



جامعة المنصورة
كلية الحقوق
الدراسات العليا والبحوث
قسم الاقتصاد والمالية العامة

سوق الأوراق المالية وانعكاساته علي الخصخصة

Stock market and its implications for privatization

بحث مقدم من الباحثة

دعاء محمود محمد إبراهيم المرزوقي

لجزء من متطلبات نيل الدكتوراه في الحقوق . قسم الاقتصاد والمالية العامة

تحت إشراف

أ.د أحمد بديع بليح

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة

بكلية الحقوق جامعة المنصورة

٢٠١٦

مقدمة :

كانت ظواهر تدهور أداء وحدات القطاع العام سواء في مصر أو في تجارب أخرى مشابهة من أهم الدوافع للإسراع في البدء بتغيير المسار ، وقد ساعد على ذلك ما لحق بالعالم من تطورات هائلة على الساحتين العالمية والإقليمية ، خاصة خلال العقود الثلاثة الماضية التي شهدت بروز عوامل وتغييرات عالمية كثيرة ، تسارعت في أعقاب انهيار التجربة الاشتراكية في أوروبا الشرقية والاتحاد السوفيتي السابق ، وسقوط جدار برلين والاندماج بين شطري الدولة الألمانية وغيرها من العوامل .

كما أدت هذه التغييرات إلى تبدلات جذرية في النظام العالمي ككل ، وأدت إلى تحولات في التوازن الاستراتيجي العالمي ، الأمر الذي ترتب عليه تحديات اقتصادية جديدة لكافة البلدان وليس فقط للدول المتقدمة .⁽¹⁾

وفي الواقع بدأت العديد من دول العالم في تطبيق برامج الخصخصة وتطوير أسواقها المالية في إطار سياسات إعادة الهيكلة الاقتصادية ، مع تخصيص دور أكبر ورائد للقطاع الخاص في إدارة الحياة الاقتصادية ، ويحيث يكون القطاع العام هو المنظم للعمل السياسي والاقتصادي عموماً . وقد جاءت سياسة الخصخصة لتصحيح الخلل الذي حدث خلال السنوات السابقة في الأدوار الاقتصادية بين القطاعين العام والخاص بعد تعاضم حجم الدولة

⁽¹⁾ د/ محمد عابد الجابري : أوهام الليبرالية الجديدة مناقشة في المفاهيم ورقة مقدمة إلى ندوة الحكم والتنمية الاقتصادية التي عقدتها الاسكوا في القاهرة ، نوفمبر ٢٠٠١ ، ص ٣ .

ومؤسساتها في النشاط الاقتصادي العام وبشكل غير منتج أساساً مع تفاقم الضغوط التضخمية بفعل الإنفاق المتزايد للقطاع العام وما صاحبه من ترد في الأوضاع الاقتصادية في معظم دول العالم ، والدول العربية ليست باستثناء عن تلك التطورات ، حيث ارتبطت برامج الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها معظم الدول العربية ارتباطاً وثيقاً بزيادة دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي وزيادة وزنه النسبي مقابل تقليص سيطرة القطاع العام وتحويل جانب كبير منه إلى القطاع الخاص من خلال برنامج الخصخصة .

هذا وقد قامت الحكومة المصرية في منتصف السبعينات من القرن الماضي بتنفيذ برنامج شامل للإصلاح في الاقتصاد المصري ، وتبنت إستراتيجية تنموية جديدة قوامها الاعتماد على آلية السوق وجهاز الثمن باعتبارها المحور الأساسي لرفع كفاءة الاقتصاد القومي . ومن ثم إحداث التنمية المنشودة للبلاد ولذلك أفسحت المجال واسعاً للقطاع الخاص للدخول في معظم مجالات النشاط الاقتصادي .

ويزداد الاهتمام بأسواق المال وتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي المعتمد على آليات السوق ، تلك السياسات التي تصنع أولوية لتشجيع الاستثمار الخاص والسعي نحو إصلاح هيكل الأسعار المحلية ، وفق العرض والطلب والتكلفة الفعلية من أجل زيادة الإنتاج ودفع النمو على أسس سليمة .

ولذا فإن الاهتمام بإنعاش وتطوير سوق الأوراق المالية بكافة الطرق يعد أمراً ضرورياً.^(١)

وقد كان بديهياً في هذا السياق أن تقوم الحكومة باتخاذ العديد من الإجراءات والخطوات لتنشيط سوق الأوراق المالية ليتواءم مع سياسات الخصخصة وبرنامج توسيع قاعدة الملكية وذلك لتوفير وسائل تمويلية جديدة للقطاع الخاص ، ذات طابع متوسط وطويل الأجل ، والمساعدة على جذب الاستثمارات الأجنبية اللازمة لتحقيق معدلات النمو المطلوب ، وقد جاء صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية التي صدرت في إبريل عام ١٩٩٣ لينظم كافة التعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات وخلافه ، مع تعريف الجهات التي لها أن تتعامل في البورصة . وهنا تجدر بنا الإشارة إلى أن صدور هذا القانون جاء تنويجاً لبعض الخطوات التي سبقت إصداره والتي استهدفت تنشيط سوق الأوراق المالية مع البدايات الأولى لسياسة الانفتاح الاقتصادي . وتمثلت في إنشاء هيئة سوق المال في أواخر السبعينات ١٩٧٩ كجهة رقابية وإشرافية على سوق المال ، وإصدار القانون ١٢١ لعام ١٩٨١ والخاص بإصدار اللائحة العامة للبورصات.^(٢)

^(١) د / نوال محمود ياقوت : دراسة دور بورصة الأوراق المالية في تطبيق برنامج الخصخصة في مصر ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ملحق العدد الثاني ، ١٩٩٣ ، ص ١٧١١ - ١٩٣٦ .

^(٢) La Bourse-stock Exchange.

ولا شك أن هذه الإجراءات والقوانين في مجملها تشكل بيئة تشريعية مناسبة لأداء وإنجاز المهام التنموية المنوطة بالخصخصة وأداء القطاع الخاص ، ولاسيما ارتباط فاعلية آليات العمل بسوق رأس المال بالمساهمة في دفع التنمية الاقتصادية والاجتماعية عن طريق كفاءة الاستثمار وهو هدف مشترك مع الخصخصة .

وانطلاقاً من رغبة الحكومة المصرية بانتهاج سياسة اقتصادية جديدة تقوم على دعامة جديدة مفادها تدعيم برنامج الخصخصة وإفساح المجال للقطاع الخاص للإسهام بالنصيب الأكبر في العملية الإنتاجية ، وبالتالي القيام بالمهام الاقتصادية الأخرى ، ظهر الأثر الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق رأس المال في التأثير على نجاح برنامج الخصخصة . وتجدر الإشارة إلى الترابط بين نجاح عملية الخصخصة وبين تطوير أسواق رأس المال حيث أن المعنى في عملية الخصخصة يؤدي إلى تنشيط سوق رأس المال ، كما أن تطور سوق رأس المال يسرع ويساهم كثيراً في إنجاح عملية الخصخصة .

وفي ضوء ما سبق وبالنظر إلى طبيعة العلاقة بين سوق رأس المال والخصخصة نجد أنه إذا كان نجاح برنامج الخصخصة يتأثر إلى حد كبير بكفاءة سوق رأس المال لما لتلك الكفاءة من فضل في تحقيق التسعير العادل للأوراق المالية ، وهو التسعير الذي يقوم على تقدير المتعاملين في السوق لمستقبل المنشأة فإنه على الجانب الآخر يؤثر قصور مقومات سوق رأس المال في تطبيق الخصخصة من حيث حجم وعدد المؤسسات محل الخصخصة ،

والتمويل المخصص أو الموجه لتنفيذ برنامج الخصخصة . فتوافر المقومات يدعم قيام السوق وبتيح ابتكار أدوات مالية تتناسب وحجم المنشأة محل الخصخصة .^(١)

في النهاية ينبغي التأكيد على أن نجاح برنامج الخصخصة يرتبط بتطوير أسواق رأس المال وما يتوقف على ذلك من عوامل أخرى من مناخ استثماري مناسب واستقرار سياسي وتنقية التشريعات المعوقة لنشاط القطاع الخاص ودوره في الاقتصاد القومي . وأن الدور الذي تستطيع أن تقوم به أسواق رأس المال رغم أهميته إلا أنه دور مكمل ويتحقق نجاحه في حال توافر البيئة الاقتصادية والسياسية المناسبة . فكلما كانت البورصة (سوق رأس المال) منظمة زادت درجة ثقة المستثمر الأجنبي وضمان معاملته معاملة عادلة وزادت درجة الثقة في أن الحكومة جادة بشأن المشاركة في الاقتصاد المحلي .

لهذا فقد خصصنا هذا البحث لدراسة العلاقة المتبادلة بين سوق الأوراق المالية والخصخصة وذلك من خلال المباحث الأربعة التالية :

المبحث الأول : مفهوم وأهمية سوق رأس المال ، وسوق الأوراق المالية .

المبحث الثاني : طبيعة عمل الأسواق .

المبحث الثالث : تطوير سوق الأوراق المالية في مصر في إطار برنامج

الإصلاح الاقتصادي

^(١) د / ونيس فرج عبد العال : دور الأسواق المالية في عملية الخصخصة في مصر في إطار برنامج التكيف الهيكلي المالي والاقتصادي ، المجلة العلمية في البحوث والدراسات التجارية ، جامعة حلوان ، العدد الأول ، ١٩٩٧ ، السنة الحادية عشر .

المبحث الرابع : أهم المزايا والعيوب المترتبة علي إجراء الخصخصة عن طريق البورصة .

المبحث الأول

مفهوم وأهمية سوق رأس المال ، وسوق الأوراق المالية

سأتناول هذا المبحث في المطالب التالية :

المطلب الأول : مفهوم سوق رأس المال .

المطلب الثاني : مفهوم سوق الأوراق المالية .

المطلب الثالث : أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية .

المطلب الرابع : جوانب الشبه والاختلاف بين البورصة والأسواق التقليدية .

المطلب الأول

مفهوم سوق رأس المال Capital Market

يعتبر سوق رأس المال جزءاً هاماً من سوق المال بمعناه الواسع ، حيث

ينقسم سوق المال بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين لكل منهما خصائصها

وأدواتها وسياساتها وتتمثل هذه الأسواق في الآتي :⁽¹⁾

(1) Steven R.A. Fundamental of finance. (N. Y : IAC grow – Hill – inc., 1980) P. 59

أولاً : سوق النقد :

وهى مجال تداول الأموال قصيرة الأجل أي التي لا تتجاوز سنة ،
والمؤسسات التي تعمل في هذه السوق هي البنك المركزي ، والخزانة العامة ،
والبنوك التجارية ، والبنوك غير التجارية والتي تتعامل في العمليات قصيرة
الأجل .

ثانياً : سوق رأس المال :

وهى مجال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل ، وأهم
المؤسسات العاملة فيه هي مجموعة مصرفية تضم البنوك المتخصصة وبنوك
الاستثمار ، ومجموعة غير مصرفية تضم شركات الاستثمار وشركات التأمين
وصناديق التأمين والادخار⁽¹⁾ ويهدف التعامل في أسواق رأس المال بالدرجة
الأولى إلى توفير التمويل اللازم لإقامة المشروعات الاستثمارية كالمصانع
والمزارع والمرافق ، فهي السوق التي يلجأ إليها الباحثون عن رؤوس أموال
متوسطة وطويلة الأجل .

(أرصدة نقدية تمويل) لتمويل نفقاتهم الاستثمارية .

(1) بنك مصر - مركز البحوث - أوراق بنك مصر البحثية - سوق الأوراق المالية - العدد

(1) - ١٩٧٧ .

المطلب الثاني

مفهوم سوق الأوراق المالية Securities Market

ينصرف مصطلح سوق الأوراق المالية (البورصة) إلى مفاهيم عديدة فالبورصة هي سوق منظمة لرأس المال Marche des Capitaut يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها . ولا تعتبر العمليات التي تعقد في البورصة صحيحة إلا إذا استوفت الشروط والأوضاع التي تتطلبها قواعد البورصة .

ويكون التعامل في البورصة من خلال سمسرة الأوراق المالية المسجلين لديها والذين يعدون حلقة الاتصال بين البائعين والمشتريين . ولا يجوز إتمام التعامل خارج البورصة على الأوراق المالية المقيدة بها .^(١)

ويتم القيد بناءً على طلب الجهة المصدرة للأوراق المالية حيث هناك جداول رسمية لقيد الأوراق المالية وفقاً للشروط الواردة في القانون^(٢) وهناك أيضاً جداول غير رسمية تقيد بها الأوراق غير المستوفية للشروط الواجب توافرها للقيد في الجداول الرسمية بالإضافة إلى الأوراق المالية الأجنبية .^(٣)

(١) المادة ١٧ من القانون ٩٢/٩٥ .

(٢) المادة ١٦ من القانون ٩٢/٩٥ .

(٣) صدرت قواعد القيد الجديدة بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ .

ويقصد بها في معناها العام بأنها المكان الذي يلتقي فيه كل من الوسطاء والسماسرة والمندوبين^(١) من أجل التعامل بالبيع أو الشراء في الأوراق المالية (أسهم ، سندات) ^(٢) من خلال شروط وضوابط منظمة ^(٣) ، وهو يشكل إحدى القنوات التي يتدفق إليها رأس المال من المدخرين (أفراد - مؤسسات) إلى المستثمرين (مشروعات وحكومة) بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي ^(٤) ويتكون هذا السوق من السوق الأولية (الإصدار) والسوق الثانوية (التداول) .

(١) لا يتعارض هنا مع إمكانية التداول من مواقع أخرى في الأقاليم أو من مكتب شركة السمسرة طالما كان التداول على قاعدة بيانات واحدة .

(٢) السهم : عبارة عن حصة في رأس مال الشركة ، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى عدد كبير من الأجزاء المتساوية القيمة يسمى كل منها سهماً ، وتحدد ملكية حامل السهم في رأس مال الشركة بعدد الأسهم التي يمتلكها ، ويكون للسهم نصيب في أرباح الشركة .

السند : يعتبر أحد وسائل حصول الشركات والحكومات على التمويل . وهو عبارة عن اتفاق تعاقدية لمدة محددة وبقيمة معينة بين المقترض (مصدر السند) والمقرض (حامل السند) حيث يتعهد فيه الطرف الأول للطرف الثاني بدفع فوائد دورية له بمعدل فائدة معينة طوال مدة السند فضلاً عن سداد قيمته في نهاية مدته .

(٣) المادة ١٧ من القانون ٩٢/٩٥ .

(٤) د / صالح البربري : الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مركز المساندة القانونية ، الطبعة الأولى ، ٢٠٠١ ، ص ٤٥ .

المطلب الثالث

أهمية ووظائف سوق رأس المال الاقتصادية

يختلف دور البورصات حسب النظام الاقتصادي والاجتماعي الذي تنشأ في ظلّه . فدور البورصات في الدول الصناعية يختلف عن دورها في الدول النامية . بل يندم دورها أحياناً في ظل النظام الاشتراكي مثلما حدث في مصر في الستينات في فترة التأميم . ومن النادر أن نجدها في ظل اقتصاديات الدول المخططة مركزياً^(١).

ويقوم سوق رأس المال بالعديد من الوظائف التي ترتبط بتنشيط ونمو الاستثمار ، حيث أن طبيعة الوظائف مرتبطة بنمو الاستثمارات ، ومن شأنها تهيئة المناخ الاستثماري ، والوفاء بمتطلبات العملية الاستثمارية ، من حيث توفير التمويل اللازم لإنشاء المشروعات الجديدة ، أو التوسع في المشروعات القائمة في الوقت المناسب ، وبأساليب ، وأدوات متعددة ، وتيسير حرية الاختيار ، والتنوع بين مختلف الأنشطة الاستثمارية ، بما يتناسب ودرجات المخاطرة ، والمنافسة القائمة على آليات السوق . وتتمثل أهم وظائف سوق رأس المال في الآتي :

(١) المرجع السابق .

أولاً : تعبئة المدخرات :

تقوم سوق رأس المال بتعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم والسندات إلى جانب إتاحة فرص الريح للمدخر والمستثمر ، الأمر الذي يعمل على زيادة المدخرات .

ويضاف إلى ذلك انخفاض المخاطر مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة ، ومن ثم زيادة نمو الاستثمارات في المجتمع .
وينعكس ذلك على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة .

وتوفر سوق رأس المال ميكانيزم لخفض تكاليف المعاملات فيما يتعلق بتكلفة المعلومات والوسطاء لأن نشاط سوق رأس المال يقوم على توفير المعلومات أمام جميع المتعاملين بتكلفة زهيدة للغاية مما يوفر على المدخر والمستثمر عبء تكاليف المعلومات⁽¹⁾ كما تنعكس قدرة سوق رأس المال في تعبئة المدخرات على تحسين تخصيص الموارد وانتعاش الإبداع والتطور التكنولوجي . فضلاً عن تحويل المدخرات من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لتتيح لها الاتساع في الاستثمار .

(1) Ross Levine, Financial Development and Economic Growth, World Bank, Working Paper No. 1678, Washington, 1996, P. 22.

ثانياً : الاحتفاظ بالثروة :

تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة أو مخزن للثروة . وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة . وتنتم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للإهلاك كما إنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها . فضلاً عن أن مخاطرها تعد أقل من مخاطر الأشكال الأخرى للادخار أو للاحتفاظ بالثروة⁽¹⁾ وتعنى الثروة مجموع قيم كل الأصول الموجودة بالمجتمع . أما صافي الثروة فإنه يعنى الفرق بين الإجمالي والخصوم ، ويشير مفهوم الثروة إلى أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المتحقق . ومن ثم فإن زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعنيان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار . لأن زيادة العائد في الحاضر تنعكس على زيادة الشراء في المستقبل للسلع والخدمات وبالتالي تحسين مستوى المعيشة .

(1) Peter, S. Rose, money and Capital Markets,Mcgraw-Hill,College,2007, P. 6.

ثالثاً : توفير السيولة :

من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكيها - بالسعر السائد في السوق ، ومن ثم حرية الانتقال من استثمار قد يكون غير مجز من وجهة نظر مالك الأصل المالي إلى استثمار آخر عن طريق البيع وفقاً لنظم وقواعد السوق .^(١)

ويعد ذلك ميزة كبيرة في أسواق رأس المال . وذلك لأن التطور الاقتصادي في العالم يجعل مفهوم النقود يرتبط بالودائع في البنوك لأن هناك اتجاهات واضحة لانخفاض احتفاظ الأفراد بالنقود سائلة والتعامل من خلال الأدوات الحديثة للتعامل في البنوك مثل الكروت والنقود الالكترونية . بمعنى الدفع والتسوية دون وجود نقود سائلة مع الأفراد . ولذلك فإن العائد على النقود في النظام المالي يكون أقل عائد في النظام المالي .

^(١) د / محمد حلمى عبد التواب: البورصة المصرية والبورصات العالمية ، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر ، القاهرة ، ٢٠٠٤ ، ص ٢٣-٢٤ .

وفى المقابل توفر الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة والعائد المرتفع في آن واحد . ويستفيد من السيولة كل من المدخر والمستثمر مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع . (1)

رابعاً : توفير التمويل للاستثمار :

تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع . ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل . كما أن المنشأة غير ملتزمة قانونياً باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر . كما تتيح سوق رأس المال فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المنشأة من خلال إصدارها أوراقاً جديدة ، ومن ناحية أخرى توفر سوق رأس المال زيادة قدرة المنشأة على الاقتراض بصورة غير مباشرة عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المصدرة منها . مما يجعل هناك ثقة كبيرة في نشاط المنشأة ويتيح

(1) Ross Levine and Sara Zervos, Stock Marke Development & Long Run Growth, World Bank. Working Paper No. 1582, Washington, 1996, P. 7.

أمامها فرصاً للاقتراض والتوسع من أي مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال.^(١)

خامساً : تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر :

تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها . حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر . كما يكون التنويع على المستوى الدولي وليس المحلي فقط مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر . وفي المقابل تعكس الأسعار في سوق رأس المال المعلومات المتاحة عن المنشآت المتداولة وكلما تحسن نشاط ومستقبل المنشأة ارتفع سعر الأوراق المالية الخاصة بها . ومن ثم تعمل كل منشأة على تحسين وضعها للاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها الذي يعنى انخفاض تكلفة التمويل من ناحية ، ويوضح الثقة في تعاملاتها من ناحية أخرى ، في حين أن انخفاض أسعار الأوراق المالية يعكس ضعف الثقة وارتفاع تكلفة التمويل وهذا ما تسعى لتجنبه المنشآت العاملة في السوق .

وبهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطهم وتحسين مركزهم المالي ومن ثم ينعكس ذلك على تحسن نمو الاستثمارات .

^(١) د / مصطفى رشدي شيحة : اقتصاديات النقود والمصارف والمال ، دار المعرفية الجامعية ، الإسكندرية ، ص ٢٧-٣٠ .

سادساً : تحقيق الاستقرار الاقتصادي :

تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتؤدي الحكومة مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي ، وتجنب التضخم أو الكساد . وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة ، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد⁽¹⁾ ، وتقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في سوق رأس المال ، وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في سوق رأس المال . ومن ثم يسكن التأثير في زيادة نمو الاستثمارات .

سابعاً : كفاءة تخصيص الموارد :

إن التخصيص الكفاء للموارد يتوقف على مدى توفر سمات الكفاءة في سوق رأس المال . ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة توافر المعلومات في سوق رأس المال حيث يتحدد العائد والمخاطرة بكفاءة . ومن ثم يقوم المستثمر بالاختيار بين الأنشطة والمنشآت بناءً على أسعار عادلة ، مما يرفع كفاءة الاستثمارات ويدفع بالنمو الاقتصادي . ولذلك يتوقع أن تنخفض كفاءة التخصيص الأمثل للموارد في أسواق رأس المال التي لا تتوافر بها المعلومات بالقدر الكافي ، حيث تكون تحركات أسعار الأوراق المالية مضللة إلى حد كبير لأنها تتغير دون معلومات ، وبالتالي تقل فرص تقييم

(1) Peter, S Rose, Money and Capital Marke s, op, cit, P. 8.

المخاطر والعائد ، والتفرقة بين المنشآت والقطاعات التي يتوقع لها مستقبل واعد.

ثامناً : التسعير :

لا تقوم البورصة ببيع أو شراء الأوراق المالية ، بل يقتصر دورها على تقديم المكان والأجهزة والخدمات وتنظيم الرقابة على التعامل وفقاً للقوانين واللوائح ، ويتحدد السعر طبقاً لقواعد العرض والطلب ، ولا تتدخل إدارة البورصة في المعاملات والتقويم إلا إذا حدث اختلال بين قوى العرض والطلب .^(١)

وإذا كانت البورصة تترك لتلقى العرض والطلب تحديد السعر إلا أن السعر العادل لا يمكن الوصول إليه إلا بتوافر ثلاثة شروط :

- ١- إمكانية المساومة على السعر بين البائع والمشتري بكل حرية .
- ٢- ألا يكون هناك اتفاق مسبق بين البائعين يجبرهم على عدم البيع بأقل من سعر معين أو بين المشتريين بعدم الشراء بسعر أعلى من سعر معين .
- ٣- أن يكون هناك إعلام تام متاح لكل المتعاملين في أي وقت عن الكميات المباعة والمشتراه والأسعار التي تنفذها . وتحاول كل بورصة توفير هذه الشروط بحيث تصبح سوقاً مثالية .

(١) المادة ٢١ من القانون ٩٢/٩٥ .

ويلاحظ مما سبق أن البورصة تلعب دور المنظم للأسعار وكيف أنها تتدخل في حالة صعود أو هبوط الأسعار الحاد بدون مبرر بما يحقق الاستقرار. (١)

تاسعاً : يمكن أن توفر هذه السوق أفضل الأوعية الاستثمارية في ظل موجه ارتفاع معدلات التضخم السائدة حالياً . (٢)

المطلب الرابع

جوانب الشبه والاختلاف بين البورصة والأسواق التقليدية

(أ) جوانب الشبه بين البورصة والأسواق التقليدية :

تتمثل جوانب الشبه بين البورصة والأسواق التقليدية في أن البورصة سوق، كباقي الأسواق، يتقابل فيها الراغبون في بيع الأوراق المالية مع الراغبين في شرائها، بحيث ينشأ عن هذا التلاقي سعر محدد للورقة المالية، يسمى بثمن التوازن أو ثمن السوق كما يعبر عنه أحياناً . (٣)

(١) عبد الله سالم : الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، ١٩٩٦ ، ص ١٥٢-١٥٣ .

(٢) د / منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، الإسكندرية ، دار المعارف . ١٩٩٩ .

(٣) يقصد بثمن التوازن : ذلك الثمن الذي يتحقق فعلاً في السوق وتتساوى عنده الكمية التي يكون المشترون مستعدين لشرائها من السلعة أو الخدمة مع الكمية التي يكون البائعون مستعدين لبيعها منها . وينبغي تمييز ثمن التوازن عن باقي الأثمان الممكنة للسلعة ، والتي من الممكن أن يتلاءم أي منها مع حالة الطلب أو العرض ، ولكنه لا يمكن أن يتلاءم مع

(ب) جوانب الاختلاف بين البورصة وبين الأسواق التقليدية :

يمكن تلخيص أهم جوانب الاختلاف بين البورصة وبين الأسواق

التقليدية فيما يلي :^(١)

١- اختلاف وعاء التعامل :

يتمثل وعاء التعامل في بورصة الأوراق المالية في أوراق مالية - كالأسهم والسندات ، بينما هو في الأسواق التقليدية جد مختلف ، فقد يكون سلعاً أو عقارات مثلاً .

٢- اختلاف حجم الصفقات :

ففي بورصة الأوراق المالية الصفقات ضخمة ومتكررة ومركزة ، بعكس المعتاد في صفقات الأسواق التقليدية ، لذا فإن لها تأثيراً كبيراً على سعر الصك الذي يجرى عليه التعامل .

=حالة كل من الطلب والعرض معاً ، لمزيد من التفصيل ، انظر : د/ أحمد جامع . "النظرية الاقتصادية ، التحليل الاقتصادي الجزئي ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، الطبعة الخامسة ، ١٩٨٦ ، ص ٢٦٧ وما بعدها .

^(١) د/ زينب حسين عوض الله "الأداء التسعيري والتمويلي للبورصة ، الجزء الأول" ، الأهرام الاقتصادي ، عدد ١١٨٢ ، ١٩٩١/٩/٩ ، ص ٦٤ .

٣- ضرورة الوساطة في التعامل :

يلزم في بورصة الأوراق المالية أن يتدخل السمسار (أو شركات السمسرة) في التعامل حتى يكون صحيحاً ، بعكس الحال في الأسواق التقليدية^(١).

٤- تنفيذ التعاقد :

في الأسواق التقليدية يتم ، غالباً ، تسليم السلعة ودفع ثمنها حال التعاقد ، بينما في بورصة الأوراق المالية يتراخى التسليم ودفع الثمن إلى تاريخ لاحق لعقد الصفقة .

٥- التواجد المادي للسلع في السوق :

تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية بخصوص سلع موجودة ومنظورة ، أما في بورصة الأوراق المالية فلا حاجة للتواجد المادي للسلع فيها . وبصفة عامة ، تعتبر البورصة أكثر الأسواق اقتراباً من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة ، فهي أشد الأسواق اتحاداً في العالم ، وتتوافر لها وسائل اتصال فورية بينها وبين المراكز الرئيسية ، وتتعامل في سلع متجانسة ، ولا تكاد تهتم بنفقات النقل^(٢).

(١) قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) د / زينب حسين عوض الله : "الأداء التسعيري والتمويلي للبورصة ، الجزء الأول" ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٤ .

المبحث الثاني

طبيعة عمل الأسواق

يمكن تصنيف (تقسيم) السوق الحاضرة وفقاً للتعامل على الأصول (الأوراق) المالية ويعتمد هذا التصنيف على ما إذا كان التعامل على الورقة المالية للمرة الأولى أم للمرة الثانية؟ من ناحية، وعلى طبيعة هذا التعامل من حيث كونه إصداراً أم تعاملًا من ناحية أخرى .

وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما: ^(١)

^(١) د / عاطف النقلي : الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (٨٧) ، أغسطس ١٩٩٤ ، ص ١٩ - ٢١ .

- بنك مصر ، سوق الأوراق المالية في مصر : المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (١٩٩٠-١٩٩٦) ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (١) ، ١٩٩٧ ، ص ١٧ - ١٨ .

- يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرتبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشر الاكتتاب ، وتشمل ملخصاً لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب ، كما أنها تشمل كافة الحقائق التي يعتمد عليها المستثمر في تقييم الأوراق المالية المصدرة ، وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين ، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة . راجع في ذلك : أحمد سعد =

١- سوق الإصدار (السوق الأولية) .

٢- سوق التداول (السوق الثانوية) .

المطلب الأول

سوق الإصدار (السوق الأولية) Primary Market

سوق الإصدار أو السوق الأولية هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام في الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار .^(١)

عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٤

، ص ٦ .

^(١) د / عاطف النقلي : الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، مرجع سابق ، ص

. ٢٠

- د / مصطفى رشدي شيحة ، د/ زينب حسن عوض الله : النقود والبنوك والبورصات ،
(الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، ١٩٩٢) ، ص ٤٥٦ .

وسوق الإصدار هو ذلك السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تقوم بالاكْتِتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ثم تقوم بإصدارها وبيعها للجمهور مرة أخرى لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية .

وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار Investment Bank or Banker أو المتعهد Underwriter الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة مثل مارلنش Merrill Lynch ومورجان ستانلي Morgan Stanley وإخوان سالومون Salomon Brothers في الولايات المتحدة . وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار .

ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة ، وبين الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة ، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور .

هذا ويتمثل ربح البنك في الفرق بين القيمة التي باع بها الإصدار وبين القيمة التي اشتراه بها Underwrite Spread وذلك بعد خصم تكاليف الإصدار Flotation Cost التي تكبدها .⁽¹⁾

(1) Fischer, D., & Jordan, R. Security Analysis & Portfolio Management (4th ed). N.Y. : Prentice-Hall, 1987, PP. 562-563.

وتتفاوت تكاليف الإصدار وفقاً لنوع الورقة . فتكلفة إصدار الأسهم العادية تفوق تكلفة إصدار الأسهم الممتازة ، والتي تفوق بدورها تكلفة إصدار السندات .^(١) ولعل السبب في انخفاض تكلفة إصدار السندات أنها تباع في كميات كبيرة لعدد محدود نسبياً من كبار المستثمرين ، أما الأسهم بنوعها فتباع في كميات صغيرة لعدد كبير من المستثمرين .^(٢)

المطلب الثاني

سوق التداول (السوق الثانوية) Secondary Market

هي السوق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها ، فالسوق الثانوية تسمح للمستثمرين أو حاملي الأوراق المالية بتحويلها إلى نقود عن طريق بيعها إلى مستثمرين آخرين قبل تواريخ الاستحقاق . ولكن من الملاحظ أنه من الممكن أن يكون هناك منشآت من كلا من السوقين الأولى والثانوي ، بمعنى أن تلك المنشآت تقوم بعمليات البيع والشراء للأوراق الجديدة وكذلك الأوراق السابق إصدارها مثل البنوك التجارية حيث أنها تتلقى طلبات الاكتتاب للأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركات ذات العجز المالي ، وفي نفس الوقت تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها لحسابها أو

(1) Brigham, E., Fundamentals of Financial Management (5th ed.) III. : Dryden Press 1989, PP. (454-455).

(2) Francis, J. Investment Analysis and Management (4th ed), N.Y. : McGraw – Hill, 1986, P. 54.

لحساب العملاء ، وبالتالي فإنها تكون جزء من السوق الأولى والثانوي في ذات الوقت .

ولا بد من الإشارة إلى أن كلا من شقي سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر^(١) ، فنجد أن أثر النشاط في سوق الإصدار ينعكس مباشرة على سوق التداول ، حيث أن سوق الإصدار هو المغذى الرئيسي لسوق التداول وذلك لوجود علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل ، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل ، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية .

من جهة أخرى فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتتاب في أسهمها (سوق الإصدار) يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) على نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها ، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب .

(١) د / السيد الطيبي : (أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية) المؤتمر العلمي السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، ١٩٨٩ ، ص ٩ .

المبحث الثالث

تطوير سوق الأوراق المالية في مصر

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي

تمر سوق الأوراق المالية في مصر الآن بفترة انتعاش لم تسبق لها منذ زمن بعيد ، ولولا قيام مصر بانتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وتحرير سوق المال المصري ، ما كانت لتصل إلى ما هي عليه من نشاط . وقد مرت سوق الأوراق المالية ببعض المشاكل التي أثرت على أدائها في الفترة الأولى من بداية التسعينيات ، إلى أن جاء القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، وقام بوضع القواعد التي أصلحت من آثار هذه المشاكل على سوق الأوراق المالية .

ويعتبر إحياء سوق الأوراق المالية من أهم مزايا سياسة الإصلاح الاقتصادي في مصر ، والتي يمثل وجودها ضرورة حتمية لتطوير الاقتصاد المصري ، وتنشيط الاستثمارات لتأخذ طورها الطبيعي في الحياة الاقتصادية.^(١)

^(١) د / عدنان الهندي : دور المصارف العربية في تنشيط التداول بالبورصات العربية ، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٤ ، ص ٧٦ : ٨٢ .

وسنتعرض فيما يلي إلى أهم ملامح تطوير سوق الأوراق المالية في مصر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي ، وذلك من خلال المطالب الثلاثة التالية :

المطلب الأول

عوامل تطوير سوق الأوراق المالية في مصر

بدأت التغييرات والتطورات في سوق الأوراق المالية في مصر بعد صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال ، والذي يعتبر الدعامه الرئيسية لتطبيق وتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي وتغير هيكل خريطة المعاملات المالية في مصر ، وهناك عاملان أساسيان لتطوير نشاط سوق الأوراق المالية في مصر والتي تعتبر حالياً بشكل نسبي في أنشط حالاتها منذ صدور هذا القانون ، ويتمثل هذان العاملان فيما يلي^(١):

١- إزالة الكثير من العقبات في سوق التداول وإتاحة الكثير من

الحيات للتعامل في الأوراق المالية :

أزال القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الكثير من العقبات في سوق التداول ، وأتاح الكثير من الحيات المنظمة للتعامل في الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، وثائق استثمار) وأوجد للبنوك دوراً فعالاً وحاسماً في تنشيط السوق وذلك عن طريق تأسيس صناديق الاستثمار ، وكذلك تم تأسيس

(١) المرجع السابق .

شركات أموال أخرى مثل شركات السمسرة والاكتتاب ، كما أباح القانون إنشاء اتحادات العاملين المساهمين التي لعبت دوراً هاماً خلال مرحلة الخصخصة في عملية توسيع قاعدة الملكية ومساعدة العاملين بالشركات على تملك أسهم لهذه الشركات .

٢- تطبيق برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية :

تزامن صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ مع تطبيق برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية ، مما أدى إلى حالة نشاط كانت متوقعة ، خاصة أن جمهور المدخرين وكبار المستثمرين ظهر لديهم وعى استثماري تمثل في حالة الإقبال على شراء أسهم الشركات المعروضة خاصة بعد ثبات أسعار الفائدة على الودائع بالبنوك ، وزيادة ربحية شراء الأسهم المتمثلة في عوائد مزدوجة ناتجة من قيمة الكوبون بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة من الفرق بين ثمن شراء السهم وثمان بيعه .

المطلب الثاني

تطوير الجوانب التنظيمية والفنية لسوق الأوراق المالية^(١)

تطورت الجوانب التنظيمية والفنية لسوق الأوراق المالية في مصر منذ صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على النحو التالي :

١- تحديث البورصات بالمعدات والأدوات العصرية للتعامل مثل تحديث شبكة اتصالات متطورة لربطها بمراكز السوق ، مثال ذلك ربط بيوت السمسرة والبنوك وشركات التأمين وشركات الأوراق المالية وهيئة سوق المال بالتعامل مع البورصة .

٢- إحلال شركات السمسرة محل السمسار الفرد وتدريب العاملين بها وغيرهم من الوسطاء الماليين على أحدث الأساليب للتعامل في السوق ، وذلك بعقد دورات تدريبية وندوات والقيام بزيارات ميدانية للبورصات العالمية واستقطاب وسطاء جدد ذو كفاءة عالية في سوق الأوراق المالية .

٣- أجاز إنشاء اتحاد العاملين المساهمين في أي شركة من شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم المالية لتشجيعهم على تملك بعض الأسهم للشركة العاملين بها وتوزيع الأرباح التي تدرها على أعضائه

^(١) د / منى قاسم : صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، ١٩٩٥ ، ص ٣١ : ٣٣ .

وفقاً لنظامه الأساسي ، بشرط أن لا يقل رأس مال الشركة المنشأ بها الاتحاد عن مليون جنيه وأن لا يقل عدد العاملين في الشركة عن خمسين عاملاً .

٤- ربط بورصتي القاهرة والإسكندرية باستخدام الحاسب الآلي مما يزيد من كفاءة تشغيلهما .

٥- القضاء على اختلاف أسعار الإقفال لذات الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية ، وإمكانية قيام شركات السمسرة بتنفيذ العمليات مع شركات أخرى من خلال ممثليها المعتمدين بكل من القاهرة والإسكندرية.

٦- تطوير سوق الإصدار وسوق التداول ، وقد تناول قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية الكثير من القواعد المنظمة للتعامل في سوق الإصدار أو سوق التداول كما يلي^(١) :

* سوق الإصدار :

وقد تناول القانون ولائحته التنفيذية موضوع إصدار الأوراق المالية وتكوين رأس مال الشركات المساهمة ، وشركات التوصية بالأسهم وأحكامها العامة ، وأحكام الاكتتاب ، والقوائم المالية والأساليب الرقابية وكيفية استبدال

(١) د / عاطف حسن النقلي : الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، مرجع سابق ، ص ٢٦ : ٣٢ .

الشهادات المفقودة أو التالفة وما يتبع بالنسبة لهذه الشهادات عند تعديل النظام الأساسي للشركة ، وكذلك كافة الأحكام الخاصة بطرح الأسهم في اكتتاب عام وأهم البيانات التي يجب الإفصاح عنها وتتضمنها نشرة الاكتتاب ، كذلك الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى الحفاظ على أموال حملة الأسهم .

* سوق التداول :

وقد نظم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ سوق التداول وفقاً للأساليب الحديثة ، وقد اهتم بالتركيز على عناصر أساسية لأداء سوق المال وهي الإفصاح والشفافية من خلال العلانية ونشر الأسعار اليومية للأوراق المالية ، والحفاظ على أموال المستثمرين من خلال الضوابط التي وضعها لأداء البورصات .

المطلب الثالث

تطوير التعامل داخل البورصة للقضاء على بعض مشاكلها

شهدت البورصة المصرية بعثاً جديداً مع بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي وإصدار القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، وقد عمل هذا القانون على تطوير التعامل داخل البورصة وذلك للقضاء على بعض مشاكلها والعمل على تنشيطها ، نظراً لتوقع ضخامة العمل بها مع تطبيق برنامج الخصخصة وانتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وقد نظم القانون التعامل بها على النحو التالي :

١-تنظيم التعامل في السوق :

نظم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ التعامل في سوق رأس المال وحدد أنواع الشركات المتعاملة ودور كل منها ، ثم بدأت الحكومة عملية تحرير وإصلاح الهياكل المالية والإدارية لشركات قطاع الأعمال العام لتأهيلها للبيع ونقل ملكيتها من الحكومة إلى القطاع الخاص ، وبدأت الحكومة منذ منتصف عام ١٩٩٤ في تنفيذ برنامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام وذلك بطرح نسب صغيرة من الشركات للجمهور كانت ما بين ١٠% ، ٢٠% في ذلك الوقت^(١) ، وبدأ الجمهور يقبل تدريجياً على شراء هذه الأسهم بناءً على قوة الحملات الإعلامية التي صاحبت عمليات الطرح ، مع التركيز على العائد النقدي الذي يحصل عليه حامل السهم في صورة توزيع سنوي للربح ، وقد ساعد هذا التنظيم في القضاء على مشاكل طرح أسهم شركات قطاع الأعمال العام التي واجهت سوق الأوراق المالية قبل صدور هذا القانون .

٢-نشر الوعي الاستثماري عن طريق إنشاء الشركات

المتخصصة :

(١) د/محمد ماهر محمد على : تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل . جامعة الأزهر ، مارس ١٩٩٧ ، ص ١٦٣ .

بالرغم من نجاح عملية البيع الأولى من برنامج الخصخصة إلا أن الغالب الأعم من الجمهور وخاصة صغار المستثمرين لم يكن عنده الوعي الكافي بسوق الأوراق المالية والتعامل في البورصة ، ولذلك فقد حرص القانون على وضع المعايير الكفيلة بانتشار الوعي الاستثماري ، وذلك عن طريق إنشاء شركات لترويج وتغطية الاكتتاب تساعد على نشر التوعية اللازمة للمستثمرين ، كذلك تكثيف الحملات الإعلامية .

٣- إتباع مبدأ العلانية والإفصاح عن المعلومات :

وضع القانون الضوابط والقواعد اللازمة والملزمة بعملية الإفصاح والشفافية ، بما يترتب عليه وضوح الرؤية أمام المستثمر ليتمكن من اتخاذ قرارات البيع والشراء في الوقت المناسب ، وذلك لتجنب حدوث تقلبات في السوق حماية للبورصة والعملاء أنفسهم ، وقد أوجب القانون ضرورة إعلان كل شركة مقيدة في البورصة عن مراكزها المالية طبقاً لقواعد المحاسبة الدولية وتراجع وفقاً لمعايير المراجعة الدولية وأن يتم نشر القوائم المالية مرتين في السنة طبقاً لمبدأ الإفصاح ، مما ساعد في التغلب على مشكلة الاعتماد على الشائعات في التعامل بالبورصة وكذلك مشكلة قلة المعلومات والبيانات .

٤- إتباع مبدأ حماية المستثمر :

حرص القانون على وضع المعايير الكفيلة بالحفاظ على حقوق المستثمرين عند نشوء مشاكل قد تؤثر على حيافة أو ربحية المستثمرين ، وذلك كما يلي^(١) :

أ- أجاز قانون سوق رأس المال لرئيس البورصة أن يتخذ قرار وقف عروض وطلبات التداول التي تؤدي إلى التلاعب في الأسعار على أن يكون له حق إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القانون ولأئحته التنفيذية ، كذلك إيقاف التعامل على ورقة مالية كان سينتج من استمرار التعامل عليها الإضرار بالسوق والمتعاملين فيه .

ب- كذلك أجاز القانون لرئيس البورصة أن يحدد حد أدنى وحد أعلى لأسعار الأوراق المالية بأسعار إقفال اليوم السابق على القرار وذلك إذا طرأت ظروف خطيرة ، على أن تفرض هذه الأسعار على المتعاملين في جميع بورصات الأوراق المالية وذلك لحماية العملاء من تقلبات الأسعار .

٥- زيادة تنوع المعروض في سوق الأوراق المالية :

(١) د / منى قاسم : أساليب تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية ، المعهد المصرفي ، البنك المركزي المصري ، إبريل ، ١٩٩٤ ، ص ٤ : ٥ .

وحرصاً على زيادة حجم التعامل في البورصة فقد زادت الأوراق المالية المعروضة والمتداولة وتنوعت ، فقد تم طرح نوعيات جديدة من السندات في سوق المال المصري مثل^(١) :

- سندات الخزانة ٢٠٠٠ التي طرحتها الحكومة لتحل تدريجياً محل أذون الخزانة التي تزايد عبئها على الدولة .
- سندات البنك المصري الأمريكي بمبلغ ٢٠٠ مليون جنيه مصري .
- سندات الخزانة ٢٠٠٣ التي طرحتها وزارة المالية .
- سندات سيتي بنك (شركة مساهمة أمريكية) لحساب وصالح فروع سيتي بنك لجمهورية مصر العربية ، قيمة الإصدار ٢٠٠ مليون جنيه مصري ذات عائد متغير يصرف كل ثلاثة شهور .
- البنك العقاري العربي .
- بنك التنمية الصناعية .
- شركة فيكتوريا (مالكة موفنبيك شرم الشيخ) .
- بنك أميركان أكسبريس .
- سندات الخزانة ٢٠٠٥ وغيرها .

(١) د/ نظير يوسف ميخائيل : سوق الأوراق المالية في مصر ، المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة ، مركز بحوث بنك مصر ، أوراق بنك مصر البحثية ، ١٩٩٧ ، ص ٢٨ .

وهذه الأدوات الجديدة على السوق المصرية تعمل على جذب العديد من المستثمرين ، كما تساعد على القضاء على مشكلة عدم تنوع المعروض من الأوراق المالية في السوق .

٦- قيام بعض الشركات القابضة بدور صانع السوق :

وللقضاء على مشكلة غياب صانع السوق الذي يحقق التوازن في الأسعار ، فقد قامت بهذا الدور الشركات القابضة في بعض الوقت ، حيث أنه كان من الصعب على البنوك القيام بهذا الدور لأنها ستكون مخصصات مرتفعة لذلك مما يؤثر على نتائج أعمالها ، ولكن في ظل القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أمكن لها إنشاء شركات تقوم بهذه المهمة والمتمثلة في شركات إدارة صناديق الاستثمار ، وقد أعلن رئيس هيئة سوق المال المصري في ١٩٩٦/٩/٢٩^(١) عن دخول نشاط صانع السوق بشرط أن لا يقل رأسماله عن مائة مليون جنيه ليستطيع أن يحقق الهدف من إنشائه ، وهو توازن واستقرار السوق ، حتى يؤدي ذلك إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمارات في مصر ، كذلك جذب أموال المصريين العاملين في الخارج ، مما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة .

(١) جريدة الأهرام ، ١٩٩٦/٩/٢٩ .

نخلص مما سبق إلى أنه :

- تعرضت سوق الأوراق المالية لبعض المشاكل قبل صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، منها قصور البيانات والمعلومات والاعتماد على الشائعات في تحديد الأسعار ، وغياب صانع السوق الذي يحقق التوازن في السوق ... ، وإجراءات التداول ونقل الملكية .
- نظراً لأهمية هذه السوق في الاقتصاد القومي خاصة في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي وتوسيع قاعدة الملكية وتطبيق برنامج الخصخصة ، فقد جاء القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لينظم جميع الجوانب الفنية والتنظيمية في هذه السوق سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول .
- كما أدخل القانون بعض التعديلات لتنشيط هذه السوق مثل إنشاء اتحادات العاملين وربط بورصتي القاهرة والإسكندرية ، وتحديث البورصات بإدخال جميع الأساليب التكنولوجية الحديثة للتعامل فيها .
- كذلك نظم القانون بعض المبادئ للتعامل في البورصة مثل مبدأ حماية المستثمرين ومبدأ الإفصاح والعلانية ... ، وذلك للقضاء على مشاكل هذه السوق والعمل على تنشيطها .

المبحث الرابع

أهم المزايا والعيوب

المرتبة على إجراء الخصخصة عن طريق البورصة

تتناول الدراسة في هذا المبحث أهم العيوب والمزايا التي يمكن أن تترتب على إجراء الخصخصة عن طريق البورصة ، لتتم المقارنة بينها وصولاً إلى الحكم على مدى جدوى إجراء الخصخصة عن طريق البورصة وذلك من خلال المطلبين التاليين :

المطلب الأول

العيوب والصعوبات المترتبة على إجراء الخصخصة عن طريق

البورصة

قد يكون تحويل ملكية المشروعات العامة عن طريق البورصة - بالمقارنة بأسلوب التخصيص عن طريق الحوالات المباشرة للأصول - أكثر صعوبة ، أو أكثر خطورة ، أو أكثر كلفة لما يلي :⁽¹⁾

(1) RICHET (Xavier) Analyses de La S.E.D.E.L.S., Paris, No. 82,

Juillet - 1991, P.2.

أولاً : أن هناك اعتبارين يصعب التوفيق بينهما يتعلقان بضرورة تحديد سعر منخفض لأسهم المشروعات المعروضة لجذب صغار المدخرين تحقيقاً لهدف توسيع قاعدة الملكية من ناحية ، وضرورة بيع المشروعات بأعلى سعر ممكن للمحافظة على قيمة الأصول العامة من ناحية أخرى .

ثانياً : أن الإعداد التمهيدي لبيع المشروعات التي سيتم تحويل ملكيتها للقطاع الخاص ، يجب أن يكون أشد صرامة ، يرجع ذلك بصفة خاصة لسرعة تأثر الأسعار السائدة في البورصة بما تمر به المشروعات من ظروف.

ثالثاً : أن الحائزين المحتملين الذين سيملكون القوة الاقتصادية في المشروعات غير معروفين مقدماً .

رابعاً : أن البورصة تستهلك الوقت "للتقييم ، وتحديد سعر الأسهم وفئاتها ، وتسوية الأوضاع الناشئة عن حدوث فائض في الاكتتاب ... الخ" .

خامساً : أن البورصة تتطلب وجود أسواق رأس المال ، وفي بعض البلدان هذه الأسواق شبه غير موجودة .

سادساً : أنها مكلفة ، حيث يجب دفع عمولة لجهات تقييم الأصول وصلت في بعض الأحيان في حالة اللجوء لجهات أجنبية إلى ١٢% من الإيرادات المتحققة من تحويل ملكية القطاع العام .

سابعاً : أن هناك احتمالاً قائماً بسرعة تخلى الجمهور عن الأسهم بمجرد تسجيلها في البورصة للاستفادة من التطور الإيجابي للأسعار ، أما إذا تحركت الأسعار بالهبوط فإنه سيكون هناك اندفاع مبالغ فيه للبيع (الإغراق) خاصة مع مراعاة أن صغار المستثمرين ليس لديهم القدرة على التقدير الصحيح للمواقف ، لذا فإنهم قد يلجأون للمضاربة قصيرة الأجل ، كما يكون لهم رد فعل لما يحوزون من أسهم حتى مع ما يعتقد الخبير أنه حركة عادية للسوق .^(١)

ثامناً : أن البورصات خاصة - خاصة الناشئة ذات الطاقة الاستيعابية المحدودة - لا يمكنها إلا أن توفر تغطية مالية جزئية لبيوع المشروعات العامة ، مما قد يشكل - في حالة الاعتماد عليها بصفة رئيسية - عائقاً أمام تحقيق بعض الأهداف .^(٢)

(1) Arthur Andersen, "Framework for sales decision : public offering, anchor investor and financial institutions" Report prepared for the government of Egypt, Second draft, October 1995. February 1996, P. 16-17.

(٢) يمكن أن نضرب مثلاً على ذلك بحالة البورصة المصرية ، فهي لن تستطيع توفير الأموال اللازمة لإعادة هيكلة الشركات التابعة ، فهناك ٦٠ شركة تم تقييمها كشركات رابحة تبلغ قيمتها الكلية ١١ بليون جنيه ، وياق الشركات التابعة تعتبر خاسرة وعليها دين إجمالي يقارب ٦٦ بليون جنيه . ولا يبدو محتملاً - بالنظر إلى هذه الأرقام - أن =

تاسعاً : أخيراً يجب أن يؤخذ في الاعتبار "خطر الهجر أو الترك المالي" : ففي غياب ادخار إضافي يوجه للاستثمار في السوق ، فإن واقع تمويل عمليات بيع المشروعات العامة من خلال البورصة يتم عن طريق عرض جزء من محافظ المستثمرين للبيع ليستثمروها في أسهم المشروعات العامة التي سيتم تحويل ملكيتها ، وهذا أثره سيء على مكونات المحفظة (الأسهم القديمة) ، إذ يؤدي ذلك إلى انخفاض ثمنها . كما أن تكلفة الأموال الخاصة التي قد تحتاجها المشروعات من المصادر الادخارية ستتزايد . لذلك ، ولكي تنجح سياسة الإصدار الجديدة للمشروعات الخاصة ، عليها أن تصدر أسهماً ذات معدل مرتفع من الربح أو سندات ذات فائدة أكثر ارتفاعاً ، وإلا ستضطر إلى اللجوء للاقتراض من البنوك . وهذا يؤدي إلى إلغاء بعض المشروعات لجزء من مشاريعها الاستثمارية ، نظراً لارتفاع كلفة الاستثمار .

بيع نسبة قليلة من الأسهم من خلال البورصة سيوفر الأموال اللازمة للوفاء بالديون أو

لإعادة هيكلية الشركات التي تحتاجه . ولمزيد من التفاصيل ، انظر :

د / عبد الباسط وفا محمد : بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلي الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٩٦ ، ص ٣٠٩ .

المطلب الثاني

مبررات تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق البورصة

رغم الصعوبات السابقة فإن تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق البورصة يركز على مجموعة أسس ومبررات أساسية ، لا يمكن تجاهلها :

أولاً : يمثل اللجوء إلى البورصة لتحويل ملكية المشروعات العامة استجابة تقليدية لتغيير الملكية :

فالبورصة هي المكان الطبيعي والتقليدي لتغيير ملكية المشروعات ، لا فرق في ذلك بين المشروعات الخاصة والعامة . ومن ثم فإن تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق سوق البورصة يمثل إنهاء لحالة القطيعة والخصام بينها وبين السوق ، تلك القطيعة التي غرست بذورها مع تأميم المشروع ، وانتقاله إلى ملكية الدولة .

ثانياً : يمكن عن طريق البورصة تحقيق مبدأ العدالة في التوزيع :

فالعرض في البورصة عرض حر لا تميز فيه لمكتتب على آخر (فيما عدا بعض القواعد المحددة سلفاً ، كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم ، أو مواطني الدولة على الأجانب ، أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض) .

وبالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بيع المشروعات بالطرق الأخرى ، والتي تتسم بتفضيل مكتب على آخر لاعتبارات قد تكون سياسية .^(١)

ثالثاً : تساعد البورصة على تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية :

فنظراً للمناخ المحيط بالمشروع العام climate d'entreprise publique من حيث أنه يضم عدداً كبيراً من العاملين من ناحية ، وأنه يمثل ملكية الشعب من ناحية ثانية ، وأن إجراء تغيير ملكيته محاط عادة بخطورة إعادة تأميمه مع تغير التوجهات السياسية والحزبية من ناحية ثالثة ، فإن تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية يمثل استرضاء للشعب والعمال معاً ، كما يمثل سياجاً حامياً لسياسة تحويل الملكية ذاتها ، إذ أن تكفير الحكومات القادمة "خاصة ذات التوجهات الاشتراكية" في إعادة تأميم المشروعات التي تم بيعها يظهر أكثر صعوبة إذا تم بيع هذه المشروعات لعامة الشعب والعاملين فيها .

^(١) حدث ذلك بشأن بعض البيوع المباشرة في إيطاليا لمكتبتين محددتين بالاسم .

Cette Voite s'est Cependent heurtee jusqu a present aux interest clientelistes de la Democratic thretienne qui exerce une influence locale sur l'embauche au sein des enterprises publiques. LONGUEVTLLE (G) et al "privatizations, les lecons des experiences etrangeres, Regards sur L'actualite, La documentation Françoise, Paris, N0124, September et October, 1986 No124, P.8.

وتمثل البورصة منفذاً جيداً لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طريقاً مفتوحاً لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد ، لذلك فهي تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين .

رابعاً : الحفاظ على قيمة الأصول نسبياً :

إذ يفضل العدد الكبير من المشتريين الذين تخاطبهم البورصة ، وبفضل تسهيل تطبيق مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المشروعات ضد إعادة تأميمها ، فإنه يتوقع حدوث إقبال على أسهم المشروعات المراد تحويل ملكيتها ، هذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض ، وهناك خدمة أخرى جلية تؤديها البورصة إلى المشروعات التي سبق تسجيلها ، إذ أن أسعار أسهمها المسجلة في البورصة تعتبر من العوامل الهامة التي يجب مراعاتها عند تقدير سعر الأسهم الجديدة التي تعرض في السوق .

خامساً : تيسير تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة :

فالبورصة كما قلنا بمخاطبتها لكل طوائف المدخرين (بدءاً من القاعدة العريضة - صغار المدخرين - وانتهاء بمؤسسات الاستثمار على اختلاف أنواعها ، ودون تفرقة بين رأس المال الوطني والأجنبي ، في حدود ما تسمح به القواعد من اكتتاب للأجانب تحقق تعبئة الحد الأقصى من المدخرات التي يحتمل أن توجه للاكتتاب في المشروعات .

ونظراً لشمولية واتساع هذا الطريق فإنه يصلح لبيع أكبر المشروعات العامة .

سادساً : تنشيط سوق الأوراق المالية :

لا شك أن اللجوء لقناة سوق الأوراق المالية لبيع المشروعات العامة بما يشتمل عليه من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار ، والتداول" .

١- فبالنسبة لسوق الإصدار ، فإنها تؤثر على جهتين :^(١)

الأولى: تنشيط العرض : إذ تغذى السوق بحصص ضخمة من الأسهم ، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المشروعات .^(٢)

الثانية: تنشيط الطلب : إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك

(١) د / عبد الباسط وفا محمد : بورصة الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ص ٣١٠ - ٣١١ .

(٢) د / نجم عن بيع حصة من مشروعى Rhone - Poulenc, Renault فى البورصة

الفرنسية عام ١٩٩٣ تسجيل عدد ٧٢.٥ مليون سهم جديد للمشروع الأول ، ٧٩.٣ مليون

سهم للمشروع الثانى ، المصدر :

Problems économiques, "Chronologic de Privatization" La documentation Francoise, Paris, NO 2.362, 09/02/1994, P-15.

الأسهم . وتنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساساً لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة ، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبياً فتحتوى من ثم على علاوة سوق .

وهكذا بفضل هذا الطريق يتم زيادة أعداد المساهمين ، وأحياناً قد تتضاعف بالمقارنة بعددهم الأصلي .

٢- أما بالنسبة لسوق التداول : فإن معاملاتها تكتسب قدراً أكبر من الحيوية والنشاط ، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق . لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطاً Plus active إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها .

لكل هذه الأسباب لجأت الكثير من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيسي لتحويل ملكية مشروعاتها العامة ، وبخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية O.C.D.E ، ودول أمريكا اللاتينية ، وبعض بلدان أوروبا الشرقية كالمجر وبولونيا ، وكذلك برنامج التخصصية المصري.^(١)

^(١) وزير قطاع الأعمال العام - المكتب الفني ، دليل الإجراءات والإرشادات العامة لبرنامج الحكومة لتوسيع قاعدة الملكية وإعادة الهيكلة وحوافز العاملين والإدارة ، ١٤ فبراير ١٩٩٣ ، ص ٢٠ .

المراجع

أولاً : المراجع العربية

- (١) د/ أحمد جامع : "النظرية الاقتصادية ، التحليل الاقتصادي الجزئي ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، الطبعة الخامسة ، ١٩٨٦ .
- (٢) د / أحمد سعد عبد اللطيف : بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٤ .
- (٣) د / السيد الطيبي : (أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية) المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، ١٩٨٩ .
- (٤) أوراق بنك مصر البحثية ، إصدارات مختلفة .
- (٥) جريدة الأهرام - إصدارات مختلفة .
- (٦) د / زينب حسين عوض الله "الأداء التسعيرى والتمويلي للبورصة ، الجزء الأول" ، الأهرام الاقتصادي ، عدد ١١٨٢ ، ١٩٩١/٩/٩ .
- (٧) د / صالح البربري : الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مركز المساندة القانونية ، الطبعة الأولى ، ٢٠٠١ .

- ٨) د / عاطف النقلى : الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ،
كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (٨٧) ، أغسطس ١٩٩٤ .
- ٩) د / عبد الباسط وفا محمد : بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق
أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلي الملكية الخاصة ،
دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٩٦ .
- ١٠) د / عبد الله سالم : الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة ،
الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، ١٩٩٦ .
- ١١) د / عدنان الهندي : دور المصارف العربية في تنشيط التداول
بالبورصات العربية ، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط
بينها ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٤ .
- ١٢) د / محمد حلمى عبد التواب: البورصة المصرية والبورصات العالمية ،
مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر ، القاهرة ، ٢٠٠٤ .
- ١٣) د/ محمد عابد الجابري : أوهام الليبرالية الجديدة مناقشة في المفاهيم
ورقة مقدمة إلى ندوة الحكم والتنمية الاقتصادية التي عقدتها الاسكوا في
القاهرة ، نوفمبر ٢٠٠١ .
- ١٤) د / محمد ماهر محمد على : تقييم تجربة صناديق الاستثمار في
مصر ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل . جامعة
الأزهر ، مارس ١٩٩٧ .

١٥) د / منى قاسم : أساليب تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية ، المعهد المصرفى ، البنك المركزى المصرى ، إبريل ، ١٩٩٤ .

١٦) د / منى قاسم : صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، ١٩٩٥ .

١٧) د / منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، الإسكندرية ، دار المعارف ١٩٩٩ .

١٨) د / مصطفى رشدي شيحة : اقتصاديات النقود والمصارف والمال ، دار المعرفة الجامعية ، الإسكندرية .

١٩) د / مصطفى رشدي شيحة ، د/ زينب حسن عوض الله : النقود والبنوك والبورصات ، (الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، ١٩٩٢) .

٢٠) د / نظير يوسف ميخائيل : سوق الأوراق المالية فى مصر ، المشاكل والسماة الخاصة بالسوق الناشئة ، مركز بحوث بنك مصر ، أوراق بنك مصر البحثية ، ١٩٩٧ .

٢١) د / نوال محمود ياقوت : دراسة دور بورصة الأوراق المالية فى تطبيق برنامج الخصخصة فى مصر ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ملحق العدد الثانى ، ١٩٩٣ .

٢٢) وزير قطاع الأعمال العام ، المكتب الفني ، دليل الإجراءات والإرشادات العامة
لبرنامج الحكومة لتوسيع قاعدة الملكية وإعادة الهيكلة وحوافز العاملين والإدارة ،
١٤ فبراير ١٩٩٣ .

٢٣) د / ونيس فرج عبد العال : دور الأسواق المالية في عملية الخصخصة
في مصر في إطار برنامج التكيف الهيكلي المالي والاقتصادي ،
المجلة العلمية في البحوث والدراسات التجارية ، جامعة حلوان ، العدد
الأول ، ١٩٩٧ ، السنة الحادية عشر .

ثانياً : المراجع الأجنبية

- 24) Arthur Andersen, "Framework for sales decision : public offering, anchor investor and financial institutions" Report prepared for the government of Egypt, Second draft, October 1995. February 1996.
- 25) Brigham, E., Fundamentals of Financial Management (5th ed.) III. : Dryden Press 1989.
- 26) Fischer, D., & Jordan, R. Security Analysis & Portfolio Management (4th ed). N.Y. : Prentice-Hall, 1987.
- 27) Francis, J. Investment Analysis and Management (4th ed), N.Y. : McGraw – Hill, 1986..
- 28) Peter, S Rose, Money and Capital Markes, Mcgraw-Hill, college, 2007.

- 29) Problems économiques, "Chronologic de Privatization" La documentation Française, Paris, NO 2.362, 09/02/1994.
- 30) LONGUEVILLE (G) et al "privatizations, les leçons des expériences étrangères, Regards sur L'actualité, La documentation Française, Paris, N0124, September et October, 1986 No124.
- 31) RICHET (Xavier) Analyses de La S.E.D.E.L.S., Paris, No. 82, Juillet – 1991.
- 32) Ross Levine and Sara Zervos, Stock Market Development & Long Run Growth, World Bank. Working Paper No. 1582, Washington, 1996.
- 33) Ross Levine, Financial Development and Economic Growth, World Bank, Working Paper No. 1678, Washington, 1996.
- 34) Steven R.A. Fundamental of finance.(N. Y : IAC grow – Hill – inc., 1980).