١٢	٢٢٠٦	٨٥٦٤	٩٧٦	٣٨٢٥٧	٣١٨٢	٤٦٨٢١
٢٠١٣	٢١٧٨	٦٦٠٨	٨٢٥	٣١٨٠٨	١٣١٨	٣٨٤١٥
٢٠١٤	٢٦٢١	١٠٠٤٠	٩٢٠	٣١٠٢	٣٥٤١	١٣١٤٢
٢٠١٥	٣٠٨٦	٢٩٥٠٠	٩٦٨	٢٢٢٠	٥٣٠٦	٣١٧٢٠

(١) أحمد عبد الحافظ عبد الوهاب، "دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية في الفترة (١٩٩٠ - ٢٠٠٤)، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة عين شمس، ٢٠٠٨، ص ١٤٩.

يشير الجدول رقم (١)، إلى أن إجمالي قيمة الإصدارات قد تميزت بالتدني خلال الفترة من (٢٠٠٠ - ٢٠٠٤) ثم أخذت قيم مرتفعة خلال الفترة من (٢٠٠٥ - ٢٠١٠) لتصل إلى أعلى قيمة لها في عام (٢٠٠٧) لتصل إلى ١٠٣,٨ مليار^(١) جنيه ولكن أخذت في الانخفاض في أعوام (٢٠١١ - ٢٠١٢ - ٢٠١٣) لتصل إلى (٣٨,٤ - ٤٦,٨ - ٤٣,٣) مليار جنيه على التوالي متأثرة بالأحداث التي حدثت في الاقتصاد المصري. كما وصلت إلى ١٤,١٣ - ٣١,٧ في عامي ٢٠١٤، ٢٠١٥ على الترتيب وذلك بسبب ضعف محفزات الائتتاب وفشل العديد من الإكتتابات بالسوق

(٢) الإصدارات الجديدة للسندات:

بدأ قيد وتداول سندات الخزانة في سوق الأوراق المالية اعتباراً من أول أغسطس ١٩٩٥، وكان لتلك الخطوة آثار إيجابية على نشاط السوق شجعت على قيام عدد من البنوك والشركات بإصدار سندات لأول مرة، ويوضح الجدول التالي تطور الإصدارات الجديدة من السندات خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٠).

جدول رقم (٢)

تطور الإصدارات الجديدة من السندات خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٠م)

السنة	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠
عدد الإصدارات	٣	٤	٢	٠	٧	١٦	١١	٩	٨	١٧	١١	١٧	١١	١١	١١	١١
قيمة السندات (بالمليون)	٣٣٩٢	٨١٠	٥٠٠	٠	١٤٤٠٢	٢٧٩٦٦	١٦٧٩٩	١٤٥٩٣	١٦٩٦٠	٤٣٣١٠	١٤٦٦٤	٣٥٠	٩٧	٣٩٠٥٩	٠	٧٩٢٠٠

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المعلومات.

ونلاحظ من الجدول أن هناك تدني في قيمة إصدارات السندات، أن كانت هناك بعض الارتفاعات الطفيفة، تشكل إصدارات السندات الحكومية، والتي تشمل كل من سندات الخزانة وسندات التنمية، الجزء الأكبر من إجمالي الإصدارات، يرجع التحسن النسبي في سوق السندات الحكومية في عام ٢٠٠٤ إلى بدء العمل بنظام المتعاملين الرئيسيين مما يساعد على تنمية سوق الأوراق المالية الحكومية وزيادة ثقة المتعاملين في السوق، وما زال نصيب القطاع الخاص في الشركات والبنوك إصدار السندات منخفضاً.

وهو ما يشير إلى عدم اعتماد الشركات على سوق السندات كأداة تمويلية، وإلى الحاجة الماسة إلى دعم هذا السوق ضرورة ملحة فرضتها الأزمة المالية والمناخ الاستثماري الذي تغير وتطور في فلسفة الأدوات الاستثمارية، حيث أصبحت السندات أداة أساسية في توزيع الأصول لأي محفظة استثمارية متنوعة، وكذلك فقد كشفت الأزمة المالية عن عيوب التمويل في عدد كبير من الشركات، حيث اعتمدت على التمويل قصير الأجل لشراء أصول واستثمارات طويلة الأجل. وعند أول صدمة في سوق الائتمان امتنعت البنوك عن التمويل قصير الأجل وساهمت الاستحقاقات قصيرة الأجل لتلك الشركات التي فقدت السيولة وواجهت مشكلة السيولة.

(١) يأتي ذلك انعكاساً للتطورات الإيجابية للاقتصاد المصري منها توقعات صندوق النقد الدولي بارتفاع معدل نمو الاقتصاد المصري، تخفيض أسعار الائتمان والخصم.

ب : تطور مؤشرات سوق التداول:

شهدت البورصة اهتماماً متزايداً بتطوير مستويات الإتاحة المعلوماتية، حيث أطلقت سلسلة من المؤشرات الجديدة التي تستهدف تقديم صورة أوضح للسوق. بالإضافة إلى المؤشر الرئيسي للسوق EGX30 أطلقت البورصة مؤشرات EGx100, EGx70, EGx20 Capped كما تم إطلاق نسخة من مؤشر EGX30 مقومة بالدولار لتقيس آثار التغيير^(١). كما أولت البورصة أيضاً اهتماماً خاصاً لإتاحة المعلوماتية حيث قامت بإنشاء مركز معلومات للبورصة عام ٢٠١٠ وذلك على غرار المتبع في عدد كبير من البورصات العالمية، قامت بتدشين أول مؤشرات قطاعية في السوق المصري نظراً لما تمثله المؤشرات من أهمية بالغة للمستثمر في تحديد قراراته، كما قامت بتعديل معايير تصنيف القطاعات المتداولة لتصبح ١٧ قطاعاً بدلاً من ٢٢ قطاع كما كان متبعاً. وقد تم تسكين الشركات في التصنيف الجديد وفقاً لطبيعة الأنشطة التي تمارسها الشركات والمصادر الرئيسية لإيراداتها.

أطلقت شركة بلتون فاينانشال عام ٢٠٠٨ أول صندوق للمؤشرات (ETFs) في السوق المصري على مؤشر EGx30 وبعد هذا الصندوق الأول من نوعه الذي يتم إصداره وتداوله في أسواق المنطقة العربية، وأداة جديدة لتوفير درجة مخاطر أقل نظراً لاشتمال الوثيقة الواحدة على مجموعة من الأوراق المالية التي تكون المؤشر وهو ما يتيح للأفراد الحصول على محفظة متنوعة من الأوراق المالية النشطة بتكلفة أقل مقارنة بصناديق الاستثمار العادية. شهدت مؤشرات البورصة اتجاهاً عاماً صعودياً خلال منذ عام ٢٠١٣، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة لارتفاع ليسجل مؤشر EGX30 ارتفاعاً بنحو ٢٤% واستمر هذا المؤشر في الارتفاع حتى وصل إلى ١٥٨٠٠ نقطة في عام ٢٠١٧ أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد ارتفع مؤشر EGX70 و EGX100 بحوالي ١٤% و ١٥% على التوالي، واستمر في الصعود حتى عام ٢٠١٧ حتى وصل إلى ٥٢٣ نقطة، ١٢٤٠ نقطة على التوالي.

ج- مؤشر EGX30 للبورصة المصرية ومنتجاته:

بدأ المؤشر ٢ يناير ١٩٩٨ بقيمة أساس تبلغ ١٠٠٠ نقطة حيث توقفت بورصتا القاهرة والإسكندرية عن إصدار مؤشري CASE50 للسعر وCASE50 لإجمالي العائد وقد كانت فترة حسابهما من ١ يناير ٢٠٠٠ حتى ٣١ يناير ٢٠٠٣ وقامتا بتصميم وحساب مؤشر واحد فقط وهو CASE30 للسعر ابتداءً من ١ يناير ١٩٩٨ بقيمة ١٠٠٠ وقد تم بدء نشره في ٢ فبراير ٢٠٠٣ ويتضمن CASE30 أعلى ٣٠ شركة من حيث السيولة والنشاط، حيث يقيس CASE30^(٢) للسعر والعائد على الاستثمار من الزيادة في القيمة السوقية للسهم فقط (القيمة الفعلية لرأس المال)، ويقاس أو يوزن Case30 للسعر عن طريق حساب رأس المال السوقي المعدل بحساب نسبة الأسهم الحرة للأسهم التي يتكون منها المؤشر. ويتم حساب رأس المال السوقي هو عدد الأسهم المقيدة مضروباً في أسعار إقفال أسهم كل من الشركات التي يتكون منها المؤشر مضروباً في نسبة الأسهم الحرة. وتوضح شروط الانضمام لمؤشر CASE30 أهمية الأسهم الحرة للتداول^(٣) كمقياس أساس لنشاط الشركات المنضمة للمؤشر وهو ما يؤكد أن الانضمام للمؤشر سيكون فقط للشركات النشطة بعد أخذ نسبة الأسهم الحرة للتداول في الاعتبار. وبالتالي يصبح المؤشر مرآة دقيقة للسوق المصري، وابتداءً من ١٩٩٨ تم حساب مؤشر CASE30 وفقاً للعملة المحلية والدولار، وفي الأول من مارس ٢٠٠٩ تم بدء نشر المؤشر مقوماً بالدولار في ١ مارس ٢٠٠٩ تم تغيير اسم المؤشر إلى EGX30 والذي وصل إلى ما يقارب ١٣ ألاف نقطة في عام ٢٠١٧.

ثالثاً:- أهمية سوق الأوراق المالية كان دور البورصة قديماً محصوراً بالسندات والقروض العامة، ومع تطور وانتشار الشركات المساهمة في الثلث الأخير من القرن التاسع عشر، تزايدت أهمية البورصات وتزايدت معها إصدار الأوراق المالية الحكومية والتابعة لشركات حكومية^٤

وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً لجميع الأطراف المتعاملة معها حيث تقوم بتوفير السيولة للسوق من خلال تجميع المدخرات من الأفراد والصناديق والمؤسسات المالية لاستثمارها في الأسهم والسندات المطروحة في هذا السوق،

(١) البورصة المصرية، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
(٢) البورصة المصرية، قواعد مؤشر التلاتين EGX30 Index للبورصة المصرية، مطبوعات البورصة المصرية.
(٣) يجب الانتقل نسبة التداول الحر للشركة عن ١٥% كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر مما يضمن لمشاركي السوق أن مكونات المؤشر تعبر بصدق عن الشركات ذات التداول النشط وأن المؤشر يعد مقياس جيد وموثوق به للسوق المصرية.
٤ محمد بشار كبر، الأسواق المالية. الموسوعة العربية، ٢٠١١، ص ٢٢.

وبالتالى نجد أنها تمثل أهمية لكل من :

(أ): المستثمر

وهو الشخص الذى يقوم بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه بهدف تحقيق عائد دورى (كوبون) على أسهمه من الشركات الربحية والتي تقوم بتوزيع أرباح ممثلة فى كوبون السهم ، أو فائدة السند أو الاستفادة من فروق الأسعار حالة ارتفاع سعر السوق عن سعر البيع مما يمكنه من التقاط أرباحه نتيجة عمليات التداول والمضاربة على صعود الأسهم .^١

(ب):- بالنسبة للشركات المصرية

حيث يساعدها السوق فى الحصول على تمويل طويل الأجل وتوفير السيولة اللازمة لتمويل توسعاتها المستقبلية ، والقضاء على أزمة السيولة لديها ، وتخفيف عبء القروض من البنوك المتمثل فى الفوائد التى ستدفعها للبنوك ، وتقديم الضمانات الكافية للحصول على هذه القروض ، وبذلك يساعدها سوق الأوراق المالية فى الحصول على ماتحتاجه سواء من خلال سوق الإصدار (الإكتتاب لأول مرة) ، أو من خلال زيادة رؤوس أموالها مرات أخرى وهى تعمل داخل السوق الثانوى ، فضلاً عن أن عملية تداول أسهمها داخل السوق يسمح بتجديد المساهمين ودخول مساهمين جدد من خلال بيع وشراء أسهم هذه الشركات بالتالى فهى ليست ملزمة باسترداد قيمة الأسهم مقارنة بما يحدث مع السندات ، وبالتالي نجد أن الشركة أمامها فرصة كبيرة للتفرغ لعمليات الإدارة ودراسة كيفية نمو وتوسعة هذه الشركات .

(ج) : أهميتها بالنسبة للاقتصاد المصرى .

تنضح أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد المصرى من خلال قدرتها على تمويل خطط التنمية الاقتصادية ، وتمويل المشروعات القومية العملاقة ، وإعادة تخصيص الموارد ، والمساهمة فى زيادة معدل الناتج المحلى وغيرها من الأمور التى سيتم توضيحها فيما يلى :

١- دور سوق الأوراق المالية فى إعادة هيكلة شركات القطاع العام المصرى

يلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً فى إعادة هيكلة شركات القطاع العام خاصة الخاسرة منهم ، من خلال طرح جزء من هذه الشركات للاكتتاب العام للجمهور حيث تحصل الشركة على أموال مقابل أسهم تساعدها فى توفير السيولة اللازمة لإنشاء خطوط إنتاج جديدة ، وصيانة وترميم خطوط الإنتاج القديمة ، وتوفير الخامات بشكل اقتصادى مما يوفر فى تكاليف الإنتاج ويؤدى إلى زيادة الإنتاجية بالتالى تحول هذه الشركات من شركات خاسرة إلى شركات رابحة .

٢- دورها فى تمويل خطط التنمية

حيث تلجأ الحكومة إلى سوق الأوراق المالية للإقراض من خلال طرح سندات حكومية ، لتمويل نفقاتها العامة ، وتوجيه الأموال التى تحصل عليها ناحية المشروعات القومية خاصة فى الفترة الحالية ، مثل تمويل مشروع تنمية محور قناة السويس ، والمثلث الذهبى ، والعاصمة الإدارية الجديدة وغيرها من مشروعات البنية التحتية خاصة فى مجال النقل والطرق .

٣- دور سوق الأوراق المالية فى جذب رؤوس الأموال الأجنبية

تسعى سوق الأوراق المالية إلى العمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تقديم حوافز للمستثمرين الأجانب ، وتقديم معلومات صحيحة وشفافية عن الشركات العاملة بالسوق ، مما يؤدى إلى شراء أسهم هذه الشركات أو المشاركة فى حصص كبيرة فيها أو الاستحواذ التام عليها ، مما يساعد على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل ، ومما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.^(١) و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية فى الانتعاش الاقتصادى تجارب البلدان الناشئة فى جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التى تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

٤- دورها فى زيادة الادخار

حيث يمثل الحصول على الأصول المالية نوعاً من الادخار ، والحد من الاستهلاك مما يزيد التراكم الرأسمالى بالدولة ، وتوفير معدلات الاستثمار فيما بعد ، والحد من المخاطر التى قد يتعرض لها رأس المال .

^١ - عبد الغفار حنفي ، رسمية قريبا ، " أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ٢٠٠٣ ، ص ٠٩ .
(١) فريد النجار ، " البورصات و الهندسة المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ١٩٩٩ ، ص ١٦ .

٥- دورها في علاج المديونية

يتم الاعتماد على سوق الأوراق المالية من خلال شراء الأسهم المصدرة في توفير السيولة اللازمة لعدد من الشركات بدلاً من الاقتراض من الخارج ، حيث تساهم سوق الأوراق المالية في تقادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساساً في زيادة مدفوعات خدمة الدين . كما تساهم سوق الأوراق المالية في خفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين وتحويله لورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج . إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.^(١)

٦- دورها في عملية الخصخصة

تلعب الأسواق المالية دوراً كبيراً في تجارب الخصخصة من خلال تسهيل عمليات التخصيص ، ومن أهم مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة مايلي :^(٢)

- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة

٧- دورها في تقييم الشركات والمشروعات

تستخدم سوق الأوراق المالية في تقييم الشركات والمشروعات ، من خلال معرفة أسعار أسهم تلك الشركات ، حيث يمثل انخفاض أسعار هذه الأسهم دليلاً على فشل الإدارة أو ضعف مركزها المالي ، مما يوجه عناية المستثمرين بالوضع الحالي للشركة ، وتوعيتهم بظروف الشركة لاتخاذ مايرونه مناسباً في الجمعية العمومية أو التحول لشركات أخرى أكثر كفاءة وجدوى .

٨- دورها في تجنب الآثار التضخمية

تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف الآثار التضخمية من خلال تخفيف الضغط على البنوك ، حيث لو قامت بعملية التمويل بصفة مستمرة لأدى ذلك إلى زيادة مفرصة في حجم الائتمان وارتفاع معدلات التضخم داخل المجتمع .^(١)

ويرى الباحث أن أهمية سوق الأوراق المالية تكمن في كونها أداة من أدوات السياسة النقدية والمالية في يد الحكومات والتي تستطيع من خلالها توجيه الاقتصاد وعلاج فجواته وأزماته ، فمن ناحية السياسة النقدية تعتبر أداة لعلاج الفجوات التضخمية والفجوات الانكماشية ، ففي الحالة الأولى يتدخل البنك المركزي بانعاً للسندات الحكومية فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة لكبت جماح التضخم داخل الاقتصاد القومي حيث يهدف بذلك إلى امتصاص المعروض النقدي الزائد لدى الأفراد المستثمرين وفي الحالة الثانية يتدخل مشترياً لعلاج الفجوات الانكماشية حيث يقوم بشراء السندات من حاملها مما يتيح لهم سيولة أكثر تساهم في القضاء على حالة الانكماش من خلال زيادة الطلب على المنتجات بالتالي زيادة الانتاج وزيادة الدخل .

ومن ناحية السياسة المالية تعتبر سوق الأوراق المالية استثماراً فيمكن التأثير على هذا الاستثمار من خلال فرض ضرائب حيث تمثل الضرائب في هذه الحالة تكلفة على الاستثمار تستفيد منها الدولة بإيرادات معينة ، أو من خلال زيادة الإنفاق الحكومي على هذا القطاع من خلال الإنفاق على البنية الأساسية من تكنولوجيا معلومات حديثة ووسائل اتصال وربط فوري بالأسواق المحلية والإقليمية والعالمية مما يساهم في نموه وازدهاره بالتالي تستطيع الحكومات التحكم في الاقتصاد من خلال سوق الأوراق المالية التي تعتبر أداة مزدوجة بيد صانعي السياسات النقدية والمالية ولعل أفضل مثال على ذلك ماحدث في البورصة المصرية عام ٢٠١٣ م حينما فرضت ضرائب ورسوم على التداولات في البورصة المصرية مما أثر بالسلب على أداء البورصة وحجم التداول بها^١.

(١) عمر صقر ، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ٢٠٠٣ ، ص ١٢٥ .

(٢) حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد ٢٧ ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس ٢٠٠٤ ، ص ٠٨ .

(١) صلاح الدين السيسى ، " دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة " ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ٢٠٠٣ ، ص ٩٠ .

١ - رمضان معروف ، التداول في البورصة بين الاستثمار والمضاربة ، دار الوراق ، الأردن ، ٢٠١٧ ، ص ٢٤ .

ثالثاً: مقومات سوق الأوراق المالية

تعتبر مقومات السوق عن الإطار العام الواجب توافره لكي يقوم سوق الأوراق المالية بأداء مهامه ووظائفه ، وهى تعبر عن البيئة الحاضنة واللازم توافرها لكي يستطيع السوق ممارسة أنشطته المختلفه ، وتتمثل هذه المقومات فى الأتى^١ :

- ١- توافر الاستقرار الأمنى والسياسى .
- ٢- توافر الاستقرار التقدى لجذب الاستثمار وتشجيع رؤوس الأموال الأجنبية .
- ٣- توافر إطار تشريعى وتنظيمى مرن يوفر الحماية للمستثمرين .
- ٤- توافر خطة اقتصادية للدولة واضحة المعالم .
- ٥- توافر مشاريع لها دراسة جدوى ومربحة لتشجيع الاستثمار فيها .
- ٦- وجود عدد كبير من المؤسسات المصرفية والمالية بما يساعد على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار الأمثل .
- ٧- تطبيق قواعد الحوكمة بالنسبة للعديد من الشركات العاملة بالسوق فى إطار من الشفافية والتوسع فى الشركات المساهمة وتحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة .
- ٨- توافر عدد مناسب من الوسطاء وشركات السمسرة بالسوق .
- ٩- توافر عدد مناسب من المتداولين والمتعاملين بسوق الأوراق المالية .

أهم المشاكل والمعوقات التى تواجه سوق الأوراق المالية

(أ) : مشاكل سوق الأوراق المالية

تعانى سوق الأوراق المالية من عدد من المشاكل أهمها^٢ :

- ١- انخفاض كفاءة السوق المصرى حيث يصنف ضمن المرتبة ١٤١ من ضمن ١٤٤ سوق على مستوى العالم حيث تتعلق الكفاءة بالمدى الذى يعكس سعر السهم فى البورصة سعره فى الواقع الحقيقى وبمدى توافر المعلومات التاريخية والحاضرة والداخلية وتوافرها لكل فى وقت واحد.
- ٢- ضعف الأدوات المالية المتداولة فى سوق المال المصرى مما يحد من فرص النمو لهذه السوق وجعلها مقصورة على الاسهم والسندات فقط فى حين هناك العديد من الادوات المالية الواجب استخدامها منها صكوك التمويل على سبيل المثال .
- ٣- قلة عدد الطروحات الجديدة فى البورصة حيث لم يتعد عدد الشركات التى طرحت أسهمها للإكتتاب العام خلال الفترة ما بين عامى ٢٠٠٨ و ٢٠١٠ السبع شركات فقط فيما لم يتم طرح أى عمليات للإكتتاب العام فى عام ٢٠١١ ، ٢٠١٢ ، بسبب الإضطراب السياسى الذى شهدته مصر مما يوضح ضعف الدور التمويلى للبورصة المصرية وعدم نجاح العديد من الاكتتابات الأخرى فى عام ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ ، ٢٠١٦ .
- ٤- هشاشة سوق الأوراق المالية المصرى حالة تعرضه لأى هزات مما يجعله ينهار بسرعة ، وغياب فكرة الصندوق السيادى الذى يمثل خط الدفاع الأول حالة حدوث انهيارات مالية أو أى أزمات أخرى تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على السوق^٣ .
- ٥- عدم وجود آلية معينة لتخارج العرب والأجانب وكبار المساهمين من السوق مما يسهل عملية المضاربات السريعة والخروج الأمن لهم دون مراعاة ظروف السوق المحلى .
- ٦- غياب عنصرى الإفصاح والشفافية بالقدر المناسب والذى يساعد المستثمر فى اتخاذ القرار الصحيح سواء بالنسبة للشركات المقيدة أو لأطراف المنظومة القائمة على ادارة سوق المال المصرى .

١ Elton E.J. Gruber M.J., Brown S.J., . Goetzmann W.N (2006): Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York,p.260.

٢ رمضان معروف ، اوجه الضعف والقصور فى البورصة المصرية ، ورق سياسات مقدمة إلى مركز النيل للدراسات الاقتصادية ، القاهرة ، ٢٠١٦ ، ص ٢
٣ - عيسى فتحي، البورصة والقطاع الصناعى كيف يستفيد كل منهما من الآخر ، مؤتمر أولويات الاستثمار الصناعى فى مصر ، معهد التخطيط القومى ، القاهرة ، نوفمبر ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٠٥ .

٧- عدم العدالة في توزيع المعلومة لكل الأطراف العاملة في سوق المال واقتصارها على قلة منتفعة تستغل هذه المعلومات في الايقاع بصغار المستثمرين إما برفع السهم أو تخفيضه بهدف تحقيق مكسب جراء ذلك ، كذلك عدم دقة المعلومات أحياناً وتضاربها أحياناً أخرى مما يخلق نوع من التخبط في صنع القرار الاستثماري لدى صغار المستثمرين.

٨- انتشار أساليب الغش والتدليس والاستغلال الداخلي للمعلومات واتباع سياسة التفتيات لبعض الشركات دون شركات أخرى مما ترتب عليه ضياع مدخرات المستثمرين من أفراد الشعب المصري وخسارة أموالهم .

٩- تضارب مصالح أطراف منظومة سوق المال مما يجعل البعض يعمل ضد مصالح البعض وغياب الرؤية الوطنية لمصلحة الوطن ككل ، ومحاولة البعض استغلال البعض الآخر مستخدماً كافة الأساليب والحيل القانونية وغير القانونية . فقد نجد مصلحة الشركات المقيدة متعارضة مع مصالح المستثمرين حالة عدم الإفصاح الكامل أو تقديم بيانات مالية مشوهة ، مما يضر بمصالح المستثمرين وهي تهدف إلى ذلك ويتضح ذلك بشكل أكثر وضوحاً من خلال عضوية مجلس ادارة البورصة المصرية لبعض الأشخاص وتوليهم مناصب عليا أو ملكية حصة حاكمة في شركات أخرى سواء كانت شركات مقيدة أو شركات سمرة.^١

(ب) : معوقات سوق الأوراق المالية في مصر

تواجه سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري العديد من المعوقات التي تحول دون نمو السوق، سواء كان ذلك من النواحي التشريعية والتنظيمية أو ضيق حجم السوق أو ضالة حجم المعروض من الأوراق المالية بالسوق أو الانتقال إلى المؤسسات صانعة السوق وغيرها من المعوقات وفيما يلي عرض لهذه المعوقات :

١- معوقات تشريعية وتنظيمية:

- تقادم قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المنظم لأعمال منظومة سوق المال، وعدم صلاحية الكثير من نصوصه ومواده حيث ينقصه العديد من التعديلات والتغييرات بما يتلاءم مع المتغيرات الأنية وعوامل البيئة التي تفرض ظروفاً جديدة، فلا يصلح قانون تم صياغته منذ عشرين عاماً لإدارة هذه المنظومة.
- تركيز التشريعات على الجوانب المتعلقة بالتداول دون توجيه قدر مماثل من الاهتمام لسوق الإصدار.
- عدم وجود إدارة للأزمات داخل منظومة سوق المال تتعامل مع أي أزمة بفكر واعى يقوم على وجود العديد من الحلول للمشاكل المترتبة على الأزمة.
- غياب الفكر الإداري المرن القائم على هذه المنظومة والتعامل التقليدي مع مشاكل سوق المال مما يضعف فعاليته ويضيع حقوق البعض.
- عدم وجود آلية معينة لخروج العرب والأجانب وكبار المساهمين من السوق مما يسهل عملية المضاربات السريعة والخروج الأمن لهم دون مراعاة ظروف السوق المحلي.
- دمج هيئة سوق المال مع التمويل العقاري والتأمين (فيما يعرف بهيئة الرقابة المالية) مما يضعف من قدرة الهيئة في أداء مهامها المنوطة بها، فضلاً عن تعدد القوانين التي تعمل بها مما يلقي عبئاً ثقيلاً على كاهل العاملين وفقدان القدرة على التركيز.

٢- معوقات تتعلق بضيق حجم السوق:

يعتبر حجم سوق الأوراق المالية في مجتمع ما أحد المحددات الرئيسية لقدرتها على اجتذاب المدخرات المحلية والأجنبية من جهة وتوفير التمويل اللازم للاستثمار من جهة أخرى. وعادة ما يقاس حجم ومدى اتساع سوق الأوراق المالية بحجم رأس المال السوقي للشركات المسجلة في البورصة ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي أو ما يعرف بمؤشر "رسملة السوق".^(٢) وقد شهد ذلك المؤشر للسوق الأوراق المالية المصرية، ارتفاعاً خلال الفترة من (١٩٩٨ - ٢٠٠٧) حيث ارتفع من ٨٣ مليار عام ١٩٩٨ إلى ٧٦٨ مليار عام ٢٠٠٧ ثم أخذ في الانخفاض حتى وصل إلى أقل قيمة ٢٩٤ مليار في عام ٢٠١١ ثم عاود الارتفاع حتى وصل إلى ٦٣٤ مليار في عام ٢٠١٦ .

١ - رمضان معروف ، مرجع سابق ، ص ٣.

(٢) سلوى العنتري، سوق الأوراق المالية المصرية وتمويل النمو الواقع والطموحات، مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والطموحات، معهد التخطيط القومي، القاهرة، نوفمبر، ٢٠٠٧، ص ٣٠١.

٣- معوقات ضالة حجم المعروض من الأوراق المالية في السوق:

تنتم سوق الأوراق المالية في مصر بصغر حجم المعروض من الأوراق المالية وعدم تنوعها والذي يرجع إلى مجموعة من العوامل لعل أهمها:

- شيوع ظاهرة الشركات المساهمة المغلقة (الشركات المساهمة العائلية).
- ضالة الأوراق المالية الحكومية المقيدة في البورصة واعتماد الحكومية بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجاتها المالية، وذلك بإصدار أوراق مالية غير مقيدة بالبورصة تقتصر حيازتها على البنوك وشركات التأمين أو عن طريق أدون الخزنة والتي تعد من أدوات سوق النقد.
- استمرار تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم شركات القطاع العام مع بطء طرحها للاكتتاب العام من خلال آليات برنامج الخصخصة والاعتماد على أساليب أخرى مثل البيع لمستثمر رئيسي أو لاتحاد العاملين المساهمين.

٤- معوقات الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق:

يعتبر صانع السوق أحد آليات سوق الأوراق المالية لتنشيط السوق وتحقيق الديناميكية داخله، وبالنسبة إلى السوق المصرية نجد أن السوق تفتقد إلى العديد من المؤسسات المالية اللازمة لتقديم الخدمات المتعلقة بسوقي الإصدار والتداول من شركات الوساطة المالية والمؤسسات المتخصصة، وينقسم صانع السوق من

حيث الهدف من الاستثمار إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

- أ) صانع السوق الذي لا يهدف إلى الربح ويهدف من استثماراته إلى تحقيق هدف قومي يتمثل في حفظ توازن السوق ومستوى العرض والطلب في حدود لا تسمح بحدوث طفرات في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً بصرف النظر عن تحقيق عوائد أو أرباح.
- ب) صانع السوق المتخصص ويهدف إلى تحقيق أرباح تتناسب مستوى المخاطرة التي يتحملها نتيجة دخوله كصانع لسوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص في الأسواق المالية المنظمة.
- ج) صانع السوق التاجر ويهدف إلى تحقيق أرباح في استثماراته، غير أن ذلك يكون في الأسواق غير المنظمة.

ويقوم صانع السوق المتخصص بعمل توازن في السوق وذلك من خلال:

- في حالة قيام المستثمرين بعرض أسهمهم بصورة متزايدة يدخل صانع السوق المتخصص كمشتري للأسهم المعروضة للبيع، وبكميات كبيرة لامتناس في المعروض، وهو ما يسمح بالشراء بأسعار منخفضة نسبياً.
- في حالة قيام المستثمرين بطلب كميات كبيرة من أسهم معينة يقوم صانع السوق بعرض كميات كبيرة مما لديه من الأسهم لمواجهة الزيادة في الطلب والنقص في المعروض وبالتالي الحفاظ على مستوى أسعار هذه الأسهم مع تحقيق هوامش ربح معقولة.

٥- معوقات قصور الطلب على الأوراق المالية:

وترجع إلى مجموعة من العوامل أهمها^(١):

- التوسع في إصدارات أدون الخزنة والتي تعتبر منافسة لأدوات سوق الأوراق المالية.
- انخفاض حجم الادخار نتيجة لانخفاض مستويات الدخل.
- انخفاض معدل العائد الصافي على الاستثمار في الأوراق المالية مقارنة بمعدل العائد على أشكال الاستثمار الأخرى (تكلفة الفرصة البديلة).
- تفضيل الاستثمار في المجالات قصيرة الأجل نظراً لسيولتها العالية.
- الخبرة التاريخية السلبية عن سوق الأوراق المالية وفقدان الثقة فيها لفترة طويلة بعد قوانين التأمين.
- نقص الخبرة والمعرفة لدى الجهود بأدوات سوق الأوراق المالية وارتباطها في أذهانهم بعمليات المضاربة.

(١) بنك مصر، سوق الأوراق المالية في مصر: المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (١٩٩٠-١٩٩٦)، أوراق بنك مصر البحثية العدد الأول، بنك مصر، القاهرة، ١٩٩٧، ص ص ٥٠-٥١.

٦- معوقات تحد من إمكانيات التمويل:

أ-تواضع رؤوس أموال الشركات المنوطة بتمويل عمليات الاستثمارات:

فعلى الرغم من أن قانون سوق رأس المال في مصر قد سمح بممارسة أنشطة تغطية الاكتتابات في الأوراق المالية وتأسيس الشركات وصناديق الاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر، وغيرها من الأنشطة التي تدخل في إطار ما يسمى ببنوك الاستثمار. لا أن رؤوس الأموال التي يرخص بها لممارسة تلك الأنشطة تتسم بدرجة كبيرة من التواضع، بما لا يتناسب مع الاحتياجات التمويلية للاستثمارات الضخمة التي يحتاجها النمو الاقتصادي.^(١)

ب- ضعف نشاط تقييم وتصنيف الأوراق المالية:

تقدم سوق الأوراق المالية فرصة احتمالية لتخفيض تكلفة التمويل اللازم، إلا أن السوق المصرية تفتقر إلى التواجد الفعال لنشاط تقييم وتصنيف الأوراق المالية من حيث الجدارة الائتمانية، وبالتالي تحديد مستوى ما يقترن بها من مخاطرة مدى ملاءمة سعر الفائدة عليها لتلك المخاطرة فلا يتجاوز عدد شركات تقييم وتصنيف الأوراق المالية في مصر في عام ٢٠١٠ سبع شركات.^(٢)

ومما لا شك فيه أن التواجد الفعال لشركات تتمتع بالثقة والمصداقية في مجال تقييم وتصنيف الشركات والأوراق المالية يعد من الأمور بالغة الأهمية لتنشيط عملية إصدار السندات من جهة، وتوفير الحماية للمكتسبين من ناحية أخرى، وتجدر الإشارة إلى أن التجربة السابقة للبنوك في مجال ضمان سندات الشركات أسفرت عن عجز الشركة مصدرة السند، وتحمل البنوك عبء السداد، وقد دفع ذلك بالبنك المركزي المصري إلى إصدار قرار ينص على عدم ضمان البنوك لإصدار السندات إلا بعد الحصول على موافقته.^(٣)

٧- معوقات ضالة وجمود محافظ الأوراق المالية لدى البنوك وشركات التأمين:

تعد كل من البنوك وشركات التأمين من أهم المؤسسات المالية التي يمكن أن تلعب دوراً رئيسياً في تنشيط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال ما يمكن أن توظفه من أموال في الأوراق المالية بالسوق الأولية، إلى جانب ما يمكن أن تطرحه من أوراق تكون بحوزتها في محافظ أوراقها المالية، وذلك بهدف تنشيط عمليات التداول في السوق الثانوية. ولكن البنوك وشركات التأمين في مصر لم تقم بالدور المرجو منها في تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية من خلال توظيف جزء كبير من أموالها في تكوين محافظ كبيرة للأوراق المالية أو تحريك هذه المحافظ عن طريق عمليات البيع والشراء للأوراق المالية لتنشيط سوق التداول.

خامساً: طرق علاج ومواجهة المعوقات والمشاكل التي تعاني منها سوق الأوراق المالية في مصر:

١- تفعيل دور البورصة المصرية في تمويل المشاريع القومية بعيداً عن الموازنة العامة للدولة، ودون تحملها لأي أعباء إضافية مما يساهم في زيادة فرص العمل وزيادة الانتاجية وزيادة الدخل القومي، وبما يرفع من متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي.

٢- طرح جزء كبير من شركات قطاع الأعمال العام للاكتتاب العام للشعب المصري بما يمكنه من ملكية حصة في شركاته وبما يساهم في إعادة هيكلة هذه الشركات وتحولها من شركات خاسرة إلى شركات رابحة وبما يساعد في أداء وظائفها في خدمة الاقتصاد القومي، والمساهمة في حل مشكلة البطالة، وزيادة التصدير.

٣- إنشاء إدارة تسمى إدارة الأزمات تتوافر لديها قاعدة معلومات مرتبطة بكل قطاعات الاقتصاد القومي، لوضع خطط وقائية واجراءات علاجية قبل وأثناء وبعد حدوث الأزمات خاصة الأزمات المالية الطاحنة والتي يترتب عليها انهيار أسواق المال بين الفينة والأخرى.

٤- إنشاء ما يسمى بصانع للسوق (Market Maker) من خلال صندوق سيادي، مكون من مختلف البنوك المحلية وصناديق الاستثمار وذلك للشراء وقت هروب العرب والأجانب والحفاظ على قيمة الأسهم على الأقل عند

(١) سلوى العنترى، سوق الأوراق المالية المصرية وتمويل النمو (الواقع والطموحات)، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠٥.

(٢) بورصتي القاهرة والاسكندرية، الكتاب السنوي، ٢٠١٠، ص ١٣٤.

(٣) عيسى فتحي، مرجع سابق، ص ٢٠.

٤ رمضان معروف، أوجه القصور والضعف التي تعاني منها البورصة المصرية، مرجع سابق، ص ١٠.

القيمة الاسمية ويحول دون انهيارها على نفس نمط سوق المال الماليزى حينما قام مهاتير محمد بإنشاء هذا الصندوق مقابل تخارج الأجانب فى أى وقت مما سهم فى قوة وتماسك ونمو هذا السوق .

٥-وضع ضوابط العمل بأليه الارbitراج أو وقفها والتي تقوم على تداول شهادات الايداع الدولية لبعض الأسهم المصرية دون أدنى رقابة من هيئة الرقابة المالية أو ادارة البورصة المصرية ، كما أنها تضر السوق المصرى أكثر مما تنفعه حيث يتم التعامل عليها فى سوق لندن بسوق يعرف *over the counter market* وهى تماثل سوق خارج المقصورة فى مصر حيث يعمل بدون رقابة تذكر ، فضلاً عن إتاحة فرصة آليه البيع على المكشوف للأجانب (شورت سيلينج) حيث يبيع أسهم لا يملكها ثم يقوم باعادة شرائها مرة أخرى بأسعار منخفضة للغاية من السوق المصرى ثم سداها فى لندن وذلك نظرا لارتباط السوق المصرى هبوطاً وارتفاعاً بسوق لندن ، فضلاً عن أنها تسهل على المصريين بيع أسهمهم المقيدة بالبورصة المصرية وشراءها فى بورصة لندن مما يمثل وسيلة لتحويل الاموال المصرية للخارج دون ادنى رقابة فضلاً عن تحويل الجنيه المصرى إلى دولار .وتصبح الارbitراج وسيلة خلفية لتهرب الأموال خارج مصر من خلال أشخاص تدور حولهم شبهة قانونية .

٦-زيادة عدد الصناديق والمؤسسات العاملة فى سوق الأوراق المالية المصرى فليس من المعقول وجود نسبة ٧٠ % من الافراد والباقي مؤسسات وصناديق وذلك من خلال تسهيل عمل الصناديق وترغيبها فى الاستثمار فى البورصة المصرية.

٧-العمل على إنشاء إتحاد مهنى ذى حرفة للقيام بأعمال سوق المال بشكل كامل من خلال التعامل بحرفية مع حركة التداول والرقابه عليه.

٨-ضرورة وجود ميثاق شرف مهنى يلتزم به كل العاملين بهذا المجال يقوم على مجموعة من الأسس الواجب الالتزام بها

٩-ضرورة وجود آليه معينة تعمل على اللقاء المباشر بين المستثمرين وادارة البورصة وهيئة الرقابة المالية لبحث مشاكل المستثمرين وكيفية العمل على حلها والترحيب بمقترحات المستثمرين فيما يتعلق بالسوق وأحواله وبما يحقق جميع الاطراف العاملة فى السوق . ومشاركة المستثمرين فى القرارات التى تأخذها البورصة أو هيئة الرقابة لكى يكون الجميع على علم بما يجرى داخل هذه المنظومة واستفادة طرف دون طرف آخر .

١٠- رفع قيمة الغرامات على الشركات المخالفة والتي لا تريد توفيق أوضاعها على أن تخصم أموال الغرامات من أموال مجلس الادارة وكبار المساهمين الذين لديهم ٥% من الاسهم أو اكثر وفى حالة الاستمرار ترفع دعوى على مجلس ادارة الشركة

١١- فيما يتعلق بقواعد القيد والشطب للشركات التى لا تريد توفيق أوضاعها بما يتفق وقواعد القيد فى البورصة تجبر هذه الشركات بشراء حصص الأقلية بأسعار عادلة تحددتها هيئة محايدة دون النظر للسعر السوقى الحالى والذى يمكن التلاعب فيه من خلال أى طرف مع تجميد حصص مجلس الادارة وكبار المساهمين ومنعهم من البيع أو الشراء لحين توفيق أوضاع الشركة .وفى حالة عدم شراء العرض الخاص بشراء حصص الأقلية ترفع البورصة دعوى تختصم فيها مجلس ادارة الشركة وكبار المساهمين والزامهم قانونياً بقبول العرض وشراء حصص الأقلية بالسعر العادل المحدد مسبقاً من قبل هيئة مستقبلة ومحايدة.^١

عرض وتحليل نتائج الدراسة الإحصائية:

تم الحصول على سلسلة زمنية لمدة ١٥ عام لكل من القيمة السوقية وحجم التداول كمتغيرين مستقلين والنتائج المحلى الإجمالى كمتغير تابع على النحو التالى :

MV القيمة السوقية

TV حجم التداول

Y الناتج القومى الإجمالى

١- عرض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة
ويوضحها الجدول رقم (٣)

جدول (٣): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط	الإرتداد المعياري
y	٣٣٢٥٤٣	٢٦٧٣٣٠٠	١١٦٤٤٩٢,٨	٧٩٦٩٠٥,٩
tv	٢٧٧٦٤	٥٢٩٦٠٠	٢٠٨٢٣٩	١٥٦٢٢٥
mv	١١٢٠٠٠	٧٦٨٠٠٠	٣٧٥٥٠٠	١٨٤٦٠٤,٤

لمعرفة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد وقد تم تحويل البيانات للصورة اللوغاريتمية لتقليل مشاكل القياس ويمكن عرض نتائج تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية على النحو التالي:

جدول (٤): نتائج النموذج الأول باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار β	قيمة t	الدلالة Sig	VIF
المقدار الثابت	2.505	1.445	.172	-
tv	.292	.828	.422	6.128
mv	.355	.606	.555	6.128
معامل التحديد $(R^2) = 48.2\%$ المعدلة $(R^2) = 40.2\%$				
قيمة F = 6.038 دلالة F = .014				
قيمة اختبار Durbin-Watson = .241				
دلالة اختبار كولمجروف سمينروف = .121				

يتضح من الجدول السابق لتحليل نموذج الانحدار، مايلي:

- النموذج معنوي إحصائياً حيث بلغت قيمة الدلالة "F" .014.
- أظهر تحليل الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة حيث كانت قيمة الدلالة لاختبار T أكبر من ٥%.
- تبلغ القوة التفسيرية لهذا النموذج قيمة معامل التحديد $(R^2) = 48.2\%$ وهي تشير إلى أن نموذج الانحدار المستخدم يمكنه تفسير ٤٨.٢% من التغيرات في المتغير التابع، بينما ٥١.٨% من التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي.
- قام الباحث بالتحقق أولاً من مدى وقوع نماذج الانحدار المقدر في أي مشكلة من مشاكل القياس والتي قد تنشأ نتيجة لتخلف أحد فروض طريقة المربعات الصغرى (OLS) التي تستخدم في تقدير نماذج الانحدار ومن أهم تلك المشاكل ما يلي:

• مشكلة الإزدواج الخطي **Multi-collinearity**:

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدر في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم "VIF" بالنسبة للنموذج الأول الذي يختبر العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات وجد أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز ١٠ وهو ما يعني عدم وقوع النموذج المقدر في هذه المشكلة من مشاكل القياس.

• مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality:

قام الباحث بالتحقق من فرض هام من فروض تطبيق طريقة التقدير المستخدمة ألا وهو اتباع الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المقدر التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض الأساسي تم استخدام اختبار كولومجروف سمينروف Kolomogrov-Siminrov، ووجد أن الفرض متحقق وأن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت نتيجة الاختبار غير دالة احصائياً، بمعنى قبول الفرض العدم وهو أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

• مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation:

وهي من أخطر وأهم المشاكل التي تواجه الباحثين في تقدير نماذج الانحدار والتي إذا وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد على نتائجه وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، ويستخدم اختبار درين واطسون (Durbin-Watson)، للكشف عن مدى وقوع النموذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أم لا؟ وبحسابه توصل الباحث من هذا الاختبار إلى أن قيمة الاختبار تبلغ 241. بالكشف عنها في جداول درين واطسون (Durbin-Watson) وجد أن النموذج المقدر يعاني من وجود ارتباط ذاتي وهذا قد يفسر سبب معنوية معادلة الانحدار في حين أن معاملات الانحدار غير معنوية ولحل هذه المشكلة فقد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) ويوضح الجدول التالي نتائج التقدير باستخدام تلك الطريقة

جدول رقم (٥)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار β	قيمة t	الدلالة Sig	VIF
المقدار الثابت	.088	1.121	.282	-
tv	-.056	-.238	.815	7.473
mv	1.047	4.451	.001	7.473
معامل التحديد (R ²) = 91%		المعدلة (R ²) = 89%		
قيمة F = 66.8		دلالة F = .000		
قيمة اختبار Durbin-Watson = 1.73				
دلالة اختبار كولومجروف سمينروف = 155.				

يتضح من الجدول السابق لتحليل نموذج الانحدار، يتضح التالي:

- النموذج معنوي إحصائياً حيث بلغت قيمة الدلالة "F". 014.
- أظهر تحليل الانحدار وجود علاقة معنوية بين متغير القيمة السوقية (MV) كمتغير مستقل وبين المتغير التابع (Y) وهو الناتج المحلي الإجمالي حيث كانت قيمة الدلالة لاختبار T أقل من ٥%.
- أظهر تحليل الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين قيمة التداول TV كمتغير مستقل وبين الناتج المحلي كمتغير تابع حيث كانت قيمة الدلالة لاختبار T أكبر من ٥%.
- تبلغ القوة التفسيرية لهذا النموذج قيمة معامل التحديد (R²) ٩١% وهي تشير إلى أن نموذج الانحدار المستخدم يمكنه تفسير ٩١% من التغيرات في المتغير التابع، بينما ٩% من التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي.
- ارتفعت قيمة اختبار دارين واتسن باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة وبالبحث في جداول دارين واتسون نجد أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.
- بما يعنى رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سوق الأوراق المالية وبين التنمية الاقتصادية في مصر.

النتائج

توصل البحث إلى عدد من النتائج منها :

- وجود دور اقتصادي حيوي يلعبه سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي .
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في مصر
- معاناة سوق الأوراق المالية في مصر من عدة معوقات تنظيمية وتشريعية وسوقية .

التوصيات

توصل اباحث لعدد من التوصيات أهمها :

- يجب إعادة النظر فى القانون المنظم لسوق الأوراق المالية رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بما يتماشى والظروف الراهنة
- يجب تفعيل آليات صانع السوق داخل السوق المصرى .
- يجب تحقيق العدالة فى توزيع المعلومات من خلال نظم معلومات حيادية وموضوعية ومتطورة تسعى لتوصيل المعلومات لكل الأطراف فى وقت واحد .
- يجب إنشاء شركة مساهمة مصرية للمشروعات القومية يتم من خلالها تمويل هذه المشروعات .
- يجب إعادة نشر الثقافة الاستثمارية بالبورصة وتغيير المفاهيم الاجتماعية حولها .

المراجع

- أحمد عبد الحافظ عبدالوهاب، ٢٠٠٨، "دور السياسة النقدية فى التأثير على أداء سوق الأوراق المالية فى الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٤)"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة عين شمس،.
- أديب قاسم شندى ٢٠١٣، الأسواق المالية وأثرها فى التنمية الاقتصادية سوق العراق لأوراق المالية دراسة حالة ، بحث منشور بمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ،
- بنك مصر، سوق الأوراق المالية فى مصر ١٩٩٧. :المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (١٩٩٠-١٩٩٦)، أوراق بنك مصر البحثية العدد الأول، بنك مصر، القاهرة،
- بورصتي القاهرة والاسكندرية ٢٠١٠. ، الكتاب السنوي،
- حسان خضر ٢٠٠٤، "تحليل الأسواق المالية"، مجلة جسر التنمية ، العدد ٢٧ ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس.
- رمضان معروف ٢٠١٧، التداول فى البورصة بين الاستثمار والمضاربة ، دار الوراق ، الأردن .
- رمضان معروف ٢٠١٦، أوجه الضعف والقصور فى البورصة المصرية ، ورق سياسات مقدمة إلى مركز النيل للدراسات الاستراتيجية ، القاهرة .
- زيدان محمد ، نورين بومدين ٢٠٠٦، دور اسوق المالى فى تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر الآفاق والمعوقات ، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولى حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، ٢١-٢٢ نوفمبر ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر
- سلوى العنتري ٢٠٠٧، سوق الأوراق المالية المصرية وتمويل النمو الواقع والظموحات، مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والظموحات، معهد التخطيط القومي، القاهرة، نوفمبر،
- صلاح الدين السيسى ٢٠٠٣، "دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة " ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة .
- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ٢٠٠٣، "أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- عمر صقر ٢٠٠٣، "العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ص ١٢٥ .
- عيسى فتحى ٢٠٠٥، البورصة والقطاع الصناعي كيف يستفيد كل منهما من الآخر، مؤتمر أولويات الاستثمار الصناعي فى مصر، معهد التخطيط القومي، القاهرة، نوفمبر،
- محمد بشار كجارة ٢٠١١، الأسواق المالية الموسوعة العربية،.
- مؤيد عبد الرحمن الدورى ٢٠١٠ ، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية ، إثناء للنشر والتوزيع
- Jan Toporowski,(2008) The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism, Routledge, London and New York.
- Elton E.J. Gruber M.J., Brown S.J., . Goetzmann W.N (2006): Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York.