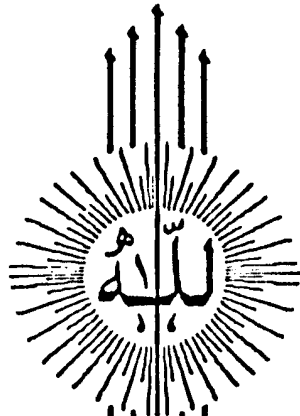


الجمعية العربية  
للتكاليف والمحاسبة الإدارية  
المعهد المصري  
للمحاسبين والمراجعين  
الاتحاد العام  
للمحاسبين والمراجعين العرب

## دور سوق رأس المال في ترشيح عملية الخصخصة

دكتور  
نعيم فهم حنا  
مدرس المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

بحث  
مقدم إلى المؤتمر السنوي  
" دور المحاسبة والمراجعة في عملية الخصخصة "  
١٤ - ١٥ سبتمبر ١٩٩٦



وَمَا أُوتِيْتُمْ مِنَ الْعِلْمِ  
إِلَّا قَلِيْلًا

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

## مقدمة :-

اتجهت مصر منذ بداية عقد التسعينات إلى إنتهاج سياسة شاملة ومتكاملة للإصلاح الإقتصادي ، بدعم من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي سعياً وراء التعجيل بمعدلات النمو الإقتصادي ، وإعادة هيكلة الإقتصاد القومي وتحقيق الاستقرار الإقتصادي ، ومعالجة العجز في كل من الموازنة العامة للدولة وميزان المدفوعات .

واستطاعت الحكومة - من خلال البرنامج الإقتصادي المطبق - أن تحقق نجاحاً في المجالات المالية والنقدية ، وهو ما انعكس في صورة خفض عجز الموازنة العامة إلى حوالي ١,٦٪ من الناتج المحلي الأجمالي ، وإنخفاض معدل التضخم إلى قرابة ٩٪ ، وتخفيض المديونية الخارجية إلى ٣١,٨ مليار جنيه ، وتحقيق استقرار في سعر الصرف يدعمه احتياطي نقدي لدى البنك المركزي يبلغ ٤٤,١ مليار جنيه في نهاية سبتمبر ١٩٩٥<sup>(١)</sup> فضلاً عن زيادة الودائع بالعملة المحلية إلى ١٦٥,٥ مليار جنيه ، كما توالى الإنخفاض في العجز الكلي للموازنة العامة للدولة من ( -٦,٢ ) عام ١٩٩٢/٩١ حتى بلغ ( -٣,٦ ) عام ١٩٩٤/٩٣<sup>(٢)</sup> وقد تزامن برنامج الإصلاح الإقتصادي مع تطبيق برنامج الخصخصة وتشجيع الإستثمار الخاص ودعم وتشجيع سوق الأوراق المالية ، ومن المتوقع أن يؤدي الإصلاح الإقتصادي إلى زيادة مضطردة في الإستثمار والانتاج مع الإرتفاع في إنتاجية عوامل الإنتاج وتحسين مستمر في جودة المنتجات مما يزيد من قدرتها التنافسية في الأسواق المحلية والعالمية<sup>(٣)</sup> .

## مشكلة البحث :

تلعب أسواق رأس المال دوراً رئيسياً في تحقيق التنمية الإقتصادية من خلال ما تقوم به من دور في توفير الفرص الإستثمارية وخلق مجالات واسعة لتداول الأوراق المالية ، فضلاً عما توفره من بيانات ومعلومات تساهم في توجيه المستثمرين إلى أنسب مجالات الإستثمار .

ويمكن لسوق رأس المال أن يلعب أيضاً دوراً هاماً في إنجاح سياسة الخصخصة وتنفيذها بأكبر قدر ممكن من الرشد الإقتصادي ، مع تجنب الآثار الجانبية المحتملة لعملية الخصخصة ومعالجة المشاكل التي قد تنجم عن الإسراع في تنفيذها .

وإذا كانت الخصخصة تعنى من بين معانيها المتعددة تحويل ملكية بعض أو كل شركات القطاع العام أو قطاع الأعمال إلى ملكية القطاع الخاص ، أو مشاركة القطاع الخاص في ملكية وإدارة شركات القطاع العام مع ما يتضمنه ذلك من توسيع قاعدة الملكية بعرض أسهم شركات القطاع العام للإكتتاب العام في بورصة الأوراق المالية ، وعلى ذلك فإن وجود سوق رأس مال نشط وكفاء يساهم إلى حد كبير في إتمام عملية الخصخصة بأكبر قدر ممكن من الرشد ، لأنه يحقق التوزيع الأمثل لموارد المجتمع على استخداماتها البديلة كما يشجع صغار المدخرين على الإستثمار في الأدوات المالية المتاحة .

## هدف البحث :

يهدف هذا البحث إلى :

- دراسة دور سوق المال في توفير الفرص الإستثمارية ، وتوجيه المستثمرين إلى أنسب مجالات الإستثمار من خلال ما توفره من معلومات تتعلق بأسعار الأسهم المتداولة والأعلان عن الصفقات.. إلخ

(١) البنك المركزي المصري - المجلة الإقتصادية - العدد الأول من المجلد ٣٦ لعام ٩٥ / ١٩٩٦ ص ٢ .

(٢) البنك المركزي المصري - التقرير السنوي ١٩٩٥/٩٤ - ص ٤٥ .

(٣) د . فكري عبد الحميد عشموي - دور التكاليف في الإصلاح الإقتصادي في مصر - لقاء العمل السنوي الرابع للجنة الشؤون الإقتصادية بالحزب الوطني الديمقراطي - يناير ١٩٩٥ . ص ٤ .

- دراسة دور سوق رأس المال فى إنجاز عملية الخصخصة وترشيدها من خلال مساهمتها فى تداول أسهم الشركات المعروضة للبيع ، وتوفير آلية موثوق بها لتوسيع قاعدة الملكية مع خلق وسائل جديدة وادوات مالية للاستثمار لتشجيع صغار المدخرين على الاستثمار فى الأوراق المالية .

- دراسة الدور المحاسبى فى الإمداد بالبيانات والمعلومات المالية اللازمة لنجاح عملية الخصخصة وتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية .

- دراسة دور مراقب الحسابات فى ترشيد عملية الخصخصة من خلال قيامه بواجباته التى حددها قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

#### فروض البحث :

يقوم هذا البحث على أساس الفرضين التاليين :

أولاً : أن العلاقة بين سوق رأس المال ، وعملية الخصخصة ، علاقة اعتماد تبادلى Interdependent Relationship . بمعنى أن كل منهما يؤثر فى الآخر ويتأثر به .

ثانياً : أن نظم المعلومات المحاسبية من أهم مصادر البيانات اللازمة لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية ، مما يتطلب دراسة الدور المحاسبى لكل من المحاسبين ومراقبى الحسابات فى توفير البيانات والمعلومات الكافية لاتمام عملية الخصخصة من خلال سوق الأوراق المالية . وهو ما أكدته وأشار إليه قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

#### أهمية البحث :

تتبع أهمية هذا البحث - من وجهة نظر الباحث - فى أنه يتعرض بالدراسة لموضوع يعتبر من أهم " موضوعات الساعة " فى مصر ، وهو الموضوع الخاص بالخصخصة والبرنامج القومى لتنفيذها كجزء من سياسة الإصلاح الإقتصادى ، وكذلك الدور المتوقع من بورصة الأوراق المالية فى إنجاز برنامج الإصلاح الإقتصادى عموماً وسياسة الخصخصة بوجه خاص .

وقد ساهم الباحثون الإقتصاديون ، ورجال المال والأعمال والاداريون بنصيب وافر فى التعرض لهذا الموضوع ودراسته ، ويقضى الأمر أن يدلى المحاسبون والمراجعون بدلوهم فى هذا الصدد استكمالاً للصورة من ناحية ، وتأكيداً على أهمية الدور المحاسبى من ناحية أخرى . خاصة فى مجال توفير البيانات اللازمة للعرض والإفصاح ، وتقويم صافى أصول الشركات المعروضة للخصخصة ، ودور مراجعى الحسابات فى التحقيق من صحة تطبيق المعايير المحاسبية أو المعايير المهنية ، مما يسهم فى النهاية فى تحقيق القيمة العادلة للأسهم المعروضة فى بورصة الأوراق المالية والقابلة للتداول وهو ما يسهم فى حماية المجتمع من أية عمليات تضر بموارده الإقتصادية وقد تودى إلى حدوث إنتكاسات أو مضاربات تقود إلى إنهيار السوق وفشل عملية الخصخصة .

#### خطة البحث :

من خلال المقدمة السابق عرضها يمكن تقسيم البحث إلى المباحث التالية والتى يأمل الباحث أن تكون كافية لعرض وجهة نظره :-

المبحث الأول : التخصيصية ضرورة إقتصادية .

المبحث الثانى : سوق المال ودوره فى عملية الخصخصة .

المبحث الثالث : أهمية نظم المعلومات المحاسبية فى دعم سوق المال ونجاح عملية الخصخصة

## المبحث الأول

### التخصيصية ضرورة اقتصادية

يعتقد الباحث أن قرار التخصص لم يكن اختيارياً ، بل كان خياراً لا بد منه بعد أن استفحلت مشاكل القطاع العام ، وتفاقم قصوره في النهوض بأعباء التنمية الاقتصادية الإجتماعية ، وأصبح القطاع العام مثاراً للنقد العنيف سواء من رجال الاقتصاد والإجتماع أو من رجال الإدارة والأعمال على حد السواء حتى لقد بات من المؤكد أن مشاكل القطاع العام ليس لها من حل ، سوى حل القطاع العام ذاته ، ومن بين هذه المشاكل والصعوبات يذكر الباحث :

(١) الخلل في الهياكل التمويلية لشركات القطاع العام ، وتعرض الكثير من وحداته للإفلاس أو التعثر المالي .

(٢) تدنى معدلات الربحية ، وبالتالي معدلات العائد على الإستثمار في هذه الشركات وهو ما يمثل إهداراً لموارد المجتمع الاقتصادية .

(٣) تخلف الفن الإنتاجي ( أو التكنولوجيا ) ، في القطاع العام عموماً ، وعدم مواكبته للطفرات التكنولوجية في الدول المتقدمة ، وهو ما انعكس بدوره على جودة المنتجات ، وفشل تصريفها .

(٤) ارتفاع تكلفة الإنتاج والتسويق ، لأسباب غير اقتصادية في الغالب ، منها :

- الفشل في استغلال الطاقات المتاحة الاستغلال الأمثل .
- القصور في توفير النقد الأجنبي اللازم لأداء العمليات الإنتاجية .
- عدم التنسيق بين برامج الإنتاج وبرامج التسويق مما تسبب في إختناقات ، وركود سلعي .
- تحمل أعباء عمالة غير ضرورية ، وعدم ربط الأجور بالإنتاج لأسباب اجتماعية وسياسية .
- زيادة أعباء التمويل ممثلة في فوائد القروض والسحب على المكشوف ، خاصة مع توجيه القروض إلى اتجاهات غير منتجة .
- عدم مراعاة مواصفات الجودة القياسية في المنتجات عموماً .
- ارتفاع معدلات الفاقد والتالف والمعيب بسبب قصور إجراءات الصيانة والاحلال والتطوير .
- تضخم المخزون السلعي وركوده .

(٥) قصور نظم الرقابة الداخلية مما أدى إلى خلل نظم تخطيط الإنتاج وقصور برامج الإنتاج عن تحديد التشكيلة المثلى للمنتجات .

(٦) الخلل الإداري في معظم وحدات القطاع العام ، خاصة مع ضعف الرقابة الخارجية واستخدام معايير غير علمية وغير موضوعية في اختيار وتعيين وتنحية مجالس الإدارة .

(٧) قصور دراسات الجدوى الفنية والاقتصادية ، وهو ما أدى بدوره إلى إقامة مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة على غير أسس علمية سليمة ، واستنادا إلى معلومات وبيانات مضللة .

(٨) انتهاك القوانين الاقتصادية المعروفة مثل قانون العرض والطلب ، وجهاز الثمن بسبب ظروف وعوامل وقرارات تراعى النواحي الاجتماعية والسياسية على حساب الكفاءة الاقتصادية (١) .

(١) م. محمود الفيل : التخصيصية وتنمية القدرة التنافسية لوحدات قطاع الأعمال العام - ورقة مقدمة في لقاء العمل السنوي الرابع - الحزب الوطني الديمقراطي - لجنة الشؤون الاقتصادية والمالية - يناير ١٩٩٥ - ص ٣ ومابعداها .

على أن الموضوعية العلمية تفرض على الباحث أن يلفت النظر إلى مجموعة من الحقائق ربما تغيب عن اذهان البعض في خضم المناقشة فيما يتعلق بالخصخصة ودور القطاع العام ، هذه الحقائق من وجهة نظر الباحث هي :

- ان كل ما يوجه الآن من نقد عنيف إلى القطاع العام ، لايعنى أبداً أنه كان شراً خالصاً ، إذ يجب ألا ننسى ان القطاع العام أضطلع بقيادة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في فترة من أهم فترات التاريخ المصري الحديث والمعاصر ، وانه في فترة من الفترات حققت مصر في ظل قيادة القطاع العام لاقتصادها ، معدلات تنمية مرتفعة غير مسبوقة ، ونتمنى الآن أن نصل إليها ونحققها .
- ان معظم الأخطاء - وربما الخطايا - التي تتسبب للقطاع العام ، ليس مردها شكل الملكية ، بقدر ما كان سببها نوعية الإدارة ، ويتطلب الأمر أن نحكم على هذه الأخطاء بعد التفرة بين قضيتين مختلفتين هما : قضية الملكية ، وقضية الإدارة (١) .
- انه حتى بالنسبة لقضية إدارة القطاع العام ، فلايجب تعليق المشانق ، واصدار أحكام الإعدام بالجملة ، دون أن نتذكر أن هذه الإدارة يجب محاكمتها ومساءلتها في ضوء قوانين وقواعد وقرارات كبلت حركتها وقيدت حريتها في اتخاذ القرارات الرشيدة ، وأن هذه القوانين والقواعد والقرارات صدرت لتغليب الاعتبارات الاجتماعية والسياسية على حساب قوانين الكفاءة الاقتصادية وقواعد الأمثلية وهو أمر يرجع - من وجهة نظر الباحث - في جزء منه إلى اختلاف الأولويات التي تضعها القيادة السياسية من فترة لأخرى .

لذلك كله ، فإن ما يدعو الآن إلى الخصخصة والتخلص من وحدات القطاع العام ، بعضها أو كلها ، سواء بالبيع الكلي أو الجزئي أو بأى شكل آخر من أشكال الخصخصة ، يتمثل من وجهة نظر الباحث في سببين :

( أ ) تغيير الفلسفة التي تحكم دور الدولة ووظائفها في المجتمع الليبرالي الحديث وتغيير بنود العقد الاجتماعي والعلاقة بين أطرافه ، ليس في الدول النامية وحدها ، بل في كل دول العالم بلا إستثناء ، وهو ما دعا الدول والحكومات إلى التنازل عن بعض وظائفها الهامشية إلى القطاع الخاص والأفراد .

ولا يعنى هذا بالضرورة أن القطاع الخاص أفضل من الحكومة في أداء هذه الوظائف وأقدر على تنفيذها ، بل قد يعنى بصورة أعمق ، أن هناك لدى الحكومة ما هو أهم من ذلك للقيام به لصالح المجتمع ، أو الصالح العام لأفراد الجماعة ، طالما أن ذلك لا يهز هيبة الدولة ولا يقلل من قدرتها على السيطرة والتحكم وتيسير الأمور . وبعبارة أخرى ، يقصد الباحث تغيير الفلسفة التي تحكم تقسيم العمل داخل المجتمع الليبرالي بين الدولة أو الحكومة ( ممثلة في القطاع العام ) ورعاياها ( ممثلين في أفراد القطاع الخاص ) .

ويقصر مجال هذا البحث عن تفصيل هذه الجزئية .

(ب) تغيير الظروف الاقتصادية والاجتماعية على المستوى العالمي ، وأنعكاس ذلك على المستوى المحلى ، وظهور ظاهرة " الكونية " Globalization التي تعنى ببساطة أن العالم كله قد أصبح " قرية صغيرة " في ظل التقدم المذهل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وما صاحب ذلك من تطورات وإزدياد التفاعل والتكامل والتأثير المتبادل بين دول العالم جميعا

(١) مما يؤكد ذلك ما اشارت إليه إحدى الدراسات التي تمت على ٣٧٨ شركة صناعية في الهند ثبت منها أن فشل وتعثر أكثر من ٦٤ ٪ من عدد الشركات يرجع إلى سوء وعدم فاعلية وكفاءة الادارة ، راجع في ذلك :

- Prasanna Chander., Financial Management theory and practice, McGraw-Hill Inc., New Delhi 2<sup>nd</sup> edition 1992, PP. 775 ff.

وأصبح من غير الممكن فى ظل ذلك كله أن تبقى أية دولة منعزلة عن هذه التأثيرات والتغيرات المحيطة بها .

ومحصلة ذلك كله ، إن الفلسفات والتطبيقات التى كانت صالحة للتطبيق منذ عدة قرون ( أو حتى عدة عقود ) ، أصبحت الآن غير ذات جدوى .

لذلك فإن الباحث لا يتفق مع رأى القائل بأن الخصخصة كانت : " مجرد استجابة للتعاليم التى تروج لها المؤسسات المالية الدولية مثل البنك الدولى . . . وهى عمل غير صالح ولا يتوافق مع ظروف وطننا . . . " (١) .

وعلى العكس من ذلك يرى الباحث أن الخصخصة كانت إستجابة لضروريات العصر الحاضر ، ومقتضيات الواقع الذى يعيشه مجتمعنا ، ودواعى المصلحة العامة لأفراد هذا المجتمع . . . ولا ينبغي - بحال من الأحوال - أن تحكم هذه المصلحة أيديولوجيات دوجماتية - لا نقول بأنها خاطئة - بل نزع منها أنها لم تعد تناسب ظروف الحال وصالح الشعوب فى ظل التطورات المعاصرة ، والأمثلة على مدار العالم كله تؤكد زعمنا هذا إلى حد كبير .

إن الخصخصة لا تعنى - بحال من الأحوال - تخلى الدولة عن دورها فى ضبط إيقاع المجتمع وتحقيق التوازن بين قطاعاته وفئاته عن طريق ما تقوم به من أعمال سيادية تستهدف إعادة توزيع الدخل القومى لصالح الفئات الأقل دخلاً ، وتحقيق الأداء المتجانس الذى يحقق مصالح جميع أفرادها من الناحية الإقتصادية والإجتماعية والسياسية .

لقد اتجهت الحكومات المعاصرة فى الغالب الأعم نحو التركيز على النشاط الإدارى ، وأخرجت من سيطرتها معظم إن لم يكن كل - الأنشطة الإقتصادية التى تركتها طائعة مختارة لقطاع الأعمال لأنه الأقدر على إدارة هذه الأنشطة بكفاءة بعيداً عن بيروقراطية الإدارة الحكومية المعهودة ، فضلاً عن إتجاه معظم الدول النامية إلى التخلي عن أيديولوجيات وأفكار ومعتقدات ظلت مسيطرة لفترة غير قصيرة إلا أن التطبيق العملى لها زهاء عدة عقود قد أثبت فشلها وعدم قدرتها على تحقيق رضا المجتمع ورفاهية الإنسان (٢) ويمكن القول بأن دور الدولة والحكومة فى ظل هذه المتغيرات الجديدة يتمثل فى :

( ١ ) حماية مناخ الإستثمار الداخلى والأسواق الداخلية من أية مؤثرات سلبية ، أو الحد منها ومن ذلك سياسات الإغراق ، أو الإحتكار .

( ٢ ) تدعيم كفاءة أجهزة الدولة الرقابية والوقائية لمحاربة كافة صور الإقتصاد الخفى غير المعلن والذى يتضمن كثيراً من الأنشطة التجارية والصناعية التى تعمل بعيداً عن رقابة الدولة وأجهزتها هرباً من الضرائب والرسوم من ناحية ، وتخففاً من القيود الصحية والتمويلية والإشترطات القانونية والتأمينية . . . إلخ . . . من ناحية أخرى" وقد بلغت نسبة هذا الإقتصاد الموازى أكثر من ٣٠ ٪ من قيمة الإقتصاد المصرى وذلك من خلال نشاطات التهريب والتسول والتربح والسمسرة والمخدرات . . . " (٣) .

( ٣ ) التركيز على النشاط الإدارى للحكومة مع الإهتمام بالبرامج الصحية والتعليمية وإتخاذ ما من شأنه تقليل الفجوة فى الدخول وعدالة توزيع الدخل القومى ، وتنمية المناطق المتخلفة . . . إلخ ، ويتم ذلك كله عن طريق غير مباشر ، بإستخدام الحوافز والكوابح الضريبية والجمركية ، أو بمعنى آخر الحصول على

(١) د . عبد الجواد عمارة : القطاع العام ضرورة من ضروريات التنمية الوطنية - قضايا إستراتيجية - جريدة الأهرام فى ١٩٩٦/٨/٥ ص : ١٨ .

(٢) لمزيد من التفاصيل حول هذه النقطة يراجع : د . نعيم فهيم حنا - المحاسبة القومية بين النظرية والتطبيق - مكتبة التكامل - الزقازيق : ١٩٩٥ . ص ٢١٨ وما بعدها .

(٣) مصطفى رضوان عثمان - الإقتصاد المصرى والتحديات الجديدة - لجنة الشؤون الإقتصادية بالحزب الوطنى ١٩٩٥ . ص ٩

أو الحرمان من مزايا ضريبية وجمركية وغيرها من أدوات إدارة الإقتصاد القومى الحديث وليس بمجرد القوة الحكومية وسلطتها القاهرة مع إستخدام التخطيط التأشيرى كوسيلة ناجحة فى تنفيذ ذلك .

كما يجب استخدام الأسهم الذهبية التى تمكن الحكومة من التحكم والسيطرة على بعض القرارات ذات الأبعاد الأستراتيجية فى مجالس الشركات المخصصة ومن ذلك مثلا قرارات بيع نسب مؤثرة من رأس المال لمستثمر أجنبى وقرارات أستثمارية أخرى ذات أبعاد أمنية ويحقق السهم الذهبى امتلاك الدولة لحقوق خاصة لضمان تنفيذ ما تم الإتفاق عليه فى عقود البيع والتأثير فى القرارات المتعلقة بالأستثمار والأسعار والعمالة وهو يتيح حق الفيتو على بعض القرارات ، ويتيح التمثيل فى الجمعية العمومية والمشاركة فى مجلس الإدارة والحصول على المعلومات الرئيسية الضرورية للحكم على التوجهات والسياسات (١) وقد أستخدمت الأسهم الذهبية فى كل من المجر ونيوزيلندا وأثبتت نجاحاً كبيراً فى إجراء نوع من الرقابة على عمليات الخصخصة .

( ٤ ) معالجة الآثار الجانبية للتوجه الإقتصادى الجديد ، من خلال برامج الضمان الإجتماعى ، وإستخدام جزء من حصيلة بيع شركات القطاع العام فى إجراء التدريب التحويلى وتمويل صناديق المعاش المبكر ، لتحقيق الأستقرار الإجتماعى ، والحفاظ على الأمن القومى .

وقد أشار السيد الأستاذ الدكتور / وزير قطاع الأعمال والدولة للتنمية الإدارية إلى اتجاه الحكومة إلى تأسيس وإنشاء صندوق بكل شركة يمول من تخصيص جزء من الأرباح السنوية للشركات وحصيلة البيع لتوفير الدعم المالى اللازم لاتحادات العمال المساهمين لتمكينهم من شراء ١٠٪ من أسهم كل شركة للعاملين بها ، وأكد سيادته على أن إيرادات هذا الصندوق لن تمثل عبئاً على الموازنة العامة للدولة لأن التمويل يتم من خارج هذه الموازنة .

كما أن هناك لجنة فنية تم تشكيلها من وزارات قطاع الأعمال العام والقوى العاملة والتأمينات لوضع الأسس والإطار العام لقواعد المعاش المبكر كما أن وزارة التأمينات وافقت على عدم المساس بحقوق التأمينات للعاملين بالشركات التى تم خروجها من قطاع الأعمال العام إلى القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ . على أن الباحث يطالب بسرعة إتخاذ القرارات المؤيدة للاتجاه السابق ومعالجة مشاكل العمالة فى الشركات المخصصة تحقيقاً للإستقرار وجلباً للتأييد المعنوى لسياسة الإصلاح الإقتصادى من قبل نقابات العمال .

(١) راجع فى ذلك :

- أسامة غيث - نجاح التخصيصية فى المجر - كيف ارتبطت بملكية الأجانب للإقتصاد الوطنى - جريدة الأهرام - ١٠ أغسطس ١٩٩٦ - ص ١٠ .  
- إسماعيل مهدى الجراف - تجارب دولية فى الخصخصة - دروس مستفادة من تجارب ماليزيا ونيوزيلندا والمكسيك - مجلة العلوم الإجتماعية - جامعة الكويت - صيف ١٩٩٦ - ص ١٤٤ .



## المبحث الثاني

### سوق رأس المال ودوره في عملية الخصخصة

تلعب أسواق رأس المال دوراً إقتصادياً هاماً في التنمية الإقتصادية من خلال ما توفره من فرص استثمارية، وما تقدمه من معلومات ومؤشرات للشركات لإتخاذ قرارات التوسع<sup>(١)</sup>، أو إنشاء شركات جديدة، وبالإضافة إلى ذلك فإن سوق رأس المال يلعب دوراً أساسياً في تنفيذ وترشيد عملية الخصخصة.

وقد سبق الإشارة إلى علاقة الاعتماد المتبادل بين الخصخصة وسوق رأس المال خاصة في حالة استخدام طريقة البيع بالأكتتاب العام، أي طرح أسهم الشركات المباعة للأكتتاب العام في بورصة الأوراق المالية، حيث يحقق ذلك عديداً من المزايا التي قد لا توجد في باقي طرق الخصخصة، ومن بين هذه المزايا ما تحققه طريقة الأكتتاب العام من تشجيع لصغار المدخرين على استثمار أموالهم في بورصة الأوراق المالية من خلال أسهم الشركات المعروضة للإكتتاب كما أن طريقة الإكتتاب العام تمنع سيطرة أشخاص معينين أو شركات معينة مصرية أو أجنبية حيث يتطلب القانون ممن يملك أو يكتتب في أكثر من ١٠٪ من قيمة أسهم رأس مال الشركة أن يفصح عن نفسه، ويدخل في إجراءات جديدة، فإذا لم يفعل أعتبرت الزيادة على هذه النسبة لاغية.

وتقوم سوق رأس المال ( بورصة الأوراق المالية ) بدور حيوي في تجميع رأس المال وتوظيفه في مجالات استثمارية تخدم عملية التنمية الإقتصادية الإجتماعية، كما أنها تمثل مصدراً أساسياً لإصدار الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، وفي نفس الوقت تخلق مجالاً واسعاً لتداول هذه الأوراق المالية، ولذلك يقال أن سوق الأوراق المالية تتضمن سوقين هما سوق الإصدار Issue Market وسوق التداول Stock exchange Market<sup>(٢)</sup> كما أن البورصة تعمل على توفير كم هائل من المعلومات والبيانات عن سعر الأسهم وعدد الصفقات والشركات المقيدة في البورصة وحجم عملياتها... وهي كلها بيانات توفر قدرًا غير قليل من الشفافية والوضوح في مجال الأعمال وتسهم في تنشيط عمليات الاستثمار وتحقيق السيولة اللازمة للمستثمرين وقت الحاجة إليها وتضع أمام كل مستثمر ما يناسبه من طرق وأدوات الإستثمار، وتعمل على الربط بين المستثمرين والمنظمين بحيث "يستطيع المستثمرون استخدام فائض دخولهم النقدية - بطريقة مجزية -، كما يستطيع المنظمون الحصول على الأموال اللازمة لهم لمباشرة أنشطتهم المختلفة"<sup>(٣)</sup>

وعلى الرغم من حدوثه عهد بورصة الأوراق المالية في مصر مقارنة بغيرها من البورصات العالمية، إلا أنها تخطو خطوات واسعة لتأخذ مكانها بين البورصات العالمية، وتبذل هيئة سوق المال جهداً واضحاً في تطوير وتنشيط السوق حيث تم في الربع الأول من السنة المالية ٩٥ / ١٩٩٦ قيد سندات جديدة بالتداول الرسمية بسوق الأوراق المالية وهي سندات الخزنة ٢٠٠٠، والتي تم طرحها للتداول في السوق الثانوية للسندات كما تم في نفس الفترة إدخال أسلوب عمل جديد للبورصة بدأ تطبيقه إعتباراً من أوائل أكتوبر

- (١) د. صلاح زين الدين : تطوير سوق الأوراق المالية في مصر وأدوات الإستثمار الحديثة - النداء الجديد - الأصدار رقم (٢٠) : ص ٥ - ٦ .
- (٢) راجع على سبيل المثال :  
- د. صبرى أحمد أبوزيد - دور سوق المال في تنمية الإستثمار في مصر خلال الفترة من ١٩٧٥ حتى ٨٥ / ١٩٨٦ - مجلة مصر المعاصرة - عدد يناير / أبريل ١٩٨٨ ص ٨٧ وما بعدها .  
- سيد عيسى ، إعادة هيكلة سوق رأس المال في مصر لتأهيله لمواجهة مرحلة الإصلاح الهيكلي - الحزب الوطنى الديمقراطى - اللجنة الأقتصادية - يناير ١٩٩٥ .
- (٣) د. محمد السيد منصور - دراسة تحليلية لدور بورصة الأوراق المالية في تنشيط الإستثمارات - دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة - مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق - يناير ١٩٩٣ ص ٦٩ .

١٩٩٥ يتم بموجبه تجميع كافة العمليات وأوامر الشراء من خلال الحاسب الآلى الأمر الذى يعنى آنية توفير المعلومات وما ينتج عن ذلك من شفافية وتحديد أسعار فتح التعامل وفقا لقوى العرض والطلب (١) وقد أستحدثت الهيئة إعتباراً من منتصف أغسطس ١٩٩٣ بالتعاون مع بورصة القاهرة والأسكندرية مؤشراً عاماً لقياس اتجاه أسعار الأسهم بالجنيه المصرى فى سوق الأوراق المالية على أساس ١/٢ / ١٩٩٢ كما تم توحيد أسعار التداول للأوراق المالية فى بورصة القاهرة والأسكندرية من خلال الربط بينهما باستخدام الحاسبات الآلية وذلك منذ ديسمبر ١٩٩٣ .

كما تم اتخاذ مجموعة من الإجراءات التى تسهم فى تدعيم وتنشيط السوق استكمالاً لما تم اتخاذه منذ بداية السنة المالية ٩٤ / ١٩٩٥ منها :

- صدور القانون رقم ٤ لسنة ١٩٩٥ بشأن سندات الخزانة المصرية والتى صدرت لمدة خمس سنوات على أن تقيد بالجدول الرسمية للبورصة للتعامل عليها بما يساعد على إنعاش سوق الأوراق المالية وخاصة تنشيط سوق السندات .

- صدور القانون رقم ١١ لسنة ١٩٩٥ بإلغاء ضرائب الدمغة النسبية على الأوراق المالية إعتباراً من أول يناير ١٩٩٦ .

- تقرر تخفيض رسوم طلبات الاطلاع على الوثائق والسجلات والتقارير الخاصة بالشركات من الهيئة العامة لسوق المال لتصبح خمسين جنيهاً بدلاً من مائة جنيه .

- كما خفضت رسوم الاصدار لتصبح نصفاً فى الألف بدلاً من واحد فى الألف من قيمة كل إصدار .

- كما تقرر إلغاء أعباء الإشهار بالجريدة الرسمية الإكتفاء بالنشر فى صحيفة الإستثمار التى تصدر عن الهيئة العامة للإستثمار برسوم مخفضة .

- كما تقرر تخفيض رسوم التوثيق بالشهر العقارى إلى الف جنيه بدلاً من خمسة آلاف جنيه .

- اختصار عدد المستندات المطلوبة لتأسيس شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة إلى ثلاثة مستندات فقط بدلاً من سبعة عشر مستنداً . وكان من نتيجة هذه الإجراءات أن شهدت سوق المال نشاطاً كبيراً فى حجم التعامل بمؤشراته الثلاثة : عدد العمليات ، كمية الأوراق المتداولة ، قيمة الأوراق . إذ بلغ عدد العمليات التى تم تنفيذها داخل وخارج المقصورة بالعملة المحلية ، وبالعملات الأجنبية ١٠٢ ألف عملية مقابل ١٦ ألف عملية فقط خلال نقص الفترة من السنة المالية السابقة وبمعدل زيادة ٥٢١٪ .

- كما بلغت كمية الأوراق المتداولة ١٥,٩ مليون ورقة ( مقابل ٦,٨ مليون ورقة ) بزيادة قدرها ٩,١ مليون ورقة بمعدل نمو ١٣٤,١٪ .

- كما بلغت القيمة السوقية لهذه الأوراق ٨٧٦ مليون جنيه ( مقابل ٣١٨ مليون جنيه ) بزيادة قدرها ٥٥٨ مليون جنيه بمعدل نمو ١٧٥,٥٪ " وقد تركز معظم التعامل على الأسهم بالجنيه المصرى سواء داخل أو خارج المقصورة لارتفاع العائد عليها " (٢)

- وقد وافقت الهيئة خلال الفترة المذكورة على إصدارات جديدة لتأسيس ٢٧٢ شركة تمارس أنشطة إقتصادية مختلفة بلغت رؤوس أموالها ١,٣ مليار جنيه ( مقابل ١٢٠ شركة رؤوس أموالها ١,١ مليار جنيه )

(١) البنك المركزى : المجلة الإقتصادية - المجلد السادس والثلاثون - العدد الأول ٩٥ / ١٩٩٦ - ص ٢٢ .

(٢) المرجع السابق - نفس الصفحة

- تم الترخيص لعدد ٢٢ شركة أوراق مالية خاضعة للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ منها ١٩ شركة مسسرة وشركتين في مجال ترويج وتغطية الاكتتابات وشركة لإدارة صناديق الإستثمار .
- وافقت الهيئة على إصدارات جديدة لزيادة رأس المال ٨٧ شركة بأسهم عددها ١١١,٥ مليون سهم قيمتها ١,١ مليار جنيه ( مقابل ٦٥ شركة ، ٣٥,٦ مليون سهم قيمتها ٠,٩ مليار جنيه ) .
- وافقت الهيئة على تأسيس صندوق للإستثمار ليلبغ بذلك عددها ٨ صناديق في نهاية سبتمبر ١٩٩٥ .
- ارتفع عد الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية خلال الفترة ١٣ شركة (\*) ليلبغ إجمالي عدد الشركات المقيدة ٧٣١ شركة ، عدد أسهمها مليار سهم بقيمة إسمية ١٠,٥ مليار جنيه في نهاية سبتمبر ١٩٩٥ ويوضح الجدول التالي إجمالي عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالقاهرة .

### تطور الشركات المقيدة بالبورصة (القاهرة) \*

(القيمة بالمليون)

نهاية يونيو ١٩٩٥			نهاية يونيو ١٩٩٤			نهاية يونيو ١٩٩٣			الشركات
رؤوس الأموال (عملة اجنبية)	رؤوس الأموال (جنيه مصرى)	عدد الشركات (بالوحدة)	رؤوس الأموال (عملة اجنبية)	رؤوس الأموال (جنيه مصرى)	عدد الشركات (بالوحدة)	رؤوس الأموال (عملة اجنبية)	رؤوس الأموال (جنيه مصرى)	عدد الشركات (بالوحدة)	
٣٩٠	٣٣٢٦	١٥٦	٣٨١	١٣٠٤	١٥٤	٣٩٠,٤	١٢٢٢	١٥٥	الاكتتاب العام
٦٣١	٦١٥٠	٥٦٢	١٠٣١	٢٨٣٥	٥١٨	١٠٣٧,٧	٢٤٢٣	٤٩٩	الأكتتاب المغلق
١٠٢١	٩٤٧٦	٧١٨	١٤١٢	٤١٣٩	٦٧٢	١٤٢٨,١	٣٦٤٥	٦٥٤	الإجمالي

\* المصدر : بورصة الأوراق المالية بالقاهرة - السنوات المذكورة ، مع ملاحظة أن المقصود بالعملة الاجنبية هو الدولار الأمريكى على أساس سعر الصرف في نهاية كل فترة .

ومن الجدول السابق يلاحظ أن معظم الزيادات كانت في شركات الأكتتاب المغلق ، والتي بلغ عددها ٥٦٢ شركة بزيادة ٤٤ شركة وبلغ عدد أسهمها ٦٠٧ مليون سهم بزيادة قدرها ٤٥٦ مليون سهم ، كما بلغت رؤوس أموال هذه الشركات بالعملة المحلية ٣,٩ مليار جنيه ، وبالعملات الأجنبية ٠,٦ مليار دولار .

أما شركات الأكتتاب العام فلم تزد إلا بشركة واحدة عند نهاية يونيو ١٩٩٤ ليلبغ عددها ١٥٦ شركة عدد أسهمها ٣٢٨ مليون سهم بزيادة ٥٥ مليون سهم وتبلغ رؤوس أموال هذه الشركات بالعملة المحلية ٢ مليار جنيه وبالعملات الأجنبية ٠,٤ مليار دولار إلا أن عدم زيادة عدد هذه الشركات لم يمنع من زيادة رؤوس أموالها بالعملة المحلية والأجنبية وزيادة عدد أسهمها .

وهكذا نجد أن لسوق رأس المال دوراً كبيراً في تنفيذ برنامج الخصخصة من حيث أن الشركات المتداول أوراقها زادت إلى ٨٣ شركة خلال الفترة يوليو / سبتمبر ١٩٩٥ وهو الأمر الذى يعكس إيجابية خطوات تنفيذ برنامج التحول إلى القطاع الخاص وذلك بعد أن كان التعامل تستأثر به عشر شركات فقط .

كما أن هيئة سوق المال يمكن أن تقوم بدعم وترشيد عملية الخصخصة من خلال أمرين في غاية الأهمية :-

الأول : هو موافقتها على تأسيس عدد من إتحادات العاملين المساهمين في شركات قطاع الأعمال العام المعروضة للبيع ، وهى الإتحادات المنوط بها شراء وإملاك ١٠٪ من أسهم هذه الشركات ، وقد بلغ

(\*) نتجت هذه الزيادة في الواقع من شطب ٤ شركات قائمة ، وقيد ١٧ شركة جديدة ، المرجع السابق - ص ٢٣

عدد هذه الإتحادات ٢٥٣ إتحادا في نهاية مارس ١٩٩٥ . وبذلك يتم حل جزء هام جدا من مشاكل العمالة في إطار برنامج الخصخصة .

**الثاني :** تشجيع أصحاب الودائع والمدخرات من صغار المستثمرين على طرق أبواب سوق المال وشراء أسهم الشركات المعروضة للبيع ، وذلك إذا تم الإعلام الجيد عن هذه العملية باستخدام الوسائل الإعلامية المعروفة ، " خاصة وأن هناك داخل مصر نحو ٥٠٠ مليار جنيه فائض غير معبء ويتم أكتنازه في صورة ارصدة نقدية داخل المنازل وعملات ذهبية وجواهر وأحجار كريمة وعملات أجنبييه يضاف إلى ذلك نحو ٢٠٠ مليار دولار وودائع المصريين في الخارج " (١) .

ومما يؤكد ذلك - في نظر الباحث - أنه وفقا لبيانات النشرة اليومية للبورصة ، بلغ متوسط معدل العائد الجارى السنوى ( نسبة الكوبون المنصرف إلى القيمة السوقية ) للشركات التى وزعت أرباحا خلال عام ( حتى نهاية يونية ١٩٩٥ ) ، ٢٠,٩% وهو ما يمثل ضعف العائد على الودائع لدى البنوك بالجنيه المصرى لمدة ٣ شهور والذى بلغ متوسطه ١٠% خلال نفس الفترة كما بلغ هذا المتوسط ٣٢,٧% سنويا للشركات التى وزعت ارباححتى نهاية سبتمبر ١٩٩٥ وعددها ٦٣ شركة ، فلماذا لا تصل هذه المعلومات إلى أكبر عدد من أصحاب الودائع والمدخرات لدى البنوك أو الذين لديهم أموال مكتنزة ويخشون إستثمارها بعد صدمة شركات توظيف الأموال ، وظلال الشك التى لا تزال تحيط بفوائد البنوك ؟ يجب أن يتم الإعلان والإعلام عن ذلك مع التركيز على أن هذه الأرباح التى تحققها الأسهم فى الشركات المساهمة هى أرباح شرعية لا تشوبها شائبة الربا لأنها متغيرة طبقا لنتائج أعمال هذه الشركات .

كما أن الباحث يقترح على هيئة سوق المال فى هذا الصدد إيجاد وسائل مالية جديدة للإستثمار بحيث تحظى بقبول صغار المستثمرين ، وتوفر لهم حاجاتهم من حيث السيولة والعائد المناسب . وأحد هذه الوسائل التى يقترحها الباحث ما يمكن تسميته " بالأسهم الممتازة القابلة للإستهلاك الجبرى " " MRPS "

### Mandatorily Redeemable Preferred Stock

وهى أداة مالية معروفة فى سوق المال الأمريكى والشركات المساهمه الأمريكيه وهى ذات خصائص تجمع بين القرض ( أو الدين ) وبين حقوق الملكية ، وهى فى شكلها البسيط تتطلب تحقيق عائد دورى مجمع على رأس المال ، وتتمتع فى نفس الوقت بحق استردادها فى تاريخ محدد سلفا(٢) .

ويتطلب ذلك إجراء دراسات تجريبية مستفيضة لمعرفة وتحديد الآثار المحتملة لمثل هذه الأدوات المالية الجديدة فى السوق المصرى وهو ما سيكون محل أبحاث قادمة أن شاء الله .

وقد أعطى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لهيئة سوق المال دورا رقابيا قويا على عمليات سوق المال مما يمكنها من أن تلعب دورها فى إرساء قواعد سوق المال على أسس قوية من الثقة والمصداقية فى صدق وشفافية البيانات المعلنه عن الأوراق المالية المطروحة والمتداولة .

ومن ذلك أنه تلتزم كل شركة طرحت أوراقا مالية فى اكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها للهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها على أن تفصح هذه البيانات عن المركز المالى الصحيح لها،

(١) د. محسن أحمد الخضيرى - البنك الأهلى المصرى بالقاهرة ، ورقة مقدمة فى لقاء العمل السنوى الرابع للجنة الاقتصادية والمالية للحزب الوطنى الديمقراطى ، يناير ٩٥ ، ص ٧ .

(٢) آثار هذا النوع من الأسهم ولا يزال يثير - جدلا واسعا فى الدراسات الأكاديمية من حيث طريقة تبويبه ، وهل يتم اعتباره ضمن حقوق الملكية فى قائمة المركز المالى أم يعتبر ديننا على الشركة ، أم يفرد لها بتويب مستقل ، ويؤثر التبويب على قرارات التمويل وعلى التدفقات النقدية المقبلة المرتبطة بهذا النوع من الاوراق المالية . . . وغير ذلك . راجع فى ذلك .

- Alicia Jacksson., The Effects of Accounting Classification Rules on Financing Decisions : The Case of Mandatorily Redeemable Preferred Stock, PH.D dissertation Uni. of Texas at Austin , March 1995 : PP 11 -15

وعلى أن يتم اعداد الميزانية وغيرها من القوائم المالية للشركة طبقا للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة التي تحيل إليها اللائحة التنفيذية للقانون وقد حددت اللائحة التنفيذية هذه المعايير والقواعد بأنها معايير المحاسبة والمراجعة الدولية ( مادة ٥٨ من اللائحة التنفيذية ) .

كما يتم اخطار الهيئة بالميزانية والقوائم المالية وتقريري مجلس الادارة ومراقب الحسابات عنها قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة .

ولاشك أن الهدف من وراء هذه المتطلبات هو مساعدة الهيئة على أن تقوم بفحص هذه الوثائق سواء بذاتها أو عن طريق جهة متخصصة تكلفها للقيام بهذا الفحص وتقوم الهيئة بتبليغ الشركة بملاحظاتها وطلب اعادة النظر فيها .

كما أن على كل شركة طرحت أوراقا مالية في اكتتاب عام ان تقدم ايضا - وعلى مسئوليتها - للهيئة بيانا بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الاساسي ونسب المساهمات في رأسمالها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لانتهاؤ تلك المدة ، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتى المركز المالى ونتيجة النشاط مصدقا عليها من مراقب الحسابات طبقا للنماذج المرفقة باللائحة التنفيذية .

وبذلك تلعب هيئة سوق المال دور الحارس الأمين على أصول المجتمع الانتاجية ، ودور المراقب اليقظ لجميع تصرفات المتعاملين داخل السوق من بائعين ومشتريين وسماسرة وهو ما يوفر فى النهاية ثقة المدخرين والمستثمرين ويحفزهم على شراء الأوراق المالية واستثمار أموالهم فى الأسهم والسندات وصكوك التمويل وغيرها من أنواع الأوراق المالية التى تحقق لهم أفضل عائد ممكن فى ظل مخاطر محسوبة وقواعد حاكمة تشرف هيئة سوق المال على سلامة ودقة تنفيذها .

## المبحث الثالث

### أهمية نظم المعلومات المحاسبية

### فى دعم سوق المال ونجاح عملية الخصخصة

أتجهت دول عديدة من دول العالم نحو خصخصة كثير من أنشطتها الإقتصادية كوسيلة لتقليص الأنفاق العام من ناحية وتوفيراً لجهد الحكومة فيما هو أجدى وأنفع للمجتمع من ناحية أخرى .

ولم تكن الدول النامية فقط هي التي إتجهت نحو الخصخصة بل لقد أنطلقت برامج الخصخصة بشكل واسع فى بريطانيا فى أواخر السبعينات وأوائل الثمانينيات ، وسرعان ما تبعتها دول نامية مثل ماليزيا والمكسيك ونيوزيلندا وشيلي ثم دول شرق أوربا بعد فشل النظام الإقتصادى والسياسى الذى كان سائدا فيها وإنهياره .

وتتعدد أساليب وطرق الخصخصة التي التي تم تطبيقها فى هذه الدول ، ويمكن القول بأن أكثر هذه الأساليب والطرق شيوعاً هي (١) :

- البيع المباشر Sale of Equity
- بيع الأصول Sale of Assets
- عقود الإدارة Management Contracts
- بناء - تشغيل - تحويل ( B.O.T ) Build - Operate - Transfer
- بناء - تشغيل ( B.O ) Build - Operate
- عقود الأمتياز Concession Agreements ، أو عقود الخصخصة Privatization Agreement
- المزايعة العلنية Competitive Bidding
- الاندماج
- التأجير

وفى جميع هذه الطرق والوسائل وغيرها ، يتطلب الأمر إعادة تقويم أصول وخصوم هذه الشركات ، ومن الأهمية بمكان أن يتم هذا التقويم بدقة متناهية ووفق أساليب علمية ومحاسبية محددة كما يجب أن يتم عرض نتائج هذا التقويم فى قوائم ختامية وميزانيات وفق معايير محاسبية ثابتة ومتفق عليها لتوفير الثقة والشفافية لجميع الأطراف المشاركة فى عملية الخصخصة سواء من مالكي هذه المشروعات ممثلين فى الدولة وقطاع الأعمال العام ، أو مشتري هذه المشروعات ممثلين فى القطاع الخاص الوطنى أو الأجنبى .

وفى كل ذلك يظهر الدور المحاسبى واضحاً وجلياً ، حيث يتوقع مستخدمى القوائم المالية والبيانات المحاسبية درجة من الدقة تضمن سلامة وصحة هذه البيانات وتوفير الثقة فى مصداقية هذه القوائم ، ودرجة الاعتماد عليها .

(١) يراجع فى ذلك :

- اسماعيل مهدى الجراف - مرجع سابق ، ص ١٢٩ - ١٥٩ .
- محمد السيد حسونه : دور مراقب الحسابات ومسئولته فى تقويم الأصول عند التخصيص - المؤتمر الضريبي السادس ، إبريل ١٩٩٦ ، المحور الخامس ، ص ٩ - ١٤ .
- أيهاب الدسوقي : التخصيصية والأصلاح الإقتصادى فى الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية ، دار النهضة العربية ١٩٩٥ ، ص ٢٠ - ٢٥ .

إن سياسة التخصصية وتوسيع قاعدة الملكية يتطلبان توفير مناخ استثماري يتسم بالدقة والثقة في البيانات المنشورة عن الشركات المراد تخصصتها ، وهو ما يتطلب منتهى الدقة والأمانة عند أعداد هذه البيانات ، وعند عرضها والافصاح عنها ، وعند مراجعتها والتصديق عليها .

أن نجاح سياسة التخصيص رهن بنجاح الدور المحاسبي والمراجعي في إقناع المستثمرين وتوفير الثقة لهم فيما يقدم لهم من بيانات ومعلومات حماية لأموالهم من الضياع ، وهو ما يتطلب تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة لتتواءم مع التطورات الحادثة على الصعيد الإقتصادي .

إن واجبات ومسئوليات كل من المحاسب ومراقب الحسابات يجب أن تتطور تبعاً للتطورات والتغيرات الإقتصادية والإجتماعية في المجتمع ، كما أنه مع انخفاض الوعي الإستثماري تزداد الحاجة إلى تطوير أساليب الإعلام المحاسبي حتى تستطيع المحاسبة أن تساهم في تنشيط وزيادة البيانات والمعلومات المحاسبية لتتناسب الوعي السائد في مرحلة أولى ثم لتزيد هذا الوعي في مرحلة تالية .

أن عملية التخصيص تتطلب العمل على زيادة الوعي الإستثماري لدى صغار المدخرين من القطاع العائلي والذين لا يملكون القدرة على تحليل ودراسة البيانات المحاسبية المنشورة مما يلقي على كاهل المحاسبين بعبء جديد في ضرورة تبسيط وشرح هذه المعلومات ، وبث الثقة والإطمئنان في نفوسهم خاصة وأن جملة الودائع لدى البنوك قد بلغت ١٦١,٨٤٥ مليار جنيه حتى سبتمبر ١٩٩٥ منها ٦٩,٦ مليار تمثل ودايع القطاع العائلي وهي الجانب الأكبر من جملة الودائع حيث تبلغ نسبتها ٦٢,١ % ، مسجلة زيادة قدرها ١,٦ مليار جنيه بمعدل ٢,٣ % خلال الفترة .

وفي حديث لرئيس هيئة سوق المال ذكر سيادته أن ٢٠% فقط من هذه الودائع يكفي لإعاش سوق المال وإعاش عملية الخصخصة . وهنا يظهر دور المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة حيث أنها تساعد من ناحيتين (١) :

أولاً : تعتبر المعلومات المحاسبية المصدر الأساسي في وضع أو انشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية وبالتالي تلعب هذه المعلومات دوراً حيوياً في تخصيص الموارد المحدودة بين مشروعات الإستثمار وفي تخصيص الأوراق المالية بين المستثمرين .

ثانياً : تساعد المعلومات المحاسبية المستثمرين في إختيار أفضل محفظة أوراق مالية تقابل إحتياجاتهم ويتحقق هذا الوضع بالافصاح عن المعلومات العامة المتوافرة عن الشركة دون محاولة أخفاء أية معلومات يمكن أن تستفيد بها فنه دون أخرى ، ذلك أن الإفصاح يدعم الثقة في الشركة ويعمل على تدعيم الوعي الإستثماري في الأوراق المالية ويضيف الباحث إلى ما سبق ، دور المحاسبة في تقويم صافي أصول الشركات المراد تخصصتها في إطار الإصلاح الإقتصادي وبرنامج الخصخصة ، بهدف توسيع قاعدة الملكية الخاصة .

والمقصود بالتقويم هنا هو تحديد " القيمة العادلة " لصافي أصول الشركة الثابتة والمتداولة بعد استبعاد الالتزامات القائمة على الشركة في تاريخ التقويم .

واصطلاح " القيمة العادلة " يعنى " السعر الذى يمكن من خلاله تداول الأسهم أوبيع المنشأة دون الإجحاف بحق البائع أو المغالاة من جانب المشتري (٢) .

(١) المرجع السابق ، ص ٢٨ - ٢٩ .

(٢) بنك مصر - مكتب شوقى وشركاه ، التقرير النهائى " التقييم والتنبؤات المالية " لشركة المعمورة للأسكان والتعمير ، ديوليت توش توهاماتسو العالمية ، أغسطس ١٩٩٥ .

كما أنه يجب على المحاسبين التركيز على تقديم معلومات كافية للمستثمرين ومستخدمي القوائم المالية، عن التدفقات النقدية للشركات ، وعدم الإكتفاء بالأشكال التقليدية للقوائم والحسابات الختامية (١) .  
أن سوق الأوراق المالية ( البورصة ) يحقق التوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة ، إذا توافرت لهذا السوق " الكفاءة " .

والسوق الكفاء Efficient Market للأوراق المالية هو الذى يستجيب للمعلومات المحاسبية المتاحة لهذا السوق ويؤثر فى تحديد أسعار الأوراق المالية التى يتجه إليها الإستثمار حتى تتحقق أسعار التوازن ، وهو ما يحقق - على المدى الطويل - التوزيع الأمثل لموارد المجتمع على إستخداماتها المثلى البديلة .

وعلى الرغم من أن القوائم المالية ليست هى المصدر الوحيد للمعلومات المطلوبة فى سوق الأوراق المالية ، إلا أن هذا يتطلب من المحاسبين بذل مزيد من الجهد المهنى والإعلامى لتبسيط هذه المعلومات وشرح أهميتها وفوائدها للمتعاملين فى سوق الأوراق المالية وتطعيم القوائم المالية المنشورة لإستخدام المتعاملين فى البورصة بكل ما من شأنه زيادة فاعلية هذه القوائم فى إتخاذ قرارات الإستثمار من خلال التعامل فى الأسهم والسندات والأوراق المالية عموماً بكل أنواعها .

ويرى الباحث أن المحاسبة كنظام معلومات تقوم بدورها فى صنع القرارات القومية من خلال ما يلى:

\* توفير البيانات والمعلومات التى تساهم فى تحديد المشاكل التى تعترض متخذ القرار القومى كما تساهم فى حل هذه المشاكل .

\* كما أن المحاسبة تلعب دورها كأداة للتنبؤ والأستنتاج من خلال مساهمتها فى دراسة الحلول البديلة لكل مشكلة من المشاكل السابقة مع تحديدها لمنافع / وتكاليف كل حل بديل .

\* كما أن المحاسبة كأداة للتوصيات والاتصال على المستوى القومى تقوم بإيصال المعلومات السابقة إلى الجهات المختصة بإتخاذ القرار الذى تراه ملائماً فى ظل السياسات الكلية المراد تحقيقها .

وفى كل ما سبق يكون الدور المحاسبى هاما لقياس وتقويم البدائل المتاحة وتوفير المعلومات التى تساعد على المفاضلة والأختيار بين الوسائل الكفيلة بتحقيق الأهداف القومية المرجوة .

ويعتقد الباحث أن التهوين من دور المحاسبة فى توفير المعلومات على المستوى القومى أو ترك هذه المهمة لغير المحاسبين سوف يؤدي إلى عدم وضوح الرؤية أمام متخذ القرار القومى فيما يتعلق بإتخاذ القرارات الاقتصادية القومية مما يؤثر بدوره على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة .

كما أن مراقب الحسابات يضطلع بدور هام فيما يتعلق بعملية الخصخصة وتنشيط سوق المال ، ومن ذلك أن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد حمل مراقب الحسابات بمسئوليات والتزامات محددة حيث يجب أن يقر بصحة ما يرفق مع نشرات الاككتاب من قوائم مالية وملخصات وتقارير وموازنات تقديرية ونسب الهياكل التمويلية ونسب الربحية ، وجميع البيانات المالتى التى تتضمنها نشرة الاككتاب .

كما حدد القانون مسئوليات مراقب الحسابات عند اصدار أسهم مقابل حصص عينية ، وعند اصدار اوراق مالية أخرى بخلاف الأسهم ( مثل السندات ، وصكوك التمويل المتنوعة ) (٢) .

(١) راجع فى ذلك :

- د. محمد شريف توفيق : تطوير النظام المحاسبى لاسْتِيعاب محاسبة وقوائم التدفقات النقدية كبديل لقوائم مصادر واستخدامات الأموال ، دراسة اختبارية لتطوير معايير المحاسبة السعودية ، مجلة الادارة العامة لعدد ٧٠ ، ابريل ١٩٩٠ ، ص ٨٥ ومابعدها .

(٢) مادة ٥ ، ٧ من ق ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، مادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية .



ولاحكام الرقابة على عمليات ونشاط صناديق الاستثمار قرر المشرع أن يقوم بمراجعة حسابات الصندوق مراقبان للحسابات ، كما لايجوز للمراقب الواحد مراجعة حسابات اكثر من صندوقين فى وقت واحد (١) .

كما حمل القانون مراقب الحسابات بمسئوليات مماثلة فى حالة اصدار الاوراق المالية سواء أسهم التأسيس أو أسهم زيادة رأس المال أو أية أوراق مالية أخرى ( بخلاف الأسهم ) حيث يتم تقديم بيان موجز للقوائم المالية المعتمدة من مراقبى الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو عن المدة من تاريخ التأسيس ايهما أقل .

وغير ذلك كثير مما يؤكد أن مسئوليات المحاسبين والتزامات مراقبى الحسابات فى ظل وجود سوق للأوراق المالية قد تطورت وتنامت إلى حد كبير وهو مايلقى بأعباء ومسئوليات جديدة على عاتق المحاسبين ومراقبى الحسابات مما يستلزم مزيدا من الجهد لتطوير مهنة المحاسبة والمراجعة لمواجهة هذه التطورات الاقتصادية فى ظل الاصلاح الاقتصادى ومايرتبط به من عملية الخصخصة والتحول إلى آليات السوق (٢) .

(١) مادة ٤٠ من ق ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع فى ذلك :

- د. نعيم فهيم حنا : تقييم مسئولية مراقب الحسابات فى ظل التطورات الاقتصادية المعاصرة مع الاشارة إلى مسئوليته عن SAR ( تقرير سنوى مختصر ) ، بحث مقدم للمؤتمر الضريبي الثالث عن حقوق وواجبات مراقب الحسابات ، جامعة الازهر ( مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامى ) وجمعية الضرائب المصرية ، القاهرة ، ٢٠ ، ٢١ ابريل ١٩٩٦ ، المحور الرابع ، ص ١ - ٤٠ .

## تتائج وتوصيات

تعرض الباحث فى هذا البحث إلى الدور الذى يمكن أن تلعبه أسواق رأس المال فى ترشيد وانجاح عملية الخصخصة ، وذلك من خلال مساهمتها فى إصدار وتداول الأوراق المالية للشركات المعروضة للخصخصة ، وذلك من خلال ما تملكه من آلية لتوسيع قاعدة الملكية مع قدرتها على خلق وسائل وأدوات مالية للإستثمار ( مثل صناديق الإستثمار ) لتشجيع المدخرين وصغار المستثمرين على الإستثمار فى الأوراق المالية . وقد أشار الباحث إلى الدور المحاسبى فى الإمداد بالمعلومات والبيانات المالية اللازمة لنجاح عملية الخصخصة وتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية .

ومن خلال هذا البحث توصل الباحث إلى ما يلى :-

أولاً : أن قرار الخصخصة كان خياراً حتمياً لإستكمال مسار الإصلاح الإقتصادى وهو قرار لم تفرضه علينا قرارات وتعاليم تروج لها مؤسسات مالية دولية ( كالبانك الدولى وصندوق النقد الدولى ) ، يقدر ما فرضته مقتضيات الواقع الإقتصادى المصرى ، وضروريات الظروف الإقتصادية الدولية المحيطة ، ودواعى المصلحة العامة للإقتصاد المصرى ، والتنمية الإقتصادية والإجتماعية .

ثانياً : إن الخصخصة لا تعنى تخلى الدولة عن دورها فى ضبط إيقاع المجتمع وتحقيق التوازن بين قطاعاته وفئاته المختلفة ، إذ يظل لها دورها الرقابى والإشرافى والتنظيمى ، ودورها فى إتخاذ ما من شأنه معالجة أو تقليل الآثار الجانبية للتوجه الإقتصادى ، ومن ذلك :-

( أ ) حماية المناخ الإقتصادى والإستثمارى من الأنشطة غير القانونية والأحتكارات وما يتضمنه ذلك من وضع القواعد والإجراءات المنظمة وتوفير السلع والخدمات العامة وإعادة توزيع الدخل وإجراءات التثبيت . . . . إلخ ، ومن ذلك إصدار قوانين منع الأحتكار والغش التجارى ، وكذلك تطوير دور الصندوق الإجتماعى مع زيادة موارده من خلال جزء من ناتج بيع الشركات .

- تشجيع وتنمية اتحادات المساهمين من العاملين لتمكينها من شراء حصة فى رأس المال الشركات المخصصة .

- يجب إيلاء مشاكل تقويم الأصول المطروحة للبيع أهمية وعنايه خاصة ، مع تحديد معايير ثابتة للتقويم ، وأخذ التدفقات النقدية فى الحسبان عند إجراء عملية التقويم .

(ب) إستخدام أسلوب " الأسهم الذهبية " وهو الأسلوب الذى يمكن الحكومة من التحكم والسيطرة على مجالس إدارات الشركات المخصصة حتى لا يتم تمرير قرارات أو إتخاذ إجراءات تضر بالنواحي الإقتصادية والإجتماعية والسياسية للدولة .

(ج) إستخدام أسلوب التخطيط التأشيرى ، مع نظام مرن للحوافز والكوابح الضريبية لتوجيه الإستثمارات إلى مجالات معينة تخدم أهداف إقتصادية وإجتماعية محددة ، أو تسهم فى حل مشاكل ترى الدولة أهميتها وأولوية حلها ( مثل مشكلة البطالة ، التصدير . . . . إلخ ) .

ثالثاً : يجب اعداد برنامج زمنى تفصيلى لعملية الخصخصة يتضمن :

- الشركات المعروضة للخصخصة ، وطريقة بيعها ، وضوابط هذا البيع وكيفية التصرف فى الحصيلة .

- ضرورة إعادة هيكلة الشركات المتعثرة أو الخاسرة قبل بيعها حتى لا تتأثر أسعار البيع

رابعاً : إن بورصة الأوراق المالية أى سوق المال تلعب دوراً هاماً وحيوياً فى نجاح وترشيد عملية الخصخصة ، من خلال سوقى الأصدار والتداول ومن خلال قدرتها على الربط بين المستثمرين والمنظمين ،

وتوفيرها لبيانات ومعلومات تسهم في تنشيط عمليات الإستثمار ، وقد عرض الباحث لكثير من الإجراءات والقرارات التي إتخذتها هيئة سوق المال وكان لها أكبر الأثر في إنعاش سوق المال سواء سوق الأسهم أو السندات ، ووضعت بورصة الوراق المالية المصرية في مستوى متقدم من الأسواق المالية العالمية . رغم حدائه عهدا . ورغم ذلك فإن الباحث يرى ضرورة إتخاذ الهيئة لمجموعة من الإجراءات الهامة لإنعاش السوق وأنجاح عملية الخصخصة وترشيدها ، ومن ذلك :-

( أ ) ضرورة الإعلان والإعلام عن الإستثمار فى الأوراق المالية باستخدام برامج توعية موجهة لجذب الأوعية الإدخارية حتى تصل إلى أكبر عدد من صغار المدخرين وأصحاب الودائع لدى البنوك ، ومكتنزي الأموال فى المنازل ، وخاصة لبث الثقة فيهم بعد صدمة شركات توظيف الأموال ، مع التركيز على شرعية الأرباح المحققة من الإستثمار فى الأسهم والسندات لأنها تتغير مع تغير نتائج أعمال الشركات ، هذا وقد بلغ متوسط العائد الذى حققته الأسهم للشركات التى وزعت أرباحا ٢٠,٩ ٪ ، ٣٢,٧ ٪ خلال يونية ١٩٩٥ ، وسبتمبر ١٩٩٥ على التوالى وهو ما يزيد عن متوسط العائد الذى تحققه الودائع لدى البنوك عدة أضعاف .

(ب) تشجيع تأسيس صناديق الإستثمار لتنشيط سوق الأوراق المالية وترشيد عملية الخصخصة ودعمها ، حيث تتمتع صناديق الإستثمار بمزايا لا تتوافر فى غيرها ، منها :

- قدرتها على جذب صغار المدخرين ، وغير ذوى الخبرة للإستثمار فى الاوراق المالية .
- مساهمتها فى توسيع قاعدة الملكية ، ذلك ان شراء صندوق الإستثمار لورقة مالية معينة يعنى فى الواقع إشتراك جميع مستثمرى هذا الصندوق ، فى ملكية هذه الورقة .
- إشتراط تنوع محافظ الأوراق المالية لهذه الصناديق يؤدي إلى خلق طلب دائم ومتنوع على الأوراق المالية مما يسهم بدوره فى انعاش وتنشيط سوق رأس المال .

(ج) قيام هيئة سوق المال بتشجيع وترشيد عملية الخصخصة من خلال موافقتها على إصدار واستخدام أدوات ووسائل مالية جديدة ومستحدثة توفر الأمان والسيولة للمستثمرين ، وقد اقترح الباحث استخدام " الأسهم الممتازة القابلة للاسترداد الجبرى " . وذلك بالاضافة إلى المشتقات Derivatives كأدوات حديثة للتعامل فى الأسواق المالية ومنها :

- عقود الخيار Options
- العقود الآجلة Forward Contracts
- العقود المستقبلية Future Contracts
- عمليات المقايضة ( خاصة مقايضة الاسهم Equity Swaps )

( د ) لاشك أن سوق الاصدار هو المصدر الأوحد للأوراق المحلية مما يعنى أن تنشيط سوق التداول يعتمد أساسا على ما تصدره سوق الأصدار من الاوراق المالية ، ويلاحظ أن أكثر من ثلاثة ارباع الشركات المقيدة فى البورصة هى شركات اكتتاب مغلق ( حوالى ٧٨ ٪ من أجمالى الشركات المقيدة ) ولذلك فإن التعامل على أسهم هذه الشركات يكون محدودا للغاية بسبب الطابع العائلى لمليكتها ؛ ولذلك فإن الحل الوحيد أمام هيئة الإستثمار حاليا هو طرح أسهم شركات قطاع الاعمال العام المخصصة فى البورصة مما يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية وبيتيح لصناديق الإستثمار تنوع محافظ استثماراتها خاصة وأن قانون سوق المال لايسمح لهذه الصناديق بتملك أوراق مالية فى شركة واحدة تزيد عن ١٠ ٪ من قيمة صكوكها أو ١٥ ٪ من اجمالى قيمة أوراق هذه الشركة .

(هـ) سرعة ادخال خدمات المقاصة Clearing والتسوية Settlement وتقويم الاوراق المالية

. Raring

**خامسا :** يطالب الباحث بسرعة تعديل بعض المواد الدستورية التي تتعلق بالقطاع العام والتوجه الاشتراكي لانها تمثل نوعا من التناقض بين نصوص الدستور وبين واقع الحياة الاقتصادية والسياسية الحالية في مصر ، مما يخلق بدوره نوعا من عدم الاستقرار - على الأقل معنويا - لدى القطاع الخاص الوطنى والأجنبى على السواء وذلك حتى لانفاجيء بالطعن على بعض القرارات والقوانين الاقتصادية بدعوى عدم الدستورية ، وتأكيدا على ثبات التوجه وإستقرارا للآليات والقرارات المتخذة .

## المراجع

- ١ - أسامة غيث - نجاح التخصيصية فى المجر - كيف ارتبط بملكية الأجانب للإقتصاد الوطنى - جريدة الأهرام - ١٠ أغسطس ١٩٩٦ .
- ٢ - إسماعيل مهدى الجزاف - تجارب دولية فى الخصخصة - دروس مستفادة من تجارب ماليزيا ونيوزيلندا والمكسيك - مجلة العلوم الإجتماعية - جامعة الكويت - صيف ١٩٩٦ .
- ٣ - أيهاب الدسوقى : التخصيصية والأصلاح الاقتصادى فى الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية ، دار النهضة العربية ١٩٩٥ .
- ٤ - البنك المركزى المصرى - المجلة الإقتصادية - العدد الأول من المجلد ٣٦ لعام ٩٥ / ١٩٩٦ .
- ٥ - البنك المركزى المصرى - التقرير السنوى ١٩٩٥/٩٤ .
- ٦ - بنك مصر - مكتب شوقى وشركاه ، التقرير النهائى " التقييم والتنبؤات المالية " لشركة المعمورة للأسكان والتعمير " ، ديلويت توش توهاماتسو العالمية ، أغسطس ١٩٩٥ .
- ٧ - سيد عيسى ، اعادة هيكلة سوق رأس المال فى مصر لتأهيله لمواجهة مرحلة الأصلاح الهيكلى - الحزب الوطنى الديمقراطى - اللجنة الاقتصادية - يناير ١٩٩٥ .
- ٨ - د. صبرى أحمد أبوزيد - دور سوق المال فى تنمية الإستثمار فى مصر خلال الفترة من ١٩٧٥ حتى ٨٥ / ١٩٨٦ - مجلة مصر المعاصرة - عدد يناير / ابريل ١٩٨٨ .
- ٩ - د . صلاح زين الدين : تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر وأدوات الإستثمار الحديثة - النداء الجديد - الأصدار رقم (٢٠) .
- ١٠ - د . عبد الجواد عمارة : القطاع العام ضرورة من ضروريات التنمية الوطنية - قضايا إستراتيجية - جريدة الأهرام فى ٥/٨/١٩٩٦ .
- ١١ - د . فكرى عبد الحميد عشاوى - دور التكاليف فى الإصلاح الإقتصادى فى مصر - لقاء العمل السنوى الرابع للجنة الشئون الاقتصادية بالحزب الوطنى الديمقراطى - يناير ١٩٩٥ .
- ١٢ - د. محسن أحمد الخضيرى - البنك الأهلى المصرى بالقاهرة ، ورقة مقدمة فى لقاء العمل السنوى الرابع للجنة الاقتصادية والمالية للحزب الوطنى الديمقراطى ، يناير ٩٥ .
- ١٣ - محمد السيد حسونه : دور مراقب الحسابات ومسئولته فى تقويم الأصول عند التخصيص - المؤتمر الضريبي السادس ، ابريل ١٩٩٦ ، المحور الخامس
- ١٤ - د. محمد السيد منصور - دراسة تحليلية لدور بورصة الأوراق المالية فى تنشيط الإستثمارات - دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة - مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق - يناير ١٩٩٣ .
- ١٥ - د. محمد شريف توفيق : تطوير النظام المحاسبى لاستيعاب محاسبة وقوائم التدفقات النقدية كبديل لقوائم مصادر واستخدامات الأموال ، دراسة اختبارية لتطوير معايير المحاسبة السعودية ، مجلة الادارة العامة العدد ٧٠ ، ابريل ١٩٩٠ .

١٦ - م.محمود الفيل : التخصيصة وتنمية القدرة التنافسية لوحدات قطاع الأعمال العام - ورقة مقدمة في لقاء العمل السنوى الرابع - الحزب الوطنى الديمقراطى - لجنة الشؤون الاقتصادية والمالية - يناير ١٩٩٥ .

١٧ - مصطفى رضوان عثمان - الإقتصاد المصرى والتحديات الجديدة - لجنة الشؤون الإقتصادية بالحزب الوطنى ١٩٩٥

١٨ - د . نعيم فهيم حنا - المحاسبة القومية بين النظرية والتطبيق - مكتبة التكامل - الزقازيق : ١٩٩٥ .

١٩ - د. نعيم فهيم حنا : تقييم مسؤلية مراقب الحسابات فى ظل التطورات الاقتصادية المعاصرة مع الإشارة إلى مسؤليته عن SAR ( تقرير سنوى مختصر ) ، بحث مقدم للمؤتمر الضريبي الثالث عن حقوق وواجبات مراقب الحسابات ، جامعة الأزهر ( مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامى ) وجمعية الضرائب المصرية ، القاهرة ، ٢٠ ، ٢١ ابريل ١٩٩٦ ، المحور الرابع .

19 - Alicia Jacksson.,The Effects of Accounting Classification Rules on Financing Decisions : The Case of Mandatorily Redeemable Preferred Stock, PH.D dissertation Uni. of Texas at Austin , March 1995.

20 - Prasna Chander., Financial Management theory and practice, McGraw-Hill Inc., New Delhi 2<sup>nd</sup> edition 1992, .