

تقييم مبادئ حوكمة الشركات
في جمهورية مصر العربية

د. سميحة فوزي

ورقة عمل رقم (٨٢)*

إبريل ٢٠٠٣

* ساهم في إعداد هذه الدراسة كل من الأستاذة ندى مسعود (المركز المصري للدراسات الاقتصادية)، والأستاذ ماجد شوقي والأستاذة نرمين أبو العطا (وزارة التجارة الخارجية)، والدكتور أسامة الأنصاري والأستاذ هشام أحمد إبراهيم (الهيئة العامة لسوق المال)، والأستاذ معتز الدمرداش (بورصة القاهرة والإسكندرية). وقام المركز الدولي للمشروعات الخاصة بتمويلها.

* يتقدم فريق البحث بالشكر لكل من ساهم بإبداء الرأي في هذا التقرير وعلى رأسهم السيد سمير حمزة (شريك بمكتب حلمي وحمزة للمحاماة)، والسيد حازم حسن (رئيس جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية)، والدكتور محمد تيمور (رئيس مجلس إدارة المجموعة المالية المصرية، هيرمس القابضة).

قائمة المحتويات

نقاط رئيسية

مقدمة: مفهوم حوكمة الشركات وأهميته

فصل تمهيدي: نظرة شاملة لسوق المال في مصر

هيكل البورصة

الإطار القانوني والرقابي

متطلبات التسجيل والقيود في الجداول

هيكل الملكية

| الجزء الأول | حقوق المساهمين |
|--------------|--|
| ١-١ | الحقوق الأساسية |
| ٢-١ | اجتماعات الجمعية العامة والإفصاح عن القوائم المالية |
| الجزء الثاني | المعاملة المتساوية للمساهمين |
| ١-٢ | حق التصويت |
| ٢-٢ | المشاركة في القرارات الأساسية للشركة |
| ٣-٢ | متابعة ومراقبة الشركات |
| ٤-٢ | الاتجار بالمعلومات الداخلية والتعامل الذاتي |
| ٥-٢ | صفقات الأطراف المرتبطة بالشركة |
| الجزء الثالث | دور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة |
| ١-٣ | احترام الحقوق القانونية |
| ٢-٣ | التعويض عن انتهاك الحقوق |
| ٣-٣ | آليات تعزيز مشاركة أصحاب المصالح |
| ٤-٣ | الحصول على المعلومات المطلوبة |
| الجزء الرابع | الإفصاح والشفافية |
| ١-٤ | الإفصاح عن المعلومات الهامة |
| ٢-٤ | مراقب الحسابات/المراجع المالي |
| ٣-٤ | الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم |
| ٤-٤ | الإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين |
| ٥-٤ | الإفصاح عن معلومات أخرى |
| الجزء الخامس | مسؤوليات مجلس الإدارة |
| ١-٥ | الهيكل والواجبات القانونية |
| ٢-٥ | اختيار أعضاء مجلس الإدارة |
| ٣-٥ | المهام الرئيسية |

- يشير مفهوم حوكمة الشركات Corporate Governance إلى القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (حملة السندات، العمال، الموردين، الدائنين، المستهلكين) من ناحية أخرى.
- ويهدف هذا التقرير - والذي يقوم به المركز المصري للدراسات الاقتصادية بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية، وهيئة سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية - إلى تقييم القوانين والقواعد التي تضمن التطبيق السليم لحوكمة الشركات في مصر. وقد اعتمد التقييم على متابعة تطور الإطار المؤسسي لمبادئ حوكمة الشركات في مصر مقارنة بمبادئ حوكمة الشركات الخمس التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام ١٩٩٩.
- وقد أوضحت مراجعة القوانين التي تحكم سوق المال في مصر أن الإطار القانوني الذي يحكم قواعد وأسس تنظيم حوكمة الشركات، يستند إلى القانون المدني الفرنسي الخاص بالشركات، ولا يوجد تأثير مباشر للشريعة على تلك القواعد. بينما يؤثر القانون الأنجلو-أمريكي على قانون الإيداع والحفظ المركزي وعلى مشروع قانون سوق المال الجديد الذي سيعرض على البرلمان قريباً.
- وتعد هيئة سوق المال المسؤول الرئيسي عن تنظيم سوق المال والرقابة عليه، ويساعدها في تحقيق تلك المهمة بورصتا القاهرة والإسكندرية، وشركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي. كما تلعب بعض المؤسسات الخاصة غير الهادفة إلى الربح أو ذاتية التنظيم دوراً معاوناً في هذا الشأن.
- توجد في مصر بورصة أوراق مالية واحدة ذات مقرين للتداول، بورصتي القاهرة والإسكندرية والتي تضم أربع جداول قيد. وقد تزايد عدد الشركات المقيدة بالبورصة من ٦٥٦ شركة عام ١٩٩٢ إلى ١١٥١ شركة في ديسمبر عام ٢٠٠٢. كما ارتفعت القيمة السوقية من ٨% من الناتج المحلي عام ١٩٩٢ إلى ٣٢% منه في عام ٢٠٠٢. كذلك شهدت نسبة قيمة التداول إلى رأس المال السوقي تزايداً من ٣.٤% عام ١٩٩٢ إلى ٢١% عام ٢٠٠٢.
- توضح متابعة التطورات في كل من سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية، أن الفترة من سبتمبر ٢٠٠١ وحتى مارس ٢٠٠٣ قد شهدت تطوراً ملحوظاً في مجال إرساء قواعد حوكمة الشركات في مصر، مما ترتب عليه بشكل عام تحسن في التقييم الإجمالي لمستوى هذه القواعد. وقد أوضح التقييم أن هذا التحسن قد شمل المبادئ الخمس للحوكمة، وإن كانت درجة التحسن قد اختلفت من معيار لآخر. وبناء على هذا التقييم يمكن ترتيب المبادئ الخمسة لحوكمة الشركات في مصر تنازلياً وفقاً لدرجة اتساقها والمعايير

الدولية لمبادئ الحوكمة كالتالي: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، ثم المساواة في معاملة المساهمين، ثم حقوق المساهمين، ثم الإفصاح والشفافية، وفي النهاية مسؤوليات مجلس الإدارة. ويمكن على سبيل المثال الإشارة إلى بعض الإجراءات التي دفعت إلى تحسين التقييم الإجمالي ومنها: إصدار قواعد القيد والإفصاح الجديدة، والتي استحدثت معايير جديدة للقيد- تشمل الربحية وعدد المساهمين، وحد أدنى لرأس المال- تتفق مع المعايير الدولية، كما طورت قواعد الإفصاح، وألزمت الشركات بتكوين لجان للمراجعة، وتعيين مسؤول عن العلاقات مع المستثمرين. وإنشاء صندوق ضمان التسويات، والسماح للمالك المسجل بالتصويت نيابة عن المالك المستفيد وطبقا لتعليماته، والسماح بإدخال نظام التصويت بالبريد العادي والإلكتروني.

- وقد انتهى التقرير إلى تحديد بعض القواعد التي تحتاج إلى مزيد من التعزيز، من أهمها: حماية حقوق الأقلية، وضمان قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته وإحكام الرقابة عليه، الاهتمام بالإفصاح عن تفاصيل هيكل الملكية، وأخيرا استكمال الإطار القانوني وتدعيم القدرة المؤسسية للهيئات الرقابية. كما أوضح التقرير أيضا أن المجال مازال متسعا لرفع كفاءة تطبيق تلك المعايير بين الشركات المصرية.

مقدمة: مفهوم حوكمة الشركات وأهميته

بشكل عام، يشير مفهوم حوكمة الشركات إلى القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (حملة السندات، العمال، الموردين، الدائنين، المستهلكين) من ناحية أخرى. وبشكل أكثر تحديدا، يقدم هذا الاصطلاح إجابات لعدة تساؤلات من أهمها: كيف يضمن المالك ألا تسوء الإدارة استغلال أموالهم؟ كيف يتأكد هؤلاء أن الإدارة تسعى إلى تعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل؟ مدى اهتمام الإدارة بالمصالح الأساسية للمجتمع في مجالات الصحة والبيئة؟ وأخيرا، كيف يتمكن حملة الأسهم وأصحاب المصالح من رقابة الإدارة بشكل فعال؟

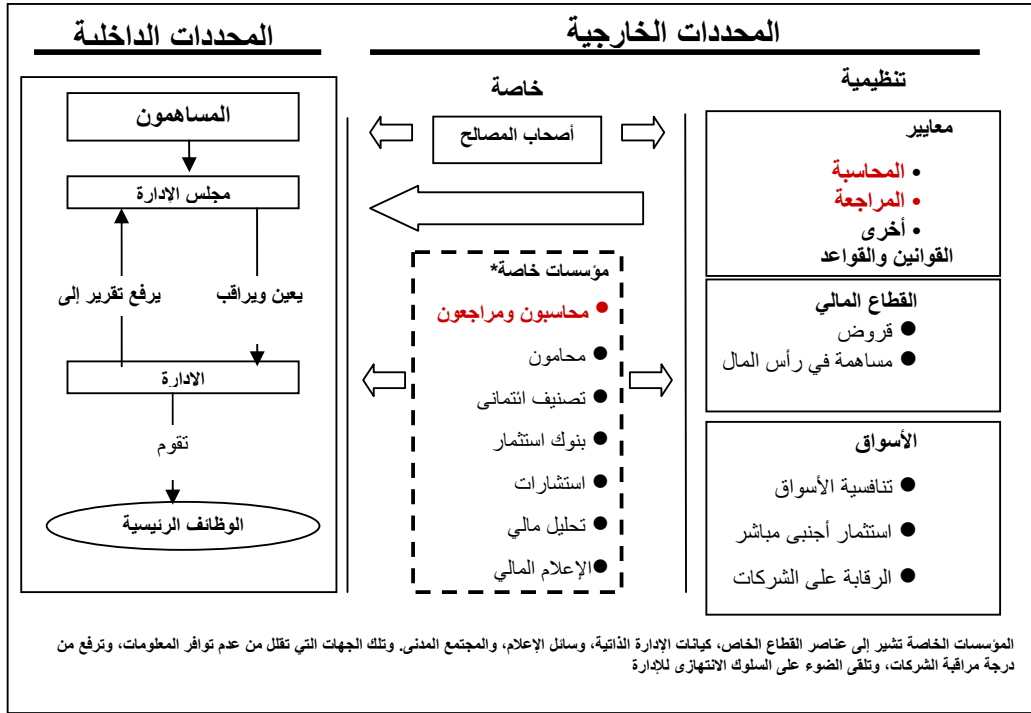
ويشير مصطلح حوكمة الشركات بعض الغموض لثلاثة أسباب رئيسية مرتبطة بحدثة هذا الاصطلاح. السبب الأول هو أنه على الرغم من أن مضمون حوكمة الشركات وكثير من الأمور المرتبطة به ترجع جذورها إلى أوائل القرن التاسع عشر، حيث تناولتها نظرية المشروع وبعض نظريات التنظيم والإدارة، إلا أن هذا الاصطلاح لم يعرف في اللغة الإنجليزية، كما أن مفهومه لم يبدأ في التبلور إلا منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود. بينما يمثل السبب الثاني في عدم وجود تعريف قاطع وواحد لهذا المفهوم. فالبعض ينظر إليه من الناحية الاقتصادية على أنه الآلية التي تساعد الشركة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمة أسهم الشركة واستمرارها في الأجل الطويل. آخرون يعرفونه من الناحية القانونية على أنه يشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية -من حيث كونها كاملة أم غير كاملة- والتي تحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية، والمديرين من ناحية أخرى. وفريق ثالث ينظر إليه من الناحية الاجتماعية والأخلاقية مركزين بذلك على

المسؤولية الاجتماعية للشركة في حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، وتحقيق التنمية الاقتصادية العادلة، وحماية البيئة. وأخيراً، يرجع السبب الثالث لغموض هذا المصطلح إلى أن هذا المفهوم مازال في طور التكوين، ومازالت كثير من قواعده ومعاييره في مرحلة المراجعة والتطوير.

ومع ذلك هناك شبه اتفاق بين الباحثين والممارسين حول أهم محدداته وكذلك معايير تقييمه. وبالنسبة للمحددات، هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات: المحددات الخارجية وتلك الداخلية (انظر شكل ١). وتشير المحددات الخارجية إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال القوانين المنظمة لعمل السوق (مثل قوانين سوق المال، والشركات، وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، والإفلاس)، وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات. وذلك فضلاً عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (ومن هنا على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، وغيرها). بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني، والاستشارات المالية والاستثمارية. وترجع أهمية المحددات الخارجية، إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

بينما تشير المحددات الداخلية إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. والتي يؤدي توافرها من ناحية، وتطبيقها من ناحية أخرى، إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاث.

شكل (١): المحددات الخارجية والداخلية



وفيما يتعلق بكيفية تقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات من الناحية العملية، توصلت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام ١٩٩٩ إلى خمس مجموعات من معايير التقييم، وهذه تشمل:^١

- **حقوق المساهمين:** وتشمل حق نقل ملكية الأسهم، والتصويت في الجمعية العامة، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحقهم في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
- **المعاملة المتساوية للمساهمين:** وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وكذلك حقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
- **دور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة:** وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات تعزيز مشاركتهم في الرقابة على الشركة، ووصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح حملة السندات والعمال والبنوك والموردين والعملاء.

^١ والمنظمة تقوم حاليا بمراجعة هذه المعايير، ومن المنتظر صدورها قبل نهاية عام ٢٠٠٣.

• **الإفصاح والشفافية:** وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة، ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، وأن يتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين المساهمين وأصحاب المصالح وفي الوقت المناسب بدون تأخير.

• **مسؤوليات مجلس الإدارة:** وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه، ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

وترجع أهمية حوكمة الشركات إلى أن التطبيق الجيد لمبادئها يساعد على تحقيق معدلات نمو مرتفعة ومتواصلة. فهو يؤدي من ناحية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي، وتعميق سوق المال وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، فضلا عن حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين. ومن ناحية أخرى يشجع على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، ويساعد المشروعات على الحصول على التمويل، وتوليد الأرباح وأخيرا خلق فرص عمل.

هذا، وقد تزايدت أهمية حوكمة الشركات خلال العقدين الأخيرين نتيجة لعدة أسباب، لعل من أهمها اتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعول فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة في تحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي. وقد أدى اتساع حجم تلك المشروعات إلى انفصال الملكية عن الإدارة، وشرعت تلك المشروعات في البحث عن مصادر للتمويل أقل تكلفة من المصادر المصرفية، فأتجهت إلى أسواق المال. وساعد على ذلك ما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية فتزايدت انتقالات رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق. ودفع اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة، إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين، وإلى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية. ومن أبرزها أزمة دول جنوب شرق آسيا في أواخر التسعينيات، ثم توالى الأزمات بعد ذلك، ولعل من أبرزها أزمة شركتي إنرون وورلد كوم في الولايات المتحدة في عام ٢٠٠١. وقد دفع ما تقدم بموضوع حوكمة الشركات ليتبوأ قمة اهتمامات العالم. وبدأت مناقشة أوجه القصور في الأسس والقواعد المنظمة لعمل الشركات وخاصة فيما يتعلق بدور المراجعين الماليين ودور ومسؤوليات مجلس الإدارة.

وفي مصر، بدأ الاهتمام بهذا الموضوع في عام ٢٠٠١ بمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية آنذاك (وزارة التجارة الخارجية حاليا)، حيث ارتأت الوزارة أن برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأته مصر منذ أوائل التسعينيات لا يكتمل إلا بوضع إطار تنظيمي ورقابي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر. وعليه تم بالفعل دراسة وتقييم مدى التزام الإطار القانوني والتنظيمي والرقابي في مصر بالقواعد والمعايير الدولية لحوكمة الشركات. وتهدف هذه الدراسة إلى متابعة وتقييم التطور الذي حدث خلال الفترة منذ سبتمبر عام ٢٠٠١ وحتى مارس ٢٠٠٣ في مجال استكمال القواعد والمحددات التي تضمن التطبيق السليم لحوكمة الشركات في مصر.

وبخلاف المقدمة والخاتمة، يشتمل التقرير على فصل تمهيدي يتناول الجوانب المختلفة لسوق المال، فضلا عن خمسة أجزاء رئيسية تتناول تباعا تقييم تطور قواعد حوكمة الشركات في مصر وفقا للمعايير التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عام ١٩٩٩، وهي: حقوق المساهمين؛ المعاملة المتساوية للمساهمين؛ دور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة؛ الإفصاح والشفافية؛ ومسؤوليات مجلس الإدارة.

الفصل التمهيدي: نظرة شاملة لسوق المال في مصر

يستعرض هذا الفصل الجوانب المختلفة لسوق المال من حيث نشاط البورصة، والإطار القانوني والرقابي الذي يحكم عمل الشركات، وأخيرا هيكل ملكية الأسهم المتداولة.

أولاً: هيكل البورصة

يرجع تاريخ البورصة في مصر إلى القرن التاسع عشر، حيث تم تأسيس بورصتي الإسكندرية والقاهرة في عامي ١٨٨٣ و ١٩٠٣ على التوالي. ووصل النشاط بهاتين البورصتين لذروته في الأربعينيات حيث شكلتا معا خامس أكبر بورصة في العالم.^٢ إلا أنه منذ الستينيات شهدت البورصة تراجعا شبيه كامل في نشاطها، وإن كان ذلك لم يؤد إلى إغلاقها. وقد استعادت البورصة نشاطها من جديد في بداية التسعينيات عندما بدأت الحكومة في تطبيق برنامج متكامل للإصلاح الهيكلي والتثبيت الاقتصادي، وبالتحديد بعد صدور القانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢. وتحفظ حاليا بورصتا القاهرة والإسكندرية بمقصورتين للتعامل أحدهما في القاهرة والأخرى بالإسكندرية، ويتم قيد الأوراق المالية تلقائيا في كلاهما وتقسيم رسوم الإدراج بينهما.

وفي ديسمبر ٢٠٠٢، بلغ إجمالي عدد شركات الأموال في مصر نحو ٢٩ ألف شركة منها حوالي ٢٢ ألف شركة مساهمة و ٢٨٠ شركة توصية بالأسهم ونحو ٧ آلاف شركة ذات مسؤولية محدودة.^٣ ويسمح الإطار القانوني في مصر بإدراج الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم فقط في جداول البورصة، وتتمتع الشركات المدرجة بإعفاء ضريبي يعادل قيمة رأس مال الشركة المدفوع مضروبا في الفائدة التي يحددها البنك المركزي على ودائع الثلاثة أشهر. وقد ارتفع عدد الشركات المدرجة من ٦٥٦ شركة في عام ١٩٩٢ إلى ١١٥١ شركة في ديسمبر ٢٠٠٢. وعلى الرغم من أن الإطار القانوني لاستمرار قيد الشركات في جداول البورصة يتطلب أن تتم على الأقل عملية تداول واحدة عليها كل ستة أشهر، إلا أن التطبيق العملي يثبت صعوبة التحقق من ذلك.^٤ هذا وقد تزايدت قيمة رأس المال السوقي من نحو ١١ مليار جنيه مصري في عام ١٩٩٢ (٨% من إجمالي الناتج المحلي) إلى ١٢٣ مليار جنيه مصري في عام ٢٠٠٢ (٣٢% من إجمالي الناتج المحلي).^٥ وقد ارتفعت قيمة التداول للأسهم داخل المقصورة من ٣٧١ مليون جنيه في عام ١٩٩٢ (٣.٤% من قيمة رأسمال

^٢ بورصتا القاهرة والإسكندرية (<http://www.mbendi. Co.za/exch/12/p0005.htm>).

^٣ النشرة الشهرية للبورصة، يناير ٢٠٠٣، وتقرير وزارة التجارة الخارجية عن أداء البورصة المصرية خلال عام ٢٠٠٢.

^٤ عمليا، غالبا ما يتم إجراء تلك العمليات بواسطة أشخاص ذوي علاقة بالشركة لمجرد الاستمرار في قيد الشركة بالبورصة.

^٥ ملحق (١) يوضح تطور نشاط البورصة في الفترة من يناير ١٩٩٢ وحتى ديسمبر ٢٠٠٢.

السوقي) وبلغت ذروتها ٤٢ مليار جنيه في عام ٢٠٠٠ (٣٥% من قيمة رأس المال السوقي) ثم تراجعت إلى ٢٦ مليار جنيه عام ٢٠٠٢ (٢١% من قيمة رأس المال السوقي) بسبب الأحداث المحلية والعالمية.

وتوجد الآن تسع شركات في بورصة لندن ولوكسمبرج وفرانكفورت من خلال شهادات الإيداع الدولية.^٦ وقد بلغت قيمة تداول شهادات الإيداع الدولية ٤٤٠ مليون جنيه إسترليني في عام ٢٠٠٢. وحتى يناير عام ٢٠٠٣، بلغ عدد حالات الاندماج بين الشركات المقيدة في البورصة ١٣ حالة اندماج. هذا في حين وصل عدد حالات الشراء والاستحواذ ١٠٨ حالة، شملت قطاعات العقارات والسياحة والأدوية والبنوك والطاقة والتأمين والأسمت والاتصالات والأغذية والمشروبات. وشكلت الشركات العالمية أكثر من ثلث الشركات المشتركة.^٧ وتوجد عدة مؤشرات لقياس تطور أسعار الأسهم في السوق المصري من أهمها: مؤشر هيئة سوق المال، ومؤشر CASE30 الذي قامت بورصتنا القاهرة والإسكندرية بإصداره في مارس ٢٠٠٣. وبالإضافة لهذين المؤشرين الأساسيين، هناك مؤشر مؤسسة التمويل الدولية/ستاندرد أند بورز، ومؤشر مورجان ستانلي MS INVESTIBLE INDEX، كما أن هناك مؤشرات خاصة بمؤسسات مالية محلية.^٨

ثانياً: الإطار القانوني والرقابي

يشمل الإطار القانوني والرقابي كافة القوانين التي تحكم سوق الأوراق المالية في مصر والهيئات الرقابية التي تنظم عمل السوق، وفيما يلي نستعرض في عجلة أهم تلك القوانين وتلك الهيئات.

الإطار القانوني

بشكل عام يستند الإطار القانوني للشركات في مصر إلى القانون المدني الفرنسي. بينما تعتمد القوانين المنظمة لعمل سوق المال، ومنها على سبيل المثال قانون الإيداع والحفظ المركزي، وكذلك قانون سوق المال، على القانون الأنجلو-أمريكي. وتتمثل أهم القوانين المنظمة لعمل سوق المال في:

- **قانون سوق المال (رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢):** الذي ينظم سوق المال ويوفر الإطار الخاص ببورصتي القاهرة والإسكندرية، ويضع القواعد الخاصة بالشركات المسجلة. وحالياً، يخضع قانون سوق المال لعملية مراجعة وتعديلات شاملة. ويدعم مشروع قانون سوق المال المقترح بشكل أكثر فاعلية حقوق الأقلية من المساهمين، ويقدم مفهوماً جديداً للنقاضي، ويحدد الإجراءات التي يجب اتباعها في عروض الشراء، ويحظر كلية المتاجرة بالمعلومات الداخلية للشركة. ومن المتوقع أن تتم مناقشته في مجلس الشعب في دورته الحالية خلال عام ٢٠٠٣.

^٦ بالإضافة إلى شهادات الشركة القابضة للاستثمارات المالية (لكح جروب) التي لم يتم تداولها منذ ١/١/٢٠٠٢.

^٧ بورصتنا القاهرة والإسكندرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٣.

^٨ مؤشر المجموعة المالية هيرمس (وهو المستخدم في جميع النشرات الخارجية)، مؤشر برايم، ومؤشر التجاري الدولي للسمسرة.

- **قانون الإيداع والقيود المركزي (رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠):** الذي ينظم القيد المركزي لسجلات المساهمين، والمقاصة والتسوية والإيداع. وقد أصبح هذا القانون نافذا وساري المفعول بعد إصدار اللوائح التنفيذية الخاصة به بموجب قرار وزير التجارة الخارجية رقم ٩٠٦ في نوفمبر عام ٢٠٠١.

أما بالنسبة للشركات، فهناك ثلاثة قوانين يتم بموجبها تأسيس الشركة التي تدرج أسهمها في البورصة:^٩

- **قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة (رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١):** الذي ينظم الشركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة.^{١٠} وفقا لهذا القانون يتم تقسيم رأسمال "الشركة المساهمة" إلى أسهم ذات قيمة متساوية وتقتصر مسؤولية المساهمين على قيمة الأسهم المصدرة. أما في "شركات التوصية بالأسهم"، يشمل رأس المال الجزء الذي يخص الشريك المتضامن (واحد أو أكثر)، وأسهم متساوية القيمة يقوم مساهم أو أكثر بالاكتتاب فيها. يعتبر الشركاء المتضامنين مسؤولين عن التزامات الشركة ومسؤوليتهم غير محدودة، ولكن الشريك المساهم يعتبر مسؤولا فقط في حدود قيمة الأسهم المكتتب فيها. لا يسمح للشركة ذات المسؤولية المحدودة بإصدار أسهم قابلة للتداول.

- **قانون ضمانات وحوافز الاستثمار (رقم ٨ لعام ١٩٩٧):** الذي يشجع ويروج الاستثمار في قطاعات اقتصادية أو مناطق صناعية معينة وذلك من خلال منح إعفاءات ضريبية على الدخل لفترات تتراوح بين ٢٠/١٠/٥ عاما أو بشكل دائم في المناطق الحرة. ويشير قانون الاستثمار لقانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ في كافة الأوجه الأخرى.

- **قانون قطاع الأعمال العام (رقم ٢٠٣ لعام ١٩٩١):** حدد ٣١٤ شركة قطاع عام ل طرحها للبيع.^{١١} وقد تأسست هذه الشركات كشرركات مساهمة ثم أصبحت شركات تابعة تحت ١٧ شركة قابضة اعتبارا من عام ١٩٩١. وبمجرد ملكية القطاع الخاص لحصة ٥١% من أسهم الشركة، تصبح الشركة خاضعة للقانون رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١.

وتبذل حاليا جهود لإعداد ومناقشة قانون موحد للشركات، وتقوم فلسفة هذا القانون على أن يحل محل عدد من القوانين والأحكام المتفرقة السارية حاليا بما يؤدي إلى خضوع كافة الشركات (أشخاص وأموال) في مصر لنظام قانوني موحد وعصري يسهل تعامل المستثمرين مع الجهات الإدارية، ويزيد من قدر الشفافية المتاحة لهم.

الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية

^٩ بالإضافة إلى قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الباب الثالث "الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية".

^{١٠} المعدل بالقوانين أرقام ١٩٩٤/٢١٢ و ١٩٩٨/٣ و ١٩٩٨/١٥٩.

^{١١} تمت خصخصة ١٩٠ شركة منذ بدء برنامج الخصخصة وحتى ٣٠ يونيو عام ٢٠٠٢.

يمكن تقسيم الجهات الرقابية التي تمارس عمليات التنظيم والإشراف والرقابة على سوق المال وتضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات إلى نوعين: هيئات رقابية حكومية وأخرى شبه حكومية أو ذاتية التنظيم.

- **الهيئة العامة لسوق المال:** تعد الهيئة العامة لسوق المال جهة حكومية تخضع لإشراف وزير التجارة الخارجية بصفته الوزير المسؤول، إلا أنها هيئة مستقلة ويعتبر مجلس إدارتها هو السلطة العليا بها. ويتم تعيين اثنين من أعضاء مجلس إدارتها السبعة، هما الرئيس والنائب، بقرار جمهوري من رئيس الجمهورية لفترة ثلاثة أعوام قابلة للتجديد. أما الأعضاء الآخرون، فيتم تعيينهم بقرار من رئيس الوزراء لفترة عامين قابلة للتجديد. وتتكون ميزانية هيئة سوق المال بشكل أساسي من إيرادات الرسوم التي تتقاضاها الهيئة. ويتقاضى العاملون بالهيئة مرتبات متميزة مقارنة بنظرائهم في القطاع الحكومي. فتوافر بعض برامج الدعم المالي والفني الأجنبية سمح للهيئة بتعيين كفاءات خاصة بمرتبات مرتفعة، ولكن تلك المرتبات مازالت أقل مما يتقاضاه العاملون في القطاع الخاص وفي بورصتي القاهرة والإسكندرية. وتعتبر الهيئة الجهة المسؤولة عن تنفيذ قانون سوق المال، وعن الإشراف على تطوير السوق وتنظيم ومراقبة كافة أنشطة السوق.

كما تتمتع هيئة سوق المال بصلاحيات للعقوبات الإدارية، شاملة الإنذارات، والشطب من الجداول، ووقف العمل بالتراخيص أو إلغائها،^{١٢} وإلغاء العمليات أو الصفقات^{١٣} (حتى بعد التسوية إذا ما كان قد حدث أي تصرف أو عمل غير قانوني)، وإجراء عمليات تفتيش ومعاينة، ووقف قرارات الجمعية العامة لمدة خمسة عشرة يوما في حالة إثبات الإضرار بحقوق الأقلية.^{١٤}

- **بورصتا القاهرة والإسكندرية:** تعتبر بورصتي القاهرة والإسكندرية هيئة شبه ذاتية التنظيم بحكم القانون تدار بواسطة مجلس إدارة منتخب تحت إشراف هيئة سوق المال. ويتكون المجلس من ١١ عضوا: رئيس البورصة، ويعينه رئيس مجلس الوزراء، وستة أعضاء ممثلين لشركات التداول، وعضوين ممثلين للبنوك، وعضو من البنك المركزي، وعضو من هيئة سوق المال. ويخول لهيئة سوق المال صلاحية الاعتراض على قرارات مجلس إدارة بورصتي القاهرة والإسكندرية. تعتبر بورصتي القاهرة والإسكندرية مسؤولة عن مراقبة الالتزام بقواعد القيد، ولكنها لا تتمتع بسلطات عمل التحريات والبحث. يجوز لبورصتي القاهرة والإسكندرية فرض جزاءات تتراوح من نقل شركة من الجدول الرسمي إلى الجدول غير الرسمي إلى وقف التداول أو شطب القيد وفقا لطبيعة ونوع المخالفة.

^{١٢} الجزء الشائع هو وقف ترخيص السمسرة لمدة لا تتجاوز شهرا واحدا.

^{١٣} الإلغاءات الفورية، أي قبل التسوية، مسؤولية رئيس بورصتي القاهرة والإسكندرية.

^{١٤} وإن كان للهيئة أن تطلب من المخالفين زيادة حصصهم في صندوق التأمين الخاص بعمليات البورصة.

- **شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي**: تأسست شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي (شركة مساهمة) وفقا لأحكام القانون المنظم لسوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال على التأسيس الصادرة بتاريخ ٢١/٨/١٩٩٤. وهي هيئة ذاتية التنظيم تخضع لإشراف هيئة سوق المال، وتعد مسؤولة عن تنفيذ قانون الإيداع المركزي رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠. وتتكون شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي من عضوية شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ الحاصلين علي ترخيص مزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق المال، والشركات المصدرة للأوراق المالية، والبنوك والمؤسسات المالية التي ترغب في الاشتراك والتي تزاول نشاط السمسرة أو نشاط أمناء الحفظ.

وتعتبر شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي هي الهيئة المركزية الوحيدة في مصر المخول لها القيام بعمليات المقاصة والتسوية لعمليات البيع والشراء التي تتم ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية. كذلك تتمثل مهمتها في تطبيق نظام القيد المركزي في مصر بما يتضمنه من تحقيق الحيادة المركزية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحويل التعامل عليها إلي قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين.

- **هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال**: ويشرف قطاع شركات الأموال (قطاع مصلحة الشركات سابقا) على تنفيذ وتطبيق قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١. وقد انتقلت تبعيته بموجب القرار ٤١٥ لسنة ٢٠٠١ إلى الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة بعد أن كان تابعا لوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية. ويخول له سلطة رفض طلبات تأسيس شركات والتصديق على قرارات الجمعية العامة غير العادية بتصفية نشاط الشركة. وتقوم هيئة الاستثمار بالإشراف على الشركات المؤسسة وفقا للقانون رقم (٨) لعام ١٩٩٧.

- **وزارة قطاع الأعمال العام**: تعد الوزارة وبصفة خاصة الشركات القابضة الجهة الإدارية المسؤولة عن الشركات المؤسسة وفقا لقانون ٢٠٣ لعام ١٩٩١.

المؤسسات الخاصة

بالإضافة إلى الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية، يعمل بالسوق نوعان من المؤسسات الخاصة. النوع الأول هو الهيئات غير الهادفة للربح أو ذاتية التنظيم والتي تساعد على انضباط العمل في سوق المال. والنوع الثاني يضم المؤسسات الخاصة التي تهدف إلى تحقيق الربح.

النوع الأول: المؤسسات الخاصة غير الهادفة لتحقيق الربح

- **الجمعية المصرية للأوراق المالية**: تأسست الجمعية المصرية للأوراق المالية عام ١٩٩٦، وهي بمثابة رابطة مهنية للأفراد الذين يعملون في سوق المال، وتضم حوالي ٢٥٠ عضوا يمثلون أغلب الشركات العاملة

في سوق المال.^{١٥} وتعتبر الجمعية هي الجهة الأساسية التي تتقل آراء العاملين في هذه المهنة للجهات الرقابية لأخذها في الاعتبار عند صياغة اللوائح والقوانين الخاصة بسوق المال. وتقوم الجمعية بتنظيم دورات تدريبية للعاملين، وعقد ندوات لزيادة الوعي الاستثماري لدى الجمهور. كما تتولى الجمعية فض المنازعات التي تنشأ بين الأعضاء أو بينهم وبين الغير.

- **الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار:** تأسست الجمعية في عام ٢٠٠١ ويمثل أعضاؤها مؤسسات مالية واستثمارية وبنوك وشركات تأمين ومديري إدارة الأصول. تعمل الجمعية على رفع كفاءة الأعضاء وتحسين جودة الخدمات التي يقدمونها للمستثمرين عن طريق الدورات التدريبية وتنظيم ورش العمل. كما تمنح الجمعية شهادة لمهنة مديري إدارة المحافظ لضمان جودة وأهلية شاغلي هذه المهنة.

- **جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية:** تأسست الجمعية في عام ١٩٤٦ وغرضها الرئيسي العمل على رفع المستوى العملي والعلمي في مهنة المحاسبة والمراجعة، والسعي للاحتفاظ بالمهنة بالمستوى اللائق بها محليا ودوليا. كما تشارك الجمعية في الدراسات والآراء الخاصة بالقوانين الاقتصادية والضرائب والاستثمار، وذلك فضلا عن دورها الرئيسي في إعداد معايير المحاسبة والمراجعة والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة الخارجية. وتقتصر العضوية بها على من يجتاز الامتحانات التي تعدها الجمعية للحاصلين على درجات جامعية ودراسات عليا في مجال المحاسبة وذلك بعد قضاء عدد من السنوات في مكاتب محاسبة معتمدة.

النوع الثاني: المؤسسات الخاصة الهادفة لتحقيق الربح

يتعدد الممارسون الذين يهدفون إلى تحقيق الربح بسوق المال في مصر، فتوجد مكاتب للمراجعة والمحاسبة والمحاماة، وشركات التصنيف الائتماني،^{١٦} وشركات التحليل المالي ونشر المعلومات، وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب وإدارة الأصول، ومكاتب المحاماة. وضمانا لجودة ودقة الإفصاح المالي، قامت الهيئة باعتماد مجموعة من مراقبي الحسابات.^{١٧} إلا أن سوق المال في مصر يفتقر أحد العناصر وهو صناع السوق Market Makers، والذين يعملون على تحقيق الأداء المنتظم للسوق عن طريق التدخل بيعا أو شراء للأسهم بما يمنع الزيادات أو الانخفاضات الحادة وغير المبررة في الأسعار.^{١٨} ومن الجدير بالذكر أن صناع السوق من الممكن أن يكون شركة سمسة.

^{١٥} يقترح مشروع قانون سوق المال جعل العضوية إلزامية وتحويل الجمعية المصرية للأوراق المالية إلى هيئة ذاتية التنظيم.

^{١٦} وتعمل بمصر ٧ شركات تصنيف ائتماني معتمدة من هيئة سوق المال، ويشترط أن تكون غالبية أعضاء اللجنة التي تعتمد التصنيف الائتماني من أحد مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية المعتمدة. كما لا يسمح للبنوك ومراقبي الحسابات بأن يكونوا شركاء في هذه الشركات لضمان الحيادة.

^{١٧} موجود لدى هيئة سوق المال قائمة بـ ٥٥ مراجع حسابات معتمد لصناديق الاستثمار. أما الشركات المساهمة فاعتماد مراجعها تقوم به وزارة المالية. في حين أن الجهاز المركزي للمحاسبة هو الجهة المخولة باعتماد مراقبي حسابات شركات المال العام. وبالنسبة للبنوك، يعتمد مراقبي حساباتهم البنك المركزي، تقوم هيئة الرقابة على التأمين بتلك المهمة في حالة شركات التأمين. أما شركات التمويل العقاري فسوف تعتمد قائمة المراجعين الخاصين بها هيئة التمويل العقاري.

^{١٨} يبيعا للأسهم في حالات زيادة الطلب عن العرض وشراء للأسهم في حالات زيادة العرض عن الطلب.

ثالثاً: متطلبات التسجيل والقيود في الجداول

يجب على الشركات التي تطرح أسهما تقديم نشرة الاكتتاب لهيئة سوق المال لمراجعتها والموافقة عليها والتأكد من التزام الشركة بالمتطلبات. يجوز للشركة، بمجرد قبول الطلب، نشر وتوزيع نشرة الاكتتاب الخاصة بها، وبذلك تكون قد بدأت في إجراءات طرح الأسهم للاكتتاب العام. يجب نشر ملخص لنشرة الاكتتاب في صحيفتين يوميتين صباحيتين باللغة العربية يذكر فيهما من أين يمكن الحصول على نشرة الاكتتاب.

تم تحديث وتطوير متطلبات القيد ببورصتي القاهرة والإسكندرية، وقواعد الإفصاح بما يضمن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات. ووفقاً لقواعد القيد الجديدة التي تم تطبيقها في شهر أغسطس ٢٠٠٢، أصبح يتم قيد الشركات في واحدة من أربع جداول بدلاً من ثلاث كما كان الحال قبل التحديث: "جدول رسمي ١"، أو "جدول رسمي ٢" أو "جدول غير رسمي ١"، أو "جدول غير رسمي ٢". والجدول الذي تمت إضافته هو الجدول الرسمي (٢) والذي يتم فيه قيد الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتُطرح للاكتتاب العام، والأوراق المالية التي تصدرها شركات القطاع العام والخاضعة للقانون رقم ٩٧ لسنة ١٩٨٣ وشركات قطاع الأعمال العام الخاضعة للقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، والتي كانت تُدرج من قبل في الجدول الرسمي (١).

وتجدر الإشارة إلى أنه تمت إضافة ثلاثة معايير لقواعد القيد الجديدة تتفق والأسس الدولية، وهي الربحية، وعدد المساهمين، وحد أدنى لرأس المال للشركات. وقامت هذه القواعد بتعريف والتفرقة بين مفهومي الطرح العام والخاص لأول مرة في السوق المصري. بحيث تعتبر أوراق الشركة مطروحة طرْحاً خاصاً إذا ترتب على تداول أوراق الشركة أن بلغ عدد المساهمين ٥٠ مساهماً فأكثر، وتعتبر أوراق الشركة مطروحة طرْحاً عاماً إذا بلغ عدد المساهمين ١٠٠ مساهماً فأكثر. وبناء على ما سبق لم يعد للشركات الاختيار للقيد في جدول معين، كما كان الحال سلفاً، ولكن يتم القيد طبقاً للمعايير المتوافرة في كل شركة.^{١٩}

وقد ألزمت قواعد القيد الجديدة الشركات بنشر طلبات القيد على شبكة الإنترنت والنشرة اليومية للبورصة لإعطاء ذوي الشأن الحق في الاعتراض للجنة القيد والشطب خلال عشرة أيام من النشر. كما بدأت البورصة اعتباراً من ٢٠٠٢/٨/١ في اعتماد نظام وكلاء القيد والذي يعتمد على وجود متخصصين في القيد يتم تسجيلهم في البورصة مما يوفر الجهد على الشركات في إنهاء إجراءات القيد من خلال هؤلاء المتخصصين. وبمقتضى قواعد التداول في البورصة، تقوم هيئة سوق المال بالإشراف على حركة أسعار الأسهم، والتي يجب أن تبقى في حدود خمسة في المائة لأعلى أو أسفل. وقد تمت إزالة تلك الحدود السعرية عن الأسهم الأكثر نشاطاً في البورصة (وقد بلغ عددها ١٤ سهماً في مارس ٢٠٠٣)، وذلك بموجب المعايير التي صدرت بقرار وزير التجارة الخارجية رقم ٤٤١ في يوليو عام ٢٠٠٢. ومن المتوقع أن تتم إزالة القيود السعرية عن باقي

^{١٩} ويرى بعض الممارسين أن هناك بعض قواعد القيد التي من الصعب تطبيقها من الناحية العملية، منها اشتراط إصدار قوائم مالية كل ٣ أشهر، (المقترح أن تصدر كل ٦ أشهر)، إلزام الشركات بأن تقدم لجنة المراجعة تقريراً كل شهر (المقترح أن يكون التقرير ربع سنوي أو نصف سنوي).

الأسهم. وقد تم رفع الحدود السعرية على السندات بحيث يترك تحديد سعر الإفقال لآليات السوق، إلا فيما يخص السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والتي تخضع للحدود السعرية المعمول بها حالياً.

وقد منحت قواعد القيد الجديدة للشركات المقيدة أوراقها المالية بداول البورصة فرصة لمدة عام يبدأ من ٢٠٠٢/٨/١ وحتى ٢٠٠٣/٧/٣١ تقوم خلاله تلك الشركات بتوفيق أوضاع قيد أوراقها المالية طبقاً لقواعد القيد الجديدة. وقد بلغ عدد الشركات التي وفقت أوضاعها حتى ٢٠٠٢/١٢/٣١ ٣٤ شركة بنسبة ٢.٩٥% من إجمالي الشركات المقيدة.^{٢٠}

رابعاً: هيكل الملكية

في عام ٢٠٠٢، بلغت نسب الاستثمار بالنسبة للأفراد ١٧% (١٥% محليين و ٢% أجنبياً) بينما بلغت نسبة استثمار المؤسسات ٧٨% (٦٤% محلية و ١٤% أجنبية) وصناديق الاستثمار ٥% (١% صناديق استثمار محلية و ٤% صناديق استثمار أجنبية). وتقوم صناديق المعاشات والتأمينات حالياً باستثمار جزء بسيط من أصولها في الأسهم.

أما فيما يتعلق بشركات قطاع الأعمال العام التي تمت خصصتها وطرحها في السوق حتى ديسمبر ٢٠٠٢، فقد بلغ عددها ١٩٠ شركة. ويلاحظ أن معظمها قد تم بيعه لمستثمر رئيسي أو عن طريق البيع للأغلبية في البورصة. وعلى الرغم مما تقدم مازالت الدولة تحتفظ - من خلال الشركة القابضة - بحصتها في عدد كبير من الشركات التي تمت خصصتها. وتعد بذلك المساهم الرئيسي فيها، وفي هذه الأحوال غالباً ما تظل هياكل مجلس الإدارة والإدارة العليا مطابقة لتلك القائمة قبل الخصخصة. وقد صدر مؤخراً (في مارس ٢٠٠٣) قرار ببيع الحصص المتبقية في هذه الشركات للقطاع الخاص. وقد كان لهذا القرار تأثير إيجابي على قيمة التداول بالسوق. ويتراوح نصيب اتحاد العاملين المساهمين في الشركات المخصصة ما بين ٥-١٠%.

الجزء الأول: حقوق المساهمين

وفي هذا الجزء يتم تحليل إلى أية درجة يحمي الإطار القانوني حقوق المساهمين، وهذه تشمل حق نقل ملكية الأسهم، والتصويت في الجمعية العامة، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحقوقهم في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.

^{٢٠} سيتم عرض كافة التغييرات في قواعد القيد كل في مجالها.

١-١ الحقوق الأساسية

وفيما يتعلق بحق نقل الملكية، لا توجد قيود على نقل ملكية الأسهم المسجلة بالبورصة.^{٢١} وحتى الأول من يناير ٢٠٠١، كانت ٦٢% من جميع الأسهم مادية (في شكل صكوك)، إلا أنه جرى التوسع في التداول الدفترى (بدون تداول الصكوك) حتى بلغت نسبة تداول الأوراق المالية في صورة دفترية ٩٩.٦% من إجمالي تداول البورصة خلال عام ٢٠٠٢. وقد ألزم قانون القيد والإيداع المركزي كافة الشركات المقيدة بالتسجيل لدى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي. وفي ديسمبر عام ٢٠٠٢ بلغ عدد الشركات المقيدة لدى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ٨٧٠ شركة،^{٢٢} ويتبقى عدد ٢٧٨ شركة مقيدة بالبورصة لم يتم قيدها بالحفظ المركزي.

وتتم المقاصة والتسوية على أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع، بمعنى تسليم الأوراق المالية للمشتري مقابل سداد قيمتها للبائع. وفي حالة الأوراق المالية المودعة لدى شركة مصر للمقاصة، فإن تسليم الأوراق المالية للعميل المشتري يكون في شكل قيد دفترى بإضافتها إلى حساب أوقافه المالية لدى شركة الإيداع ولدى أمناء الحفظ المختصين في ذات الوقت الذي يتم فيه إضافة قيمتها في حساب التسوية للسماح بالبائع.^{٢٣} وجدير بالذكر أن العمليات المنفذة على الأوراق المالية النشطة التي تم رفع الحدود السعرية عن تداولها بالبورصة تتم تسويتها في اليوم الثاني بعد التداول (T+2)، في حين تتم تسوية العمليات المنفذة على الأوراق المالية الأخرى المحفوظة مركزيا في اليوم الثالث بعد التداول (T+3). كما تتم تسوية العمليات المنفذة على صكوك أوراق مالية مادية في اليوم الرابع بعد التداول (T+4).

وقبل صدور قانون القيد والإيداع المركزي كانت جميع عمليات المقاصة والتسوية تتم طبقا لتوصيات مجموعة الثلاثين ISSA-630 باستثناء ثلاثة موضوعات: نظام الدفع الفعال والمنتشر جغرافيا، وإقراض واقتراض الأوراق المالية، وتسجيل جميع الشركات المقيدة لدى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي. وقد تمت معالجة موضوع التسجيل لدى شركة مصر للمقاصة في قانون الإيداع المركزي كما سبق ذكره. كما أن القانون قد عالج موضوع إقراض واقتراض الأوراق المالية، وحدد النظم اللازمة لضمان تنفيذ أعضاء الإيداع المركزي التزاماتهم المتعلقة بالتسوية في الأوراق المالية ومنها وضع نظام لتسليف الأوراق المالية بين أعضاء الإيداع المركزي، مع ملاحظة أن اللوائح الخاصة بتنظيم تنفيذ عمليات التسليف لم تصدر بعد.

^{٢١} وفقا للمادة (٦٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، أسهم المؤسسين غير قابلة للتحويل لمدة عامين. بينما وفقا للمادة (٤٥) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١، أسهم ضمان أعضاء المجلس تصبح قابلة للتحويل بمجرد عزل أو استقالة المدير من منصبه بواسطة الجمعية العامة السنوية وإبراء ذمة مجلس الإدارة.

^{٢٢} منها ٨٦٠ شركة مقيدة بالبورصة و ١٠ شركات غير مقيدة.

^{٢٣} أمناء الحفظ هم المسؤولون عن إدارة وحفظ حسابات المتعاملين في الأوراق المالية. وبالإضافة إلى شركة مصر للمقاصة هناك ١٦ بنك تقوم بخدمة أمناء الحفظ، وأهم ٥ بنوك في هذا الصدد هي: البنك الأهلي، البنك التجاري الدولي، سيتي بنك، أمريكيان أكسبريس، و HSBC.

وفي يناير عام ٢٠٠٠ تم إنشاء صندوق ضمان التسويات، ويتكون رأسماله من مساهمات شركات الوساطة في الأوراق المالية بمعدل يتناسب وحجم تعاملاتهم في البورصة، ويدار الصندوق كمؤسسة ذاتية التنظيم تحت إشراف الهيئة العامة لسوق المال. وتتمثل مهمته الرئيسية في حماية المستثمر من المخاطر غير التجارية، وضمان تنفيذ التزامات التسوية المالية والورقية الناتجة عن عمليات التداول بالبورصة، وذلك في الحالات التي يمتنع أو يتأخر فيها أحد طرفي العملية عن الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

أما فيما يتعلق بعدم توافر نظام مدفوعات مصرفي منتشر جغرافيا، فجارى التعاون بين البنك المركزي المصري وشركة مصر للإيداع والقيود المركزي للسماح للشركة بالخصم والإضافة على حسابات البنوك لدى البنك المركزي طبقا لنتائج تسوية عمليات التداول على الأوراق المالية. وحاليا يستطيع المساهمون الحصول على عائد أرباحهم من خلال ٤٢ فرع بنك تغطي ١٠ محافظات تشمل كافة أقاليم مصر في القاهرة والإسكندرية ومحافظات الدلتا والوجه القبلي، فضلا عن جميع فروع شركة مصر للمقاصة. ويلزم القانون توزيع الأرباح خلال ٣٠ يوما من صدور قرار الجمعية العامة. ويتم الصرف نقدا أو بشيكات أو تحويلات مصرفية أو عن طريق قيام شركة مصر للمقاصة بالتسليم الشخصي لمالك السهم في العنوان الذي يحدده مسبقا.^{٢٤} ولا يقتصر النظام على صرف الأرباح، ولكن يشمل صرف عوائد السندات وقيم استهلاكها، ومدفوعات إعادة هيكلة الشركات المصدرة المودعة مركزيا لدى شركة الإيداع المركزي.

١-٢ اجتماعات الجمعية العامة والإفصاح عن القوائم المالية

ينص قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ على أن الجمعية العامة السنوية يجب أن تتعقد في خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية السابقة. كما ينص على وجوب نشر ملخصات للقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات في صحيفتين يوميتين أو إرسالها لكل مساهم بالبريد المسجل على الأقل (١٥) يوما قبل تاريخ انعقاد الجمعية. تتعقد الجمعية العامة السنوية برئاسة رئيس مجلس الإدارة، ويجب أن تتضمن الدعوة لانعقادها تاريخ وميعاد ومكان انعقادها، وكذلك جدول الأعمال والتقرير السنوي وتقرير مراقب الحسابات (إذا لم ينشر)، وكذلك تقرير مجلس الإدارة. وبالإضافة إلى إخطار المساهمين، هناك ثلاث جهات أخرى يجب إخطارها وهي: مراقب الحسابات، وهيئة سوق المال، والجهات الإدارية التي تتبعها الشركات المقيدة.

وكما سبق أن ذكرنا، تقوم هيئة سوق المال بدور رقابي على كافة الشركات المسجلة بالبورصة سواء كانت منشأة وفقا لقانون ٨ لعام ١٩٩٧ أو قانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أو قانون ٢٠٣ لعام ١٩٩١. وبالإضافة إلى دور هيئة سوق المال في الرقابة، تخضع الشركات المؤسسة وفقا لقانون ٨ لعام ١٩٩٧ وقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إلى رقابة الهيئة العامة للاستثمار. والشركات الخاضعة لقانون ٢٠٣ لعام ١٩٩١ إلى رقابة وزارة قطاع الأعمال العام وعمليات الشركة القابضة.

^{٢٤} وذلك في حالة كون حامل السهم من بعض الفئات الخاصة مثل الأرمال وكبار السن.

وخلافا لما كان عليه الحال في ظل القانون رقم ١٥٩ عام ١٩٨١ فلا يتم إيقاف تداول الأوراق المالية للشركة أو إيقاف نقل ملكيتها خلال انعقاد الجمعية العامة للشركة المصدرة للأسهم، ولكن يتم فقط إيقاف تداول الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر الذي يرغب في حضور الجمعية العامة لضمان احتفاظه بصفة المساهم أثناء الحضور والتصويت، ولكن من الناحية العملية يصعب تنفيذ ذلك. وتشمل متطلبات النصاب القانوني لانعقاد الجمعية العامة حضور أعضاء مجلس الإدارة الذين ينص عليه النصاب القانوني في النظام الأساسي للشركة بحد أدنى ثلاثة من أعضاء مجلس الإدارة، ومراجع الحسابات، وعدد من المساهمين الذين يمثلون على الأقل ربع رأس مال الشركة. فإذا لم يتوفر هذا النصاب، يجوز إدراج دعوة مقدما للاجتماع الثاني ولا يشترط توافر حد أدنى للنصاب القانوني للاجتماع الثاني ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على نسبة أعلى.

ويسمح للمساهمين الذين يمثلون خمسة في المائة من رأس مال الشركة بإضافة بنود لجدول الأعمال حتى ثلاثة أيام قبل موعد الاجتماع. ولا يحدد القانون ما إذا كان يجب على الشركة توزيع جدول الأعمال المعدل علنيا قبل انعقاد الجمعية العامة السنوية. كما يجوز مناقشة أي أمور عاجلة والتصويت عليها بدون الحاجة إلى أن تكون مدرجة في جدول الأعمال، إذا ما قررت أغلبية المساهمين الحاضرين في الاجتماع أهمية مناقشتها. ويحق للمساهمين توجيه الأسئلة، وعلى مجلس الإدارة الإجابة عن هذه الأسئلة بما لا يسبب أي ضرر لمصالح الشركة أو للمصالح العام". فإذا ما اعتبرت الإجابة غير كافية من وجهة نظر الأطراف المعنية، يجوز لهم الالتماس للجمعية العامة السنوية لاتخاذ قرارها في هذا الموضوع.

ويتمتع المساهمون الذين قاموا بدفع ٥٠% أو أقل من سعر إصدار الأسهم بكافة حقوق التصويت، ولكنهم يحصلون على عائد للأرباح يتناسب مع المبلغ المدفوع. ويسمح بالتصويت بالأصالة أو بالإنابة، إلا أن التصويت بالإنابة يخضع لقيود معينة: إذا ما كان الموكل شخصا طبيعيا، عندئذ يجب أن يكون الموكل مساهما (لا ينطبق ذلك على الأشخاص الاعتباريين) ولديه توكيل وليس عضوا في مجلس الإدارة.^{٢٥} لا يجوز للشخص الطبيعي تمثيل أكثر من ١٠% من إجمالي الأسهم و ٢٠% من الأسهم الممثلة في الاجتماع (لا ينطبق ذلك على الأشخاص الاعتباريين). ويكون التصويت سريا إذا ما كان يخص انتخاب/عزل أو مجازاة أحد أعضاء مجلس الإدارة أو إذا ما قدم رئيس مجلس الإدارة أو المساهمون الذين يمثلون عشر رأس المال في الاجتماع طلبا بذلك. تعين الجمعية العامة اثنين من الحاضرين لعد الأصوات والإشراف على عملية التصويت والاقتراع، بالإضافة إلى أمين سر الجلسة.

وفي الماضي لم يكن مسموحا بالتصويت بالبريد العادي والإلكتروني، ولكن الآن أصبح هذا الحق متاحا للمساهمين، وإن كان تطبيقه لم يبدأ بعد. كما يسمح الآن قانون القيد والإيداع المركزي بالتفرقة بين المالك المسجل والمالك المستفيد، إذ تمنح اللوائح التنفيذية للملاك المسجلين الحق في التصويت نيابة عن مجموعة

^{٢٥} أعضاء مجلس الإدارة غير مسموح لهم بالتصويت بالأصالة أو بالنيابة عن أحد/بعض المساهمين، نظرا إلى أن المساهمين هم الذين يسألون مجلس الإدارة.

الملاك المستفيدين Block voting , كما يسمح للمالك المسجل بتجزئة أصوات الملاك المستفيدين, أي أن يقوموا بالتصويت بشكل مختلف في نفس الموضوع.

ويمكن للمساهمين أن يحصلوا على المعلومات الخاصة بحقوق التصويت المتعلقة بجميع فئات الأسهم من خلال النظام الأساسي للشركة، أو من السجل التجاري الموجود في وزارة التموين والتجارة الداخلية مقابل رسم محدد،^{٢٦} أو عن طريق قطاع شركات الأموال. وهناك مصدر آخر للمعلومات وهي نشرة اكتتاب الشركة أو شركات السمسة. وفي السابق لم يكن يتم الكشف عن هيكل رأس المال أو هيكل الملكية الحقيقي في التقرير السنوي. إلا أن قواعد القيد الجديدة ألزمت الشركات المقيدة بتقديم تقرير نصف سنوي للبورصة (في ١٢/٣١ و ٦/٣٠) يتضمن هيكل المساهمين. بالإضافة إلى تقديم تقرير فور حدوث أي تغيير جوهري في هيكل المساهمين خلال العام.

وللمساهمين الحق في مراجعة القوائم المالية للشركة (Financial Statements) وهذه تشمل قائمة المركز المالي للشركة، وقوائم الدخل والتدفقات النقدية والتغير في حقوق الملكية والإيضاحات المرافقة لها وتقرير مراقب الحسابات عن السنوات الثلاثة السابقة في المقر الرئيسي للشركة خلال أسبوعين قبل انعقاد الجمعية العامة السنوية وشريطة أن يتم تسجيل طلب موقع بذلك. كما يجوز للمساهم الاطلاع على هذه القوائم لدى هيئة سوق المال. وقد ألزمت المادة (١٥) من قواعد القيد الخاصة بالإفصاح بالبورصة الشركات المقيدة بتحديد مسؤول للعلاقات مع المستثمرين يكون مسؤولاً عن الاتصال بالبورصة والرد على استفسارات المساهمين والمستثمرين.

يعطى قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ للمساهمين الذين يمثلون خمسة في المائة من رأس المال الحق في الدعوة لانعقاد الجمعية العامة السنوية، إذا لم يقر المجلس بعمل ذلك. يتم عقد اجتماعات الجمعية العامة غير العادية بناء على طلب عشرة في المائة من أسهم رأس المال، أو بطلب من مجلس الإدارة. يجب أن يكون النصاب القانوني في الاجتماع الأول نصف رأس المال، ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على نسبة أعلى. فإذا لم يتوافر هذا النصاب، يصبح النصاب للاجتماع الثاني ربع رأس المال. يجوز أيضاً أن يتقدم مراقب الحسابات أو قطاع شركات الأموال بطلب دعوة انعقاد الجمعية العامة العادية والجمعية العامة غير العادية.

الجزء الثاني: المعاملة المتساوية للمساهمين

تشير المعاملة العادلة للمساهمين إلى المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وكذلك إلى حقهم في الدفاع عن انتهاك حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات

استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.

٢-١ حق التصويت

يسمح الإطار القانوني في مصر بوجود فئات متعددة للأسهم، شريطة أن تتم معاملة المساهمين في أي فئة محددة بالمثل وبالتساوي. ويمكن التمييز بين فئتين أساسيتين من الأسهم: أسهم عادية وأسهم ممتازة.^{٢٧} وعادة ما تكون الأسهم العادية إما مسجلة (وتسمى أيضا بـ "الاسمية") أو تكون أسهم لحاملها.^{٢٨} ويلاحظ أن نسبة الأسهم لحاملها يجب ألا تتجاوز ٢٥% من إجمالي الأسهم ويجب دفع قيمتها بالكامل. يجوز لأصحاب الأسهم لحاملها حضور اجتماع الجمعية العامة السنوية، إذا ما قاموا بإيداع أسهمهم في البنك، أو في الشركة المصدرة للأسهم أو في شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، ولكن لا يسمح لهم بالتصويت.

وتتمتع "الأسهم الممتازة" بثلاث مزايا هي: أولاً: امتيازات خاصة بالتصويت، فيجوز أن تكون متعددة الأصوات وفقاً للنظام الأساسي للشركة المصدرة للأسهم.^{٢٩} ثانياً: حق الحصول على نسبة مئوية محددة وثابتة من عائد الأرباح تدفع لأصحاب هذه الأسهم قبل توزيع أي أرباح أخرى، وتسمى هذه أسهم ممتازة مجمعة للأرباح. وثالثاً: الأولوية عند التصفية وكذلك الأولوية في زيادات رأس المال. ويجوز زيادة رأس المال من خلال إصدار أسهم ممتازة، إذا ما كان مسموحاً بها في النظام الأساسي للشركة، عند الإنشاء، وتمت الموافقة عليها في الجمعية العامة غير العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة وتقرير من مراقب الحسابات في شأن الأسباب المبررة لذلك.^{٣٠}

ولكل مساهم الحق في تقديم شكوى للجهة الإدارية بخصوص أي انتهاك أو مخالفة للقانون. يجوز للمساهم الذي يحضر اجتماع الجمعية العامة السنوية ويسجل اعتراضه على قرار ما في محضر الاجتماع أن يرفع قضية أمام المحكمة في خلال عام واحد من تاريخ انعقاد الاجتماع. تنص المادة (٧٦) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ على أن "يتم إلغاء جميع القرارات التي تصدر لصالح فئة معينة من المساهمين أو التي تسبب أي أذى أو ضرر لهم، أو التي تحقق فوائد ومميزات خاصة لأعضاء مجلس الإدارة". كذلك يحق للمساهمين الذين يمثلون على الأقل خمسة في المائة من رأس المال تقديم شكوى لمجلس إدارة هيئة سوق المال، يكون لهيئة سوق المال صلاحية وسلطة وقف قرارات الجمعية العامة السنوية التي اعتبرت إنها تخدم بشكل غير عادل مصلحة فئة معينة من المساهمين، أو إنها تسبب ضرراً وأذى لهم، أو إنها تحقق بشكل غير عادل

^{٢٧} أغلب الأسهم المتداولة في مصر أسهم عادية. وقد شكلت الأسهم العادية ٩٩.٦% من إجمالي رأس المال السوقي في ٢٠٠٣/١/٣١ في حين لم تتجاوز الأسهم الممتازة المتداولة ٠.٤%. بورصتا القاهرة والإسكندرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٣.

^{٢٨} تم تقديم الأسهم لحاملها في قانون سوق المال رقم ٩٥ في عام ١٩٩٢ (مادة ١ من اللائحة التنفيذية) ولكن لا يحق لحاملها التصويت.

^{٢٩} في معظم الأحوال تقتصر حقوق التصويت على صوتين بحد أقصى لكل سهم، ولكن لا يوجد حد قانوني لها.

^{٣٠} أما الشركات التي لم يتضمن نظامها الأساسي عند الإنشاء السماح بإصدار أسهم ممتازة فإنه لا يجوز لها على الإطلاق إصدار الأسهم الممتازة. وهناك حالياً جهود لتغيير القانون بحيث يسمح بإضافة ذلك بأغلبية خاصة.

فوائد ومميزات لأعضاء مجلس الإدارة أو غيرهم. يجوز للمساهمين الذين يمثلون عشرة في المائة من رأس المال أن يطلبوا من هيئة سوق المال أو قطاع شركات الأموال إجراء تفتيش ومعاينة.

ونظرا لأن إجراءات التقاضي باهظة التكلفة وتستغرق وقتا طويلا نسبيا، فإن قانون سوق رأس المال كان يسمح في الماضي للمتعاملين في البورصة باللجوء للتحكيم الإلزامي، إلا أن المحكمة الدستورية العليا أصدرت في يناير عام ٢٠٠٢ حكما يقضي بعدم دستورية التحكيم الإلزامي، وإن كان التحكيم الاختياري مازال مسموحا به. وقد أعلنت البورصة مؤخرا عن مشروع لإنشاء مركز جديد لفض المنازعات والتحكيم في سوق الأوراق المالية بنهاية العام الحالي (٢٠٠٣) بالتعاون مع مركز القاهرة للتحكيم الدولي وهيئة سوق المال. ويهدف النظام الجديد إلى سرعة حسم المشاكل والخلافات بين المتعاملين في البورصة وشركات الأوراق المالية دون اللجوء للقضاء الذي يستغرق فترات طويلة لحسم المنازعات، لاسيما مع عدم وجود دوائر قضائية متخصصة في قضايا سوق المال أو المشاكل الاقتصادية.^{٣١} ويسمح مشروع قانون سوق المال المقترح بقيام هيئة سوق المال برفع قضايا جماعية نيابة عن المساهمين، وهو ما يطلق عليه نظام التقاضي الجماعي أو الفتوي (Class Action).^{٣٢}

٢-٢ المشاركة في القرارات الأساسية للشركة

يجب التصويت بأغلبية الثلثين في القرارات الخاصة بمنح مميزات للمساهمين القائمين قبل زيادة رأس المال، أو بعدم تطبيق حقوق الأولوية إذا ما كان منصوص عليها في النظام الأساسي للشركة، أو إضافة بنود جديدة لأغراض الشركة. وبالمثل، فإن ثلثي حملة الأسهم في نفس الفئة يجب أن يوافقوا على أي تغيير في حقوق التصويت. كما يجب التصويت بأغلبية ٧٥% على القرارات المتعلقة بزيادة أو خفض رأس المال، وتغيير الغرض الأصلي للشركة، وإطالة أو تقصير مدة الشركة، وتقرير حل أو دمج الشركة. وإذا ما بلغت الخسائر نصف رأس المال المصدر، يجب أن يدعو مجلس الإدارة لانعقاد اجتماع جمعية عامة غير عادية للنظر إما في حل الشركة أو استمرارها.

٣-٢ متابعة ومراقبة الشركات

على أي شخص يعتزم شراء أسهم يترتب عليها ملكية عشرة في المائة أو أكثر من رأس المال، أن يرسل إخطارا قبل أسبوعين من إتمام العملية للشركة بالبريد المسجل. وعلى الشركة أن تقوم في خلال أسبوع من استلامها لهذا الإشعار بإبلاغ المساهمين الذين يملكون على الأقل واحدا في المائة، أو بنشر هذه المعلومات في صحيفتين واسعتي الانتشار. ويعتبر الحد المسموح به لأعضاء مجلس الإدارة أو الموظفين هو خمسة في المائة من رأس المال، ويجب إتمام هذه العملية في خلال شهر واحد من تاريخ الإخطار. وإذا ما تجاوزت النسبة

^{٣١} يتم حاليا بحث إنشاء دوائر قضائية متخصصة.

^{٣٢} مشروع القانون يسمح للهيئة برفع دعوى جماعية نيابة عن المساهمين.

المئوية للمساهمين ٢٠% قبل أو بعد الحيازة المخطط لها (١٥% في حالة المديرين أو الموظفين)، عندئذ يجب طرح عرض شراء بالحصة المطلوبة من أسهم رأس المال على جميع المساهمين. يجوز أن يكون عرض الشراء المطروح إما لجميع الأسهم أو لجزء منها. يجب أن يكون السعر المعروض مساويا على الأقل لمتوسط سعر الإقفال خلال الشهر السابق للإشعار. يظل عرض الشراء المطروح سارى المفعول لمدة أسبوعين، ولكن يمكن تمديده. فإذا ما كانت الأسهم المطروحة في عرض الشراء تزيد عن تلك المطلوبة، يجب على صاحب عرض الشراء أن يشتري من جميع المساهمين بالتناسب مع حصصهم. ويلاحظ هنا أن هيئة سوق المال قد بدأت مؤخرا في رفض عروض الشراء إذا كان سينتج عنها حصول المشتري على أغلبية في الشركة إلا إذا كان العرض لـ ١٠٠% من الأسهم، وذلك لتلافي تحكم مساهم واحد في إدارة الشركة مع وجود أقلية قد تضار من ذلك.

٢-٤ الاتجار بمعلومات داخلية والتعامل الذاتي

لا يتناول الإطار القانوني في مصر موضوع الاتجار في المعلومات الداخلية بشكل محدد، ولكن تنص المادة (٦٤) من قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ على أن "أي شخص يقوم بإفشاء سر يكون في حوزته بحكم واجباته أو عمله طبقا لأحكام هذا القانون، أو استفاد هو، أو زوجته أو أولاده من معلومات داخلية في عمله، أو استخدم بيان هام كاذب أو مضلل وغير صحيح، أو حذف أي معلومات هامة في التقارير المقدمة مني، إلى المدى الذي يؤثر على النتائج الواردة في هذه التقارير وعلى الرغم من وجود هذا النص، إلا أنه غير كافي ومن المقترح، لضمان فاعلية الرقابة على الاتجار بالمعلومات الداخلية، تحديد واضح لحالات بعينها.

وقد ألزمت قواعد القيد الجديدة الشركات بمجموعة من الإجراءات المتعلقة بالإفصاح والتي تطبق على معاملات المطلعين على المعلومات والأسرار الداخلية للشركات، من أهمها:

- عدم تعامل ذوي الشأن الذين تصلهم المعلومات بصورة سرية على الأوراق المالية لتلك الشركة حتى تصبح تلك المعلومات متاحة للعمامة. وعلى الشركة إخطار البورصة بأية بيانات تطلبها في هذا الشأن خاصة فيما يتعلق بأسماء الأشخاص ذوي الشأن الذين تم إطلاعهم على المعلومات المشار إليها.
- إذا كان لدى الشركة رغبة في أن تعلن في جمعيتها العامة للمساهمين عن بعض المعلومات التي قد يترتب عليها تحرك ملموس في أسعار الأسهم المقيدة يكون على الشركة في هذه الحالة اتخاذ التدابير اللازمة لإبلاغ الهيئة والبورصة بهذه المعلومات بحيث لا تصبح هذه المعلومات متاحة للمساهمين في الاجتماع قبل أن تنتشر هذه المعلومات على شاشات التداول في نفس وقت إذاعتها للمساهمين في الاجتماع.

▪ إقرار من أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين والأشخاص الذين تتوافر لديهم المعلومات داخل الشركة بما يفيد عدم قيامهم بشراء أو بيع الأوراق المالية للشركة بناء على معلومات داخلية لم يتم الإعلان عنها للجمهور.

▪ إجراءات الرقابة الداخلية المتبعة في هذا الخصوص والتي تكفل عدم السماح لأعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو العاملين بها التداول على أسهم الشركة خلال خمسة عشر يوما قبل وثلاثة أيام بعد إصدار أو نشر أية بيانات أو معلومات جوهرية قد يكون لها تأثير هام على سعر الورقة المالية للشركة.

▪ إجراءات الرقابة الداخلية التي تكفل قيام أعضاء مجلس إدارة الشركة والمسؤولين والأشخاص الذين تتوافر لديهم المعلومات بداخل الشركة بالإفصاح وإبلاغ البورصة والهيئة عن أية عمليات يقومون بها لشراء أو بيع الأوراق المالية للشركة وذلك قبل ٢٤ ساعة على الأقل من تاريخ التنفيذ.

وقد تم إنشاء قاعدة للبيانات بالهيئة تتناول وظائف جميع المطلعين على أسرار الشركة أو المصادر المعلوماتية الأخرى المتاحة. كما تم تدريب الكوادر العاملة في مجال الرقابة على التداول في كل من البورصة وهيئة سوق المال على أحدث التقنيات في هذا المجال في الولايات المتحدة الأمريكية، وتم إعداد أدلة إرشادية لأساليب العمل.

وتعتبر بورصتي القاهرة والإسكندرية مسؤولة عن الرقابة الفورية أثناء التداول بينما تقوم هيئة سوق المال بالرقابة اللاحقة بعد التداول. يعمل في إدارة الرقابة ومراقبة السوق في بورصتي القاهرة والإسكندرية مجموعة من المهنيين في كل من مقرها بالقاهرة والإسكندرية، حيث يعمل بعضهم في المقصورة مع السماسرة بينما يقوم البعض الآخر بمراقبة نشاط السوق والكشف عن أي اتجار بالمعلومات الداخلية وأي تعامل ذاتي. تقوم إدارة الرقابة بالتفتيش على التداولات من خلال نظام كودي للمستثمرين، ويمكنها أيضا التفتيش على أسماء المستثمرين من خلال إدارة المعلومات أو من خلال دفاتر وأوامر السماسرة. وقد تم توصيل هيئة سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية عن طريق خط ربط إلكتروني مباشر. وإذا ما تم ضبط أي تلاعب في الأسعار، يقوم رئيس البورصة أو هيئة سوق المال بوقف أسعار العطاء/العرض وإلغاء العمليات.

٢-٥ صفقات الأطراف المرتبطة بالشركة

تتطلب المعايير المحاسبية المصرية من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين أن يقوموا بالإفصاح عن المعاملات أو الصفقات أو الأمور الأخرى التي تم إبرامها مع الأطراف ذوي العلاقة بما فيهم أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين، بغض النظر عما إذا كانت هذه الصفقات قد حدثت بالفعل أو بصدد أن تحدث. ويجب أن يتم تدوين الإفصاح في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية. يلتزم عضو مجلس الإدارة الذي يكون عنده أي تعارض في

المصلحة إخطار مجلس الإدارة بها، وتسجيلها في محضر الاجتماع، والامتناع عن التصويت. كما يجب أن يقوم مجلس الإدارة بإخطار الجمعية العامة السنوية بأي عمليات للطرف ذي العلاقة.

وقد حددت قواعد القيد الجديدة طبيعة المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة، والتي يجب على الشركات إخطار البورصة بها، ومنها:

- ملخص للعقود الهامة التي تكون الشركة أو شركة تابعة لها طرفا فيها وذلك خلال العامين السابقين على تقديم طلب القيد موضحا المبالغ المدفوعة من وإلى الشركة المصدرة أو الشركات التابعة لها.
- الإطار التنظيمي للشركة على أن يتضمن ما إذا كانت الشركة قابضة أو تابعة.
- هيكل رأس المال موضحا به نسبة ملكية المساهمين التي تزيد على 5% في كل من الشركة القابضة والشركات التابعة لها.
- بيان بالتعاملات بين الشركة المصدرة وأي من المساهمين بها في الشركات التابعة لها.

الجزء الثالث: دور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة

ويقوم هذا الجزء بتحليل إلى أي مدى يسمح الإطار القانوني في مصر لأصحاب المصالح بتملك جزء من الأسهم والاطلاع على العمليات الأساسية في الشركة، ويحمي حقوقهم. ويقصد بأصحاب المصالح حملة السندات والعمال والبنوك والموردين والعملاء.

٣-١ احترام الحقوق القانونية

يمنح قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ العمال الحق في عشرة في المائة من أرباح الشركة الموزعة بحد أقصى مرتب سنة، ويمكن ممارسة هذا الحق فقط في حالة توزيع أرباح. كما يمنح هذا القانون للعمال في الشركات المساهمة الحق في المشاركة في "الإدارة"، بحيث يحدد النظام الأساسي للشركة أنسب الأساليب والقواعد التي يجب تطبيقها بهذا الصدد، فيما عدا شركات قطاع الأعمال العام. ولا يوجد حاليا ممثلون للعمال في مجالس الإدارة، ولكن تقوم الشركات بدلا من ذلك بإنشاء "جان للعمال" أو غير ذلك من الأشكال المماثلة تكون مهمتها تناول كافة الأمور التي تتعلق بالعمال، بما في ذلك المرتبات والتعويضات الأخرى. ويتم إسناد مهمة الاتصال بهذه اللجنة لأحد أعضاء مجلس الإدارة. هذا بينما يمنح قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ لحاملي السندات أوجه حماية خاصة. فمثلا يجوز لهم تكوين جمعية حاملي سندات وانتخاب ممثل قانوني يعمل بالنيابة عنهم ويحضر اجتماع الجمعية العامة السنوية. وتقوم الجمعية أو الرابطة بإصدار توصيات لتقديمها للجمعية العامة السنوية أو لمجلس الإدارة، ولكن ليس لها حق التصويت في الجمعية العامة السنوية.

٣-٢ التعويض عن انتهاك الحقوق

يتم حماية حقوق أصحاب المصالح بموجب عقد أو قوانين معينة مثل قانون العمل أو قانون البيئة أو نظام الإفلاس.^{٣٣} ويخول لأصحاب المصالح الحق في الرجوع للإجراءات القانونية للحصول على تعويض عن أي انتهاك لحقوقهم.^{٣٤}

٣-٣ آليات تعزيز مشاركة أصحاب المصالح

يجوز للعمال إنشاء اتحاد للعمال المساهمين بغرض امتلاك أسهم وتوزيع أرباح بين أعضائها. يتم تسجيل اتحاد العمال المساهمين في هيئة سوق المال ويكون له نظام أساسي مكتوب. يجوز فقط لعمال الشركة أن يكونوا أعضاء به. تتم إدارة جمعية العمال المساهمين بواسطة مجلس إدارة وتعد الجمعية العامة السلطة العليا بها. تمتلك اتحادات العمال المساهمين في الشركات التي تمت خصصتها خمسة في المائة أو أكثر من أسهم رأس المال Share Capital بالنيابة عن العمال. عادة ما تمنح جمعية العمال المساهمين مقعدا في مجلس إدارة الشركة عند تملكها لنسبة عشرة في المائة من أسهم رأس المال، متي كان النظام الأساسي للشركة ينص على أن يمثل مالكو الأسهم في مجلس الإدارة بنسبة ما يملكوه من أسهم.

ومن المسموح به إعادة شراء الأسهم التي كان قد تم بيعها، وتسمى في هذه الحالة أسهم الخزينة Treasury Stock.^{٣٥} ويطلق على عملية إعادة الشراء اسم Share buyback. ويتم توزيعها أحيانا على العاملين. ويجوز حيازة أسهم الخزينة لمدة لا تزيد عن عام واحد ثم إعادة بيعها أو تتم دعوة الجمعية العامة للانعقاد لإقرار خفض رأس المال، بالقيمة الاسمية لأسهم الخزينة. وبعض الشركات لديها برامج لتمليك الأسهم لموظفيها ومديريها التنفيذيين،^{٣٦} وإن كان لا يوجد حتى الآن نظام محدد لتلك البرامج.

٣-٤ الحصول على المعلومات المطلوبة

يخول للعمال، بوصفهم مساهمين، الحق في الحصول على نفس المعلومات التي يحصل عليها جميع المساهمين الآخرين. كما تتمتع جماعة حملة السندات بحق مراجعة القوائم المالية وإرسال ممثل لها لحضور اجتماع الجمعية العامة السنوية.

^{٣٣} وتنظيم قواعد الإفلاس يخضع حاليا لقانون التجارة، إلا أن قانون سوق المال الجديد سوف يشمل معالجة مشاكل الشركات المتعثرة على غرار الفصلين السابع والحادي عشر من قانون الإفلاس الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية. Federal Bankruptcy Code, Title 11 of the U.S. Code. Chapter 7: Liquidation, and Chapter 11: Reorganization.

^{٣٤} وتتم حماية أصحاب المصالح في حالات الاندماج بالاشتراط على أنه لا يجوز الإخلال بحقوق الدائنين، كما أن لأصحاب المصالح أولوية عند تصفية الشركة.

^{٣٥} أسهم الخزينة لها سمتان: ١- ليس لها الحق في التصويت. ٢- ليس لها الحق في العوائد. والسبب وراء شراء الشركة لأسهمها يكون إذا وجدت أن السعر في السوق ليس عادلا فتشتري بعض أسهمها المتداولة وتوزع الأرباح على عدد أقل من المساهمين بما يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية للشركة.

^{٣٦} ولا يتم إدراج تلك البرامج في النظام الأساسي للشركة.

الجزء الرابع: الإفصاح والشفافية

ويتناول هذا الجزء كافة جوانب الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأعمال الشركة ودور مراقب الحسابات.

٤-١ الإفصاح عن المعلومات الهامة

تلتزم كل شركة مقيدة بالبورصة بالإفصاح عن مركزها المالي وأدائها التشغيلي لكل من هيئة سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية. ويتم هذا الإفصاح بصورة دورية (سنويا أو ربع سنويا). وتتمثل المعلومات الإلزامية التي يجب الإفصاح عنها في قائمة المركز المالي وقوائم الدخل، والتغير في حقوق الملكية، والتدفقات النقدية، والإيضاحات المتممة لهذه القوائم، وتقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات الخارجي.

وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بفحص القوائم المالية للتأكد من مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح ومدى انفاق القوائم المالية وإعدادها والمعايير المحاسبية المصرية. وتقوم الهيئة بمطالبة الشركات بالإفصاح عن بعض الأمور التي تتطلب المزيد من الإفصاح ونشرها، فإذا لم تلتزم الشركات تقوم الهيئة العامة لسوق المال بنشر ملاحظاتها على القوائم المالية على نفقة الشركة. وتلتزم الشركات بنشر ملخص وافي لتقريرها السنوية ونصف السنوية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار بحيث تكون إحداهما على الأقل باللغة العربية. ويجب على الشركات أن تلتزم في إعداد قوائمها المالية بمعايير المحاسبة المصرية التي أصدرتها وزارة التجارة الخارجية والتي تتفق في معظمها مع معايير المحاسبة الدولية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن وزارة التجارة الخارجية قد أصدرت في عام ٢٠٠٢ (القرار الوزاري رقم ٣٤٥) ثلاثة معايير جديدة تتفق تماما مع معايير المحاسبة الدولية، وجاري إعداد باقي المعايير الأخرى، كما أن الشركات تلتزم بموجب قرار وزير التجارة الخارجية بتطبيق معايير المحاسبة الدولية في حالة عدم صدور معيار مصري مقابل له.^{٣٧}

كذلك على الشركات أن تقوم بالإفصاح في الحال لكل من هيئة سوق المال والبورصة عن جميع الأحداث الهامة التي يمكن أن تؤثر على المركز المالي أو نتيجة أعمال الشركة. وتقوم البورصة بمجرد إبلاغها وفي الحال بنشر المعلومات على شاشاتها وإبلاغ شركات السمسة. وتقوم إدارة الإفصاح في البورصة بمتابعة الشركات للقيام بالإفصاح المطلوب. ويحق للبورصة بموجب قواعد القيد الجديدة فرض عقوبات وجزاءات على الشركة التي تقوم بالإفصاح المتعمد لمعلومات خاطئة أو مضللة أو تزوير في القوائم المالية. أما جزاء عدم الالتزام بقواعد الإفصاح فهو الشطب من جداول الإدراج. وقد تناولت قواعد القيد الجديدة وضع جزاءات مالية على الشركات التي لا تلتزم بصفة دورية بقواعد الإفصاح والشفافية عن المعلومات الهامة Material Information والقوائم المالية والمعلومات غير المالية.

^{٣٧} باستثناء معايير التاجير التمويلي التي أعدت وفقا لمتطلبات التاجير التمويلي في مصر والذي لا يدرج الأصول المستأجرة تاجيرا تمويليا في أصول الشركة المستأجرة ولكنه يعتبرها أصولا مملوكة للمؤجر وتظهر في ميزانيته.

ومن أهم ما تنص عليه قواعد الإفصاح الجديدة ما يلي:

- تلتزم الشركة بإخطار البورصة بأي أحداث هامة تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أو تؤثر على تداول أسهمها على أن تفصح الشركة عن تلك الأحداث فوراً بإخطار البورصة في موعد يسمح للبورصة بنشر هذه الأحداث على شاشات التداول فوراً أو قبل أول جلسة تداول تالية لوقت وقوع الأحداث وفي أول عدد للنشرة الدورية التي تنشرها البورصة بعد هذه الأحداث. كذلك تنظم هذه المادة ما يجب على الشركة القيام به في حالة وقوع أحداث هامة طارئة في أوقات العطلات الرسمية. وقد حددت هذه المادة أمثلة لبعض الأحداث الهامة.
- يتم نشر الأحداث الهامة بالتنسيق بين الشركة وإدارة البورصة ولا يتم النشر أثناء ساعات التداول ما لم تكن المعلومات واجبة النشر الفوري وفي تلك الحالة يتم إيقاف التعامل على الورقة المالية لمدة يحددها رئيس البورصة على ألا تزيد عن ساعة.
- تلتزم الشركة باتخاذ الإجراءات الكفيلة لضمان سرية البيانات المالية ومنع تسرب أية معلومات سواء بقصد أو بغير قصد قبل إعلانها للمتعاملين في السوق.

٤-٢ مراقب الحسابات/المراجع المالي

يجب على الشركات تقديم القوائم المالية السنوية ونصف السنوية بعد مراجعتها واعتمادها من مراقب الحسابات، بينما تقدم قوائم الحسابات ربع السنوية ومرفق بها تقرير فحص محدود. وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن قواعد القيد الجديدة قد ألزمت كل من الإدارة العليا والمدير التنفيذي والمدير المالي للشركة بتقديم إقرار بعدم وجود معلومات غير مسجلة وتؤثر على المركز المالي للشركة، وكذلك عدم وجود قضايا مرفوعة على الشركة من شأنها أن تتطلب تكوين مخصصات إضافية بخلاف المخصصات بالقوائم المالية.

ويكون للجمعية العامة السنوية سلطة وصلاحيات تعيين مراقبي الحسابات، وكذلك تحديد أتعابهم. ليس من الضروري الكشف عن أتعاب الخدمات الاستشارية في اجتماع الجمعية العامة السنوية، إلا أن قواعد الاستقلالية الجديدة تلزم مراقب الحسابات بعدم تقديم أي استشارات للشركة التي يقوم بمراقبة ومراجعة حساباتها إلا بعد الحصول على ترخيص من لجنة المراجعة. ولا يجب أن يكون مراقب الحسابات من ضمن المؤسسين، أو أعضاء مجلس الإدارة، أو الموظفين أو يرتبط بأي شكل آخر بالشركة أو مجلس الإدارة. ليس هناك أي قيد قانوني على أن يكون مراقب الحسابات مساهماً في الشركة التي يقوم بمراجعة حساباتها، وذلك يخالف قواعد السلوك المهني الخاص بالاستقلالية. لا يجوز أن يصبح مراقب الحسابات عضواً في مجلس الإدارة أو موظفاً في الشركة إلا بعد مرور ثلاثة سنوات من تاريخ انتهاء عمله كمراقب حسابات.

ويخول لمراقب الحسابات حق فحص جميع المستندات، والبيانات والمعلومات الأخرى الضرورية وطلب مساندة مجلس الإدارة له من أجل تحقيق مهمته. ويمكن لمراقب الحسابات، إذا لم يحصل على كافة

المعلومات التي يراها ضرورية لأداء مهمته أن يقدم لمجلس الإدارة أو الجمعية العامة مباشرة تقريراً بالامتناع عن إيداء الرأي لعدم كفاية المعلومات. يقوم مراقب الحسابات بإبلاغ الجمعية العامة مباشرة والتي يقدم لها أيضاً تقرير مراجعته للحسابات.

يجوز لأي مساهم تقديم طلب بعزل مراقب الحسابات بعد شرح الأسباب التي دعت به إلى طلب عزله كتابياً وذلك خلال فترة لا تقل عن عشرة أيام قبل موعد انعقاد الجمعية العامة. يجوز لمراقب الحسابات الرد على هذا الطلب في خطاب يدافع فيه عن أي أعمال قام بها وأصبحت موضع نقد ونظر. يعتبر مراقب الحسابات مسؤولاً عن أي تشويه للحقائق وأخطاء، ويصبح ملزماً بتعويض الشركة و/أو المساهمين عن أي خسارة ناجمة عن ذلك. كما ألزمت قواعد القيد الجديدة الشركات بتكوين لجان للمراجعة الداخلية والإفصاح عنها للمجتمع المالي. على أن يكون جميع أعضاء هذه اللجان من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، مع إمكان أن يعين في اللجنة أعضاء من خارج مجلس الإدارة ومن ذوي الخبرة. وذلك لضمان الإشراف على مهمة مراجعة الحسابات الداخلية بالشركة، بالإضافة إلى دورها بالنسبة لتعيين مراقب حسابات واقتراح أتعابه ومناقشته في تقاريره.

تتمثل الخطوة الأولى التي يجب على أي مراقب حسابات محتمل اتخاذها في ضرورة تسجيل اسمه في وزارة المالية. وبعد ثماني أعوام من العمل واكتساب الخبرة، يجوز له/لها الحصول تلقائياً على حق مراجعة حسابات أي شركة دون أداء أية امتحانات، فيما عدا جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية (والتي تضم ١٣٥٠ عضواً عاملاً في دولة يوجد بها ما يتراوح بين ١٨ ألف محاسب مسجل) والتي يتم الحصول على عضويتها بعد أداء امتحانات على أعلى مستوى.

وتجدر الإشارة إلى أن جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية قد أعدت بالاشتراك مع وزارة المالية ونقابة التجاريين، والهيئة العامة لسوق المال، والجهاز المركزي للحسابات مشروع قانون جديداً لتنظيم مزاوله مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر لتعديل القانون الحالي رقم ١٩٥١/١٣٣؛ وقد تمت مراجعته من مجلس الدولة وأحيل إلى الحكومة تمهيداً لعرضه على مجلس الشعب لإقراره. ويتضمن مشروع القانون الجديد عدداً من المواد التي تضمن إحكام الرقابة على أداء مراقبي الحسابات، وكذا شروط القيد بجداول المحاسبين وبصفة خاصة أداء الامتحانات التي ينص عليها القانون. كما ينص مشروع القانون الجديد على إنشاء مجلس أعلى للإشراف والرقابة على مهنة المحاسبة.^{٣٨} وينبثق عنه لجنة فرعية مسؤولة عن الإشراف والرقابة على أداء مراقبي حسابات الشركات المقيدة بالبورصة والتفتيش عليهم وفرض العقوبات على المخالفين الذين لا يلتزمون بتطبيق معايير المراجعة المصرية والدولية.

٤-٣ الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم

^{٣٨} تكون أغلبية أعضائه من غير المحاسبين ويكون برئاسة السيد وزير المالية وعضوية ممثلين عن عدد من الجهات الرقابية مثل البنك المركزي المصري، وهيئة سوق المال، والهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة للاستثمار، والجهاز المركزي للحسابات بالإضافة إلى ممثل لكل من جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية وشعبة مزاولي المهن الحرة وعدد من ذوي الخبرة في المحاسبة والمراجعة.

طبقا لقانون القيد والإيداع المركزي، يعد في شركة المقاصة سجلا لقيد بيانات الملاك المستفيدين والتي تحصل عليها الشركة من الملاك المسجلين، ولا يجوز الاطلاع على هذا السجل لغير مصدري الأوراق المالية والجهات التي يصرح لها بذلك وفي حدود ما يخصها من بيانات السجل. ويلزم القانون الملاك المسجلين بالإفصاح للشركة عن بيانات الملاك المستفيدين. وتحتفظ الشركات وشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بسجل للمساهمين يتم تحديثه بصفة مستمرة، وإن كان لا يوضح ملكية المستفيد النهائي. ويجب عليها عرض هذا السجل على اجتماع الجمعية العامة السنوية. ويخول للمساهمين حق مراجعة محضر اجتماع الجمعية السنوية، والذي يتضمن ملحقا بأسماء جميع الملاك المسجلين وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم. وتتاح هذه المعلومات أيضا في الجهات الإدارية (هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال بالهيئة العامة للاستثمار والشركات القابضة).

وقد بدأت بورصتا القاهرة والإسكندرية مؤخرا في الطلب من الشركات الأكثر نشاطا، والبالغ عددها نحو ٣٠ شركة، والتي تشكل مؤشر البورصة، الكشف عن هيكل ملكيتها لخمسة في المائة أو أكثر.^{٣٩} وعلى أي الأحوال، لا يعتبر ذلك إجباريا بالقانون أو بموجب اللوائح الراهنة.^{٤٠} ويسعى قانون سوق المال الجديد، وكذلك قواعد القيد الجديدة، إلى تعزيز اتجاه الإفصاح عن الملكية.

٤-٤ الإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين

وفقا للنظام الأساسي للشركة يتم تحديد درجة الإفصاح الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة التي يجب عرضها على الجمعية. فمثلا، يتم الإفصاح عن أسماء أعضاء مجلس الإدارة ومكافاتهم في الجمعية العامة السنوية ولكن لا تنشر هذه المعلومات في التقرير السنوي. تشمل مكافآت أعضاء مجلس الإدارة بدل الحضور ونفقات السفر من ناحية وحصة سنوية في الأرباح لا تتجاوز عشرة في المائة من صافي الدخل (بعد خصم خمسة في المائة لتكوين الاحتياطي القانوني وخمسة في المائة في رأس المال المدفوع كأرباح قابلة للتوزيع). هذا، ولا يتم الكشف عن مكافآت المديرين التنفيذيين. تطلب هيئة سوق المال من الشركات أن تقدم سنويا قائمة بأسماء وجنسيات أعضاء مجلس الإدارة وكبار مسؤولي الإدارة وكذلك أي تفاصيل وبيانات أخرى تتعلق بهم. كما يجب إخطار هيئة سوق المال فوراً بأي تغيير في هذه البيانات.

يجب على أعضاء مجلس الإدارة الإفصاح عن أي تعارض في المصلحة وكذلك عدم اشتراكهم في التصويت على قرارات المجلس التي تتعلق بهذا التعارض. ويقوم المجلس بإبلاغ هذه المعلومات للجمعية العامة السنوية. يجب أن يحصل أعضاء مجلس الإدارة على تفويض خاص من الجمعية العامة السنوية بالمتاجرة والتداول لحسابهم الخاص في نفس قطاع الأعمال أو بأن يكونوا طرفا في أي عقد يقدم للمجلس للموافقة عليه. لا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة الدخول في عقود تدر عليهم أتعابا مع شركات يكون زملائهم من أعضاء المجلس مديرين فيها أو مديرين تنفيذيين بها.

^{٣٩} تتمثل أهميته في الأحوال التي يتطلب فيها القانون حدودا معينة للملكية، مثال: شركات الطيران.

^{٤٠} يتطلب قانون سوق المال الكشف عن عشرة في المائة من أسهم رأس المال.

٤-٥ الإفصاح عن معلومات أخرى

يقوم عدد قليل نسبيا من الشركات بنشر تقرير سنوي رسمي بالإضافة إلى المتطلبات المنصوص عليها في قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ وقانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢. وطبقا لقانون سوق المال رقم ٩٥، يجب أن تحصل الشركة التي تصدر أدوات دين بمبالغ أكبر من صافي قيمة أصولها على تصنيف من إحدى مؤسسات التصنيف المعتمدة لدى هيئة سوق المال، وأن يتم ذلك سنويا.

الجزء الخامس: مسؤوليات مجلس الإدارة

ويتناول هذا الجزء تشكيل مجلس الإدارة وكيفية اختيار أعضائه، ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

٥-١ الهيكل والواجبات القانونية

ويتكون مجلس الإدارة عادة من رقم فردي من الأعضاء بحد أدنى ثلاثة أعضاء. لا توجد أي قواعد تحكم هيكل تكوين المجلس من مديريين تنفيذيين وغير تنفيذيين، وكذلك فإن مفهوم عضو المجلس المستقل غير مطبق بشكل واضح في معظم الشركات حتى الآن في مصر. وغالبا ما يكون رئيس المجلس هو ذاته العضو المنتدب. أحيانا ما يشار إلى عضو مجلس الإدارة المسؤول عن الإدارة بالعضو المنتدب أو المدير التنفيذي، ويقوم المجلس بتحديد مكافآته/مكافآتها. يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مساهمين أو يمثلون الشركات المساهمة، باستثناء اثنين من الأعضاء بحد أقصى واللذان يمكن اختيارهما بوصفهما "خبراء في هذا المجال". يقوم المجلس بانتخاب رئيسه كما ينتخب أحيانا نائبا للرئيس ويجوز له تغييرهما في أي وقت. يجتمع المجلس بناء على طلب الرئيس أو ثلث أعضائه. ويصبح الاجتماع صحيحا إذا ما حضره، سواء بالحضور أو بالتوكيل، عدد لا يقل عن نصف عدد الأعضاء زائد واحد، بشرط ألا يقل عدد الحاضرين عن ثلاثة أعضاء من المجلس.

٥-٢ اختيار أعضاء مجلس الإدارة

تقوم الجمعية العامة السنوية بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة لمدة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد، وتوافق على مكافآتهم. وتشمل شروط الانتخاب ملكية حد أدنى من أسهم رأس المال كما هو منصوص عليه في النظام الأساسي للشركة (باستثناء الخبراء الاثنيين). يتم الاحتفاظ بهذه الأسهم كضمان لحين انتهاء مدة المجلس وإقرار آخر تقرير سنوي في الجمعية العامة السنوية.^{٤١}

^{٤١} ومن الجدير بالذكر أن مصر تسمح بأن يكون عضو مجلس الإدارة شخصا معنويا، وذلك يوجد صعوبة في العمل. ولا تشارك مصر في ذلك من دول العالم غير فرنسا وبلجيكا.

ولا يجوز تعيين أي عامل في مجلس الإدارة قبل أن يكون قد مضى على خدمته في الشركة على الأقل عامين، كما لا يجوز أن يكون أكثر من ثلاثة مديريين في مجلس الإدارة تنفيذيين. يجب أن يوافق أعضاء مجلس الإدارة على التعيينات كتابيا ويقدمون للجمعية العامة السيرة الذاتية لهم، على أن تشمل قائمة بالشركات التي كانوا يعملون بها خلال السنوات الثلاثة السابقة. يجوز للمديرين الخدمة في عضوية مجلسين كحد أقصى، أما الأعضاء المنتدبون، فلا يجوز لهم العمل إلا في مجلس واحد فقط، باستثناء ما إذا كان المدير يملك على الأقل عشرة في المائة من أسهم رأسمال الشركة. ويفقد أعضاء مجلس الإدارة أهليتهم تلقائيا في حالة الإعلان عن إفلاسهم أو ارتكابهم عملا إجراميا أو جنائية تتعلق بسرقة مثلا، سوء استخدام الثقة أو التزوير. ويجوز للمساهمين فصل وعزل المديرين. ويعاقب القانون المديرين الذين يرتكبون أيا من أعمال الرشوة أو التزوير أو يقدمون معلومات مضللة، أو يوزعون أرباحا وهمية أو يدخلون في معاملات ذاتية بالسجن و/أو غرامات مالية حسب خطورة المخالفة.

٣-٥ المهام الرئيسية

يعد مجلس الإدارة الهيئة العليا التي تحكم الشركة أو المؤسسة، وهو مسؤول عن مراقبة تنفيذ أهداف الشركة كما حددتها الجمعية العامة السنوية. ويعتبر المجلس مسؤولا أمام المساهمين، كوكيل عن المساهمين، وبالتالي كل أحكام الوكالة في القانون المدني تسري على مجلس الإدارة. كما أنه مسؤول مسؤولية جنائية عن أي تحريف أو تزوير في المعلومات الخاصة بالشركة. مثال ذلك، يخضع كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة لعقوبة السجن لمدة لا تقل عن عامين وغرامة مالية تتراوح ما بين ٢ - ١٠ آلاف جنيه مصري إذا ما تم توزيع الأرباح بأسلوب يخالف نصوص قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ أو النظام الأساسي للشركة. تشمل مهام مجلس الإدارة دعوة المساهمين للانعقاد، استثمار أموال الشركة، وطلب قروض، وتعيين الإدارة التنفيذية، وتقديم القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة للجمعية العامة السنوية. يشمل تقرير مجلس الإدارة ملخصا بالأنشطة، والخطط المقترحة للعام التالي. يجوز لمجلس الإدارة السماح بزيادة رأس المال في حدود رأس المال المرخص به بدون الحاجة لقرار خاص من المساهمين أي في الجمعية العامة.

٤-٥ الإشراف المستقل عن الإدارة

طبقا للقوانين المعمول بها في مصر، تقوم الجمعية العامة السنوية، ومجلس الإدارة، ومراقبو الحسابات الداخليين والخارجيين، والهيئات الحكومية بمراقبة والإشراف على الإدارة. تعتبر الجمعية العامة السنوية السلطة العليا وكل قراراتها ملزمة. من ناحية التطبيق، لا يقوم المساهمون بدور فعال في مراقبة أو الإشراف على الإدارة. ولا يوجد فصل حقيقي في معظم الشركات بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، وهو ما يعرف بهياكل الإدارة ذات مستوى واحد (One Tier). ولا يضم مجلس الإدارة مديريين مستقلين كما لا يشكل لجان خاصة تسند إليها

بعض الموضوعات المحددة.^{٤٢} كذلك، فإن بعض الشركات لا تعين مراقب حسابات داخلي، حتى الشركات التي يوجد بها مراجع حسابات داخلي، فإن سلطته تكون محدودة للغاية. وتقوم هيئة سوق المال والهيئات الإدارية الرقابية، بناء على طلب المساهمين، (وفي حدود سلطاتها وصلاحياتها الخاصة) بتولي الإشراف على الإدارة من خلال التفتيش على الشركة. يحضر ممثلو هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال وهيئة سوق المال اجتماعات الجمعية العامة للتأكد من اتباع الإجراءات الإدارية بشكل صحيح، والتحقق من أن القرارات الصادرة لا تحابي بشكل غير عادل مجموعة من المساهمين على حساب بقية المساهمين. في حالة التشكك في أعمال الإدارة، تصدر الهيئات المختصة أوامر بالتفتيش والمعاينة. بالنسبة للشركات التي تزيد ملكية الدولة فيها عن ٢٥%، يقوم أيضا الجهاز المركزي للمحاسبات بمراجعة حسابات الشركة.

الخاتمة: أهم النتائج والتوصيات

توضح متابعة التطورات في كل من سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية أن الفترة من سبتمبر ٢٠٠١ وحتى مارس ٢٠٠٣ قد شهدت تطورا ملحوظا في مجال إرساء قواعد حوكمة الشركات في مصر، مما ترتب عليه بشكل عام تحسن في التقييم الإجمالي لمستوى هذه القواعد (جدول رقم ١). إذ ارتفع عدد المعايير التي تتسق تماما أو بدرجة كبيرة مع المعايير الدولية لحوكمة الشركات من ٤٠ إلى ٤٥ معيارا بينما انخفض عدد المعايير التي لا تتم مراعاتها في مصر من ٨ إلى ٣ معايير فقط.

جدول (١): تطور التقييم الإجمالي لقواعد حوكمة الشركات في مصر فيما بين سبتمبر ٢٠٠١ ومارس ٢٠٠٣

| مراعاة تامة | تمت مراعاته بدرجة كبيرة | تمت مراعاته بدرجة منخفضة | لم تتم مراعاته |
|-------------|-------------------------|--------------------------|----------------|
| ١٤ | ٢٦ | ٦ | ٢ |
| ٢٤ | ٢١ | ٢ | ١ |

المصادر: * وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية (٢٠٠١).

** تم حسابه بواسطة الباحثين.

وقد أوضح التقييم أن هذا التحسن قد شمل المبادئ الخمس للحوكمة، وإن كانت درجة التحسن قد اختلفت من معيار لآخر. وبناء على هذا التقييم يمكن ترتيب المبادئ الخمسة لحوكمة الشركات في مصر وفقا لدرجة اتساقها والمعايير الدولية لمبادئ الحوكمة تنازليا كالتالي: دور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة، ثم المساواة في معاملة المساهمين، ثم حقوق المساهمين، ثم الإفصاح والشفافية، وفي النهاية مسؤوليات مجلس الإدارة.^{٤٣}

^{٤٢} باستثناء "اللجان التنفيذية" التي تكون مسؤولة عن الإدارة اليومية.

^{٤٣} يوجد في ملحق (٢) تقييم تفصيلي للمبادئ الخمسة ومقارنة مع التقييم في أكتوبر ٢٠٠١.

ولعل من أهم الإجراءات التي اتخذت خلال الفترة من سبتمبر ٢٠٠١ وحتى مارس ٢٠٠٣ وكان لها دور ملموس في تحسين التقييم الإجمالي ما يلي:

• حقوق المساهمين

- السماح بالتصويت بالبريد العادي والإلكتروني في اجتماعات الجمعية العمومية
- تطوير قواعد القيد بما يتماشى مع المعايير الدولية لحوكمة الشركات
- توفير أساليب آمنة للقيد والتسوية وتوزيع الأرباح، وإنشاء صندوق ضمان التسويات
- إنشاء مركز لفض المنازعات

• المعاملة المتساوية للمساهمين

- حق الهيئة في وقف قرارات الجمعية العامة التي تصدر لصالح فئة معينة
- السماح للمالك المسجل بالتصويت نيابة عن المالك المستفيد بشكل مجمع أو مجزأ
- صدور قواعد الإفصاح الجديدة والتي أحكمت الرقابة على الاتجار بالمعلومات الداخلية
- تنظيم عمليات الاستحواذ وعروض الشراء، والسماح برفع دعاوى جماعية من قبل الهيئة

• دور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة

- إنشاء جماعات حملة الأسهم، والسماح لممثل الجماعة بحضور الجمعية العمومية
- الترخيص بتكوين اتحادات العاملين المساهمين

• الإفصاح والشفافية

- تطوير متطلبات الإفصاح عن القوائم المالية وغير المالية، ونشرها إلكترونياً
- مشروع قانون مزاولة مهنة المراجعة والمحاسبة
- الالتزام بتعيين مسؤول لعلاقات المستثمرين

• مسؤوليات مجلس الإدارة

- إلزام الشركات بتعيين أعضاء مجالس إدارة مستقلين أو غير تنفيذيين في مجلس الإدارة
- إلزام الشركات بتشكيل لجنة للمراجعة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين
- إلزام الشركات بالإفصاح عن هياكل الملكية والمساهمين الرئيسيين، وتقرير مجلس الإدارة

وعلى الرغم من هذا التقدم الملحوظ، إلا أنه مازال هناك مجال لاستكمال بعض القوانين والقواعد المنظمة لحوكمة الشركات، ومازال المجال متسعاً لرفع كفاءة تطبيق تلك المعايير. وتتمثل أهم المجالات التي مازالت بحاجة إلى مجهود إضافي: حماية حقوق الأقلية، وضمان قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته وإحكام الرقابة عليه، والاهتمام بالإفصاح عن تفاصيل هيكل الملكية، وأخيراً استكمال الإطار القانوني ورفع كفاءة الهيئات الرقابية. وفيما يلي بعض المقترحات التفصيلية:

- تعزيز أدوات حماية حقوق الأقلية من خلال مثلا إيجاد آلية لحماية صغار المستثمرين على غرار جماعة حملة الأسهم، والبدء في تنفيذ نظام التقاضي الجماعي Class Action، وتعديل القواعد المنظمة لنظام عروض الشراء لمزيد من الفاعلية في مراعاة حقوق الأقلية بأن تتضمن اللائحة التنفيذية ما يفيد بأنه في حالة وصول أي مساهم إلى التحكم في ٤٠% من الأسهم فإن عليه أن يتقدم بعرض شراء لباقي الأسهم. والسماح لمالكي الأسهم لحاملها بالتصويت على أن يتم دفع قيمة الأسهم بالكامل من أجل الحصول على مميزات التصويت.
 - وضع قواعد تساعد على قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته من خلال إلزام الشركات بتعيين أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين أو المستقلين، وتفعيل دور لجان المراجعة، وتعيين مراقب حسابات مستقل. فضلا عن قيام الشركات بنشر ممارساتها لمبادئ الحوكمة بعد تصديق الهيئة والبورصة عليها. ولا شك أن إنشاء معهد لتدريب المديرين وتعريف أعضاء مجالس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركات المساهمة بواجباتهم في حوكمة الشركات سوف يساعد على رفع كفاءة ومستوى عمل مجلس الإدارة وخاصة فيما يتعلق بمراقبة الإدارة التنفيذية.
 - ضمان شمولية ودقة الإفصاح عن المعلومات المادية وغير المادية، بحيث تشمل الإفصاح عن المالك المسجل والمستفيد في قوائم الملكية، وهيكل الملكيات المتداخلة Cross Holding حتى يمكن معرفة المصالح الجوهرية لكل مساهم، والمالك النهائي لأية أسهم، ونسبة حضور أعضاء مجلس الإدارة حتى يكون المساهم على دراية بالوقت الذي يعطيه العضو لإدارة الشركة. وأخيرا، أهمية نشر نظام الإفصاح الآلي.
 - استكمال الإطار القانوني الذي يضمن التطبيق السليم للحوكمة ونقصد بذلك إصدار قانون سوق المال المعدل وقانون الشركات الموحد وقانون مزاولة مهنة المحاسبة والمراجعة وقانون الإفلاس وقانون تنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية. فضلا عن الإسراع بإنشاء وبدء نشاط مركز فض المنازعات والتحكيم، والعمل على إنشاء دوائر متخصصة في القضايا المرتبطة بسوق المال.
 - رفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والرقابية والقضائية، وإنشاء دوائر خاصة لمحاكم تختص بقضايا سوق المال، وكذلك تنمية مهارات العاملين، تعد عناصر أساسية لإحكام الرقابة على سوق المال وللارتقاء بحوكمة الشركات.
- وفي النهاية، لا يفوتنا أن نشير إلى أهمية نشر الوعي أو ثقافة حوكمة الشركات لدى جمهور المتعاملين. وضرورة توعية الشركات المصدرة للأوراق المالية والمنظمات ذاتية التنظيم بأن تفعيل ممارسات حوكمة الشركات لهو أمر في غاية الأهمية لضمان نمو شركات الأموال واستمرارها.

الملاحق

ملحق (١): تطور نشاط البورصة في الفترة من يناير ١٩٩٢ وحتى ديسمبر ٢٠٠٢

| 2002 | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---|
| | | | | | | | | | | | قيمة التداول السنوي (مليون جنيه) |
| 258.069 | 246.580 | 417.446 | 328.510 | 185.006 | 202.824 | 87.692 | 22.942 | 12.140 | 2.749 | 3.714 | أسهم وسندات مقيدة |
| 8371.0 | 7016.4 | 7749.1 | 6235.1 | 4863.4 | 3937.4 | 2198.4 | 1555.2 | 1343.2 | 293.7 | 225.3 | أسهم وسندات غير مقيدة |
| | | | | | | | | | | | متوسط قيمة التداول الشهري (مليون جنيه) |
| 2150.6 | 2054.8 | 3778.7 | 2737.6 | 1541.7 | 1690.2 | 730.8 | 191.2 | 101.2 | 22.9 | 30.9 | أسهم وسندات مقيدة |
| 698.4 | 584.7 | 645.8 | 519.6 | 405.3 | 328.1 | 183.2 | 129.6 | 111.9 | 24.5 | 18.8 | أسهم وسندات غير مقيدة |
| | | | | | | | | | | | عدد الأسهم والسندات المقيدة المتداولة (مليون) |
| 7.072 | 11.838 | 9.515 | 8.411 | 4.403 | 2.867 | 1.705 | 437 | 293 | 137 | 207 | أسهم وسندات مقيدة |
| 196.9 | 76.0 | 79.0 | 233.0 | 130.5 | 85.8 | 37.2 | 28.5 | 30.5 | 4.0 | 8.9 | أسهم وسندات غير مقيدة |
| | | | | | | | | | | | عدد العمليات |
| 739631 | 1142410 | 1276216 | 892291 | 672649 | 1142510 | 2279521 | 260964 | 51862 | 11184 | 11648 | أسهم وسندات مقيدة |
| 94055 | 5521 | 10154 | 12909 | 14564 | 82841 | 36843 | 208651 | 42880 | 750 | 855 | أسهم وسندات غير مقيدة |
| 574 | 634 | 659 | 663 | 551 | 416 | 354 | 352 | 300 | 264 | 239 | عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها خلال العام |
| 210 | 218 | 232 | 243 | 218 | 168 | 129 | 113 | 91 | 84 | 78 | متوسط عدد الشركات المتداول أوراقها شهريا |
| 1.150 | 1.110 | 1.076 | 1.033 | 861 | 650 | 646 | 746 | 700 | 674 | 656 | عدد الشركات المقيدة في نهاية العام |
| 5605.7 | 5473.2 | 4672.8 | 4393 | 3354 | 1854.2 | 1387.9 | 1116.7 | 451.0 | 424.0 | 405.7 | عدد الأسهم المقيدة في نهاية العام (مليون) |
| 92030 | 83020 | 74638 | 47077 | 33836 | 18291 | 13673 | 11052 | 8051 | 8890 | 8098 | رأس المال الاسمي للشركات المقيدة (مليون جنيه) |
| 122.014 | 111.333 | 119.778 | 112.331 | 83.140 | 70.873 | 48.086 | 27.420 | 14.480 | 12.807 | 10.845 | رأس المال السوقي للشركات المقيدة (مليون جنيه) |
| 2.0 | 2.0 | 2.0 | 3.1 | 3.0 | 3.9 | 3.5 | 2.5 | 1.8 | 1.4 | 1.3 | نسبة رأس المال السوقي / رأس المال الاسمي |

المصدر: مركز المعلومات بالهيئة العامة لسوق المال.

ملحق (٢): ملخص تطور تقييم مبادئ حوكمة الشركات في مصر

ما بين سبتمبر ٢٠٠١ * ومارس ٢٠٠٣ **

| التقييم | | | | | | | | عدد المعايير وفقا لكل مبدأ | المعايير |
|---------|------|---------------------|------|--------------------|------|-------------|------|-------------------------------|---------------------------------------|
| لم يراع | | مراعاة بدرجة منخفضة | | مراعاة بدرجة كبيرة | | مراعاة تامة | | | |
| ٢٠٠٣ | ٢٠٠١ | ٢٠٠٣ | ٢٠٠١ | ٢٠٠٣ | ٢٠٠١ | ٢٠٠٣ | ٢٠٠١ | | |
| ١ | ١ | ٠ | ٠ | ٤ | ٨ | ١١ | ٧ | ١٦ | ١. حقوق المساهمين |
| ٠ | ١ | ٠ | ٠ | ١ | ٢ | ٤ | ٢ | ٥ | ٢. المساواة في معاملة المساهمين |
| ٠ | ٠ | ٠ | ٠ | ١ | ١ | ٣ | ٣ | ٤ | ٣. دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات |
| ٠ | ٠ | ١ | ٣ | ٦ | ٧ | ٣ | ٠ | ١٠ | ٤. الإفصاح والشفافية |
| ٠ | ٠ | ١ | ٣ | ٩ | ٨ | ٣ | ٢ | ١٣ | ٥. مسؤوليات مجلس الإدارة |
| ١ | ٢ | ٢ | ٦ | ٢١ | ٢٦ | ٢٤ | ١٤ | ٤٨ | المجموع |

المصادر: * وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية (٢٠٠١)؛ ** تم حسابه بواسطة الباحثين.