

الضريبة على الأرباح الرأسمالية
لسوق الأوراق المالية بين النظرية ومتطلبات التطبيق في
الواقع الاقتصادي المصري

دكتور

عمار السيد عبدالباسط نصر

مدرس الاقتصاد والمالية العامة

بكلية الشريعة والقانون

جامعة الأزهر

بدمنهور

تقديم:

تعتبر أسواق الأوراق المالية من أهم الركائز الاقتصادية التي تعتمد غالبية دول العالم عليها كأداة من أدوات التنمية الاقتصادية فيها، حيث تمثل رؤوس الأموال المستثمرة في تلك الأسواق (والمتمثلة في صورة أسهم وسندات) عصب الحياة الاقتصادية في تلك الدول، والتي يتم ضخها في صورة مشروعات استثمارية تلبى حاجة تلك الدول من مختلف السلع والخدمات، وتعمل على مواجهة الكثير من المشكلات الاقتصادية التي تواجه اقتصاداتها، وعلى رأسها مشكلات التضخم، البطالة، الكساد..... إلخ.

وفي الدول النامية، ومنها مصر، تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة حجر الزاوية الذي تنطلق من خلاله عجلة الاستثمار في تلك الدول، حيث لا تقل أهمية تلك السوق فيها عن غيرها من الدول المتقدمة، بل على العكس من ذلك، تكاد تفوق سوق الأوراق المالية أهميتها في الدول النامية عنها في الدول المتقدمة، نظراً لحاجة الأولى إلى المزيد من التوسع في أنواع الاستثمارات المختلفة، والتي بلغت منها الدول المتقدمة درجة عالية من الازدهار، إلا أنه على الرغم من ذلك لا تزال أسواق الأوراق المالية (كما سبق أن أشرنا) بمثابة أهم الركائز التي تقوم عليها معظم اقتصادات دول العالم دون تفرقة.

وتعتبر سوق الأوراق المالية (خاصةً في الدول النامية ومنها مصر) ما زالت في طور النشأة، مقارنةً بغيرها من أسواق الأوراق المالية في آسيا وأوروبا والولايات المتحدة، الأمر الذي يفرض على القائمين على إدارة سوق المال في مصر، وغيرها من الدول النامية مراعاة حجم سوق الأوراق المالية بها، بحيث تتحاز معظم، إن لم تكن كل السياسات التي يتم اتخاذها في هذا الشأن لصالح نمو تلك الأسواق، من أجل النهوض بعجلة الاقتصاد المصري،

باعتبار أن تلك السوق هي منبع الاستثمارات التي تساهم في عملية التنمية الاقتصادية داخل الدولة، وفي نفس الوقت مراعاة عدم اتخاذ أي قرار أو سياسة معينة يكون من شأنها تقويض التوسع في سوق الأوراق المالية، حتى لا ينعكس الأمر بالسلب على عجلة الاقتصاد بشكل عام.

وفي الفترة الأخيرة واجهت سوق الأوراق المالية المصرية بعض التحديات، والتي بلا شك سوف يكون لها بعض الآثار على موقفها التنافسي داخل منظومة أسواق المال العالمية، وكان على رأس تلك التحديات اتخاذ قرار سياسي بفرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعاملات داخل سوق الأوراق المالية، وتحديداً في بداية شهر يوليو عام ٢٠١٤م، حيث تعاني مصر خلال الفترة الماضية من عمر الاقتصاد من مشكلة الندرة في حجم الاستثمارات بمختلف أنواعها، ينتج عنها ندرة في الموارد المالية اللازمة لمواجهة عجز الميزانية العامة، الأمر الذي اضطر القائمين على إدارة السياسة الاقتصادية في مصر للبحث عن أفضل السبل التي يمكن من خلالها مواجهة ندرة الموارد المالية، وكانت عملية فرض الضريبة على ناتج تعاملات سوق الأوراق المالية داخل البورصة المصرية (إلى جانب غيرها من السبل) هي إحدى الطرق التي وجدت فيها الحكومة المصرية داعماً لزيادة الموارد المالية.

أهمية الدراسة:

تكتسب تلك الدراسة أهميتها من أهمية الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية المصرية كمحور من أهم محاور الاقتصاد المصري، والتي تعتبر من أهم المكونات الرئيسية للموارد المالية اللازمة لدفع عجلة الاستثمارات داخل القطر المصري، ففي ظل التحديات التي تواجهها البورصة المصرية في الفترة الأخيرة، والتي يتمثل أهمها في خضوع ناتج تعاملاتها للضريبة على

الأرباح الرأسمالية، كان لا بد من وجود آليات (متطلبات) معينة لرفع كفاءة تلك السوق، حتى لا يكون لتلك الضريبة آثاراً عكسية على نمو وازدهار سوق الأوراق المالية، حيث تعتبر تلك المتطلبات أو الآليات بمثابة العمود الفقري الذي يساعد هذه السوق على مواجهة تلك التحديات والحفاظ على موقفها التنافسي داخل منظومة أسواق المال، وخاصةً أسواق المال العربية التي تتناسب ظروف نموها مع ظروف نمو البورصة المصرية.

فعلى الرغم من تلك الظروف الصعبة التي يمر بها الاقتصاد المصري، وعلى الرغم من أن اتخاذ تلك الخطوة لم يكن من السهولة بمكان على المستثمرين داخل سوق الأوراق المالية المصرية، إلا أن الحكومة رأت أن اتخاذها كان أمراً لا مفر منه رغم المعارضات الكثيرة التي واجهت اتخاذها من جانب رجال المال والاقتصاد، والخوف من أن اتخاذ خطوات نحو فرض تلك الضريبة سوف يعمل على عدم وجود أي حافز لطرح شركات جديدة للاستثمار في بورصة الأوراق المالية المصرية، ومن هنا تأتي أهمية تلك الدراسة من أجل توفير البيئة والمناخ المناسب لاستمرار تدفق الاستثمارات داخل سوق المال المصري، من خلال توفير الآليات والمتطلبات اللازمة لرفع كفاءة تلك السوق، وفي نفس الوقت الحفاظ على وجود مصدر دائم لتوفير المزيد من الموارد المالية، والتي يعيش الاقتصاد المصري حالة من العجز من وجودها خلال الفترات التي أعقبت حالة التوترات السياسية التي تعيشها مصر خلال السنوات القليلة الماضية.

أهداف الدراسة:

تعتبر سوق الأوراق المالية مصدر هام ورئيسي يتم من خلاله توفير وضخ المزيد من الاستثمارات التي يحتاج إليها الاقتصاد المصري، وخاصةً

في الفترة الأخيرة من عُمر الاقتصاد، ومن ثم جاءت هذه الدراسة كوسيلة أو أداة يتم من خلالها الحفاظ على ذلك المورد، خاصةً في ظل التحديات التي تواجهها في الفترة الأخيرة، وتحديداً منذ شهر يوليو عام ٢٠١٤م، والذي تم فيه فرض الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية في مصر، وبشكل مختصر يمكننا استعراض أهم الأهداف التي تسعى تلك الدراسة لتحقيقها والتي تتمثل في الآتي:

- ١- توفير آليات أو متطلبات معينة تعمل على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، من أجل الحفاظ عليها كمصدر دائم لتمويل مختلف أنواع الاستثمارات.
- ٢- محاولة توضيح مدى تأثير الضريبة (محل الدراسة)، سواءً كان تأثيراً سلبياً أو إيجابياً على أداء البورصة المصرية، لبيان مدى استكمال عملية تطبيقها (بعد وقف تأجيلها) من عدمه خلال السنوات القادمة.
- ٣- محاولة إلقاء الضوء وإعطاء نبذة توضيحية وشارحة لبعض ما اشتمل عليه قانون الضريبة على أرباح البورصة المصرية من أحكام.
- ٤- محاولة تقديم بعض الاقتراحات أو التوصيات التي يمكن أن تساهم في تلافى أي جوانب سلبية يمكن أن تصاحب عملية تنفيذ تلك الضريبة في الواقع الاقتصادي المصري.

حدود الدراسة:

تتناول تلك الدراسة بورصة الأوراق المالية المصرية من عدة جوانب يتمثل أهمها في استعراض الأخيرة والتحديات التي تواجهها في ظل الأوضاع شبه المستقرة التي يعيشها الاقتصاد المصري، وبناءً على ذلك سوف يتم النظر إلى تلك الدراسة، من خلال الحدود التالية:

- تتناول الدراسة استعراضاً توضيحياً لقانون فرض الضريبة على ناتج تعاملات سوق الأوراق المالية في مصر، كما تمتد الدراسة لتتناول الإشارة إلى بعض التجارب الدولية في مجال فرض الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية.

- تقتصر الدراسة على تناول سوق الأوراق المالية المصرية (دون غيرها من قطاعات الاقتصاد)، والاهتمام بتأثير فرض الضريبة عليها وسبل رفع كفاءتها، باعتبارها مكون رئيسي من المكونات التي يقوم عليها الاقتصاد المصري.

- تمتد الدراسة لتتناول الفترة التي طبقت فيها تلك الضريبة (قبل تأجيلها)، كما تتناول أيضاً بعض الآليات أو المتطلبات اللازمة لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، والحفاظ على هذه الكفاءة من أجل مواجهة التحديات الراهنة (عند العودة للعمل بها).

- تمتد الدراسة لتتناول بعض الجوانب السلبية والإيجابية التي صاحبت فرض وتطبيق الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية في مصر (أثناء فترة العمل بها).

مشكلة الدراسة:

يعانى الاقتصاد المصري خلال السنوات الخمس الماضية حالة من الوهن، نتيجة حالة عدم الاستقرار السياسي التي عاشتها مصر خلال تلك الفترة، وما ترتب عليها من ضعف عام داخل الاقتصاد، نتج عنه الكثير من المشكلات الاقتصادية التي تعيشها مصر وعلى رأسها مشكلة نقص الطاقة، والنقص الشديد في الموارد المالية، وفى هذا الإطار يتضح أن هناك مشاكل عديدة يعيشها الاقتصاد المصري، ومنها المشكلة التي تستعرضها تلك الدراسة، وهى

الخوف والقلق من حالة التأثير السلبي التي يمكن أن تحدثها فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية لتعاملات البورصة المصرية، في ظل حالة الترقب من جانب المستثمرين ورجال المال والاقتصاد لمدى تأثير فرض تلك الضريبة على الأرباح المحققة داخل البورصة.

وبالتالي تسعى تلك الدراسة لتبديد هذه المخاوف من فرض تلك الضريبة، من خلال وضع عدد من المتطلبات والآليات اللازمة لجعل سوق الأوراق المالية سوقاً تتميز بأعلى قدر من الكفاءة، في ظل التحديات الصعبة التي تواجهها البورصة المصرية بشكل خاص، والاقتصاد المصري بشكل عام، من أجل معالجة بعض المشكلات، وعلى رأسها النقص الشديد في الموارد المالية. فهناك مخاوف لدى القائمين على إدارة سوق المال من أن فرض تلك الضريبة سوف يكون له أكبر الأثر السلبي على عدم طرح شركات جديدة لأسهمها داخل سوق الأوراق المالية، إلى جانب الخوف من عدم الاكتتاب على أسهم وسندات الكثير من الشركات، بما يترتب عليه من آثار سلبية على حركة الاستثمار داخل الاقتصاد، فتلك المشكلة اهتمت الدراسة بالعمل على حلها ومواجهتها، من خلال تبسيط الوضع، وجعل تلك الضريبة محفزاً نحو إيجاد سوقاً مصرية للأوراق المالية تتميز بأعلى قدر من الكفاءة وتمثل في نفس الوقت مورداً مالياً جديداً من الإيرادات العامة للدولة، على النحو الذي سيشار إليه خلال تلك الدراسة.

فروض الدراسة:

لغرض تحقيق هدف الدراسة تم الانطلاق من مجموعة فرضيات وضعت بشكل يمكن عن طريقها توضيح مشكلة تلك الدراسة وهي كما يلي:

١- تفترض تلك الدراسة أن سوق الأوراق المالية المصرية تُعد مكوناً رئيسياً من أهم المكونات التي تمثل دعامة أساسية داخل النظام الاقتصادي في مصر.

٢- كما تفترض الدراسة أن تلك السوق لا يمكن أن تمثل مصدراً جيداً للإيرادات العامة (نتيجة فرض تلك الضريبة على الأقل في الوقت الحالي) يضاف إلى غيره من المصادر التي تعتمد عليها الدولة لمواجهة عجز الموازنة العامة بها.

٣- كما تفترض الدراسة أيضاً أن سوق الأوراق المالية في مصر لا تتمتع بالكفاءة اللازمة التي تسمح بأن تتحمل أرباحها الرأسمالية طاقة ضريبية عليها، وهو ما سيثبت صحته من عدمه، من خلال سياق الدراسة.

٤- أيضاً تفترض الدراسة أن الضريبة المقترحة للتطبيق (بعد العودة للعمل بها) سوف يكون لها تأثيراً سلبياً على كمية وأحجام التداول داخل البورصة المصرية، وهذا أيضاً ما سنتطرق إلى مدى صحته من عدمه من خلال سياق الدراسة.

منهج الدراسة:

يتناول الباحث دراسة سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات التي تواجهها، وعلى رأسها فرض الضريبة على أرباحها، من خلال نوعين من المناهج التي نسعى من خلالها إلى توضيح وبيان أهم الوسائل والآليات التي يمكن من خلالها رفع كفاءة بورصة الأوراق المالية، وتتمثل هذه المناهج فيما يلي:

المنهج الاستقرائي: وذلك من خلال مطالعة الكثير من المراجع والأدبيات (وخاصةً الأجنبية منها) التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية،

واستقراءها بدقة شديدة من أجل الوصول إلى نتائج معينة تؤدي إلى دقة ووضوح ما تصبو إليه تلك الدراسة.

المنهج الإستنباطي: من خلال استخدام وإعمال التفكير العقلي والمنطقي، من أجل العمل على وضع حلول وآليات مختلفة لقضية رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، كأداة من أدوات نمو الاقتصاد المصري في الفترة الأخيرة، خاصةً بعد مستجدات فرض الضريبة على أرباحها، وأيضاً محاولة شرح وتحليل وتوضيح بعض ما اشتمل عليه القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م من أحكام خاصة بفرض الضريبة على أرباح بورصة الأوراق المالية.

خطة الدراسة:

من خلال سياق الدراسة يتضح أن الباحث سوف يقوم بعرضها وتناولها من خلال عدة مباحث ومطالب على النحو التالي:

المبحث الأول: التنظيم الفني للضريبة على الأرباح الرأسمالية لسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الملامح الرئيسية للضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية في مصر.

المطلب الثاني: مبررات فرض الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية في مصر.

المطلب الثالث: بعض التجارب الدولية لتطبيق الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: أهم الجوانب الإيجابية والسلبية التي صاحبت فرض الضريبة في مصر.

المطلب الأول: أهم الجوانب السلبية للضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أهم الجوانب الإيجابية للضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أهم الآثار الاقتصادية لفرض الضريبة على أرباح البورصة المصرية.

المبحث الرابع: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

المطلب الأول: أهم المفاهيم المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: آليات كفاءة البورصة المصرية في ظل فرض ضريبة الأرباح الرأسمالية.

المبحث الأول

التنظيم الفني للضريبة على

الأرباح الرأسمالية لسوق الأوراق المالية

لم تعد سوق الأوراق المالية هي الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في تحقيق أكبر قدر من الأرباح فحسب، بل إن الأمر تعدى فئة المستثمرين في السوق، حيث أصبحت الحكومات في العديد من الدول تنظر إلى أسواق الأوراق المالية بها باعتبارها هدفاً منشوداً تسعى من خلاله إلى زيادة حصيلة الموارد المالية، من خلال فرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية المختلفة داخل تلك الأسواق المالية، والمدرجة بها لصالح الشركات بمختلف أنواعها، والمستثمرين كباراً كانوا أو صغاراً^(١).

وفي مصر فإن الأمر ليس أيسر حالاً من غيرها من الدول التي تفرض وتطبق الضريبة على أرباح البورصة، بل على العكس من ذلك، فلاقتصاد المصري يعيش حالة من التردّي في النمو الاقتصادي، والعجز الدائم في الموازنة العامة خلال السنوات القليلة الماضية، وأصبح الاقتصاد يفتقر إلى تدبير الموارد المالية والاستثمارات اللازمة لزيادة النمو الاقتصادي، ومحاولة سد العجز في الموازنة العامة المصرية، ومن هنا اكتسبت البورصة أهميتها كمورد جديد للتمويل الحكومي^(٢).

(١) Hagstrom R.G. – Literature Review of Stock Markets – The Essential Buffet, John Wiley & Sons, Inc. New York, 2001, pp:8 – 10.

(٢) Cutler D. Poterba J.& Summers L. – Speculative Dynamics – Review of Economic Studies 59, 1991, pp:520 – 546.

وفى سبيل ذلك قامت الحكومة المصرية، وتحديداً منذ منتصف عام ٢٠١٤م بمحاولة لتدارك الوضع من خلال العديد من الإصلاحات الاقتصادية، وكان من بين تلك الإصلاحات محاولة فرض الضريبة على ناتج تعاملات الأوراق المالية داخل البورصة، كخطوة من خطوات الإصلاح الضريبي الدائم والشامل، والذي تسعى من خلاله الحكومة إلى الحصول على جزء بسيط من الأرباح التي يحصل عليها المستثمرون في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية شأنها في ذلك شأن غيرها من دول العالم التي تجنى الأرباح الطائلة من وراء الأسواق المالية بها^(١).

ففي الأول من يوليو عام ٢٠١٤م صدر قرار رئيس الجمهورية بقانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م بتعديل بعض أحكام قانون الضرائب على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م وفى نطاق دراستنا فقد اشتمل هذا التعديل على فرض ضريبة على أرباح رأس المال المتحققة نتيجة التعامل في الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وفى السطور التالية سوف نقوم بإلقاء الضوء على بعض الجوانب الخاصة بفرض وتطبيق تلك الضريبة في الواقع الاقتصادي المصري، مستعرضين ذلك من خلال إعطاء لمحة عامة عن فرض تلك الضريبة على ناتج التعاملات في البورصة، وبيان أهم المبررات والدواعي لفرضها، وذلك على النحو التالي:

(¹) Fredrik Oberg – Economic Cycles, Financial Markets and Risks – Chief Investment Officer, Private Banking, Investment Outlook, June 2015, pp:8 – 9.

المطلب الأول

الملامح الرئيسية للضريبة

على أرباح سوق الأوراق المالية في مصر

سوف نتناول في هذا المطلب دراسة وتحليل لبعض ما اشتمل عليه قانون الضريبة على الدخل من تعديلات، كان أهمها صدور القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م، والذي نصت فيه المادة ٤٦ مكرر على فرض الضريبة على الأرباح المحققة من الأوراق المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، والتي يحصل عليها الشخص الطبيعي، سواء تحققت هذه الأرباح في بورصة الأوراق المالية المصرية، أو تلك الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية بالخارج، وفي ذلك خطوة هامة نحو تحقيق المزيد من الإصلاح الضريبي، بهدف جعل الاقتصاد في أقصى طاقاته الإنتاجية^(١)، من خلال توزيع أعباء الإصلاح المالي والاقتصادي على أوسع قاعدة ضريبية ممكنة لتحقيق العدالة الضريبية، وهو الأمر الذي يتطلب ضرورة إتباع النظم العالمية المعمول بها في مجال الإصلاح والمراجعة الضريبية الدورية، بما يتناسب مع التطورات المتلاحقة في الأسواق^(٢).

وفي هذا الصدد سوف نتناول بالشرح والتوضيح تلك التعديلات التي وردت بمشروع القانون، فيما يخص سوق الأوراق المالية في مصر،

(١) John E. Golob - How Would Tax Reform Affect Financial Markets?- Economic Review Forth Quarter, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995, pp:19 - 39.

(٢) بيان صادر عن رئاسة الجمهورية بخصوص إصدار قراراً بقانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م لتعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م.

وخضوع الأرباح الرأسمالية بها للضريبة على الدخل، وذلك على النحو التالي:

أولاً: الوعاء الخاضع للضريبة:

استيضاحاً للأمر تجاه فرض الضريبة على أرباح بورصة الأوراق المالية في مصر، فلا بد أن نشير إلى الإيرادات أو الوعاء الخاضع للضريبة، وفي هذا الصدد فقد أشار القانون (المادة ٤٦ مكرر) إلى أن تلك الضريبة تسرى على توزيعات الأرباح عن الأسهم والحصص التي يحصل عليها الشخص الطبيعي المقيم في مصر من شركات الأموال أو شركات الأشخاص، بما في ذلك الشركات المقامة بنظام المناطق الاقتصادية ذات الطبيعة الخاصة، وذلك عدا التوزيعات التي تتم في صورة أسهم مجانية، سواء تحققت تلك التوزيعات الأخيرة في مصر أو في الخارج، وأياً كانت الصورة التي يتم فيها التوزيع.

من هذا النص يمكننا أن نشير إلى أن جميع توزيعات الأرباح والإيرادات التي يحصل عليها الشخص الطبيعي الذي يمتلك أسهماً في شركات الأموال (وهي الشركات التي تقوم على الاعتبار المالي وليس الشخصي، وتكون حدود مسؤولية المساهم فيها برأس المال المسجل في الشركة، والذي يملكه هذا الشخص)^(١)، وأيضاً الشخص الطبيعي الذي يمتلك أسهماً في شركات الأشخاص (وهي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي للمالكين لها، حيث تتكون من عدد محدود من الأشخاص لا يقل عن اثنين ولا يزيد عن

(^١) P.P.S. Gogna, Mercantile Law, S.Chand & Company,- Lesson: 1 Meaning, Characteristics And Types of Company New Delhi, Without Published year, pp: 12 – 19.

خمس^(١)، كما تفرض تلك الضريبة أيضاً على أرباح الأوراق المالية، والتي تقوم الشركات المقامة بنظام المناطق الاقتصادية ذات الطبيعة الخاصة (كالمناطق الحرة التي تعفى بضائعها ومنتجاتها من الخضوع للضريبة داخل تلك المنطقة الاقتصادية)^(٢) بتوزيعها على المساهمين فيها، فإذا قامت تلك الشركات بتوزيع بعض أرباحها في شكل أسهم مجانية، أي قامت بتحويل جزء من التوزيعات النقدية في شكل أسهم مجانية بدون مقابل على بعض الأشخاص الطبيعيين، فلا تخضع تلك التوزيعات المجانية للضريبة على الأرباح، وسواءً تم هذا التوزيع من أرباح تحققت في مصر أو تحققت في الخارج، وتم تحويلها إلى أسهم مجانية بعد ذلك، وما نود الإشارة إليه في هذا الصدد أن الأرباح التي تحققها تلك الأسهم المجانية بعد ذلك سوف تخضع لتلك الضريبة إذا ما تم توزيع أرباحها بعد ذلك في شكل نقدي.

ثانياً: شروط خضوع الأرباح للضريبة:

من خلال استقراء المادة سالفة الذكر يمكن استنتاج الشروط اللازمة توافرها لخضوع أرباح الأسهم والحصص لتلك الضريبة، والتي تتمثل في الآتي^(٣):

(^١) P.P.S. Gogna, Mercantile Law, S.Chand & Company,- Lesson: 1 Meaning, Characteristics And Types of Company New Delhi, Op.Cit, pp:14-16.

(^٢) FIAS – Special Economic Zones, Performance Lessons, Learned, and Implications for Zone Development – The Multi-Donor Investment Climate Advisory Service of The World Bank Group, Washington D.C. April 2008, pp:9 – 13.

(^٣) المأمون عبدالمطلب جبر - دور الإصلاح الضريبي الشامل في زيادة الحصيلة الضريبية ومواجهة عجز الموازنة العامة للدولة في مصر - دراسة تحت الطبع، الإسكندرية، ٢٠١٦م، ص ٥١ - ص ٥٣.

١- أن تكون هناك أرباح بصدد التوزيع:

فأي دخل مستمد من الأسهم أو الحصص، بما في ذلك أسهم التمتع أو حقوق التمتع، أو أسهم التأسيس، أو أي حقوق أخرى تعطى حق المشاركة في الأرباح يعتبر ذلك بمثابة توزيعات للأرباح، سواء كانت هذه التوزيعات في شكل نقدي، أو على شكل سندات تدر فوائد أو حصص تأسيس، أو على أي صورة أخرى خلال الفترات الزمنية التي يتم فيها توزيع تلك الأرباح^(١)، عدا التوزيعات التي تتم كما أشرنا سابقاً في صورة أسهم مجانية (وهي التي توزع على بعض الشركاء مجاناً بهدف زيادة رأس المال)^(٢)، وبالتالي إذا لم يكن هناك تحقيق لأرباح فلا مجال للحديث عن توزيعات لها، ومن ثم فلا نكون بصدد فرض ضريبة، بل يكون لصاحب حق الملكية على السهم أو الحصة، وهو الممول المعنى بأداء الضريبة أن يقوم بترحيل الخسائر الرأسمالية للأوراق المالية.

٢- أن يكون توزيع الأرباح ناتج عن تعاملات في الأوراق المالية:

فالأرباح موضوع الضريبة الجديدة هي تلك الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، وبالتالي فأي توزيعات أو أرباح أخرى غير ناتجة عن أسهم بورصة الأوراق المالية لها

(١) Felipe Aparicio And Javier Estrada 'Empirical Distribution Of Stock Returns: Scandinavian Securities Markets, 1990-95, Carlos III University (Madrid, Spain) Department of Statistics and Econometrics and Department of Business, April 1997, pp: 4 – 10.

(٢) A.P. Moller-Maersk – Bonus Shares – Q & A, The Institute of Chartered Accountants of India, 2015, pp: 1 – 2.

موادها وقانونها الضريبي التي تخضع له، وذلك مثل أرباح الأنشطة التجارية والصناعية التي يمارسها التجار والمنتجين^(١).

٣- أن يكون المستفيد من الأرباح شخصاً طبيعياً:

يتضح من استقراء نص المادة ٤٦ مكرر من القانون سالف الذكر، أنه لا بد وأن يكون المستفيد من توزيعات أرباح الأسهم المقيدة في البورصة أو الحصص نتيجة التعامل في الأوراق المالية شخصاً طبيعياً مقيم في مصر، وبالتالي فإن المعنى هنا بسداد دين الضريبة على توزيعات أرباح الأسهم هو الشخص الطبيعي، والذي كان يتمتع في السابق بالإعفاء من أداء هذه الضريبة طبقاً لنص المادة ٣١ من قانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م قبل التعديل، وليس المقصود والمعنى هنا بسداد الضريبة الشخص الاعتباري، فالشخص الاعتباري، وهو الشركة الممثل القانوني لأشخاصها الطبيعيين، أو أصحاب حقوق الملكية على أسهم الشركة الأم، كانت ولا تزال تخضع لأحكام الضريبة على دخل الأشخاص الاعتباريين في القانون الحالي لضريبة الدخل، والتي تفرض على الصفقات التجارية والصناعية لتلك الأشخاص^(٢).

٤- أن تكون التوزيعات صادرة من شركات الأموال أو الأشخاص:

بمعنى أن تكون توزيعات الأرباح التي يحصل عليها الشخص الطبيعي المقيم في مصر (أرباح - حصص - أسهم) صادرة له من شركة من شركات الأموال بجميع أنواعها، أو من شركة من شركات الأشخاص بجميع أنواعها

(1) Matthew Baron and Jonathan Brogaard and Andrei Kirilenko The Trading Profits of High Frequency Traders -Foster School of Business, University of Washington, November 2012, p:11.

(2) Kranzler Eck and Others – Taxation and Investment in Germany 2015, Reach Relevance and reliability – A Publication of Deloitte Touch Tohmatsu Limited, Germany Taxation Investment 2015, pp:4 – 29.

أيضاً، وبالتالي فإن توزيعات الأرباح لشركة من شركات الواقع ناشئة عن أصل فردى بسبب الميراث لا يخضع للضريبة على توزيعات الأرباح.

ثالثاً: حد الإعفاء:

حدد القانون مقدار معين من الأرباح التي يحصل عليها الشخص الطبيعي (الذي لا يمارس أي نشاط آخر يخضع للضريبة)، بحيث يخضع ما يزيد عن هذا المقدار للضريبة، ويعفى ما يقل عنه منها، بمعنى أن تتجاوز الأرباح الناتجة عن الأوراق المالية عشرة آلاف جنيه، فإذا ما كانت الأرباح التي يحصل عليها الشخص الطبيعي أقل من عشرة آلاف جنيه، فلا يخضع هذا المبلغ للضريبة على الأرباح الرأسمالية موضع الدراسة، في حين أن هناك شكلاً آخر من الإعفاء، وهو إعفاء الأرباح بالكامل من الخضوع للضريبة لفترات معينة، ثم بعد ذلك تخضع لتلك الضريبة، كما هو الحال في نيجيريا، التي أعفت تلك الأرباح من الخضوع للضريبة لمدة خمس سنوات بدءاً من شهر يوليو ٢٠١٤^(١).

وبناءً على ما تقدم فإن الشخص الطبيعي المقيم الذي لا يزاول بمصر نشاطاً تجارياً (يخضع للضريبة) واقتصر نشاطه على الاستثمار في الأوراق المالية، فإن ناتج هذا الاستثمار في الأوراق المالية (الأرباح المحققة) بمصر إذا كان مبلغ ١٠٠٠٠ ج فأقل، فلا يخضع للضريبة، إذ لا يخضع للضريبة على توزيعات الأرباح، إلا إذا تجاوز ما حققه من أرباح مبلغ عشرة آلاف جنيه، في حين أن الشخص الطبيعي المقيم إذا كان له نشاطاً يخضع للضريبة

(١) Taiwo Oyedele and Kenneth Erikume and Folajimi Olamide Akinla - Commission on stock market transactions is now exempted from VAT - PwC Nigeria - Tax and Regulatory Services, October 2014, pp:1 - 2.

(باستثناء الاستثمار في الأوراق المالية)، فإن كامل ما يحصل عليه من توزيعات (بدون خصم مبلغ الـ ١٠٠٠٠ ج) يخضع للضريبة، وسواءً كانت هذه التوزيعات للأرباح قد آلت إليه من مصدر في مصر، أو من خارجها، كأن يمتلك الممول في الحالة الثانية أكثر من أسهم له في شركات مختلفة في دول متعددة، أو في دولة واحدة، وفي شركات مختلفة مثلاً، أو حتى في شركة واحدة فقط، وهذه الملكية الدولية للأسهم منتشرة بشكل كبير على مستوى العالم، حيث أن ٧٥% من مالكي الأسهم الدولية يمتلكون حوالي ٩٦% من نسبة الأسهم في مختلف الأسواق الدولية^(١).

رابعاً: معدل الضريبة:

يقصد بمعدل الضريبة هنا السعر أو النسبة التي تفرض بها ضريبة أرباح سوق الأوراق المالية، وفي ذلك يستفاد من استقراء المادة السادسة والأربعون مكرر ٢، أن الأرباح التي يحصل عليها الشخص الطبيعي، والمحقة من الأوراق المالية المقيمة في بورصة الأوراق المصرية تخضع للضريبة بمقدار ١٠% من إجمالي تلك الأرباح (بعد حد الإعفاء)، ودونما خصم لأي تكاليف تكون قد أنفقت، أو يكون قد تحملها المكلف في هذا الشأن، وهو المعدل الذي نعتبره مبالغ فيه إلى حد ما، عند مقارنته بأسعار الضريبة في باقي الدول

(^١) See:

- Paul A. Grout and William L. Megginson and Anna Zalewska - One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World - Centre for Market and Public Organisation and Department of Economics, University of Bristol, UK, September 2009, p:6.
- Rene M. Stulz and Walter Wasserfallen – Foreign Equity Investment Restrictions, Capital Flight, and Shareholder wealth Maximization: Theory and Evidence – The Review of Financial Studies, Winter 1995, Vol.8, No.4, pp: 1019 – 1057.

المطبقة لها، حيث لم يتجاوز هذا المعدل في بعض الدول كالصين ٠,٥% من إجمالي الأرباح المحققة^(١)، ويتضح أيضاً من استقرار المادة سالفة الذكر أن السعر المقرر لتلك الضريبة يأتي استثناءً من الأسعار المقررة بمقتضى المادة الثامنة من قانون الضريبة على الدخل، حيث عدت تلك المادة من ذلك القانون الأسعار التي تفرض بها تلك الضريبة على الدخل المختلفة بـ ١٠%، ١٥%، ٢٠%، والمعدلة بعد ذلك بالقانون رقم ٩٦ لسنة ٢٠١٥م.

حالة تخفيض سعر الضريبة:

على الرغم من خضوع الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المقيدة بالبورصة المصرية لمعدل ضريبي قدر بـ ١٠% من إجمالي الأرباح، إلا أن نفس المادة سالفة الذكر قد أشارت إلى أن هذا المعدل الضريبي ينخفض من ١٠% إلى ٥% في حالة زيادة نسبة مساهمة الشخص الطبيعي (صاحب الأسهم) في رأس مال تلك الشركة عن ٢٥% (أي يمتلك أكثر من ربع رأس المال)، وكان له حق التصويت على القرارات المؤثرة في رأس مال ومستقبل تلك الشركة، ففي تلك الحالة الأخيرة ينخفض مقدار تلك الضريبة على أرباح ذلك الشخص إلى ٥%، وذلك تخفيفاً للعبء الضريبي على ذلك الشخص، وتشجيعاً له على المساهمة في رأس مال الشركة، ودون أن يكون لتلك الضريبة أي تأثير على قراراته الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، إلا أن ذلك التخفيض مشروط بكون مدة حيازة هذا الشخص للأوراق المالية (أسهم -

(¹) Li Zhang and Dong Li - The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market - Department of Economics, East Carolina University M.S. Research Paper, 1997, pp: 2- 20.

حصص) لا تقل عن سنتين، وأيضاً دونما خصم أية تكاليف يكون قد تحملها في سبيل الحصول على تلك الأرباح.

خامساً: خصم وترحيل الخسائر الرأسمالية:

نتحدث في هذا الجانب من الدراسة عن تلك الخسائر التي تتحقق، وتقع على ذلك الشخص الطبيعي الخاضع لضريبة الأرباح الرأسمالية، فما هو وضع تلك الخسائر المحققة، سواءً من ناحية الخصم أو الترحيل، وسوف يندرج حديثنا في هذا الجانب تحت نص المواد ٢٩، ٢٩ مكرر من قانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م وما تضمنه من تعديل في هذا الشأن، فقد نصت المادة ٢٩ مكرر على أن "تخصم الخسائر الرأسمالية المحققة نتيجة التصرف في الأوراق المالية في حدود الأرباح الرأسمالية المحققة من التصرف في أوراق مالية خلال السنة الضريبية ذاتها، وفي حالة زيادة الخسائر الرأسمالية المحققة وفقاً لأحكام الفقرة السابقة من هذه المادة عن الأرباح الرأسمالية المحققة خلال السنة الضريبية يسمح بترحيل الزيادة في الخسائر من الأرباح المحققة نتيجة التصرف في الأوراق المالية في السنوات التالية وحتى السنة الثالثة، وقد تحقق هذا الوضع الدراماتيكي في بعض دول شرق آسيا، التي وصلت خسائر أسواقها المالية إلى ما يقرب من ٤٠%^(١)، مما يستوجب إجراء ترحيل وخصم تلك الخسائر.

ومن خلال استقراء نص المادة سالفة الذكر في فقرتها الأولى افترض

المشروع:

(١) Roberto Bendini – Exceptional measures: The Shanghai stock market crash and the future of the Chinese Economy – Directorate-General For External Policies, Policy Department, European Parliament, September 2015, pp:4 - 13.

- ١- أن هناك خسائر تعرض لها الشخص الطبيعي نتيجة ممارسة الاستثمار في الأوراق المالية خلال السنة الضريبية، والتي غالباً ما يكون معظمها ناتج عن تردد المستثمر في اتخاذ قراراته بالبيع والشراء^(١).
- ٢- أن هناك أرباح حصل عليها الشخص الطبيعي (المستثمر) نتيجة استثماره في الأوراق المالية داخل البورصة المصرية خلال نفس السنة.
- ٣- افترض أن الخسائر التي تعرض لها المستثمر خلال السنة الضريبية هي أقل من الأرباح التي حققها الشخص خلال ذات السنة، وأنه (المشرع) قضى في هذا الشأن بإجراء مقاصة بين الخسائر والأرباح التي تحققت خلال السنة، بحيث يتم خصم الخسائر من الأرباح، وتفرض الضريبة على الجزء المتبقي من الأرباح بعد إجراء عملية المقاصة، متى جاوز هذا الجزء المتبقي عشرة آلاف جنيه، وهذا هو ما يتضح من نص الفقرة الأولى من المادة المشار إليها، والمتعلقة بالخصم الضريبي، والذي لا شك أنه يعمل على إعادة التوازن إلى المحفظة الاستثمارية لهذا المستثمر^(٢).
- ٤- الافتراض الرابع، وهو ما تحدثت عنه الفقرة الثانية من المادة سالفه الذكر، والذي يتحدث فيه المشرع عن عملية ترحيل الخسائر، وذلك في حالة زيادتها وتجاوزها لحد الأرباح المحققة (أي زيادة الخسائر عن الأرباح)، فقد أشار المشرع هنا إلى أنه إذا تعرض المستثمر خلال السنة الضريبية المعنية لخسائر فاقت الأرباح المحققة خلال نفس السنة، نتيجة

(¹) Terrance Odean - Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? - The Journal of Finance • Vol. LIII, No.5, October 1998, pp:1775 - 1796.

(²) Margaret Hwang Smith and Gary Smith - Harvesting capital gains and losses - Financial Services Review 17 Department of Economics, Pomona College, Claremont, CA 91711, USA, 2008, pp:308 - 321.

استثماره في الأوراق المالية المختلفة بالبورصة، فقد سمح له (إلى جانب الخصم المشار إليه في الفقرة السابقة) بترحيل تلك الخسائر التي تعرض لها خلال فترة لا تتجاوز ثلاث سنوات تالية للسنة التي تحققت بها الخسائر، وذلك استثناءً من نص المادة ٢٩ (الأصلية)، والتي قضت بترحيل ونقل الخسائر المحققة في إطار الأنشطة التجارية والصناعية لمدة خمس سنوات تالية للسنة محل الخسارة، وتعتبر عملية خصم الخسائر من ناحية، وترحيلها من ناحية أخرى عبارة عن عملية علاج وتعويض للتكاليف والخسائر التي تكبدها الشخص لأمواله خلال سنوات الخسارة^(١).

٥- الافتراض الخامس الذي افترضه المشرع هنا (من استقراء نص المادة) هو تحقيق المستثمر (الشخص الطبيعي) لأرباح خلال السنوات الثلاثة التالية حتى يخضم منها الخسائر التي تحققت خلال السنة الضريبية محل الخسارة.

سادساً: تجنب الازدواج الضريبي:

يعمل تجنب الازدواج الضريبي على تحقيق العديد من المزايا، أهمها تحقيق نوع من العدالة في التدفقات المالية (دون التمييز في المعاملة الضريبية)، كما أنه يعمل على العدالة أيضاً في عملية تقييم المركز الاقتصادي للمستثمر، وعدم المبالغة في تكلفة رأس المال^(٢)، ويخضع هذا الجانب من

(١) Carol Moylan -Treatment of Employee Stock Options in the U.S. National Economic Accounts - Bureau of Economic Analysis U. S. Department of Commerce Washington, DC 20230, USA, 2005, p:3.

(٢) Bhavik R. Parikh^{and}Pankaj Jain andRonald W. Spahr - The Impact of Double Taxation Treaties on Cross Border Equity Flows, Valuations and Cost of Capital - Department of Finance, Insurance and Real Estate Fogelman College of Business and Economics, University of Memphis, March 2011, pp:4 – 15.

الدراسة ويندرج تحت نص المادة ٤٦ فقرة (٦)، والتي تتحدث عن تجنب أي ازدواج ضريبي ما بين الضريبة التي يدفعها الشخص الطبيعي في الخارج (في حالة امتلاكه لأوراق مالية في دولة أو في عدة دول بالخارج)، والضريبة التي يدفعها نتيجة استثماره في الأوراق المالية داخل البورصة المصرية.

حيث أشارت المادة سالفة الذكر إلى "أن تخصم ما يؤدي من ضريبة مدفوعة طبقاً للقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥، والمعدل بالقانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م في الخارج من الضريبة المحسوبة على إيرادات وتوزيعات الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية، والمحقة داخل البورصة المصرية، وافترض المشرع هنا:

- ١- امتلاك المستثمر المقيم في مصر لأكثر من ورقة مالية له في دول مختلفة كما يحدث بشكل عام بالنسبة لكثير من المستثمرين دولياً^(١).
- ٢- أنه قام بسداد الضريبة على توزيعات أرباح أوراقه المالية المقيدة بالخارج، مع التزامه بسداد الضريبة المفروضة عليه طبقاً للقانون المصري عن ذات الأوراق المالية المملوكة له بالخارج خلال نفس السنة الضريبية محل المحاسبة، طالما توافر شرط الإقامة بمصر.

وفي هذا الإطار سعى المشرع المصري إلى تشجيع المستثمر المصري بالخارج في الأوراق المالية، من خلال إجراء عملية المقاصة بين الضرائب المدفوعة بالخارج من الضرائب المستحقة عليه بالداخل، مستهدفاً بذلك الإجراء التحفيزي تجنب الازدواج الضريبي، وفي ذلك أشار إلى خصم ما يقوم الممول بسداده من ضريبة بالخارج على تلك الإيرادات الخاصة

(¹) Paul A. Grout and William L. Megginson and Anna Zalewska - One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World – Op.Cit, p:7

بتوزيعات الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية، من الضريبة المحسوبة والمفروضة عليه في مصر، خلال نفس السنة الضريبية، بشرط ألا يزيد سعر الضريبة المقررة في الخارج عن سعر الضريبة المقدرة في مصر، وإلا طرحت هذه الزيادة، ولا شك أن هذا الإجراء (الخصم) يعد خطوة هامة تعمل على تشجيع الفرد على الاستثمار في الأوراق المالية مساهماً بذلك في دعم النمو الاقتصادي داخل بلده، كما تفعل كثير من الدول المتقدمة في هذا المجال^(١).

أما في حالة كون الضريبة المفروضة على الممول بالخارج أقل من الضريبة المحسوبة في مصر على تلك الأرباح، فهنا يحق للإدارة الضريبية تحصيل ذلك الفارق بين سعر الضريبة المفروضة طبقاً للقانون المصري (١٠% على ما جاوز الـ ١٠٠٠٠٠ ج دون خصم أي تكاليف)، وبين سعر الضريبة المسددة بالخارج على توزيعات أرباح الأوراق المالية، وهو الأمر الذي روعى فيه تطبيق مبدأ العدالة الضريبية من جهة، وتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية من جهة أخرى، (وخاصة فيما يتعلق بالاستثمار المالي بالاقتصادات الناشئة التي تواجه تحديات كبيرة في هذا المجال)^(٢)، حيث أن الممول لا تتم محاسبته عن توزيعات الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق

(1) Boopen Seetanah and Rojid Sawkut and Vinesh Sannasee - Stock Market Development and Economic Growth in Developing countries: Evidence from Panel VAR framework - Journal of Economics and Business Volume 61, Issue 2, 2012, pp:5 – 21.

(2) Etienne Musonera - Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenges and Opportunities - The Journal of International Management Studies, Volume 3, Number 2, August 2008, pp:62 – 67.

المالية إلا لمرة واحدة فقط خلال السنة الضريبية، مهما تعددت مصادر الاستثمار في الأوراق المالية.

نموذج لحساب الضريبة على أرباح الأوراق المالية في مصر^(١):

يتضمن هذا النموذج نوعين من الحسابات على النحو التالي:

أولاً: حساب الضريبة بالنسبة للمصريين الأفراد والمؤسسات:

١- يتم حساب الضريبة من الربح فقط الناتج عن الفرق بين تكلفة الاقتناء و

صافي قيمة عملية البيع بعد خصم عمولة الوساطة الحكيمه بواقع

(٠,٠٠٣) ثلاثة في الألف ويتم حسابها نهاية كل جلسة تداول.

٢- الأرباح الرأسمالية = (تكلفة اقتناء الورقة المالية - صافي قيمة البيع (قيمة

بيع الورقة المالية - عمولة الوساطة الحكيمه بواقع (٠,٠٠٣) ثلاثة في

الألف).

٣- ضريبة الأرباح الرأسمالية = (الأرباح الرأسمالية × ١٠%).

٤- لا يتم خصم هذه الضريبة من تسوية العمليات، بل تتولى مصلحة

الضرائب تحصيلها في نهاية السنة الضريبية بناء على ما ورد إليها من

بيانات من شركة مصر للمقاصة.

٥- يتم حساب الربح والخسارة للعملاء المصريين سواء الأفراد أو الشركات

في نهاية السنة الضريبية، ثم يتم حساب الضريبة على الأرباح المحققة

فقط بنسبة ١٠%، وفي حالة تحقيق خسارة في نهاية السنة الضريبية يتم

ترحيل الخسارة للسنة الضريبية التالية حتى ثلاث سنوات.

(١) تم عمل هذا النموذج بواسطة شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي

- ٦- يتم حساب إجمالي الضريبة المستحقة في نهاية السنة الضريبية يوم ٣١ ديسمبر على صافي الربح والخسارة.
- ٧- في حالة الخسارة يتم ترحيل مبلغ الخسارة للسنة الضريبية التالية حتى ثلاث سنوات.

مثال توضيحي: لعميل مصري بائع ل ١٠٠٠ سهم مطاحن يوم ٢ يوليو ٢٠١٤

م	الورقة المالية	العملة	الكمية	تكلفة الاقتناء	صافي البيع	الربح أو الخسارة	الضريبة المستحقة	الضريبة المخصومة	الضريبة المتبقية	نوع الحالة
١	مطاحن	١	١٠٠٠	١١٥,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	٥,٠٠٠+	٥٠٠	صفر	٥٠٠	ربح
٢	مطاحن	١	١٠٠٠	١١٥,٠٠٠	١١٠,٠٠٠	٥,٠٠٠-	صفر	صفر	صفر	خسارة
م	الورقة المالية	العملة	الكمية	تكلفة الاقتناء	صافي البيع	الربح أو الخسارة	الضريبة المستحقة	الضريبة المخصومة	الضريبة المتبقية	نوع الحالة
١	مطاحن	١	١٠٠٠	١١٥,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	٥,٠٠٠+	٥٠٠	صفر	٥٠٠	ربح
٢	مطاحن	١	١٠٠٠	١١٥,٠٠٠	١١٠,٠٠٠	٥,٠٠٠-	صفر	صفر	صفر	خسارة

ثانياً: طريقة الحساب الختامي للضريبة على الأرباح الرأسمالية بالنسبة للمصريين تحسب في نهاية كل سنة:

- ١- يتم حساب الربح والخسارة لجميع الأوراق المالية التي بمحفظه العميل الناتج عن التداول في هذه السنة الضريبية.
- ٢- في حالة الربح فإن مصلحة الضرائب هي الجهة الوحيدة المنوط بها تحصيل الضريبة المستحقة على العملاء بناء على ما يرد إليها من بيانات من شركة مصر للمقاصة.
- ٣- يحق للعميل الحصول على بيان إجمالي الربح والخسارة وقيمة الضريبة المستحقة على محفظته في نهاية السنة الضريبية.

مثال توضيحي للحساب الختامي لمحفظه عميل مصري

م	الورقة المالية	عملة	الكمية	صافي البيع	تكلفة الاقتناء	الربح أو الخسارة	الضريبة المستحقة ١٠%	نوع الحالة
١	مطاحن	١	١٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	١١٥,٠٠٠	٥٠٠٠+	٥٠٠	ربح
٢	Cib	١	١٠٠٠	١١٠,٠٠٠	١١٥,٠٠٠	٥٠٠٠-	صفر	خسارة
٣	كابلات	١	١٠٠٠	٦٥,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٥٠٠٠+	٥٠٠	ربح
٤	سويدي	١	١٠٠٠	٦٥,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٥٠٠٠-	صفر	خسارة
٥	طلعت	١	١٠٠٠	١٠٥,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	٥٠٠٠+	٥٠٠	ربح
إجمالي الحساب الختامي محفظة عميل مصري في يوم ٣١ ديسمبر						٥٠٠٠+	٥٠٠	ربح

تقوم مصلحة الضرائب هنا بتحصيل مبلغ ٥٠٠ جنية قيمة الضريبة المستحقة على الربح المحقق لهذا العميل.

مثال توضيحي للحساب الختامي لمحفظه عميل مصري يوم ١٢/٣١

م	الورقة المالية	عملة	الكمية	صافي البيع	تكلفة الاقتناء	الربح أو الخسارة	الضريبة المستحقة ١٠%	نوع الحالة
١	مطاحن	١	١٠٠٠	١١٠,٠٠٠	١١٥,٠٠٠	٥٠٠٠-	صفر	ربح
٢	Cib	١	١٠٠٠	١١٠,٠٠٠	١١٥,٠٠٠	٥٠٠٠-	صفر	خسارة
٣	كابلات	١	١٠٠٠	٦٥,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٥٠٠٠+	٥٠٠	ربح
٤	سويدي	١	١٠٠٠	٦٥,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٥٠٠٠-	صفر	خسارة
٥	طلعت	١	١٠٠٠	١٠٥,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	٥٠٠٠+	٥٠٠	ربح
إجمالي الحساب الختامي محفظة عميل مصري في يوم ٣١ ديسمبر						٥٠٠٠-	صفر	خسارة

وهنا لا يتم تحصيل أي مبلغ ضرائب من هذا العميل ويتم ترحيل مبلغ ٥٠٠٠ جنيه كخسارة إلى السنوات الضريبية التالية حتى ثلاث سنوات. كانت هذه قراءة سريعة ونبذة توضيحية لبعض ما اشتملت عليه تعديلات قانون الضرائب على الدخل، وخاصة فيما يتعلق منها بالتعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وما ينتج عن هذا التعامل من أرباح يتم توزيعها على حملة تلك الأوراق، من خلال إخضاعها للضريبة على الأرباح الرأسمالية على النحو المشار إليه في السطور السابقة.

المطلب الثاني

مبررات فرض الضريبة على أرباح سوق

الأوراق المالية في مصر

تعتبر الضريبة (بشكل عام) من أهم أدوات السياسة المالية والاقتصادية اللازمة لتحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، فالضريبة في أي مجتمع من المجتمعات ليست مقصودة بالتطبيق لذاتها، ولكنها تستخدم لتحقيق منظومة متكاملة من الأهداف التي يسعى إليها المجتمع ككل^(١)، وعند الحديث عن قيام السلطات الضريبية في مصر بفرض وتطبيق الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن تعاملات سوق الأوراق المالية، نجد أنها كانت تستهدف تحقيق تلك المجموعة من الأهداف المالية والاقتصادية والاجتماعية والسياسية، إلى جانب وجود العديد من المبررات والدواعي لفرض تلك الضريبة، ولذلك فإن الباحث سوف يقوم في السطور التالية بمحاولة توضيح وبيان أهم المبررات التي دفعت إلى فرض تلك الضريبة على الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية بالبورصة المصرية على النحو التالي:

أولاً: تلبية مقتضيات العدالة الضريبية:

عندما نتحدث عن العدالة الضريبية بشكل عام نجد أنها توجد نوعين من الالتزامات المتبادلة ما بين دافعي الضرائب من ناحية، والدولة من ناحية أخرى، فالدولة لها حقوق في ذمة دافعي الضرائب، والعكس صحيح، ترتب

(١) Reuven S. Avi-Yonah – Three Goals of Taxation - University of Michigan Law School Scholarship Repository, Tax. L. Rev, No.1, 2006, pp:1 – 28.

مقتضيات العدالة الضريبية حقوقاً لدافعي الضرائب في ذمة الدولة^(١)، فحتى تتحقق العدالة الضريبية المنشودة في ظل مجتمع ضريبي مثالي، لا بد لكل طرف من أطراف المنظومة الضريبية أن يوفٍ بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، فحتى يستطيع ويحق للأفراد مطالبة الدولة بتحقيق العدالة الضريبية فيما بينهم، لا بد أولاً من توافر أسى صفات الالتزام الضريبي فيهم، حتى يتحقق المجتمع الضريبي الأمثل، وكما أشار Jenice Robinson أن هناك عدة أسباب تدعو إلى إجراء الإصلاح الضريبي في أي مكان بالعالم، وعلى رأسها تحقيق العدالة الضريبية^(٢).

وتلبية لمقتضيات العدالة الضريبية فنرى أن القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م حاول تحقيق جزء من العدالة الضريبية، حيث كان المستثمر في مختلف الأنشطة الأخرى التجارية والصناعية وغيرها يخضع لضريبة الدخل على ما يحققه من أرباح نتيجة ممارسته لنشاطه، في حين أن مستثمر البورصة لا يخضع لأي ضريبة على أرباح التداول، بالرغم من استفادة الاقتصاد من المستثمر الأول بصفة مباشرة في كثير من المجالات، منها مكافحة البطالة وزيادة الناتج القومي، بما يعكس مردوده الإيجابي على عمليات التنمية الاقتصادية داخل البلاد^(٣)، وبالتالي فإن فلسفة فرض الضريبة على أرباح

(١) John Christensen and Richard Murphy – Tax us if you can – Tax Justice network, Foreword to the Second edition, 2014, pp: 7 – 8.

(٢) Jenice Robinson -Citizens for Tax Justice -Addressing the Need for More Federal Revenue, CTJ, April 2015, pp:1 – 3.

(٣) See:

- Michael Wasylenko - Taxation and Economic Development: The State of the Economic Literature - Research Associate in the Center for Policy Research at the Maxwell School of Citizenship and Public Affairs, Syracuse University, New England Economic Review, March/ April 1997, pp: 38 – 49.

- Eric Engen & Jonathan Skinner – Taxation and Economic Growth – National Tax Journal, Vol. 49, No. 4, December 1996, pp: 617 – 642.

البورصة تعد فلسفة مقبولة نظرياً من المجتمع، كمحاولة من المشرع لإيجاد نوع من العدالة الضريبية بين كل من يحصل على أرباح من نشاطه.

ثانياً: مواجهة العجز المزمع في الموازنة العامة للدولة:

يختلف التطور الاقتصادي من بلد إلى آخر بحسب النظرة إلى الموازنة العامة لكل دولة من الدول، فزيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب يؤديان إلى عجز الموازنة العامة، ويؤثران في نفس الوقت على باقي المتغيرات الاقتصادية في المجتمع، على عكس دولة أخرى تقوم بإحداث التوازن بين أدوات السياسة المالية بها، حتى لا تغطي النفقات على الإيرادات والعكس^(١)، وتعانى مصر عجزاً مالياً شديداً في الموازنة العامة منذ سنوات طويلة، لاسيما في فترة الخمس سنوات الأخيرة، نتيجة اضطراب الأوضاع السياسية فيها، حيث بلغ عجز الموازنة العامة خلال عام ٢٠١٣/٢٠١٤م حوالي ٢٠٥ مليار جنيه، بما يعادل نسبة ١٠,٥% من الناتج المحلي، انخفض بعدها هذا المعدل في عام ٢٠١٤/٢٠١٥م حتى بلغ ١٨٩ مليار جنيه، وبما يعادل ٩,٢% من إجمالي الناتج المحلي، ويرجع ذلك الانخفاض إلى ورود موارد ومنح نقدية وعينية استثنائية ضخمة تقدر بنحو ١١٧ مليار جنيه تقريباً^(٢)، ولا شك أن الحكومة المصرية تحاول بشتى السبل السيطرة على هذا العجز، سواءً بزيادة الإيرادات، وخاصةً الضريبية (من خلال ما تجريه من تعديلات وإضافات بين الحين والآخر)، أو من خلال ضغط النفقات وتأتى

(١) Laurence Ball N. Gregory Mankiw - What Do Budget Deficits Do? - Michael Rashes for research assistance and to the National Science Foundation for financial support, 2000, p:96.

(٢) البيان المالي من مشروع الموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠١٤/٢٠١٥م - وزارة المالية، القاهرة، يونيو ٢٠١٤م ص ٢٩ - ص ٣٠.

محاولة فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية (على الرغم من تأجيل تطبيقها لمدة عامين) من جانب الحكومة كوسيلة لزيادة الإيرادات الضريبية، ومحاولة السيطرة على عجز الموازنة، وتعتبر تلك الخطوة من أهم المبررات لفرض تلك الضريبة.

ثالثاً: مواكبة تطورات العولمة الضريبية:

تقتضى مواكبة تطورات العولمة الضريبية إحداث حالة من التكامل الاقتصادي، من خلال خضوع جميع الأنشطة الاقتصادية للنظام الضريبي^(١)، وتعتبر عملية فرض الضريبة على الأرباح المتحققة نتيجة التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة المصرية ليست بالأمر المستحدث أو الجديد عالمياً، فلقد سبقت مصر في تطبيق تلك الضريبة العديد من دول العالم، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، مروراً بالبرازيل والهند وماليزيا، وانتهاءً بدول الإتحاد الأوروبي، هذا إلى جانب غيرها من الدول^(٢)، وعلى الرغم من أن تلك الدول عندما سعت إلى تطبيق هذه الضريبة كان هدفها الرئيسي من ذلك هو الحد من المضاربة، ودخول وخروج الأموال الساخنة إلى بورصاتها،

(١) Manmohan S. Kumar and Dennis P. Quinn -Globalization and Corporate Taxation - IMF Working Paper, Fiscal Affairs and Finance Department, International Monetary Fund, October 2012, pp: 3 – 12.

(٢) Gene Amromine and Paul Harrison, and Steven Sharpe – How Did The 2003 Dividend Tax Cut Affect Stock Prices? – Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington D.C., 2006, pp:3 – 18.

ومنع التأثيرات السلبية لذلك^(١)، فإن الوضع مختلف تماماً في مصر، فالهدف الرئيسي من فرضها، لاسيما في تلك الظروف السياسية والاقتصادية التي تمر بها مصر منذ عام ٢٠١١م، هو معالجة العجز المالي الذي تعانيه مصر، نتيجة اضطراب الأوضاع السياسية والاقتصادية خلال تلك الفترة وما بعدها. وبالتالي فأياً كان الغرض من فرض تلك الضريبة في مصر، فلا شك أن فرضها يعد ضرورة ملحة في الآونة الأخيرة (على الرغم من اختلاف وجهة نظرنا في مدى صحة فرضها في تلك الظروف التي تمر بها مصر) وذلك حتى تواكب مصر ركب التطور العالمي في مجالات فرض الضرائب ومستحدثاتها، إلى جانب العديد من الأهداف والمبررات التي سعت مصر من أجلها إلى فرض تلك الضريبة.

رابعاً: استكمال منظومة المجتمع الضريبي في مصر:

تفرض الضرائب (سواء في مصر أو في أي مكان بالعالم) بشكل عام طبقاً لقاعدة هامة، وهي قاعدة عمومية الضريبة، بمعنى أن الضريبة تفرض على جميع الأفراد المقيمين في أرض الدولة، وعلى جميع الدخل المتحققة داخل الدولة^(٢)، وبالتالي فتطبيقاً لتلك القاعدة لا بد أن تفرض الضريبة على الأرباح المتحققة نتيجة التعامل في الأوراق المالية (أسهم - سندات) داخل سوق الأوراق المالية المصرية، أو حتى الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية في الأسواق العالمية، متى كان صاحب تلك الأسهم حاملاً

(١) شريف جاب الله - دراسات: جدل حول فرض ضريبة على المعاملات المالية بالبورصة - جريدة الأهرام، الملحق الاقتصادي، العدد ٤٦٠٠٦، الصفحة الأولى، ٢٠١٢م.

(٢) James M. Buchanan - The Political Efficiency of General Taxation - National Tax Journal, Vol. 46, no. 4, (December, 1993), pp. 401-410.

للجنسية المصرية، ومن ثم تتوسع الإدارة الضريبية في القاعدة الضريبية إلى أبعد مدى، بإدخال أكبر عدد من الممولين أصحاب الدخل المتحققة في مصر، حتى تستكمل بذلك منظومة المجتمع الضريبي، بإخضاع أكبر عدد من الدخل والأفراد داخل إطار المنظومة الضريبية، حيث يعتبر توسيع القاعدة الضريبية على هذا النحو كوسيلة لزيادة الموارد المالية هي أفضل من رفع أسعار الضرائب الأخرى، والتي قد تقابل بالرفض المجتمعي^(١).

خامساً: البحث عن مصدر جديد للموارد المالية:

تتعدد مصادر الموارد المالية التي تلبي الدولة منها احتياجاتها، وعلى رأسها الموارد الضريبية كمصدر داخلي، والسياحة كمصدر خارجي^(٢)، واستكمالاً للمبررات السابقة التي تدعوا إلى فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية المتحققة من التعامل في الأوراق المالية داخل سوق الأوراق المالية (وتحديداً مبرر مواجهة عجز الموازنة العامة للدولة) يأتي هذا المبرر الأخير تنويجاً لكل المبررات السابقة، فمصر منذ فترة كبيرة تبحث عن المزيد من الموارد المالية اللازمة لتلبية أوجه الإنفاق المتعددة، حيث تعمل على تلبيةها (في حالة نقص الموارد المالية العادية) في الفترات الأخيرة عن طريق الاقتراض، وخاصة الداخلي، والمتمثل في طرح أدونات الخزانة العامة، وبالتالي تعد تلك الضريبة بمثابة المصدر والمورد الجديد من أجل المساهمة في تلبية الاحتياجات المالية للدولة، فعلى الرغم من تعدد الأغراض والمبررات

(١) OECD - Choosing a Broad Base- Low Rate Approach to Taxation - Centre for Tax Policy and Administration, OECD Tax Policy Studies No.19 2010, pp: 1 – 2.

(٢) Alberta Parks – Tourism Funding Sources Guides - A guide to funding and business advisory sources, Cautionary Note for Use of This Document, 2015. p:2.

لفرضها، إلا أن مجرد اعتبارها مصدراً مالياً جديداً لتغذية الخزانة العامة بالموارد المالية يعد هو الأهم بين تلك المبررات السابقة.

المطلب الثالث

بعض التجارب الدولية في تطبيق الضريبة

على أرباح سوق الأوراق المالية

تحتل الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية مكانة هامة وتاريخ طويل في الفكر السياسي الدولي، وخاصةً في أعقاب الأزمات الاقتصادية، واستقطبت تلك الضريبة اهتمام دول العالم، وخاصةً في بعض أوساط العالم المتقدم، فتاريخياً يوجد نوعين من العوامل المحفزة على الأخذ بتلك الضريبة، الأول: هو قدرتها على توفير حصيلة مرتفعة من الموارد المالية، الثاني: هو إمكانية النظر إليها كوسيلة للحد من المضاربة في البورصات العالمية، والحد من تقلبات أسعار الأسهم، وفي السطور التالية سوف نتناول بعض النماذج العالمية المطبقة للضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية داخل البورصات العالمية^(١):

أولاً: الضريبة على أرباح الأوراق المالية في الولايات المتحدة:

في عام ٢٠١١م أجرى كلاً من Pomeranets and Weaver^(٢) دراسة حول مدى تأثير التغيير في مستويات ومعدلات الضريبة على أرباح الأوراق المالية، أو ما يسمى بالضريبة على الصفقات المالية Financial

(١) Anna Pomeranets – Financial Transaction Taxes: International Experiences – Issues and Feasibility, Financial Markets Department, Bank of Canada Review, Autumn 2012, pp:5 – 8.

(٢) Pomeranets A. and D.G. Weaver – Security Transaction Taxes and Market Quality – Bank of Canada, working Paper, No. 2011- 26, 2011, p:6.

Transactions Taxes لبيان مدى التأثير على حجم السيولة، والتقلبات في قيم أسعار الأسهم في ولاية نيويورك بين عامي ١٩٣٢ - ١٩٨١. وترجع البداية في تطبيق تلك الضريبة في الولايات المتحدة إلى عام ١٩٠٥م، وتحديداً من بورصة نيويورك، وفرضت الضريبة حينها على أساس القيمة الاسمية للسهم، وفي عام ١٩٣٢ (خلال فترة الكساد العظيم) ضاعفت الدولة من معدل الضريبة المفروضة، من أجل البحث عن موارد إضافية في ذلك الحين، حيث حدد مقدار الضريبة في البداية بحوالي ٠,٢%، ثم تضاعفت إلى ٠,٤%^(١).

وخلال تلك الفترة قامت العديد من الشركات بتخفيض القيمة الاسمية للأسهم (المقدرة على أساسها الضريبة) من أجل الحد من التأثيرات السلبية للضريبة على صفقاتها المالية (FTT)، وتلافياً لذلك التأثير السلبي قامت الدولة بتغيير قاعدة وأسلوب تطبيق تلك الضريبة، لتصبح الضريبة مفروضة على أساس الأسعار الفعلية للأسهم في السوق، وليس على أساس القيمة الاسمية لها، وتوالى التعديلات في معدلات الضريبة بعد ذلك، حيث تم إجراء عدة تعديلات قدرت بثلاثة تعديلات بعد عام ١٩٣٣م.

وفي تلك الأحيان تعرضت بورصة نيويورك للضغوط، بسبب انسحاب الكثير من المستثمرين، نتيجة العبء الضريبي المرتفع على أرباح تعاملاتهم المالية في الأسهم والسندات، وذلك بحجة أن تلك الضريبة سوف تجعل بورصة نيويورك في وضع غير تنافسي مع غيرها من البورصات الإقليمية، التي تقع خارج نيويورك (خارج الولايات المتحدة، حيث كانت بورصة

(١) Leonard E. Burman, William G. Gale and Others – Financial Transaction Taxes in Theory and Practice – TPC, Tax Policy Center Urban Institute and Brookings Institution, Discussion draft, July 2015, pp:5 – 6.

نيويورك هي أكبر وأشهر بورصات الولايات المتحدة)، واستمر العمل بتلك الضريبة، حتى بدأ التخلص منها تدريجياً في خلال أربع سنوات، بدءاً من عام ١٩٧٨م وحتى عام ١٩٨١م، واستخلص كلاً من Pomeranets and Weaver أن الضريبة على الصفقات المالية في نيويورك ترتب عليها الآتي^(١):

- زيادة حدة التقلبات في أسعار الأسهم.
 - انخفاض أحجام التداول والتعاملات في بورصة نيويورك.
 - إعاقة النمو الاقتصادي.
 - تخفيض القيمة المالية للأرباح المتوقعة.
 - تؤثر بشكل عام على جودة سوق الأوراق المالية.
- لا أن الوضع بعد ذلك أخذ في التغير، ففي عام ٢٠١٠م تم الأخذ والعمل بتلك الضريبة مرة أخرى، حيث فرضت بنسبة مرتفعة عن ذي قبل، وقدرت تلك النسبة أو المعدل الضريبي بحوالي ١% من قيمة الأرباح المحققة^(٢).

ثانياً: الضريبة على أرباح الأوراق المالية في السويد^(٣):

في عام ١٩٨٤م قامت السويد بفرض وتطبيق ضريبة على معاملات سوق الأوراق المالية نتيجة الأرباح المحققة فيها بنسبة ١% على تعاملات الأسهم، تضاعفت بعدها إلى ٢% عام ١٩٨٦م، في نفس الوقت الذي قام فيه

(^١) Leonard E. Burman, William G. Gale and Others – Financial Transaction Taxes in Theory and Practice – TPC, Tax Policy Center Urban Institute and Brookings Institution, Discussion draft, July 2015, p:7.

(^٢) Op.Cit. p:8.

(^٣) Anna Pomeranets – Financial Transaction Taxes: International Experiences – Issues and Feasibility, Financial Markets Department, Op. Cit, p:6.

Umlauf 1993^(١) بدراسة تأثير تلك الضريبة وتغير معدلها على تقلبات أسعار الأسهم في السوق المالي السويدي، وانتهت هذه الدراسة إلى أن تلك الضريبة لم تعمل على مواجهة تقلبات أسعار الأسهم، خاصةً بعد زيادة معدل الضريبة من ١% إلى ٢%، وعلى الرغم من ذلك فإنها لم تنخفض، أي أن التقلبات في أسعار الأسهم كانت تدور في منطقة ثابتة أو زيادة أسعار الأسهم عن الأسعار التي كانت عليها عند فرض الضريبة.

علاوة على ذلك، فقد استخلصت دراسة Umlauf 1993 أن ٦٠% من حجم عمليات التداول، والتي تمثلها الـ ١١ شركة الأكثر تداولاً في بورصة ستوكهولم قد هاجرت للاستثمار والمتاجرة في بورصة لندن (والتي لم تكن تطبق الضريبة على أرباح الأوراق المالية في ذلك الوقت)، وذلك حتى تتجنب الضريبة المفروضة على أرباحها في السوق المالي السويدي، مما ترتب عليه انخفاض حدة تقلبات سوق الأسهم في لندن عن التقلبات الموجودة في بورصة ستوكهولم، حيث انخفضت أحجام التداول في ستوكهولم، كما انخفضت حصيلة الإيرادات من الضريبة الرأسمالية على أرباح البورصة السويدية، حتى بلغت ٤ مليار كرون في عام ١٩٨٨م، بعد زيادة معدلات الضريبة^(٢).

(١) Umlauf, S.R. – Transaction Taxes and The Behavior of the Swedish Stock Market – Journal of Financial Economics, No.33, 1993, pp:227 – 240.

(٢) Umlauf, S.R. – Transaction Taxes and The Behavior of the Swedish Stock Market – Journal of Financial Economics, Op.Cit, p:230.

ثالثاً: الضريبة على أرباح الأوراق المالية في ألمانيا^(١):

نتيجة الضغوط المالية التي تتعرض لها دول الإتحاد الأوروبي، فقد اتفق الأعضاء وجميع المشاركين في منطقة اليورو على ضرورة التوصل إلى إيجاد بديل مناسب لتعويض النقص في حجم الإيرادات الضريبية على مستوى منطقة اليورو، وهو ما جعل صناع السياسة في الإتحاد الأوروبي يرضخون إلى حد كبير إلى هذا الواقع الذي يفرض نفسه، والذي تمثل في ضرورة فرض ضريبة على ناتج تعاملات أسواق الأوراق المالية في الأسهم والسندات، وكانت على رأس تلك الدول ألمانيا الاتحادية، حيث اعترف وزير المالية الألماني Wolfgang Schauble وقال " نحن مضطرون إلى التركيز على البدائل المالية"، وهو الاقتراح بفرض الضريبة على أرباح الأوراق المالية المتداولة في البورصات، وكان ذلك في عام ٢٠١٢م، فضريبة الدمغة على الرغم من كونها سهلة التنفيذ نسبياً، إلا أنها سوف تقتصر على الأدوات المالية الناشئة في دول الإتحاد الأوروبي، وأن الأخذ باقتراح فرض الضريبة على أرباح الأوراق المالية سيترتب عليه زيادة الإيرادات اللازمة لتوفير الاحتياجات المالية المختلفة^(٢).

وبناءً على ذلك، فقد سعت ألمانيا باعتبارها إحدى دول الإتحاد الأوروبي إلى فرض تلك الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية لديها بمعدل ضريبي بسيط لا يتجاوز ١,٠% من القيمة الاسمية للسهم، وبشكل يجعل أسواق الأوراق المالية فيها (وباقى دول الإتحاد) قادرة على إجراء عمليات التداول،

(١) EUCE – The Politics of an EU Financial Transaction Tax - The European Union, Center of Excellence of The University of North Carolina at Chapel Hill is Funded by The European Union to advance Knowledge and Understanding of The EU and its member Countries EU Briefings, June 2012, pp:5 – 6.

(٢) Sara Krouse – FTT Inches Closer to Stamp Duty Model – Financial News, May, 2012, p:24.

والمحافظة على أحجامها دون عوائق تذكر في هذا الصدد، ومن ناحية أخرى المحافظة على وجود المستثمرين من شتى الجنسيات، واستمرار تعاملهم في الأسواق المالية بها، واعتبار تلك الأسواق عنصراً للجذب، وليس عنصراً للطرد، خاصة بعد فرض الضريبة بذلك المعدل المنخفض الذي لا يؤثر على حجم التعاملات في السوق الألماني^(١).

وفيما يلي بيان بعدد من الدول الأخرى المطبقة للضريبة على الأوراق المالية، ومعدلات تلك الضريبة على النحو التالي:

جدول (١) يوضح معدلات ووعاء الضريبة في عدة دول مختارة.

الدولة	معدل الضريبة ووعائها
إنجلترا	٠,٥% على أرباح الأسهم.
الأرجنتين	٠,٦% على الأسهم والسندات الحكومية.
البرازيل	٠,٦% على السندات لمدة ١٨٠ يوم فأقل.
الصين	٠,١% على أرباح الأسهم.
فرنسا	٠,٢% على أرباح الأسهم.
الهند	٠,١% على أرباح الأسهم.
إندونيسيا	٠,١% على أرباح الأسهم.
إيطاليا	٠,١% على أرباح الأسهم، ٠,٢% على الصفقات خارج البورصة.
روسيا	٠,٢% على قيمة أرباح الأسهم والسندات.
جنوب أفريقيا	٠,٢٥% على قيمة أرباح الأسهم.
كوريا الجنوبية	٠,٣% على قيمة أرباح الأسهم وسندات الشركات.
تركيا	٠,٢% على أرباح الأسهم، ٠,٦% على أرباح السندات.

Source:

Hillman and Ashford (2012) Unless Otherwise noted.

European Commission 2011.

European Commission 2013.

National Stock Exchange of India (2014).

(١) Op. Cit, p:26.

تعقيب:

من خلال استقراء السطور السابقة، والتي تحدثنا فيها عن فرض ضريبية أرباح الأوراق المالية في الدول المتقدمة، نجد أن تلك الدول عندما قامت بتطبيق الضريبة داخل أنظمتها الاقتصادية تحسست الواقع الاقتصادي لديها، ومدى قبوله لفرض تلك الضريبة من عدمه، وليس ذلك لعباً في تلك الضريبة أو لتأثيرها النفسي السيئ على المستثمرين، فالضرائب بشكل عام تمثل عبئاً نفسياً ومادياً على جميع المكلفين بها (أفراداً - شركات.... وغيرها)، ولكن نظراً لأن أسواق الأوراق المالية، هي بطبيعتها أسواقاً لديها مزيداً من الحساسية تجاه فرض الضريبة على أرباحها، خاصة وأن تلك الضريبة قد تطبق لدى بعض الدول دون البعض الآخر، مما يجعل من الأخيرة ملاذاً استثمارياً بعيداً عن تلك الأسواق التي تخضع أرباحها المالية للضريبة، فلو كان هناك إتحاد بين جميع دول العالم نحو فرض تلك الضريبة على أرباح الأوراق المالية، لما اختلف الأمر من سوقاً مالية لأخرى، ولكن نظراً للتفاوت الدولي في مدى تطبيق تلك الضريبة من عدمه، فقد اختلفت الاتجاهات الاستثمارية على حسب الأسواق المالية (من حيث الخضوع للضرائب من عدمه).

وبناءً على ما تقدم فعندما قامت الدول بتطبيق تلك الضريبة على أرباح أوراقها المالية لديها، فقد اختارت معدلات متدنية جداً لفرضها على تلك الأوراق (والتي لم تتجاوز ١% كما هو الحال في الولايات المتحدة عند معاودة العمل بها بعد إلغائها) رغبة منها في الحفاظ على قوة أسواقها المالية، وتحقيقاً لمزيد من الموارد المالية، وذلك كله على الرغم من أن تلك الأسواق قد اختلفت فيما بينها من حيث تأثيرها بتطبيق تلك الضريبة، كما هو الحال في

الولايات المتحدة في بادئ الأمر، من تطبيقها، ثم إلغائها، ثم معاودة تطبيقها مرة أخرى في الألفية الثالثة.

في كل ما سبق نحن نتحدث عن اقتصاديات قوية، وأنظمة سياسية تتمتع بالكفاءة في تطبيق النظم الاقتصادية، وعندما تقوم باتخاذ قرار ما (كقرار فرض الضريبة محل الدراسة)، فإنها تقوم بعمل دراسة متعمقة عن آثار هذا القرار، وخاصة على الأوضاع الاقتصادية فيها، ومدى انعكاساتها على حركة الاستثمار فيها، أما الحال في مصر فمختلف تماماً (ولن نقول مختلف بعض الشيء)، فكل الأوضاع الراهنة على العكس تماماً من الأوضاع في تلك الأنظمة المتقدمة، فلدينا سوقاً مالية في مرحلة النشأة، ولدينا اقتصاد يعاني كثيراً من الضعف في كل متغيراته الكلية، ولدينا نظاماً سياسياً ما زال يبحث عن ذاته، ولم يستقر بعد، وعندما قامت مصر بفرض الضريبة على أرباح الأوراق المالية، فإنها لم تكثرث لكل ما سبق، ولم تقم بدراسة تطبيق تلك الضريبة على النحو الأمثل، بما يتفق ومقتضيات الوضع الاقتصادي، بل إنها في سبيل البحث عن مزيداً من الموارد المالية قامت بتطبيقها، وبشكل غير مدروس، وبمعدل ضريبي مبالغ فيه، ترتب عليه العديد من الجوانب السلبية (على النحو الذي سيأتي بيانه) ترتب عليها وقف وتأجيل العمل بتلك الضريبة لمدة عامين، ومن ثم يتضح الفرق بين تطبيق تلك الضريبة في الواقع الاقتصادي المصري والواقع العالمي.

المبحث الثاني

أهم الجوانب الإيجابية والسلبية التي صاحبت

فرض الضريبة في مصر

عندما اتخذت الحكومة المصرية قراراً بفرض الضريبة على الأرباح التي يحصل عليها أصحاب وتجار الأوراق المالية المدرجة بالبورصة المصرية، فلا شك أن هذا القرار كان له بعض الجوانب الإيجابية التي صاحبت تطبيقه (على الرغم من ندرتها)، إلى جانب مجموعة أخرى من الجوانب السلبية، والتي يمكن الإشارة إلى كل منهما في السطور التالية.

المطلب الأول

أهم الجوانب السلبية للضريبة على أرباح

سوق الأوراق المالية

لا شك أن سوق الأوراق المالية المصرية هي سوقاً ذات طبيعة خاصة، وترتبط تلك الطبيعة الخاصة بالظروف التي تعيشها تلك السوق، من خلال الواقع الاقتصادي والسياسي المصري خلال الآونة الأخيرة، وبالتالي فكان اتخاذ القرار بفرض الضريبة على أرباحها قراراً غير مدروس، وصاحبه بعض الجوانب السلبية، التي قد يترتب عليها العديد من المشكلات، مما يؤدي في النهاية إلى التهرب الضريبي من دفعها^(١)، وفيما يلي يمكننا أن نشير إلى أهمها على النحو التالي:

(^١) Lawrence H. Summers - The Problem of Corporate Tax Shelters Discussion, Analysis and Legislative Proposals - Tax Executives Institute, Department of the Treasury July 1999, pp:3 - 25.

أولاً: عشوائية فرض الضريبة:

اتجه البعض^(١) إلى القول بأن قرار فرض الضريبة على ناتج تعاملات سوق الأوراق المالية هو قرار غير مدروس ومنتسرع منذ البداية، نظراً لتأثيره السلبي على البورصة المصرية، وعلى القيمة السوقية للأسهم، مما يترتب عليه مخالفة هذا القانون الضريبي لمبدأ الحرية الشخصية في اتخاذ القرار الاستثماري، ففرض الضريبة على ناتج تعاملات الأوراق المالية، دون أن يصاحبها فرض الضريبة على فوائد وأرباح وودائع البنوك، سوف يضغط على المستثمرين في البورصة لتحويل أموالهم لادخارها بالبنوك (التي لا تفرض الضريبة على عوائدها)^(٢)، ومن أهم الدلائل التي تشير إلى عشوائية فرض تلك الضريبة ما يلي:

١ - عدم الدقة في اختيار توقيت تطبيقها:

فبإلقاء النظر على التوقيت الذي فرضت فيه تلك الضريبة، والظروف الاقتصادية السيئة التي تعيشها مصر منذ ما يزيد عن خمس سنوات، هذا إلى جانب أن سوق الأوراق المالية المصرية تعد سوقاً ناشئة، مقارنة بغيرها من الأسواق العالمية، لذلك نجد أن اختيار هذا التوقيت لفرض الضريبة على ناتج تعاملات البورصة ينطوي على سوء فهم وتقدير للأوضاع الاقتصادية السيئة التي يعيشها الاقتصاد بشكل عام، (حيث تعتبر مصر من فقراء الدول التي

(١) أيمن إبراهيم، عبدالمنعم السيد - فوائد ومخاطر إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية - مقال منشور بجريدة الوطن بتاريخ ١٩/٥/٢٠١٥م.

(٢) Glenn Schepens - Taxes and bank capital structure - Department of Financial Economics, Ghent University and National Bank of Belgium, October 2013, pp: 4 - 27.

يعيش جزء كبير من مواطنيها على ما يعادل ٢ دولار أو أقل يومياً^(١) وبالتالي فلا يمكن القول بأن مواجهة العجز المزمّن في الموازنة العامة للدولة يقابل بفرض الضريبة على سوق ما زالت في مرحلة النشأة، يشارك فيها جزء كبير إلى حد ما من متوسطي ومنخفضي الدخل، وتحتاج إلى مزيد من الوقت من أجل استقرار الأوضاع الاقتصادية بها.

حيث كان من الممكن أن يُنظر لفترة تقدر بخمس سنوات تالية للانتهاء من تنفيذ الاستحقاقات السياسية المختلفة في مصر (الدستور - انتخاب رئيساً للبلاد - انتخاب مجلس النواب) حتى تستقر الأوضاع السياسية والاقتصادية، وتتوافر البيئة الملائمة لتطبيق تلك الضريبة، وذلك في ظل توسع الاقتصاد وصولاً لمرحلة الانتعاش ومواجهة العقبات والتحديات التي تواجهه^(٢)، وما يؤكد صحة هذا القول، هو الخسائر التي أشرنا إليها فيما سبق، والتي تكبدتها البورصة المصرية، ليس فقط بعد تطبيق القانون بل بمجرد صدور الأنباء عن تطبيق ضريبة على ناتج التعاملات في سوق الأوراق المالية، فكما أشرنا أن البورصة المصرية في حاجة إلى جذب المستثمرين إليها لعلاج الآثار المترتبة على سوء الأوضاع الأمنية والاقتصادية، وذلك بشتى الوسائل الممكنة، من أجل المحافظة على الوضع التنافسي لها بين أسواق المال من خلال الإبقاء على معدلات الاستثمار فيها^(٣)، إلا أن الحكومة المصرية كان لها رأى مخالف

(١) Abhijit V. Banerjee and Esther Duflo -The Economic Lives of the Poor - Massachusetts Institute of Technology, Cambridge ، Massachusetts – October 2006, p:3.

(٢) Alicia Barcena and Mukhisa Kituyi and Others - World Economic Situation and Prospects, United Nation, New York, 2015, pp: 3 – 10.

(٣) Daniel Ikenson - Reversing Worrying Trends How to Attract and Retain Investment in a Competitive Global Economy -Executive Summary, Policy Analysis, No.735, August 2013, pp:4 – 23.

تماماً لما يحدث، فتدخلت ولكن بأسلوب آخر يؤدي إلى إبعاد المستثمرين عن السوق المصرية، وفي خطوة منها لمحاولة تلافى ذلك الأثر السيئ الناتج عن اتخاذ هذا القرار، أوقفت الحكومة العمل بتطبيق تلك الضريبة لمدة عامين بعد أقل من سنة من تاريخ العمل بها، مما يدل على العشوائية في اتخاذ القرار بتطبيقها من الأساس.

٣ - التناقض في مكافحة الازدواج الضريبي:

تحوز قضية الازدواج الضريبي اهتمام صناعات السياسة الاقتصادية في معظم دول العالم، وخاصةً المتقدمة منها، وتُعقد لها الكثير من الاتفاقيات اللازمة لمكافحته^(١)، والازدواج الضريبي كما هو معروف، إما أن يكون ازدواجاً داخلياً، وإما أن يكون ازدواجاً خارجياً دولياً، وفي هذا الإطار اختلفت المعاملة (من جانب السلطات الضريبية في مصر) المتعلقة بمكافحة الازدواج الداخلي عن تلك المتعلقة بمكافحة الازدواج الدولي، على النحو التالي:

أ) الازدواج الداخلي:

يواجه تطبيق تلك الضريبة على ناتج تعاملات الأوراق المالية في الأسهم والسندات بشبهة الازدواج الضريبي الداخلي في التطبيق، وهو أمر يستلزم دراسته محاسبياً بصورة أعمق وأوضح وفقاً لقواعد محاسبية معينة^(٢)، نظراً

(^١) Brian J. Arnold -An overview of the issues involved in the application of double tax treaties Department of Economic and Social Affairs, United Nations Model Double Taxation Convention between Developed and Developing Countries New York: United Nations, 2011, p:1.

(^٢) United Nations – Introduction to International Double Taxation and Tax Evasion and Avoidance - Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters Seventh session Item 5 (h) of the provisional agenda Geneva, 24-28 October 2011, p:9.

لأن أرباح الشركات يتم خصم الضرائب منها بالفعل قبل إجراء التوزيعات، وسيُعد المساهم في هذه الحالة شريكاً ومالكاً في الشركة، مما يعنى حدوث ازدواج ما بين الضرائب التي فرضت على نشاط الشركة، وعلى توزيعاتها لأرباحها بعد ذلك (خاصةً وأن الضريبة الأخيرة تفرض بدون خصم أي مصروفات أو تكاليف)، ولا شك أن هذا الأمر سيؤدي إلى تقليص حجم التوزيعات من جانب الشركات، وإضعاف الجاذبية الاستثمارية للشركات التي تقوم بإجراء توزيعات لأرباحها، وهو اتجاه غير محمود، لأنه سيحد من مورد هام لضخ السيولة داخل السوق خلال الفترة القادمة (عند العودة إلى تطبيق الضريبة مرة أخرى بعد تأجيل العمل بها)، وسيؤدي بلا شك لوجود نماذج عديدة للتحايل على القانون، وبالتالي إحداث تأثير سلبي على الاستثمار بشكل عام، والاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص^(١).

ب) الازدواج الخارجي:

يكون الازدواج الضريبي دولياً عندما تفرض الضريبة على نفس الشخص مرتين ولنفس الوعاء (الدخل) في بلد المصدر مرة، وبلد الإقامة مرة أخرى^(٢)، وفي خطوة هامة نحو مزيد من التمييز في المعاملة الضريبية بين الشخص الذي يتعامل في الأوراق المالية داخل سوق الأوراق المالية المصرية، وآخر يتعامل في الأوراق المالية على مستوى البورصات العالمية، وجدنا أن المشرع الضريبي (وعلى خلاف الازدواج الداخلي) عمل على

(١) Paul L. Baker "An Analysis of Double Taxation Treaties and their Effect on Foreign Direct Investment -Draft Version_ (Web Appendix Attached) University of Cambridge 23 May 2012, pp:5 – 12.

(٢) United Nations – Introduction to International Double Taxation and Tax Evasion and Avoidance – Op. Cit., p:13.

مكافحة الازدواج الدولي، حيث أشار في قانون الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م أن "تخصم الضريبة على ناتج تعاملات الأوراق المالية المسددة في الخارج من الضريبة المحسوبة على إيرادات توزيعات الأرباح الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية داخل السوق المصرية طبقاً للقانون المشار إليه".

وطبقاً لما سبق يفترض أن الشخص الطبيعي المقيم في مصر يمتلك أكثر من ورقة مالية له في دول مختلفة، وأنه قام بسداد الضريبة على توزيعات أرباح أوراقه المالية الموجودة بالبورصات العالمية، وفي نفس الوقت يخضع نفس الشخص للضريبة على ناتج أوراقه المالية طبقاً للقانون المصري، خلال نفس السنة الضريبية التي يتم التحاسب عليها، وهنا (وعلى عكس الازدواج الداخلي) تنبه المشرع الضريبي إلى مكافحة الازدواج الضريبي على النطاق الدولي، وأشار إلى ضرورة خصم ما يقوم هذا الشخص بسداده من تلك الضريبة بالخارج على تلك الأرباح الناتجة عن التصرف في الأوراق المالية من تلك الضريبة المفروضة عليه في مصر خلال نفس السنة الضريبية، وبشرط ألا يزيد مبلغ الضريبة المفروضة في الخارج عن الضريبة المحسوبة في مصر، فإذا كانت الضريبة المأخوذة منه في الخارج أكبر من الضريبة المطالب بسدادها في مصر، تحمل هذا الشخص فارق الزيادة، وإذا كانت الضريبة المسددة في الخارج أقل من مبلغ الضريبة المطالب بسداده على أرباح تلك الأوراق المالية في مصر كان عليه رد الفرق بينهما للإدارة الضريبية في مصر.

مثال:

إذا كانت الأرباح التي حصل عليها الشخص الطبيعي (المقيم في مصر) نتيجة التعامل في الأوراق المالية على المستوى الدولي تقدر بـ ١٠٠,٠٠٠

دولار، وكانت الضريبة المفروضة عليه في الخارج تقدر بـ ٥% (وبدون خصم أي تكاليف) من إجمالي تلك الأرباح، وقام بسداد مبلغ ٥٠٠٠ دولار (وهو مبلغ الضريبة المقدر على تلك الأرباح)، فهنا يتم حساب مبلغ الضريبة المحسوبة في مصر كآتي:

المرحلة الأولى: يتم تحويل العملة الأمريكية (الدولار) إلى العملة المصرية (الجنيه)، فإذا كان الدولار الأمريكي = ٨ جنيهات مصرية، فهنا يكون إجمالي الأرباح بعد تحويلها إلى العملة المصرية حوالي ٨٠٠,٠٠٠ ج، وفي هذه الحالة ننتقل إلى تطبيق الضريبة طبقاً للقانون المصري، فتفرض الضريبة بنسبة ١٠% على ما جاوز مبلغ الـ ١٠,٠٠٠ ج، وبالتالي يكون مجموع الأرباح التي حصل عليها هذا الشخص الطبيعي (والتي ستخضع للضريبة) تقدر بـ ٧٩٠,٠٠٠ ج، فنقول $٧٩٠,٠٠٠ \times ١٠\% = ٧٩,٠٠٠$ ج، وهذه هي المرحلة الأولى في حساب الضريبة.

المرحلة الثانية: نبدأ في تلك المرحلة باستقطاع مبلغ الضريبة المدفوعة في الخارج من مبلغ الضريبة المحسوبة في الداخل، بعد تحويل العملة الأمريكية إلى العملة المصرية، فبعد تحويل مبلغ الـ ٥٠٠٠ دولار إلى العملة المصرية، يصبح المبلغ المطلوب استقطاعه حوالي ٤٠,٠٠٠ ج (على فرض أن ١ دولار = ٨ جنيهات) فيحسب مبلغ الضريبة المطلوب سداده في مصر كالتالي: $٧٩,٠٠٠ - ٤٠,٠٠٠ = ٣٩,٠٠٠$ ج.

جملة ما نريد قوله هنا أن هناك عشوائية صاحبت عملية فرض وتطبيق تلك الضريبة (بغض النظر عن تأجيل العمل بها لمدة عامين) تمثلت في عدم دراسة كافية للوضع الاقتصادي في مصر، وعدم اختيار الوقت، بل والوعاء المناسب لفرض تلك الضريبة، إلى جانب التناقض في مكافحة ومواجهة الازدواجية في فرض تلك الضريبة، حيث كان ينبغي إحداث نوع من العدالة

في مكافحة الازدواج الداخلي، على النحو الذي يتم به مكافحة الازدواج الدولي، من خلال اتفاقيات الازدواج الضريبي الدولية^(١) على النحو الذي أشرنا إليه فيما سبق، ولا شك أن كل ذلك يدل على العشوائية التي زامنت وصاحبت صدور ذلك القانون الضريبي.

ثانياً: صعوبة حصر الأموال الداخلة والخارجة من السوق:

تواجه مسألة فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية لنواتج تعاملات الأوراق المالية مشكلة أخرى، ألا وهي صعوبة حصر وتحديد الأموال التي تدخل أو تخرج من البورصة المصرية في حركة شبه يومية، حيث لا يوجد معيار محدد لفرض ضريبة على الأموال المستثمرة الخاصة بمستثمر دخل اليوم لشراء الأوراق المالية، وخرج بعد يومين محققاً مكسباً ما، ثم دخل مرة أخرى للسوق وخسر ما ربحه، وربما خسر جزءاً من رأسماله، ففي هذه الحالة هل سيتم رد ما دفعه من ضرائب؟.

لا شك أننا بصدد حالة من الارتباك تتمثل في عدم استقرار حصيلة الضريبة المقدمة لمصلحة الضرائب المصرية، فأموال تأتي، ثم لا تلبث أن ترد لصاحبها (في حالة الخسارة)، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن هذا الوضع يجعل البورصة المصرية أداة استثمارية لا تؤدي الغرض منها، ألا وهو المساهمة في إنشاء وتأسيس الشركات الإنتاجية بعد الطفرة الكبيرة إلى شهدتها أسواق الأوراق المالية مع بداية الألفية الثالثة^(٢)، بل أصبحت تشبه

(١) Philippos Raptopoulos and Petros Liassides and Others – Cyprus Tax Facts 2015 – Building a better Working World – EY Cyprus, January 2015, pp:30 – 31.

(٢) Desmond Tutu Ayentimi and Anthony Ekow Mensah and Francis Naa-Idar - Stock Market Efficiency of Ghana Stock Exchange: An Objective Analysis - International Journal of Management, Economics and Social Sciences, Vol. 2(2), 2013, pp: 74 – 75.

صالة قمار لكبار أصحاب المال للخطف والجري (غالباً للخارج)، وحتى يمكن تطبيق تلك الضريبة بشكل سليم لا بد من إحداث نوع من التهيئة النفسية لسوق الأوراق المالية ومستثمريها، حتى يشعر الجميع بالاستقرار من ناحية، وحتى يعاود المستثمر استثمار أمواله (أرباحه) مرة أخرى، لا أن يحصل عليها، ثم يغادر بها دون أي فائدة تعود على الاقتصاد، ووقتها تستقر الأموال (الأرباح) ويمكن تحديدها بسهولة، لإمكانية فرض الضريبة عليها، ولا شك أن حالة التهيئة النفسية المشار إليها تأتي من خلال استقرار الأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية للبلاد بأبعدها الداخلية والخارجية^(١).

ثالثاً: ارتفاع العبء الضريبي:

تعد ظاهرة ارتفاع العبء الضريبي من أهم المشاكل التي تواجهها شتى أنواع الاستثمارات، نظراً لآثارها السيئة على كثير من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وعلى رأسها الادخار والاستثمار.... وغيرها^(٢)، وفي مصر عندما صدر القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م بتعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م، فقد تضمن فرض الضريبة على أرباح تعاملات الأسهم في البورصة المصرية بمقدار ١٠% من صافي الأرباح، دون خصم أية تكاليف بالنسبة للشخص الطبيعي المقيم في مصر، ويخفض هذا السعر إلى ٥% إذا زادت نسبة المساهمة في الشركة القائمة بالتوزيع عن ٢٥% من رأس المال أو حقوق التصويت، بشرط ألا تقل مدة حيازة الأسهم أو الحصص عن

(١) Martin Paldam - Does Economic Growth Lead to Political Stability? - Volatility, Uncertainty, Instability and Growth, University Aarhus, 2000, p:172.

(٢) Kyle Pomerleau 'The United States 'High Tax Burden on Personal Dividend Income - Tax Foundation, Fiscal Fact, No.416, March 2014, pp: 2 - 5.

عامين، وذلك بالنسبة للشخص الطبيعي الذي لا يزاول نشاطاً خاضعاً للضريبة، فيما جاوز الـ ١٠,٠٠٠ ج سنوياً، كما يطبق هذا المعدل الضريبي على الشخص الطبيعي الذي يزاول نشاطاً خاضعاً للضريبة بالنسبة لكامل توزيعات الأرباح، دون خصم مبلغ الـ ١٠,٠٠٠ ج السابقة (الخاصة بالشخص الطبيعي الذي لا يزاول نشاطاً خاضعاً للضريبة)^(١).

ومن خلال مقارنة العبء الضريبي المشار إليه بالعبء الضريبي المفروض على ناتج تعاملات الأوراق المالية في دول العالم المطبقة لتلك الضريبة، نجد أن العبء الضريبي المطبق في مصر مرتفع بشكل ملحوظ ومبالغ فيه^(٢)، فسوق الأوراق المالية هي سوق شديدة الحساسية تجاه فرض الضرائب على أرباحها، فمجرد فرض معدل ضريبي مرتفع على أرباحها ستتأثر حركة الاستثمار فيها بهذا العبء بلا شك، وهذا ما حدث في مصر بالفعل بمجرد ورود أنباء عن فرض الضريبة على أرباح البورصة المصرية، فقد شهدت البورصة المصرية حالة من عدم الاستقرار بمجرد ورود أنباء عن

(١) راجع المادة ٤٦ مكرر من القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م، والمعدل للقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م بفرض الضريبة على الدخل.

(٢) See:

- Anna Pomeranets – Financial Transaction Taxes: International Experiences – Issues and Feasibility, Financial Markets Department, Bank of Canada Review, Op.Cit. p:6.
- Leonard E. Burman, William G. Gale and Others – Financial Transaction Taxes in Theory and Practice – TPC, Tax Policy Center Urban Institute and Brookings Institution, Discussion draft, Op.Cit. p:8.
- Umlauf, S.R. – Transaction Taxes and The Behavior of the Swedish Stock Market – Journal of Financial Economics, Op. Cit. p:6.
- EUCE – The Politics of an EU Financial Transaction Tax - The European Union, Center of Excellence of The University of North Carolina at Chapel Hill is Funded by The European Union to advance Knowledge and Understanding of The EU and its member Countries EU Briefings, Op.Cit. p:5.

فرض تلك الضريبة، تراوحت ما بين صعود وهبوط لمؤشرات التداول وحركة الأسهم، وما بين إصدار قرارات ووضع قوانين تارة، وإلغاءها وتجميدها تارة أخرى^(١).

هذا عن مجرد القول بفرض الضريبة على أرباح البورصة المصرية، فما بالننا بفرض معدل ضريبي مرتفع جداً على تلك الأرباح، والمقدر بـ ١٠%، وباستقراء معدلات الضريبة المفروضة على أرباح البورصة في بعض دول العالم، نجد أنها أقل بكثير من تلك المفروضة في مصر، فعلى سبيل المثال أعلنت الحكومة الصينية زيادة معدل الضريبة على معاملات الأوراق المالية من ٠,٣% إلى ٠,٥% في مايو عام ١٩٩٧م^(٢)، وبالفعل قررت إحدى عشرة دولة من دول الإتحاد الأوروبي، بما فيها فرنسا وألمانيا وإيطاليا وأسبانيا في غياب بريطانيا البدء في تطبيق ضريبة محدودة بمقدار ٠,١% على جميع المعاملات التجارية على الأسهم والسندات، وضريبة مماثلة على تعاقدات المشتقات المالية، وذلك من أجل مواجهة التأثيرات السلبية المترتبة على أزمة الديون الأوروبية، مما دفع الحكومات إلى إعادة النظر في خطط التقشف، والتخفيف من حدتها من خلال الكثير من الإجراءات، ومنها فرض تلك الضريبة، إلى جانب غيرها من سياسات خفض العجز التي تتبعها دول التعاون والتنمية الاقتصادية الـ (OECD)^(٣).

(١) أمينة الجندی - فوائد ومخاطر إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية - مقال منشور بجريدة الوطن بتاريخ ٢٠١٥/٥/١٩م.

(٢) ربيع البنا - جدل أوروبي حول ضريبة ٠,١% على تعاملات البورصة والسندات - البورصة المصرية، الأربعاء ٢٠١٦/١/٦.

(٣) Alberto Alesina, Omar Barbiero, Carlo Favero, Francesco Giavazzi and Matteo Paradisi - Austerity in 2009-2013 - Tax Policy and the Economy, September 29, 2014, pp: 1 - 21.

وفي دراسة سويدية حول قرار فرض ضريبة بنسبة ١% على ناتج تعاملات الأوراق المالية عام ١٩٨٤م، ثم رفعها إلى ٢% في عام ١٩٨٦م أكدت (تلك الدراسة) أن الضريبة الأولى لم تؤثر على عمليات البيع والشراء، إلا أن رفع الضريبة أوجد حالة من الاضطراب المتنامي في المعاملات، ووفقاً لهذه النظرية، فإن الضريبة التي تكون منخفضة بما فيه الكفاية سوف يكون لها تأثيراً إيجابياً بالنسبة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية، الذين يستثمرون أموالهم على المدى الطويل، ولذلك لا يوجد أحد ينصح بفرض ضريبة تصل إلى نسبة ٢%، حيث تعتبر تلك النسبة مرتفعة للغاية^(١).

وما نود الإشارة إليه هنا أن البورصة المصرية هي بورصة ناشئة، وتعانى (أساساً) من انخفاض حجم التعامل والتداول اليومي عقب ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١م، فضلاً عن قلة عدد الشركات المقيدة بالبورصة، ففرض ضريبة من الأساس على تعاملاتها من ناحية، ثم فرضها بمعدل لم يسبق له مثيل في أي من بورصات العالم (خاصةً في ظل الظروف التي تمر بها مصر منذ سنوات) سوف يكون أمراً سلبياً يمثل مشكلة رئيسية تواجه البورصة، في نفس الوقت الذي تسعى فيه البورصات الناشئة إلى إعادة هيكلة نفسها وتطوير طرق العمل بها^(٢)، وهذا ما حدث بالفعل، وترتب عليه تأجيل العمل بتلك

(¹) Dong Li and Li Zhang – The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence From an emerging Market – Department of Economics, East Carolina University, M.S. Research Paper, 1999, pp:3 – 20.

(²) Chris Mwebesa -Nairobi Stock Exchange Presentation, The Challenges Facing African Securities Exchanges as They Upgrade their Information Technology in Order to Remain -Chief Executive Nairobi Stock Exchange (NSE)9th ASEA Conference, Nairobi Stock Exchange, 2015, p:4.

الضريبة لمدة عامين اعتباراً من شهر مايو ٢٠١٥م^(١)، وهو الأمر الذي لقي القبول والترحيب من جانب المستثمرين في سوق الأوراق المالية، وبالتالي ففرض تلك الضريبة بهذا المعدل (١٠%) يُعد مرتفعاً جداً، كما يُعد من أهم عيوب ومشاكل تطبيق تلك الضريبة.

رابعاً: انخفاض وتناقض حد الإعفاء:

فمن خلال استقراء القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م، وتحديداً المادة ٤٦ مكرر، نجد أن حد الإعفاء المسموح به للشخص الطبيعي المقيم في مصر، والذي لا يزاول نشاطاً خاضعاً للضريبة هو ١٠,٠٠٠ ج، وما زاد عن ذلك يخضع للضريبة، ولذلك يرى الباحث أن هذا الحد من الإعفاء يُعد منخفضاً بالنسبة للمستثمرين، فعلى سبيل المثال إذا حصل الشخص (المستثمر) على أرباح تقدر بـ ١٥٠,٠٠٠ ج، فسوف يخضم مبلغ عشرة آلاف جنيه من صافي الأرباح، وتفرض الضريبة بمقدار ١٠% على مبلغ الـ ٤٠,٠٠٠ ج، وبلا شك أن هذا الحد المسموح بإعفائه من الأرباح يُعد منخفضاً مقارنةً بباقي الأرباح، ولذلك فإن الباحث يرى، وتشجيعاً للاستثمار في سوق الأوراق المالية، وزيادة أحجام تعاملاتها ضرورة الارتفاع بمقدار حد الإعفاء المسموح به لكي يقدر بـ ٥٠,٠٠٠ ج، وسوف يساعد ذلك على عدم التهرب من تلك الضريبة، خاصة إذا ما أُعيد النظر مرة أخرى في المعدل الذي تفرض به تلك الضريبة، لكي يتم تخفيضه عن ذلك المقدار.

هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يظهر التناقض التشريعي في فرض تلك الضريبة، ويتضح ذلك من المعاملة المتميزة للشخص الطبيعي الذي يستثمر

(١) مها حسن - تأجيل تنفيذ الضرائب على أرباح البورصة لمدة عامين - مقال منشور بجريدة الأهرام، العدد ٤٦٩١٥، مايو ٢٠١٥م.

أمواله في الأوراق المالية دون أن يمارس نشاطاً آخر خاضعاً للضريبة، وبين الشخص الطبيعي الذي يستثمر أمواله في تجارة الأوراق المالية، ويمارس في نفس الوقت نشاطاً آخر خاضعاً للضريبة، حيث أعفى مبلغ ١٠,٠٠٠ ج الأولى من الأرباح من الخضوع للضريبة بالنسبة للشخص الأول، في حين أنه فرض الضريبة بنفس المعدل (١٠%) بالنسبة للشخص الثاني، وعلى كامل توزيعات أرباحه، دون خصم مبلغ الـ ١٠,٠٠٠ ج أسوة بالشخص الأول، ولا شك أن ذلك يُعد تمييزاً من جانب المشرع في المعاملة الضريبية بين الأشخاص الطبيعيين، وكان الشخص الثاني أولى بتلك المعاملة المتميزة، خاصة وأنه يقوم بأداء الواجب الضريبي على نشاطه الآخر الخاضع للضريبة تجاه الدولة، ومن ثم تُعد تلك الخطوة المتناقضة (من جانب المشرع) من أهم عيوب ومشاكل فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للبورصة المصرية.

المطلب الثاني

أهم الجوانب الإيجابية للضريبة على أرباح

سوق الأوراق المالية

على الرغم من أن فرض الضريبة على أرباح البورصة المصرية كان لها العديد من الجوانب السلبية التي صاحبت فرضها، نتيجة عدم دراسة الواقع الاقتصادي المصري، ومدى قبوله واستعداده لتنفيذ تلك الفكرة، إلا أنها على الرغم من ذلك كان لها بعض الجوانب الإيجابية القليلة مقارنةً بسلبياتها^(١)، التي يمكننا أن نشير إلى أهمها كالتالي:

(١) Karl Habermeier and Andrei A. Kirilenko – Securities Transaction Taxes and Financial Markets – International Monetary Fund, Staff Paper, 2003, p:4.

أولاً: فرض الضريبة على أساس إقامة المستثمر^(١):

وهذا هو ما يتضح من خلال مطالعة تعديلات قانون الضرائب على الدخل، حيث أشار إلى ضرورة أن يكون الشخص، وخاصةً الشخص الطبيعي مقيماً في مصر، أيّاً كان المكان الذي يتم استثمار الأوراق المالية فيه (في الداخل أو الخارج)، حيث يعد هذا الإجراء أو الشرط وسيلة للحد من التهرب من دفع الضريبة على المعاملات المالية للشخص، حيث يجعل التزامه بأداء الضريبة مرهوناً بمحل إقامته في مصر، مما يصعب معه التهرب من دفعها، فمعظم الضرائب، مثل الضرائب على الدخل بأنواعها (أفراد - أرباح شركات.... إلخ) والضريبة على القيمة المضافة، وغيرها من الضرائب غير المباشرة تفرض على أساس مكان وطبيعة النشاط، وليس على أساس إقامة المستثمر^(٢)، مما يجعل إمكانية التلاعب والتهرب من الالتزام الضريبي متاحاً في تلك الضرائب (على عكس الحال في الضريبة محل الدراسة)، حيث يسعى القائمين على السياسة الاقتصادية إلى خضوع كل من يزاول الأنشطة الموجودة على أرض الدولة للالتزام الضريبي، سواءً كانوا وطنيين أم أجنبياً، فالعبرة بوجود النشاط على أرض الدولة، بغض النظر عن إقامة مستثمري تلك الأنشطة، وبالتالي اقتصر على القاعدة المحلية للأنشطة، أما ضريبة أرباح الأوراق المالية (محل الدراسة) فتشمل الأوراق المالية المقيمة في الداخل والخارج وبالتالي اتسعت قاعدة الخضوع للضريبة، وكانت تلك الخاصة من أهم الجوانب الإيجابية التي اشتمل عليها التعديل الضريبي.

(١) Stephany Griffith and Jones Advinash – Financial Transaction Taxes – Journal of Finance, 2014, p:8.

(٢) Stephany Griffith and Jones Advinash – Financial Transaction Taxes – Op. Cit, pp: 7 – 8.

ثانياً: إجبار الوحدات الاقتصادية على المشاركة في تحمل أعباء

الاقتصاد:

وسواءً تعلق الأمر بالأفراد (الأشخاص الطبيعيين) أو المؤسسات والشركات (الأشخاص الاعتباريين)، فإن مناسبة فرض الضريبة على أرباح الأوراق المالية التي تجنيها تلك الوحدات الاقتصادية من تعاملاتها بالبورصة سيكون أمراً بالغ الأهمية، خاصةً في ظل الأوضاع الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد المصري، ومدى احتياج الاقتصاد بشكل عام إلى تكاتف جهود مختلف الوحدات الاقتصادية في الدولة (شركات ومؤسسات وأفراد)^(١)، من أجل النهوض به مرةً أخرى حتى يستعيد عافيته من جديد، مما يُعد ذلك مشاركة ومساهمة منها في تحمل فاتورة استعادة الاقتصاد المصري لمكانته.

وهنا نجد أن هناك وحدات اقتصادية (أفراد - شركات) تلتزم بسداد أنواع أخرى من الضرائب، كالضريبة على دخول الأفراد، والضريبة على أرباح الشركات، وبالتالي ففرض ضريبة جديدة على أرباحهم نتيجة التعامل في الأوراق المالية، سوف يُعد مساهمة جديدة في تحمل أعباء الاقتصاد، عن طريق اقتطاع جزء من تلك المكاسب الرأسمالية، دون أن يقلل ذلك من أرباحهم أو دخولهم من أنشطتهم الأخرى التي يلتزمون بدفع الضرائب المستحقة عليها، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى نجد أن هناك وحدات اقتصادية أخرى لا تلتزم بسداد أي أنواع من الضرائب، نتيجة لعدم خضوعهم للنظام الضريبي من الأساس، أو لتهريبهم منه (إن كان هناك تهريب)، وبالتالي يأتي فرض تلك الضريبة على أرباحهم الرأسمالية كمساهمة منهم أيضاً في

(١) Gerard Torenvliet -The Support Economy: Why Corporations are Failing Individuals and the Next Episode of Capitalism review by Peter Morville, SIGCHI Bulletin, March/April 2003, p:14.

تحمل جزء من أعباء الاقتصاد، من أجل العبور به من هذا الوادي الضيق، والمساهمة في رفع مستوى الناتج الاقتصادي بشكل عام^(١). ولا شك أن مساهمة تلك الوحدات الاقتصادية في تحمل أعباء الاقتصاد، عن طريق اقتطاع الضريبة على ناتج تعاملاتهم في الأوراق المالية سوف يكون لها أكبر الأثر والمردود الإيجابي في مساعدة صانع السياسة الاقتصادية، وتمكينه من السيطرة بصورة أكبر على الأزمات المالية التي تواجهها مصر في الآونة الأخيرة (من خلال استخدام الوسائل والأساليب المختلفة التي تساعد على زيادة تدفقات رأس المال داخل الاقتصاد)^(٢)، وخاصةً ما يتعلق منها بفجوة العجز الموازى بين النفقات والمصروفات التي تلتزم بها الدولة من ناحية، والموارد التي تقوم بتحصيلها من مصادرها المختلفة من ناحية أخرى، أو كان الأمر متعلقاً بالسيطرة على الارتفاع الجنوني للمستوى العام للأسعار في الأسواق.

(¹) Bloom, D.E., Cafiero, E.T., Jané-Llopis, E., Abrahams-Gessel, S. – The Global Economic Burden of Non-Communicable Diseases - A report by the World Economic Forum and the Harvard School of Public Health, September 2011, p:14.

(²) Adrian Blundell-Wignall and Caroline Roulet `Capital controls on inflows, the global financial crisis and economic growth: Evidence for emerging economies - OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2,2014, pp: 2 – 11.

المبحث الثالث

أهم الآثار الاقتصادية لفرض الضريبة على

أرباح البورصة المصرية

في إطار الحديث عن أهم الآثار الاقتصادية التي قد تترتب على فرض وتطبيق الضريبة على الأرباح الرأسمالية للبورصة المصرية (عند دخولها حيز التنفيذ مرة أخرى بعد تأجيل ووقف العمل بها) سوف نتناول أهم الآثار الاقتصادية التي تترتب على فرض تلك الضريبة، حتى يتبين لنا الموقف الاقتصادي في مصر تجاه فرض تلك الضريبة، وذلك على النحو التالي:

أولاً: أثر الضريبة على حركة الاستثمار في البورصة:

يُعد الاستثمار في الأوراق المالية اليوم من أيسر الطرق والوسائل التي يستخدمها كثير من المستثمرين من أجل الحصول على مزيد من الأرباح السريعة^(١)، وفي هذا الصدد يعتبر فرض وتطبيق الضريبة على الأرباح المتحققة من التعامل في الأوراق المالية بمثابة تقييد وتعطيل لحركة الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما يتنافى مع الإجراءات والسياسات التي تتخذ في هذا الشأن، بقصد تشجيع الاستثمار بشكل عام، والاستثمار في البورصة بشكل خاص، مما يساعد على زيادة النمو الاقتصادي^(٢)، وخاصةً في الفترة الحالية،

(١) Graham Pentheny - Analysis of Stock Market Investment Strategies -An Interactive Qualifying Project Report Submitted to the Faculty of Worcester Polytechnic Institute in partial fulfillment of the requirements for the Degree of Bachelor of Science, Computer Science Interactive Media and Game Development, August 2009, p:13.

(٢) Boopen Seetanah and Rojid Sawkut and Vinesh Sannasee - Stock Market Development and Economic Growth in Developing

وذلك بعد أن هجرها كثير من المستثمرون خلال الفترات الماضية، وانخفضت وتدنّت أحجام التداول بها إلى أدنى مستوياتها، في الوقت الذي تحتاج فيه البورصة إلى محفزات لجذب المستثمرين إليها، سواءً المحليون أو العرب أو الأجانب، باعتبار أن تلك السوق تمثل سمة مشتركة بين الاقتصاديات الحديثة، ولما لها من سمعة طيبة في أداء بعض المهام الضرورية التي تساعد على الترويج للنمو والتطور الاقتصادي داخل البلاد،^(١) وبالتالي فإن مقترح فرض الضريبة على ناتج تعاملات سوق الأوراق المالية تم طرده مرات عديدة على مدى السنوات الماضية، ولم يلق أي قبول من جموع المستثمرون في السوق.

هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى أكد البعض^(٢) أن فرض تلك الضريبة على الأرباح التي يحققها الشخص عند الطرح الأول في البورصة، ولأول مرة على ناتج التعامل في الأوراق المالية لن تكون لها جدوى على حصيله الضرائب، فضلاً عن أن هناك إجمالاً في ظل الظروف الراهنة في البلاد عن طرح شركات جديدة في البورصة، وبالتالي ستؤدي تلك الضريبة إلى زيادة الإحجام أكثر فأكثر عن طرح المزيد من الشركات، هذا إلى جانب أن فرض تلك الضريبة قد تسبب في إحجام المستثمرين الأجانب عن البورصة المصرية، وبيع الأسهم الخاصة بهم، الأمر الذي انعكس على حجم التداول،

countries: Evidence from Panel VAR framework - University of Mauritius, Reduit, Mauritius, 2012, pp: 2 - 20.

(١) Tokunbo Simbowale Osinubi - Does Stock Market Promote Economic Growth In Nigeria?- Department of Economics Faculty of the Social Sciences University of Ibadan, Ibadan Oyo State, Nigeria, 2003, pp: 3 - 19.

(٢) أحمد شوقي - بعد نجاح مسلسل طحن المواطن المصري "التعديلات الضريبية تحقق

العدالة..... أم عودة للجباية" - مقال منشور بجريدة الجمهورية، مركز الصحافة الإلكترونية، تحقيق طلعت الغندور، دار التحرير للطبع والنشر، بدون تاريخ.

وحركة البيع والشراء، ويرجع ذلك إلى كون البورصة المصرية بورصة ناشئة، وتعانى من انخفاض أحجام التداول اليومي، وخاصةً خلال السنوات الخمس الأخيرة، فضلاً عن قلة عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، والتي يبلغ عددها حوالي ٢٥٠ شركة، وهو عدد ضئيل جداً، لا يتناسب مع حجم السوق المصري، وعدد الشركات المساهمة^(١).

فالسوق المالي المصري، وحركة الاستثمار داخل البورصة المصرية لديها حساسية شديدة تجاه فرض أية ضرائب في هذا الشأن، وللتدليل على ذلك أنه وبمجرد ورود أنباء عن فرض ضريبة على ناتج التعامل في الأوراق المالية، تسببت تلك الأنباء في تراجع مؤشرات البورصة المصرية، حيث تراجع مؤشر البورصة الرئيسي (EGX30) بنسبة ٣,٤% من قيمة رأس المال السوقي، وبذلك بلغت خسائر البورصة في نهاية شهر مايو ٢٠١٤م (قبل صدور القانون بحوالي شهر تقريباً) حوالي ١٨ مليار جنيه (حوالي ٢,٥ مليار دولار في ذلك التوقيت)^(٢).

وفي محاولة من جانب السلطات النقدية في مصر من أجل عدم إحداث أو تفادى التأثير السلبي لتلك الضريبة على الاستثمار، فقد دفعت الخسائر الجسيمة التي تكبدتها البورصة المصرية، بسبب ورود الأنباء عن فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للبورصة دفعت الحكومة إلى تعديل مشروع القانون بمنح إعفاء تام للأسهم المجانية (هي الأسهم التي يتم توزيعها بدون مقابل على المساهمين في الشركة كل بنسبة الأسهم التي يمتلكها بهدف زيادة رأس مال

(١) عبدالمنعم السيد - فوائد ومخاطر إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية - مقال منشور

بجريدة الوطن، بتاريخ ١٩ / ٥ / ٢٠١٥م.

(٢) www.arabic.rt.com/news/708589

الشركة^(١) من الضريبة، مع زيادة حد الإعفاء من ضريبة التوزيعات النقدية إلى ١٥,٠٠٠ ج للأشخاص الطبيعيين المقيمين في مصر، حيث نص القانون على فرض الضريبة بنسبة ١٠% على صافي الأرباح الرأسمالية التي يحققها الأشخاص الطبيعيون في نهاية السنة الضريبية فيما جاوز الـ ١٠,٠٠٠ ج، إلى جانب فرض الضريبة على توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية بنسبة ١٠%، مع تخفيض هذه النسبة إلى ٥% إذا كانت نسبة مساهمة الشخص الطبيعي تزيد عن ٢٥% من رأسمال الشخص الاعتباري، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار المباشر^(٢)، وبالتالي فتلك المادة، وبهذا الشكل الأخير ترتب على وجودها حدوث خسائر مالية للبورصة، نتيجة إعراض كثير من المستثمرين عن التعامل بالبورصة المصرية، وبيع ما يمتلكونه من أسهم فيها.

ثانياً: أثر الضريبة على استقرار مؤشرات البورصة المصرية:

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، والذي يستهدف المؤشر قياسه^(٣).

وفي مصر تتعدد مؤشرات البورصة المصرية، لعل أهمها مؤشر EGX30 (الذي يضم أعلى ٣٠ شركة من حيث السيولة والنشاط)، ومؤشر

(١) A.P. Moller-Maersk – Bonus Shares – Q & A, The Institute of Chartered Accountants of India, 2015, pp: 1 – 2.

(٢) أنظر القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م بفرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية لسوق الأوراق المالية المصرية.

(٣) Wall Street Journal, May 4, 1993, p:2.

EGX 70 (الذي يقيس أداء السبعين شركة الأكثر نشاطاً في السوق بعد استبعاد الشركات الثلاثين المكونة لمؤشر EGX 30)، ومؤشر EGX100 (الذي يقيس أداء المائة شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري متضمنة الشركات الثلاثين المدرجة في مؤشر EGX30، والشركات السبعين المدرجة في مؤشر EGX70).

ففرص ضريبية أرباح رأسمالية على الأوراق المالية لتلك الشركات المقيدة بالبورصة سوف يعمل على استقرار تلك المؤشرات، بعيداً عن التذبذب الحادث فيها بسبب دخول وخروج الأموال الساخنة من البورصة، نتيجة عمليات المضاربة في الأوراق المالية حيث يُعد استقرار سوق الأسهم مطلباً ضرورياً لاستقرار السوق المالي والاقتصاد بشكل عام^(١)، فلا شك أن من أهداف فرض تلك الضريبة على البورصات العالمية التي تفرضها هو الحد من المضاربة، ودخول وخروج تلك الأموال الساخنة، التي لا تولد استقراراً في الأوضاع الاقتصادية لدى تلك الشركات، وبالتالي عدم استقرار مؤشرات الأسواق المالية لاسيما مؤشرات البورصة المصرية، ومن أهم الجوانب التي تساعد على استقرار مؤشرات البورصة المصرية ما يلي^(٢):

١ - خفض عمليات المضاربة:

تعتبر المضاربة في البورصة شكل من أشكال إنتاج الثروة الاقتصادية في المجتمع^(٣)، وهي وسيلة شعبية جداً، وتستخدم بشكل كبير بين المتداولين، فهي

(١) Suh Sona and Kyong Joo Oh and Tae Yoon Kim and Chiho Kim and and Jong-Du Do - Stock market stability index: An intelligent approach - Department of Information and Industrial Engineering, Yonsei University, South Korea, January 2009, pp: 983 – 992.

(٢) Jean Claude and Dominique Dufour and Pierre- Joseph Proudhon - A discussion of stock market speculation – 12th World Congress of Accounting Historians, Istanbul Turkey, July 2008, pp:3 – 25.

(٣) Jean Claude and Dominique Dufour and Pierre- Joseph Proudhon - A discussion of stock market speculation – Op. Cit. p:4.

تشمل عملية افتتاح سريعة، وتصفية سريعة للصفقات، وبالتالي ففرض تلك الضريبة (محل الدراسة) سوف يعمل على منع المضاربات غير الحميدة، مما يحافظ على الموارد المالية، ويمنع تقلبات أسعار الأوراق المالية، ومن ثم استقرار مؤشرات السوق، ففرض تلك الضريبة سوف يعمل على تخفيض ربحية المضاربين بمقدار الضريبة المفروضة، وبالتالي يتم تنقية سوق الأوراق المالية من تلك الشوائب العالقة بها (المضاربين بالأموال الساخنة)، والتي تأتي إلى السوق بهدف الخطف والجري.

٢- توجيه الأموال نحو مجالات الاستثمار المنتج:

فلا شك أن المستثمر الذي ستمثل الضريبة عبئاً على أرباحه سيخرج قطعاً من المضاربة في سوق الأوراق المالية، ولا يبقى في السوق سوى تلك الأموال التي ستوجه نحو مجالات الاستثمار الإنتاجي، والذي تنعكس آثاره بشكل إيجابي على المجتمع (والذي يسمى بالاستثمار الاجتماعي)^(١)، حيث يعود بالفائدة على الاقتصاد بشكل عام، أي كان مصدر تلك الأموال المستثمرة، وتنقية السوق من الأموال الساخنة التي تأتي بغرض الخطف والجري، كما أشرنا، لأن الهدف الرئيسي من الاستثمار في البورصة هو المساهمة في إنشاء وتكوين الشركات الإنتاجية، من خلال تداول رأس المال، وليس الهدف هو جعلها صالة للقمار لكبار أصحاب المال للخطف والجري (غالباً للخارج)، فمن سيتعامل في البورصة على الأوراق المالية المقيدة بها، ويحصل على أرباح ويعيد استثمارها مرة أخرى يساهم بذلك في تكوين الشركات الإنتاجية، وزيادة رؤوس أموال شركات أخرى، وهذا يعد استثماراً منتجاً، ومن ثم ففرض تلك

(^١) Abigail Rotheroe, Sarah Hedley, Plum Lomax and Iona Joy – Best to Investment ? – A Funders Guide to Social Investment, NPC, July 2013, p:5.

الضريبة سيعمل على استقرار المؤشرات الخاصة ببورصة الأوراق المالية المصرية، نتيجة استقرار أحجام رؤوس أموال الشركات المدرجة بها.

٣- انعكاس للصورة الاقتصادية الحقيقية للشركات المدرجة بها:

من الممكن أن يرتفع حجم رؤوس أموال الشركات المدرجة بالبورصة ارتفاعاً ظاهرياً، فقط (غير حقيقي) نتيجة تحقيق مكاسب لن تستمر طويلاً، بل سريعاً ما سيجنيها أصحاب الأوراق المالية المكونة لرأسمال تلك الشركات، فبسبب ارتفاع العمليات الإنتاجية بالنسبة للشركات المدرجة بالسوق يتم تحقيق مكاسب مرتفعة ناتجة عن عمليات بيع السلع والخدمات التي تنتجها تلك الشركات^(١)، يترتب عليها ارتفاع لقيمة الأوراق المالية المكونة لرأسمال الشركة، ولكن سريعاً ما سيقوم المضاربين في تلك الأوراق المالية ببيعها، والحصول على الأرباح، دون تحمل أدنى تكاليف، أو أعباء على تلك الأرباح.

ومن هنا نجد أن المؤشرات تكون في حالة عدم استقرار، والمركز الاقتصادي للشركات غير واضح بشكل حقيقي، نتيجة بيع أوراق مالية وشراء أخرى بسبب عمليات المضاربة، وفي حالة فرض تلك الضريبة على المكاسب الرأسمالية سيتحدد المركز الاقتصادي الحقيقي للشركات، وبالتالي سيؤثر ذلك على استقرار مؤشرات السوق، فالمستثمر الجاد سيظل في السوق، بغض النظر عن وجود ضريبة مفروضة على أرباحه من عدمه، ومن جاء للخطف والجري لن يبقى إلا حسب مصلحته فقط، فقد تحقق الشركة أرباحاً كبيرة جداً، وعلى الرغم من ذلك لا يمكن الحكم بدقة على مركزها الاقتصادي بشكل سليم، نظراً لوجود مضاربين على أسهمها، سريعاً ما سيلجأون إلى بيع

(١) John Teresko – Inputs and Production Functions – The elasticity of Substitution for A cobb-Douglas Production Function, Chapter 6, September 2004, 185.

أسهمهم بغرض تحقيق مزيد من الأرباح، بغض النظر عن مصلحة الشركة المقيدة باسمها تلك الأسهم.

وفى إشارة إلى تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الأخيرة، وتحديداً في نهاية شهري ديسمبر ٢٠١٥م، يناير ٢٠١٦م، فقد ارتفع مؤشر EGX30 خلال تعاملات شهر ديسمبر ٢٠١٥م ليغلق عند مستوى ٧,٠٠٦ نقطة، مسجلاً ارتفاعاً بلغ ١٠,٢٢%، بينما على جانب الأسهم المتوسطة، فقد مالت إلى الارتفاع، حيث سجل مؤشر EGX70 ارتفاعاً بنحو ٩,٩٣%، مغلقاً عند مستوى ٣٧٩ نقطة، أما مؤشر EGX100 فسجل ارتفاعاً بنحو ٧,٤٢%، مغلقاً عند مستوى ٧٩١ نقطة، وهذا ما يتضح من الجدول التالي^(١):

جدول (٢) يوضح تطور مؤشرات البورصة المصرية خلال شهر ديسمبر

٢٠١٥.

التغير %	الإغلاق	أقل قيمة	أعلى قيمة	الفتح	المؤشر
١٠,٢٢	٧,٠٠٦,٠١	٦,٣٤١,٤٧	٧,٠٣٠,٠٨	٦,٣٥٦,٦٥	مؤشر EGX30 مقوم بالجنيه
١٠,٢٢	٣,٠٧٦,٠٨	٢,٧٨٤,٣٠	٣,٠٨٦,٦٥	٢,٧٩٠,٩٧	مؤشر EGX30 مقوم بالدولار
٩,٩٣	٣٧٨,٦٩	٣٤٤,٤٨	٣٨٠,٨٦	٣٤٤,٤٨	مؤشر EGX70
٧,٤٢	٧٩٠,٥٧	٧٣٥,٧١	٧٩٢,١٠	٧٣٥,٩٤	مؤشر EGX100

وخلال نفس الشهر (ديسمبر ٢٠١٥م) بلغ إجمالي قيمة التداول نحو ١٦,١ مليار جنيه، في حين بلغت كمية التداول نحو ٥,٩٤١ مليون ورقة منفذة على ٤٥٠,٠٠٠ عملية، وذلك مقارنةً بإجمالي قيمة تداول قدرها ١٩,٨ مليار جنيه،

(١) التقرير الشهري للبورصة المصرية عن شهر ديسمبر ٢٠١٥ مركز معلومات البورصة المصرية ص ٣ - ص ٤.

وكمية تداول بلغت ٥,٩٢٤ مليون ورقة منفذة على ٣٩٧,٠٠٠ عملية خلال شهر نوفمبر من نفس العام، أما بورصة النيل، فقد سجلت قيمة تداول قدرها ٧١,٢ مليون جنيه، وكمية تداول بلغت ٣٩,٧ مليون ورقة منفذة على ٧,٥٥٠ عملية خلال شهر ديسمبر ٢٠١٥م، وقد استحوذت الأسهم على ٧٧,٤٧% من إجمالي قيمة التداول داخل المقصورة، في حين بلغت قيمة التداول للسندات نحو ٢٢,٥٣% خلال نفس الشهر، وهذا ما يتضح من خلال الجدول التالي^(١):

جدول (٣) يوضح إجمالي قيمة وكمية التداول في البورصة المصرية خلال

شهر ديسمبر ٢٠١٥.

عدد العمليات بالآلاف	حجم التداول بالمليون ورقة	قيمة التداول بالمليون جنيه	الأسواق
٤٤٠,٠٤٣	٥,٧٧٠,٥١٦	١٤,٤٦٠,٥٩٧	سوق داخل المقصورة
٧,٥٥٠	٣٩,٧٠٤	٧١,١٩٧	بورصة النيل
٢,٥٩٧	١٣٠,٥٦٤	١,٥٩٩,٧٧٠	سوق خارج المقصورة
٠,٠٢٨	٠,١٠١	٠,٧٢٥	صناديق المؤشرات
٤٥٠,٢١٨	٥,٩٤٠,٨٨٥	١٦,١٣٢,٢٨٨	الإجمالي

ومن خلال تعاملات شهر يناير ٢٠١٦م تراجع مؤشر EGX30 ليغلق عند مستوى ٥,٩٩٣ نقطة، مسجلاً تراجعاً بلغ ١٤,٤٦%، بينما على جانب الأسهم المتوسطة فقد مالت إلى الانخفاض، حيث سجل مؤشر EGX70 تراجعاً بنحو ٥,٨٩% مغلقاً عند مستوى ٣٥٦ نقطة، أما مؤشر EGX100 فسجل تراجعاً بنحو ٩,٤٨% مغلقاً عند مستوى ٧١٦ نقطة، وهذا هو ما يتضح من الجدول التالي:

(١) التقرير الشهري للبورصة المصرية لشهر يناير ٢٠١٦، مركز معلومات البورصة المصرية ص ٢ - ص ٥.

جداول (٤) يوضح تطور مؤشرات البورصة المصرية خلال شهر يناير ٢٠١٦

المؤشر	الفتح	أعلى قيمة	أقل قيمة	الإغلاق	التغير %
مؤشر EGX30 مقوم بالجنيه	٧,٠٠٦,٠١	٧,١١٣,٩٥	٥,٥٢٦,٠٢	٥,٩٩٢,٧٢	-١٤,٤٦
مؤشر EGX30 مقوم بالدولار	٣,٠٧٦,٠٨	٣,١٢٣,٤٧	٢,٤٢٦,٢٧	٢,٦٣١,١٨	-١٤,٤٦
مؤشر EGX70	٣٧٨,٦٩	٣٨٥,٧١	٣٢٣,٩٦	٣٥٦,٣٩	-٥,٨٩
مؤشر EGX100	٧٩٠,٥٧	٧٩٦,٥٠	٦٧٣,٢٣	٧١٥,٦٢	-٩,٤٨

وخلال نفس الشهر (يناير ٢٠١٦م) بلغ إجمالي قيمة التداول نحو ١٩,٦ مليار جنيه، في حين بلغت كمية التداول نحو ٤,٨٨١ مليون ورقة منفذة على ٤٢٦,٠٠٠ عملية، وذلك مقارنةً بإجمالي قيمة تداول قدرها ١٦,١ مليار جنيه، وكمية تداول بلغت ٥,٩٤١ مليون ورقة منفذة على ٤٥٠,٠٠٠ عملية خلال شهر ديسمبر ٢٠١٥م، أما بورصة النيل فقد سجلت قيمة تداول قدرها ١٧,٨ مليون جنيه، وكمية تداول بلغت ١٥,٧ مليون ورقة منفذة على ٤,٢٣٤ عملية خلال الشهر، وقد استحوذت الأسهم على ٥١,١٣% من إجمالي قيمة التداول داخل المقصورة، في حين مثلت قيمة التداول للسندات نحو ٤٨,٨٧% خلال الشهر ذاته، وهذا هو ما يتضح من الجدول التالي:

جدول (٥) يوضح إجمالي قيمة وكمية التداول في البورصة المصرية خلال

شهر يناير ٢٠١٦.

الأسواق	قيمة التداول بالمليون جنيه	حجم التداول بالمليون ورقة	عدد العمليات بالألف
سوق داخل المقصورة	١٧,١٣٤,٠٦٢	٤,٧٥٨,٩٩٠	٤١٩,٩٥٣
بورصة النيل	١٧,٧٧٦	١٥,٦٦٥	٤,٢٣٤
سوق خارج المقصورة	٢,٤٢٢,٠١١	١٠٥,٥٧٥	١,٨١٤
صناديق المؤشرات	٢,٤٨٤	٠,٣٨٣	٠,٠٢٠
الإجمالي	١٩,٥٧٦,٣٣٣	٤,٨٨٠,٦١٤	٤٢٦,٠٢١

ثالثاً: أثر الضريبة على عجز الموازنة العامة للدولة:

يعتبر عجز الموازنة العامة للدولة من أهم المشاكل الرئيسية التي تواجه أي اقتصاد في العالم، وخفضه يعد من أهم أولويات صناعات السياسة الاقتصادية في شتى الدول بشكل عام، والمتقدمة منها بشكل خاص^(١)، ولن نستطرد كثيراً في الحديث عن الموازنة العامة للدولة، ولكن حقيقة الأمر تشير إلى وجود عجز مزمن داخل الموازنة العامة المصرية، بسبب ارتفاع المصروفات أو النفقات العامة، مقارنةً بما تحصله الدولة من إيرادات، وفي هذا الإطار سنتحدث عن نقطتين رئيسيتين، حيث سنوضح من خلال جدول مبسط مقدار العجز الذي تعاني منه تلك الموازنة، ثم نشير إلى مقدار الحصيلة التي تم جبايتها من خلال فرض الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية، منذ العمل بها وتطبيقها في الأول من يوليو عام ٢٠١٤م، وحتى شهر مايو عام ٢٠١٥م (تاريخ تأجيل العمل بها لمدة عامين)، وهو ما يمثل إحدى الآثار الإيجابية (المحدودة من وجهة نظرنا) لتلك الضريبة، وخاصةً في مواجهة عجز الموازنة، ففي البداية سوف نشير إلى تطور عجز الموازنة العامة للدولة خلال السنوات الأخيرة، من خلال الجدول التالي:

جدول (٦) يوضح تطور العجز داخل الموازنة العامة للدولة خلال السنوات ٢٠١٠/٢٠١٦

السنوات						البيان
٢٠١٦ متوقع	٢٠١٥/١٤	٢٠١٤/١٣	٢٠١٣/١٢	٢٠١٢/١١	٢٠١١/١٠	
٦٢٢,٢	٤٨٦,١	٤٥٦,٨	٣٥٠,٣	٣٠٣,٦	٢٦٥,٣	إجمالي الإيرادات
٤٢٢,٣	٣١٧,٨	٢٦٠,٣	٢٥١,١	٢٠٧,٤	١٩٢,١	إيرادات ضريبة
٢,٢	٢٥,٧	٩٥,٩	٥,٢	١٠,١	٢,٣	المنح

(١) Laurence Ball and Gregory Mankiw - What Do Budget Deficits Do? - NBER Working Paper No. 5015, 2000, p:95.

السنوات						البيان
٢٠١٦ مترقب	٢٠١٥/١٤	٢٠١٤/١٣	٢٠١٣/١٢	٢٠١٢/١١	٢٠١١/١٠	
١٩٧,٦	١٤٢,٦	١٠٠,٦	٩٤,٠	٨٦,١	٧٠,٩	إيرادات غير ضريبية
٨٦٤,٥	٧٣٦,٥	٧٠١,٥	٥٨٨,٢	٤٧١,٠	٤٠١,٩	إجمالي المصروفات
٢١٨,٠	٢٠٠,٧	١٧٨,٦	١٤٣,٠	١٢٢,٨	٩٦,٣	الأجور وتعويضات العاملين
٤١,٤	٣٠,٥	٢٧,٢	٢٦,٧	٢٦,٨	٢٦,١	شراء السلع والخدمات
٢٤٤,٠	١٩٥,١	١٧٣,١	١٤٧,٠	١٠٤,٤	٨٥,١	الفوائد
٢٣١,٢	٢٠٠,٤	٢٢٨,٦	١٩٧,١	١٥٠,٢	١٢٣,١	دعم ومنح ومزايا اجتماعية
٥٤,٨	٤٩,٧	٤١,١	٣٥,٠	٣٠,٨	٣١,٤	المصروفات الأخرى
٧٥,٠	٦٠,٢	٥٢,٩	٣٩,٥	٣٥,٩	٣٩,٩	شراء الأصول غير المالية (الاستثمارات)
٢٤٢,٣	٢٥٠,٤	٢٤٤,٧	٢٣٧,٩	١٦٧,٤	١٣٦,٦	العجز النقدي
٨,٨	١٢,١	١٠,٧	١,٩	٠,٧-	٢,١-	صافي حيازة الأصول المالية
٢٥١,١	٢٦٢,٥٣	٢٥٥,٤	٢٣٩,٨	١٦٦,٧	١٣٤,٥	العجز الكلي
٨,٩	١٠,٨	١٢,٨	١٣,٧	١٠,٦	٩,٨	نسبة العجز للنتائج المحلى

المصدر: وزارة المالية - الموازنة العامة - سنوات مختلفة.

ومن خلال هذا العرض التوضيحي يتضح نمو جميع مؤشرات الموازنة العامة خلال سنوات الدراسة، بدءاً من عام ٢٠١١/٢٠١٠، وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٥م، ومن أهمها مؤشر نمو العجز الكلي في الموازنة العامة، فمنذ بداية الفترة عام ٢٠١٠م وحتى عام ٢٠١٥/٢٠١٤م نجد أن العجز الكلي في تطور مستمر، حيث قدر في البداية بحوالي ١٣٤,٥ مليار جنيه، ثم ارتفع مقدار هذا العجز حتى بلغ ٢٦٢,٥٣ مليار جنيه عام ٢٠١٥/٢٠١٤م، بنسبة

قدرت بـ ١٠,٨% من إجمالي الناتج المحلي، وفي بيان متوقع لعام ٢٠١٦
انخفض مقدار هذا العجز بنحو ١١ مليار جنيه تقريباً، وبنسبة قدرت بـ
٨,٩% من إجمالي الناتج المحلي.

ولا شك أن الموازنة العامة المصرية تعاني بذلك عجزاً شديداً ومستمرًا
فيها خلال سنوات الدراسة (وحتى قبلها)، دليلاً على زيادة المصروفات بشكل
مستمر عن الموارد المالية التي تقوم الدولة بتحصيلها بشكل يعمل على تقليل
الفوارق ويحقق التوازن في نفس الوقت^(١).

وفي إطار الحديث عن فرض الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية
المصرية، يمكننا القول أنه، وعلى الرغم من ضآلة الحصيلة المتوقعة من تلك
الضريبة، إلا أنها تعد إحدى الآثار الإيجابية التي سوف تعمل (على الأقل)
على مواجهة، بل والتقليل من العجز المزمن الذي تعاني منه الموازنة
المصرية، فمصر الآن في أشد الحاجة إلى جباية الأموال اللازمة، بل وترشيد
استخدامها متى أمكن، حتى يمكنها التقليل من ذلك العجز، وفي محاولة
لمواجهة عجز الموازنة، فقد كان من المتوقع أن تصل حصيلة الضريبة على
أرباح سوق الأوراق المالية في حالة الاستمرار في تطبيقها وعدم تأجيلها إلى
٤,٥ مليار جنيه^(٢)، كانت ستساهم إلى حد ما في مواجهة العجز المشار إليه،
إلا أن عملية تأجيل العمل بتلك الضريبة لفترة عامين حال دون تحقيق هذا

(١) Edgar Morgenroth – Who Is Playing for Regional Balance In Ireland
– Economic and Social Research Institute, Dublin, Ireland, ESRI
Research Bulletin, 2009, pp:1 – 2.

(٢) هانى قدرى دميان - حصيلة ضريبة البورصة تصل إلى ٤,٥ مليار جنيه - جريدة
المصري اليوم، العدد ٣٦٤١ بتاريخ ٢ يونيو ٢٠١٤م.

الهدف المالي المنشود، الذي إن حدث فسيكون إحدى الجوانب الإيجابية لتلك الضريبة في مواجهة عجز الموازنة العامة.

إلا أنه وعلى الرغم من ذلك، فقد قدرت حصيله تلك الضريبة خلال فترة تطبيقها، والتي استمرت قرابة عشرة أشهر، من يوليو ٢٠١٤ وحتى مايو ٢٠١٥ م حوالي ٧٠٠ مليون جنيه فقط^(١)، ولا شك أن تلك الحصيله تعد منخفضة للغاية مقارنة بحصيله غيرها من الضرائب، إلا أن ذلك يُعزى إلى المناخ غير المستقر للاقتصاد المصري خلال الفترة الأخيرة، ارتباطاً بعدم استقرار المناخ السياسي، إلى جانب عدم اختيار التوقيت المناسب لاعتبار البورصة المصرية مصدراً من مصادر الدخل القومي، حيث كان الأمر يستلزم الانتظار حتى تستقر الأوضاع الاقتصادية والسياسية، ولكنه وعلى الرغم من ذلك تعد تلك الضريبة (في حالة تطبيقها بالشكل المناسب) إحدى الجوانب الإيجابية لمواجهة عجز الموازنة العامة في مصر.

رابعاً: أثر الضريبة على كفاءة سوق رأس المال:

هناك قضية أخرى مثيرة للجدل في هذا الصدد، وهي أنه ما إذا كانت الضريبة على معاملات سوق الأوراق المالية ستحسن من كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال، حيث يعتقد أنصار تلك الضريبة أنها يمكن أن تجعل المستثمرين والتجار في السوق يفضلون الاستثمارات طويلة الأجل عن غيرها قصيرة الأجل، وذلك على الرغم من وجود بعض المستثمرين (غالباً من المضاربين) يفضلون أحياناً تخصيص الموارد التي لديهم في استثمارات قصيرة الأجل، والتي بلا شك تعمل على الإضرار بالمشروعات ذات الأجل

(١) محمد عبدالسلام - ٧٠٠ مليون جنيه حصيله ضرائب البورصة في ٢٠١٥ - شركة

مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي www.mcsd.com.eg

الطويل، وتقيد عمليات التنمية لدى كل من المشروعات والاقتصاد بشكل عام، نظراً لأن الاستثمارات قصيرة الأجل في هذه الحالة سوف تعمل على عدم استقرار السيولة المالية (نتيجة هروبها أولاً بأول) في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل، وبالتالي تعمل تلك الضريبة على التقليل من تلك الأنشطة الاستثمارية التي تهدف إلى المضاربة بشكل كبير، ومن ثم الإقلال من ربحية تلك الاستثمارات^(١).

في حين يرى المعارضون^(٢) لفرض تلك الضريبة أنها قد تعمل على تحسين كفاءة سوق رأس المال في بعض النواحي، إلا أن آثارها السلبية أكبر في العديد من النواحي الأخرى فيما يتعلق بكفاءة سوق رأس المال، ومن أهم آثارها السلبية أن تلك الضريبة تعمل على تشويه المحافظ المثلى، وهى المحافظ التي تجمع بين درجة تجنب المخاطر والعوائد والمنفعة الاستثمارية^(٣).

حيث يرون أن المحفظة المثلى يمكن أن تكون أكثر فاعلية عندما لا يكون هناك أعباء ضريبية على ناتج تعاملات سوق الأوراق المالية، فعند إضافة الضريبة على ناتج تعاملات الأوراق المالية، فسوف تختلف تكلفة الفئات المختلفة من الأوراق المالية بحسب نسبة أرباح كل منهم، فالمعاملة الضريبية

(¹) Dong Li & Li Zhang – The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence From an emerging Market – Department of Economics East Carolina University, M.S. Research Paper, 1997, pp:4 – 6.

(²) Campbell J.Y & Froot K.A – International Experiences with Securities Transaction Taxes – National Bureau of Economic Research, working Paper: 4587, December 1993, p:28.

(³) Hiemstra C. Jones and J.D. – Testing for Linear and Nonlinear Granger Causality in The Stock Price-Volume Relation in Journal of Finance, Vol.49, No.5, December 1994, pp:1639 – 1664.

سوف يختلف تأثيرها بحسب قيمة الورقة وقيمة الأرباح، فعلى سبيل المثال سوف تكون الأوراق المالية قصيرة الأجل أكثر تأثيراً بالسلب بعد فرض الضريبة عليها من الأوراق طويلة الأجل، وهذا بدوره سوف يؤثر على المحفظة المثلى، التي ستتغير تبعاً لتغير المعاملات (بسبب الضريبة)، وبالتالي تشويه تخصيص الموارد وجعل سوق رأس المال أقل كفاءة.

خامساً: أثر الضريبة على إعادة توزيع الدخل والثروة في المجتمع:

حيث يتجه المؤيدون لفرض الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية إلى القول بأن الضريبة تساعد الحكومة على إعادة توزيع الدخل والثروة في المجتمع إلى حد ما، وحثهم في ذلك بأن الأغنياء لديهم الحجم الأكبر من الأصول المالية في المجتمع، وبالتالي يجب أن يتحملوا العبء الأكبر من تلك الضريبة، ومن شأن استقطاع معدلات تلك الضريبة من أرباح هؤلاء (الأغنياء) المضاربون في البورصة أن تقوم الحكومة بتخصيص تلك الموارد المالية كجزء من الإنفاق الحكومي داخل الموازنة العامة للدولة، ومن ثم التقليل من تركيز الثروة في أيدي مجموعة قليلة من أفراد المجتمع^(١).

وعلى العكس من ذلك اتجه المعارضون لتلك الضريبة إلى أن الأمر ليس بهذه الدرجة من التفاؤل الذي يراه المؤيدون، حيث يرون أن عدد مالكي الأوراق المالية (الأسهم - السندات) في ارتفاع مستمر، ولا يقتصرون على الأغنياء والأثرياء من أفراد المجتمع، وبالتالي فإن الضريبة سوف تضر بقطاع عريض من أفرادهم، وهم مالكي تلك الأوراق المالية، ومن ثم سوف تقل تلك الضريبة من قيمة الأصول المالية (الأوراق) التي يمتلكونها، وبالتالي إنقاص حجم ثروتهم، كما يرون أنه من غير المؤكد أن المعاملة الضريبية

(^١) Dong Li & Li Zhang – The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence From an emerging Market – Op. Cit, p:5.

لنتلك الأرباح الرأسمالية سوف تقلل من ثروات هؤلاء الأغنياء، وتوجيهها إلى غيرهم من الفقراء.

سادساً: تأثير الضريبة على حجم السيولة والتداول:

لا شك أن فرض ضريبة على ناتج الأوراق المالية من الأرباح الرأسمالية سوف يعمل على تخفيض حجم السيولة المالية، من خلال تخفيض كميات وأحجام التداول في السوق، فنتيجة لفرض الضريبة سوف يخرج من السوق معظم المضاربين الذين يسارعون في عمليات الشراء والبيع للحصول على الأرباح السريعة، حيث يُعد ذلك النشاط (المضاربة) مربحاً لهم، ومن ثم سوف يفقد السوق هؤلاء المستثمرون، وبالتالي انخفاضاً في حجم التداول والسيولة المالية داخل البورصة^(١).

وعلى الرغم من ذلك فقد اتجه البعض^(٢) إلى القول بأن الأدلة التجريبية الحديثة أثبتت أن هذه الضريبة تزامن تطبيقها مع انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة في بعض الأسواق المالية لدول أوروبا، كفرنسا وإيطاليا، في نفس الوقت الذي لم تؤثر فيه تلك الضريبة على حركة السيولة في الأسواق أو حدوث تقلبات فيها، نتيجة إغراءات الأرباح التي يجنيها هؤلاء، والتي قد تفوق عوائدها عبء الضريبة المفروضة.

(١) James Davis & Ben Smith & Michael Wagner & Ronan O'Kelly – The Impact of The EU-11 Financial Transaction Tax on End-Users Marsh & McLennan Companies, Oliver Wyman, Financial Services, 2015, p:5.

(٢) Michael Brennan, Sajid Mukhtar Chaudhry – Securities Transaction Tax in Europe: First Impact Assessments – Gunther Capelle – Blancard, and The IFMA Conference on Finance and Banking, Working Paper, December 2014, pp:4 – 16.

هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن نقص السيولة داخل سوق الأوراق المالية في مصر، سوف يترتب عليه ضرورة وجود المزيد من المخاطرة من قبل صناع السوق، من خلال عقود للشراء طويلة الأجل، وبالتالي زيادة التكاليف الرأسمالية للتجار، حتى يمكن توفير مخزون مناسب من السيولة المالية داخل السوق^(١).

وهو ما أكده البعض^(٢) أيضاً من دعاة تطبيق تلك الضريبة، حيث أكدوا أنه رغم أن تلك الضريبة قد تسبب حالة من القلق في أسواق الأوراق المالية، من خلال عدم تشجيع البائعين والمشتريين (المستثمرين) على زيادة حجم تعاملاتهم، والذي قد يستغرق بعض الوقت، إلا أن ذلك لن يكون له تأثير على حجم التداول، وبالتالي حجم السيولة في الأسواق، التي سرعان ما تعود إلى ما كانت عليه قبل فرض تلك الضريبة.

(١) James Davis & Ben Smith & Michael Wagner & Ronan O'Kelly – The Impact of The EU-11 Financial Transaction Tax on End-Users Marsh & McLennan Companies, Op.Cit. pp:5 – 7.

(٢) Stiglitz, J.E.- Using Tax Policy to Curb Speculative Short-term Trading – Journal of Financial Services Research 3 (2-3) 1989, pp:101 – 115.

المبحث الرابع

متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل فرض

الضريبة على الأرباح الرأسمالية

على غرار غيرها من الأسواق المالية الناشئة، تشهد سوق الأوراق المالية المصرية مؤخراً انكماشاً ملحوظاً في التعاملات اليومية على أسهم وسندات الشركات المقيدة بالبورصة^(١)، وخاصةً في ظل التطورات الأخيرة التي تعيشها مصر على المستويين السياسي والاقتصادي، وكما أشرنا سابقاً تعد سوق الأوراق المالية بشكل عام من أهم المكونات والركائز الأساسية التي تقوم عليها اقتصاديات الدول، وخاصةً من ناحية توفير السيولة المالية اللازمة لإقامة المشروعات الاستثمارية التنموية داخل الدولة، فسوق الأوراق المالية تمثل الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توافر قدر من البيانات، والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها المالية في السوق، حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم، وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة^(٢).

ومما لا شك فيه أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة العالية، نتيجة توافر الأنظمة القوية والفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركات

(١) Andreas Billmeier and Isabella Massa – Go Long Or Short in Pyramids? News From The Egyption Stock Market – CASE Cairo and Alexandria Stock Exchanges, Occasional Papers, No (2), January 2008, p:2.

(٢) مفتاح صالح - فريدة معارفى - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها" - مجلة الباحث، العدد السابع

٢٠٠٩/٢٠١٠م، ص ١٨١.

والسوق نفسه، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، وفي هذا السياق سوف نتناول في هذا المبحث عدة نقاط في غاية الأهمية، ابتداءً من تحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، وخصائصها وأنواعها، والكيفية التي تتدفق بها المعلومات داخل سوق الأوراق المالية، وذلك في مطلب أول، وحتى التعرض للمتطلبات أو الآليات اللازمة لرفع كفاءة تلك السوق، خاصةً في ظل فرض الضريبة على أرباحها في مطلب ثان، كل ذلك على النحو التالي:

المطلب الأول

أهم المفاهيم المتعلقة بكفاءة سوق

الأوراق المالية

في هذا المطلب سوف نتناول بشيء من الإيضاح أهم المفاهيم النظرية التي يشتمل عليها مصطلح كفاءة سوق الأوراق المالية، بدءاً من تحديد مفهوم وتعريف هذه الكفاءة، مروراً بالخصائص والأنواع، وحتى الحديث عن تلك الكيفية أو الخطوات التي تتحقق بها كفاءة السوق، من خلال السطور التالية:

أولاً: تحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية بمدى تحقيق العوائد المتوقعة نتيجة توافر المعلومات المتاحة عن الأسهم والسندات المطروحة للتداول، والتي غالباً ما تكون مشروطة بظروف توازن تلك السوق^(١)، ويعتبر توازن سوق الأوراق المالية بمثابة حجر الزاوية في عملية الكفاءة المطلوبة، والتي تنعكس بشكل كامل في أسعار الأوراق المالية بناءً على المعلومات الواردة، فإذا عكست

(١) Alexandros E. Milionis – An Alternative Definition of Market Efficiency and some comments on its Empirical testing – Bank of Greece, Working Paper, No (50), November 2006, p:6.

أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات المتوافرة عنها، اتصفت السوق في تلك الحالة بالكفاءة، ومن ثم فالسوق الكفاء هي سوق فعالة نتيجة توافر مجموعة من المعلومات عنها^(١)، وفي هذا الإطار تسعى الكثير من الدول لإجراء الكثير من الاختبارات لكفاءة سوق الأوراق المالية، منها اختبارات أجريت في بعض دول آسيا، مثل إندونيسيا وماليزيا والفلبين وفيتنام وسنغافورة وتايلاند، وأظهرت نتيجة تلك الاختبارات أن بورصة الأوراق المالية في الدولتين الأخيرتين (سنغافورة وتايلاند) فاقت كفاءتها باقي الدول التي أجريت عليها تلك الاختبارات، وذلك نتيجة توافر المعلومات الدقيقة عن أسعار الأوراق المالية بها، مما يجعل أسواق المال في تلك الدول أكثر جاذبية للمستثمرين فيها من بلدان أخرى^(٢).

وفي سياق تحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يقوم الباحث بإدراج بعض التعريفات التي وردت في هذا الشأن على النحو التالي:

التعريف الأول: يحدد كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficient Market) في الاعتقاد بإمكانية التنبؤ (ولو جزئياً) بأسعار الأسهم في المستقبل، حيث أكد خبراء الاقتصاد المالي والإحصائي بأن هناك مجموعة من العناصر النفسية والسلوكية التي يمكن أن يتقرر بناءً عليها أسعار الأسهم، وساد الاعتقاد لدى

(¹) Robert Jarrow and Martin Larsson – The Meaning of Market Efficiency – Johnson Graduate School of Management, Cornell University, Ithaca, NY, 14853 and Kamakura Corporation, Chicago, February, 2011, p:12.

(²) Francesco Guidi and Rakesh Gupta – Are ASEAN Stock Market efficient? Evidence from Univariate and Multivariate Variance ratio tests – Griffith Business School, Discussion Papers Finance No (13), Griffith University, Australia, 2011, pp:2 – 15.

هؤلاء الاقتصاديين بأن أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها مستقبلاً إلى حد ما على أساس أنماط أسعارها في الماضي^(١).

التعريف الثاني: يحدد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية في أنها "السوق التي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو في تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماماً قيمته الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوى تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه^(٢).

التعريف الثالث: وهذا التعريف يحدد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية في أن تلك الكفاءة تطلق على السوق الذي يتم فيه توفير المعلومات المتصلة بأسعار الأصول المالية (الأسهم والسندات)، وحدد أصحاب هذا التعريف

(١) Burton G. Malkiel – The Efficient Market Hypothesis and its Critics – Princeton University, CEPS Working Paper No (91) April 2003, p:4.

(٢) منير إبراهيم هندی - الفكر الحديث في مجال الاستثمار - منشأة المعارف، الإسكندرية،

الكفاءة المقصودة هنا بالكفاءة التشغيلية (الداخلية) التي تشير إلى أن المستثمرين لا يمكن أن يتوقعوا تحقيق أرباح أعلى من إستراتيجياتها الاستثمارية في ضوء الموارد المتاحة لديه^(١)، بمعنى أن هذا التعريف قصر كفاءة سوق الأوراق المالية في تحقيق معدل الأرباح الذي يتوقعه المستثمرين لا أكثر من ذلك، فالتنبؤ بالأرباح التي يمكن أن تحققها الأسهم هنا يكون في حدود الأرباح التي توقعها المستثمرين في ضوء تشغيل الموارد المتاحة لديهم، وفي ضوء الكفاءة المقصودة هنا لا يمكن لأسعار الأسهم أن تتجاوز ما توقعه المستثمرون عن حد معين.

التعريف الرابع: يعرف السوق الكفاء بأنه هو السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعنى بأن تقديراتهم بشأن المكاسب الرأسمالية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، على خلاف المستثمرين المحترفين أو المتمتعين بالفطنة، فإن تقديراتهم وتوقعاتهم ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية، وليس هذا هو المهم بالنسبة لكفاءة السوق، بل المهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة، ولا مبالغة فيها^(٢).

(١) Elroy Dimson and Massoud Mussavian – Market Efficiency – The Current State of Business Disciplines, London Business School, Sussex Place, Regent Park, Spellbound Publications, Vol.3, 2000, pp:959 – 970.

(٢) مثنى عبدالإله ناصر - كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات - مداخلة مقدمة إلى ندوة "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية" - تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ٢٠٠٥، ص ٤.

ومن ثم فكفاءة سوق الأوراق المالية يقصد بها أن تلك السوق تتمتع بقدر عالٍ من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

ثانياً: أهم سمات وخصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة:

من خلال استعراض التعريفات والمفاهيم السابقة لكفاءة سوق الأوراق المالية يتضح لنا أن تلك السوق لكي تتمتع بالكفاءة لا بد من توافر مجموعة من الخصائص نشير إليها فيما يلي:

١- الرشد في اتخاذ القرارات:

حيث يفترض لكي توصف سوق الأوراق المالية بالكفاءة أن يتصف المتعاملون (المستثمرون) في تلك السوق، سواء كانوا هؤلاء المستثمرون أفراداً أو شركات بالرشد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة، وذلك سعياً وراء تعظيم أرباحهم وثوراتهم^(١).

٢- إتاحة المعلومات:

من أهم السمات التي تتميز بها سوق الأوراق المالية الكفؤة توافر أكبر قدر من المعلومات لجميع المتعاملين في تلك السوق، سواء كان هؤلاء المتعاملين مستثمرين أو مقرضين، أو كانت الإدارة القائمة على بورصة الأوراق المالية، أو حتى الجهات الحكومية أو مراقبي الحسابات، وكل ذلك دون أي تكلفة يتحملها هؤلاء، مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء

(١) سعد عبد الحميد مطاوع - الأسواق المالية المعاصرة - مكتبة أم القرى، الإسكندرية،

الشركات وأسعار أسهمها خلال الفترات القادمة في ضوء المعلومات المتاحة بسرعة ودقة^(١).

٣ - سوق تنافسية:

كذلك من أهم الصفات والخصائص التي تتميز بها سوق الأوراق المالية الكفوة هي انصافها بالتنافسية، بمعنى أن أسعار الأصول والعوائد فيها تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، وذلك في ظل افتراض انصاف سلوك المتعاملين بالرشد كما أشرنا سابقاً، وافتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين، وبالتالي تتحدد القرارات الاستثمارية المتخذة بناءً على هذه المعلومات^(٢).

٤ - السيولة:

للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، ويقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، ذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأسهم والسندات التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق، فهذا يعني أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى السهولة في التسويق توافر سمة الانتظام، أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى^(٣).

(١) Charles P. Jones – Investments Analysis and Management – John Milg et sons INC, New York, 1996, p:245.

(٢) Bodie Z. Kane et Marcus A. – Essentials of Investments – Times Minor Higher Education group, INC, Chicago, USA, 1995, p:54.

(٣) منير إبراهيم هندی - أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - منشأة دار المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٤٤.

٥- حرية التعامل بدون أي قيود:

تعتبر حرية التعامل بين المستثمرين داخل بورصة الأوراق المالية من أهم صفات وخصائص السوق الكفؤة، بمعنى ألا يوجد أي نوع من أنواع القيود على التعامل بالبيع والشراء داخل السوق، حتى ولو كانت تلك القيود قيوداً ضريبية تسعى الدولة إلى فرضها على ناتج التعامل في الأسهم والسندات التي يجرى التعامل عليها داخل البورصة، وفي هذا الإطار يسعى الباحث إلى تقديم بعض الآليات والمتطلبات التي يمكن من خلالها الحفاظ على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، على الرغم من أن فرض الضريبة يعتبر طبقاً لتلك الخاصة من أهم معوقات سوق الأوراق المالية الكفؤة.

٦- عدالة السوق:

تعنى عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية، سواءً من ناحية الوقت أو القدر المتاح من المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات، وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادةً ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها^(١).

كما يعد من أوجه العدالة التي تتصف بها السوق الكفاء عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده في تلك السوق، نظراً لوجود عدد كبير من

(١) ابن عمر حاسين - فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية - رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر ٢٠١٣م، ص ٧١.

المتعاملين فيها، كما أنه لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط^(١).

ثالثاً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة، لأنها تعتبر عنصراً أساسياً وفعالاً في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وذلك بمختلف مستوياتها، ومن ثم يمكن تحديد مستوى كفاءة السوق، وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاءً بالنسبة لنظام معين من المعلومات، ولكنها غير كفاءً بالنسبة لنظام آخر، لذلك قام (FAMA 1970) بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، وحصرها في ثلاث فرضيات كالتالي^(٢):

- فرضية الصيغة الضعيفة.
- فرضية الصيغة المتوسطة.
- فرضية الصيغة القوية.

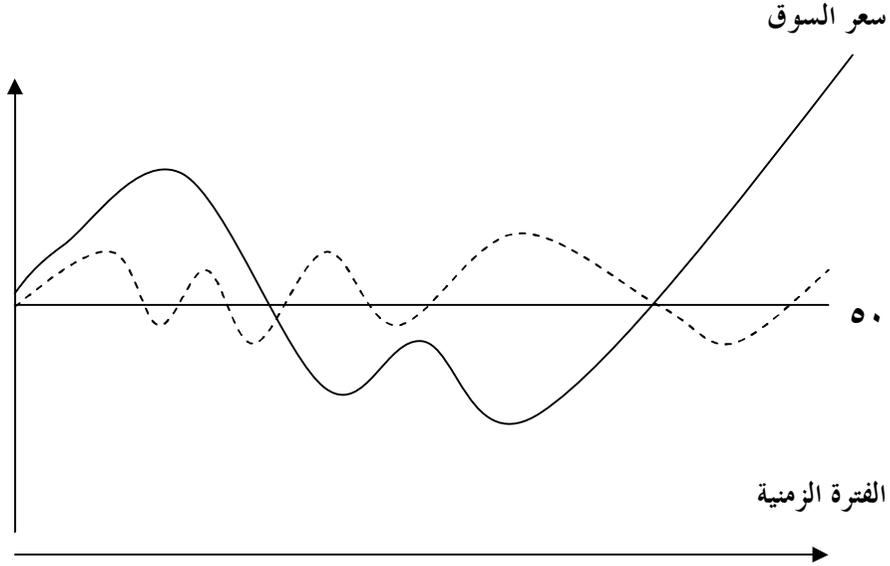
وفي محاولة لفهم تلك الصيغ بشكل أكثر وضوحاً سوف نستعرضها في الشكل البياني الذي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة على النحو التالي^(٣):

(١) مفتاح صالح، فريدة معارفى - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - مرجع سابق ص ١٨٢.

(٢) Fama E. - Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work - Journal of Finance, Vol.25, No.2, pp:383 - 417.

(٣) Fromeds Investments: Analysis and Management (New York: MC Gaw-Hill Inc) 1976, p:528.

شكل (أ) فرضيات الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق



٩٨٧٦٥٤٣٢١٠

Source: *Fromeds Investments: Analysis and Management* (New York: McGraw-Hill Inc, 1976, p:528).

..... ف.ص. المتوسطة

ف.ص. القوية

ف.ص. الضعيفة

يتضح من الشكل السابق أن سوق الأوراق المالية تتصف بالكفاءة في ظل الفرضيات الثلاث الآتية^(١):

^(١) Bernard Guerrien and Ozgur Gum – Efficient Market Hypothesis: What are we talking about? *Real-world Economics Review*, Issue No.56, Universite Paris, 2011, pp:19 – 28.

١- الصيغة الضعيفة:

وفيها لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي، لأن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض، وهو ما يُعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم، أو بمعنى آخر يكون هناك تباين كبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

٢- الصيغة المتوسطة:

يلاحظ من الشكل السابق أن تذبذب الأسعار كان محدوداً، ويدل ذلك على عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية، إذ تكاد تكون الفروقات مساوية أو مقارنة بشكل طفيف بفرضية الصيغة الضعيفة، وهو ما يعنى أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الفرق بين القيمتين، كما يبينه المنحنى المتقطع.

٣- الصيغة القوية:

تمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة عندما تكون الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر تتساوى فيه القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية، كما يعكسها الخط المستقيم المستمر الذي يظهر في الشكل السابق.

بالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن أيضاً من خلال الشكل التالي توضيح صيغة الفرضيات الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي^(١):

(١) Philippe Gillet – L'efficience des Marchés Financiers – Economica 1999, p:34.

شكل (ب) يوضح فرضيات الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية



Source: Philippe Gillet – L'efficience des Marche's Financiers – Economica 1999, p:34.

ومن هذا الشكل تتضح الصيغ الثلاثة المفترضة لكفاءة سوق الأوراق المالية، ويمكن بيانها وتوضيحها كالتالي^(١):
الصيغة الضعيفة:

وتمثلت في تلك المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، والتي لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبل.

^(١) See:

- Philippe Gillet – L'efficience des Marche's Financiers – Economica 1999, p:34.
- Wolfgang Hardle – An Empirical test of German Stock Market Efficiency – Center of Applied Statistics and Economics Institute for Statistics and Econometrics, Berlin, Germany, September, 2005, p:4.

الصيغة المتوسطة:

أي أن تعكس الأسعار الحالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار كل المعلومات المعروفة والمتاحة للمؤسسات.

الصيغة القوية:

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة منتظمة ومستمرة.

رابعاً: تحليل كفاءة السوق وتأثيرها على أسعار الأسهم:

سبق لنا أن أشرنا في بداية تلك الدراسة إلى أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتعلق بإمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم والسندات في المستقبل، وترتبط بدقة هذا التنبؤ بدقة وسرعة تدفق المعلومات الواردة إلى السوق عن أسعار أسهم الشركات المتداولة في البورصة، وفي إطار تحليل مضمون تلك الكفاءة ينبغي علينا أن نشير إلى وجود نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية، والتي يمكن من خلالهما معرفة التأثير المباشر لهما على أسعار الأسهم والسندات المطروحة في البورصة، وهما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، حيث أن أسعار تلك الأسهم والسندات تختلف باختلاف نوع الكفاءة الموجودة في السوق، وفي السطور التالية سوف نستعرض مدى تأثير أسعار الأسهم والسندات في السوق باختلاف نوع الكفاءة، وذلك على النحو التالي^(١):

١- سوق الكفاءة الكاملة وأثرها على أسعار الأسهم:

حيث يقصد بتلك الكفاءة هنا عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر

(١) مفتاح صالح، فريدة معارفى - مرجع سابق، ص ١٨١ - ص ١٩٣.

السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين في تلك السوق متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية^(١):

أ- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.

ب- حرية المعاملات من أي قيود، كتكاليف المعاملات أو الضرائب (على عكس مضمون تلك الدراسة)، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم، أو للشركة التي يرغب فيها.

ج- رشادة المستثمرين، وسعى كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

د- تواجد عدد كبير من المستثمرين، بمعنى ألا يمكن لأي مستثمر بمفرده أن يؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

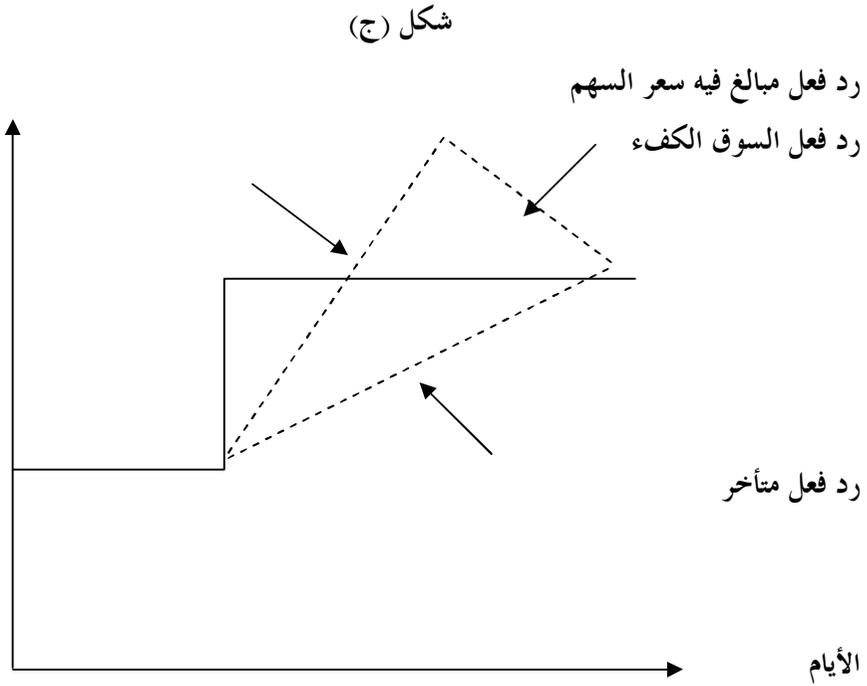
٢- سوق الكفاءة الاقتصادية وتأثيرها على أسعار الأسهم:

ووفقاً لمفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاساتها على أسعار الأسهم، ويعنى ذلك أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت (بسبب هذا الفاصل الزمني)، مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعى الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

(١) عبدالغفار حنفى - الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - مكتبة الدار الجامعية،

الإسكندرية، ٢٠٠٤م، ص ٧٥.

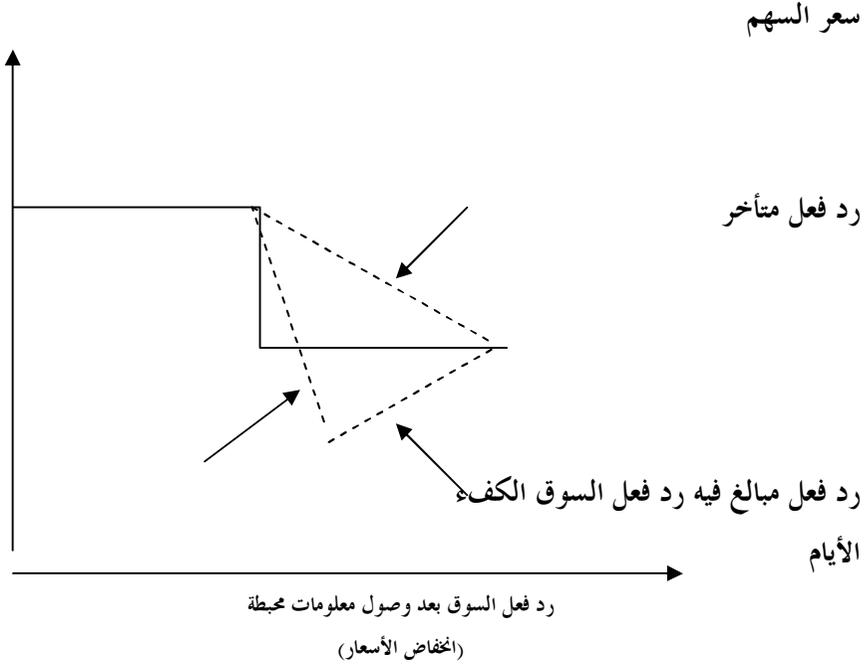
ويمكننا توضيح تأثير سوق الكفاءة الكاملة والاقتصادية على أسعار الأسهم من خلال التمثيل البياني لسلوك سعر السهم في ظل السوق الكفاء والسوق غير الكفاء، وذلك بناءً على المعلومات الواردة إلى السوق على النحو التالي^(١):



رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة
(ارتفاع الأسعار)

(١) مفتاح صالح - فريدة معارفى - مرجع سابق ص ١٩٣.

شكل (د)



♦ فمن خلال الشكل رقم (ج) يتضح أنه في حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرةً في استجابة فورية وتلقائية في سعر سهم هذه الشركة بالارتفاع، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم، وهو ما يحقق لسوق كفاءة عالية.

♦ ومن خلال الشكل رقم (د) يتضح أنه في حالة وصول أخبار غير سارة إلى السوق، فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، الأمر الذي لن يتحقق معه أرباح للمستثمرين، فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أي يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق.

♦ أما في حالة الاستجابة أو رد الفعل المغالى فيه، فيقصد به بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات، مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته، ومن ثم يُعدل بعد ذلك تدريجياً.

المطلب الثاني

آليات كفاءة البورصة المصرية في ظل فرض

ضريبة الأرباح الرأسمالية

عندما تحدثنا عن خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة، وجدنا أن من أهم تلك الخصائص أن تتسم سوق الأوراق المالية بحرية التعامل بين المستثمرين بدون أي قيود، بمعنى ألا يوجد أي نوع من أنواع القيود على التعامل بالبيع والشراء داخل السوق، حتى ولو كانت تلك القيود قيوداً ضريبية تسعى الدولة إلى فرضها على ناتج التعامل في الأسهم والسندات التي يجري التعامل عليها داخل البورصة، ولا شك أننا هنا بصدد تحدٍ كبير إزاء الحديث عن وجود أي نوع من الكفاءة لسوق الأوراق المالية المصرية في ظل فرض الضريبة على ناتج تعاملاتها، فكيف تتحقق إذن تلك الكفاءة المنشودة في نفس الوقت الذي تسعى فيه الحكومة المصرية إلى فرض إحدى القيود على تعاملات البورصة من خلال فرض الضريبة.

ولعل هذا يدفعنا إلى التساؤل: كيف يمكن أن يتحقق الشيء ونقيضه في ذات الوقت؟ بمعنى أنه كيف يمكن أن تتحقق كفاءة السوق في ظل فرض الضريبة عليها؟ وهذا هو ما نحاول الإجابة عليه في السطور التالية، من خلال توضيح المتطلبات أو الآليات التي تساعد على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، خاصةً مع العودة إلى تطبيق الضريبة بعد تأجيلها لمدة عامين، اعتباراً من ١٨ مايو ٢٠١٥.

فحتى تتحقق لسوق الأوراق المالية المصرية الكفاءة اللازمة، خاصةً بعد تحدى فرض الضريبة على أرباحها، وتحقق تخصيصاً أفضل للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد (سواءً الإيرادات الضريبية المحصلة على الأرباح أو إيرادات أرباح الاستثمار نفسها) إلى المجالات الإنتاجية الأكثر ربحية، ويفترض في تلك الكفاءة المطلوبة أن تؤدي دورين رئيسيين، أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر، إلى جانب مجموعة من الشروط والخطوات التي ينبغي مراعاتها عند العودة للعمل بتلك الضريبة، والتي تساعد بدورها على رفع كفاءة السوق، وذلك على النحو التالي^(١):

أولاً: الدور المباشر:

ويقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم، وبيعها بسعر ملائم بعد قيام مجالس إدارة تلك الشركات بإبلاغ المساهمين بأحجام وكميات تلك الأسهم المعروضة للبيع^(٢)، مما يعنى زيادة حصيلة الإصدار، وانخفاض متوسط تكلفة الأموال، وهذا يعنى من ناحية أخرى أن تلك الشركات التي تعيش حالة من الرواج التجاري يمكن أن تكون بيئة خصبة ووعاءً مناسباً للضريبة نتيجة التعامل على أسهمها وسنداتها وغيرها من الأوراق التي

(١) كفاءة سوق الأوراق المالية - على الموقع الإلكتروني:

www.tadawul.net/forum/showthread.php?+=12

(٢) Alfred Fabri – Company Announcement – Circular on Issue of bonus Shares, International Hotel Investments, P.L.C., 22 Europa Centre – Floriana FRN 1400 – Malta, 20th October 2015, pp: 2 – 5.

تصدرها تلك الشركة، وتتوافر تلك القوة الاقتصادية على وجه الخصوص في الشركات دولية النشاط^(١).

كما أن تلك الضريبة، وخاصةً عند إعادة النظر في معدلاتها، والتي سنوضح من خلال توصيات الدراسة ضرورة إعادة النظر فيها، سوف لا تمثل معوقاً تجاه ممارسة تلك الشركات والأفراد لأنشطتهم الاستثمارية، وكذلك فإن الأفراد الطبيعيين سيطمئنون إلى مركز الشركات التي يتعاملون على أسهمها وسنداتها ومركزها المالي.

ثانياً: الدور غير المباشر:

يُعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات بمثابة مؤشر أمان للمتعاملين، مما يعنى إمكانية حصول الشركات على مزيد من الموارد المالية، من خلال إصدار المزيد من الأسهم، ومن ثم تحسين المراكز الاقتصادية للشركات بزيادة رؤوس أموالها، وأيضاً زيادة الأوراق المالية في حوزة الأفراد الطبيعيين، ومن ثم تحقيق المزيد من الأرباح (التي تمثل وعاءً للضريبة)، سواءً للأشخاص الاعتباريين (الشركات) أو للأشخاص الطبيعيين (الأفراد).

ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان، تعдан بمثابة متطلبات أو آليات لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

(¹) Brian Roach – Corporate Power in a Global Economy – A GDAE Teaching Module on Social and Environmental Issues in Economics, Global Development And Environment Institute Tufts University Medford, MA 02155, 2007, p:3.

المصرية خلال الفترة القادمة، وهما الكفاءة الداخلية والكفاءة الخارجية، على التوضيح التالي^(١):

١- الكفاءة الخارجية:

لا شك أن المستثمر المصري أو الأجنبي في سوق الأوراق المالية، وخاصةً الأفراد الطبيعيين الذين اعتادوا على المضاربة في الأوراق المالية، أي شراء الأوراق المالية من أجل إعادة بيعها في أسرع وقت عند تحقيق أي قدرٍ من الأرباح، يفعلون ذلك بسبب عدم وضوح الرؤيا تجاه البورصة المصرية، أي بسبب حالة الضبابية وعدم الاستقرار التي تنتاب الشركات المدرجة في السوق، بمعنى عدم توافر ودقة المعلومات المتاحة عن الشركات التي يتعاملون على أسهمها، وهذا ما يجعلهم يبيعون أوراقهم المالية بمجرد تحقيق أي ربح ممكن، نتيجة حالة عدم الوضوح والاستقرار، في شكل حركة عشوائية للتداول داخل السوق^(٢).

ومما يساعد على زيادة التخوف لديهم أكثر هو اقتطاع جزء من أرباحهم عن طريق خضوعها للضريبة، بمعنى أنه حتى يتغير الوضع بشكل تام، وحتى يمكن تلافي السلبيات السابقة لدى المستثمرين، من خلال توفير البيئة

(^١) Burton G. Malkiel -The Efficient Market Hypothesis and Its Critics - Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 1, Winter 2003, pp:59 – 82.

(^٢) See:

- Lo, Andrew W. and A. Craig MacKinlay -. A Non-Random Walk Down Wall Street .Princeton: Princeton University Press, 1999.

- Harry Mamaysky and Lo, Andrew W Jiang Wang. -Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation.-Journal of Finance. August, 2000 ,pp. 1705- 1765.

الخصبة لفرض تلك الضريبة، لا بد من توافر ما يسمى بالكفاءة الخارجية، والتي يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة أولاً بأول إلى المتعاملين في السوق المصرية، دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وحتى تتأكد الثقة لدى الأفراد مالكي تلك الأوراق في المؤسسات المالية المصدرة لها من خلال توافر الشفافية والوضوح، ومن ثم إعادة استثمار أرباحهم في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة رأسمالها بين البورصات العالمية، وبالتالي إضفاء مزيداً من الكفاءة على آليات عمل سوق الأوراق المالية^(١).

هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى سوف لا تؤثر الضريبة المقترحة من الأرباح الموزعة على باقي الأرباح المتحققة نتيجة التعامل في الأوراق المالية بسبب عدم خوف وقلق المستثمر من المستقبل.

٣ - الكفاءة الداخلية:

أو ما يمكن أن نسميها بالكفاءة الفنية المتعلقة بآلية العمل داخل السوق التي تعمل على رفع كفاءتها، وتحسين مركزها الاقتصادي بين الأسواق المالية، مما يولد مزيداً من الثقة لدى المستثمرين فيها، والتي ستعكس بلا شك على التزاماتهم بأداء الواجبات الضريبية المفروضة عليهم، حيث يقصد بتلك الكفاءة الداخلية قدرة السوق المالية المصرية على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صانعي السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد الكفاءة الخارجية إلى حد كبير على الكفاءة الداخلية، والتي تعنى أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، على أن تكون

(١) Jonathan Clarke, Tomas Jandik, Gershon Mandelker -The Efficient Markets Hypothesis - Journal of Financial Economics, 2003, p:4.

التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية، وبشكل يساعدهم على تجنب المخاطر التي قد يتعرضون لها داخل السوق^(١).

وبالتالي فانخفاض تكاليف التعامل على الورقة المالية ودقة وتوافر المعلومات عنها، إلى جانب إيجاد وتحقيق نوع من التوازن بين الكميات المطلوبة والمعروضة منها، سوف يحافظ أولاً على قيمة الورقة المالية، وسيوفر نوع من الاستقرار في الربح المتوقع بناءً على التعامل فيها (بسبب توازن الكميات المطلوبة والمعروضة منها) مما سينعكس بشكل إيجابي على الحالة النفسية لدى المستثمر بسبب عدم تقلب أسعار الأوراق المالية الموجودة في حوزته، حتى وإن حدث هذا التقلب في الأسعار فلا يمنع ذلك من كون السوق المالي هي سوق تتسم بالكفاءة، طالما كانت حركة الأسعار (سواءً بالارتفاع أو الانخفاض) تتم بشكل عشوائي غير متحيز^(٢)، وسيدفعه ذلك إلى الخضوع للالتزام الضريبي من قبل الدولة على أرباحه (في ظل معدلات

(1) Jennifer Huang and Jiang Wang – Market Structure, Security Prices and Informational Efficiency - Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology and National Bureau of Economic Research, Macroeconomic Dynamics, Printed in the United States of America, 1997, pp: 169 – 205.

(2) Aswath Damodaran -Market Efficiency: Definitions and Tests – Journal Financial and Economy, 2000, p:3

منخفضة لسعر الضريبة)، وبالتالي فإن كفاءة سوق الأوراق المالية على هذا النحو تؤدي إلى تحقيق الكفاءة داخل الاقتصاد بشكل عام^(١).

ثالثاً: ضوابط كفاءة السوق في ظل فرض الضريبة على أرباحها:

حتى يمكن أن تتوافر متطلبات الكفاءة السابق الإشارة إليها في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي تساعد بدورها على تحمل تلك السوق للصدمات الضريبية من قبل الدولة على الأرباح المتحققة فيها، فلا بد إذن من توافر مجموعة من الضوابط، سواء كانت تلك الضوابط أو بعضها متوافراً بالفعل في السوق المصرية أو غير متوافرة، ففي جميع الأحيان لا بد من وجودها حتى تتحقق الكفاءة المطلوبة، وهي على النحو التالي:

أ- أن تسود السوق المصرية حالة من المنافسة الكاملة^(٢):

يستخدم الاقتصاديون نموذج المنافسة الكاملة داخل السوق للنظر في تقييم مدى كفاءة وفاعلية أسواق الأوراق المالية^(٣)، وتتحقق المنافسة الكاملة داخل

(^١) James Dow; Gary Gorton - Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? - The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997. (Jul., 1997), pp:1087 – 1129.

(^٢) See:

- Charles Q. Cao Hyuk ChoeHee-Joon Ahn - Decimalization and competition among stock markets: Evidence from the Toronto Stock Exchange cross-listed securities - Journal of Financial Markets (1998), pp: 51 – 87.

-Robert C. Merton and Marti G. Subrahmanyam - The Optimality of a Competitive Stock Market - The Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 5, No. 1 (Spring, 1974),pp. 145-170.

(^٣) Pamela L. Hall – Microeconomic Theory, Perfect Competition – Concepts & Connections, Chapter 9, Southwestern Washington University, 2005, p:2.

السوق المصرية بين جميع المتعاملين والمتدخلين فيها، بحيث يكون لهم حرية الدخول والخروج منه، وذلك للتغلب على فرص الاحتكار، فاحتكار تلك السوق من جانب مجموعة قليلة من المستثمرين سوف يساعد على تكوين مراكز القوى الاقتصادية، التي قد يمكنها في وقت من الأوقات التحكم في مجريات الأمور بشكل يؤثر على المتطلبات والأهداف الاقتصادية لمصر، مما يعمل على تقليل عملية تكافؤ الفرص الاستثمارية داخل السوق^(١)، فقد يكون لدى هذه القلة من المستثمرين (المحتكرين) القدرة على تعطيل قرار اقتصادي معين، كما يقال عند تأجيل ووقف العمل بقانون الضريبة على أرباح البورصة بأن بعض رجال الأعمال والاقتصاديين كانت لهم مصلحة في ذلك التأجيل.

ب- أن تتمتع السوق المالي في مصر بخاصية السيولة:

بمعنى ضرورة أن تتسم تلك السوق بسيولة الأوراق المالية المتداولة فيها لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة وفي التوقيت المناسب، بمعنى توافر القدرة على امتصاص أوامر البيع والشراء داخل السوق^(٢)، كما أن توافر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه، والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي التقليل من فرص المضاربة غير المأمونة.

(١) Gabriel Talmain -Stock Market Valuation and Monopolistic Competition: a Dynamic Stochastic General Equilibrium Approach - Department of Economics, University of Glasgow, Glasgow, 2001, pp: 2 - 5.

(٢) Rico von Wyss -Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market - Dissertation der Universität St. Gallen, Hochschule fÄur Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG) zur Erlangung der WÄurde eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften, St. Gallen, den 13. Januar 2004, p:5.

فتوفير السيولة المالية للأوراق بشكل مستمر داخل السوق المصرية، سوف يعمل على توفير حالة من الاستقرار النفسي لدى المتعاملين داخل السوق، نظراً لأن شح السيولة سيجعل المستثمر متأهباً لحالة من عدم الاستقرار تجعله قلقاً على أرباحه، وبمجرد توافر السيولة المالية في لحظة ما سيتجه مندفعاً نحو التخلص من الأوراق التي في حوزته، إلى جانب خوفه وقلقه من حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية بسبب شح وقلة السيولة داخل السوق، ومن ثم الإضرار بحصيلة الدولة من تلك الضريبة بسبب حالة عدم الاستقرار النفسي وقلة السيولة، كما أن توافر السيولة سيجعل المستثمر يقوم مرة أخرى بإعادة ضخ أرباحه في استثمارات منتجة، وذلك لإحساسه واطمئنانه بأنه سيمكنه في أي وقت تحويل الأوراق المالية إلى نقود سائلة، وبالتالي فهذا التوسع النقدي سوف يعمل على زيادة السيولة المالية في السوق، وخاصةً في أوقات الأزمات المالية، سواءً بالنسبة للأفراد أو للاقتصاد ككل^(١).

ج- توافر وسائل وقنوات اتصال لتقديم المعلومات^(٢):

بمعنى أن تتوافر في سوق الأوراق المالية المصرية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم من خلاله، بالإضافة إلى توافر معلومات عن الكميات المطلوبة والمعروضة من الأوراق المالية في الحاضر والمستقبل، والتي تأخذ صور متعددة، وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي

(¹) Tarun Chordia, Asani Sarkar, and Avanidhar Subrahmanyam -An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity - Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 164 March 2003, pp: 4 - 8.

(²) Gagan Pareek - Perfect competition case study on stock exchange - Without Published, August 2010, p:2 - 20.

تصدر عن البورصة. كل هذا يعد من عناصر الوضوح والدقة والشفافية داخل السوق، والتي توفر حالة من الاستقرار فيها بشكل عام ينعكس على حجم التعاملات والأرباح المحققة، والتي تمثل في ذات الوقت وعاءً لتلك الضريبة محل الدراسة.

د- توافر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول^(١):

بمعنى أن تتوفر في سوق الأوراق المالية، وخاصةً المصرية أحدث التقنيات الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق، ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء، وهنا لا بد أن نشير إلى أن المجموعات المتخصصة من السماسرة والمستشارين والخبراء لا بد أن يكونوا ممثلين أيضاً في رجال الإدارة الضريبية (المسئولة عن الضريبة محل الدراسة)، ورجال الاقتصاد وأسواق المال، حتى يمكن التوفيق بين مصلحة المستثمرين، ومصلحة الخزانة العامة للدولة.

هـ- تكوين هيئة محايدة لإدارة سوق الأوراق المالية:

بمعنى أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية، وتكون محايدة وذات خبرة، وتستمد سلطاتها من مجموع النظم والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية

(^١) Greg J. Badros and Salman Azhar and Arman Glodjo and Ming-yang Kao and John H. Reif – Data Compression Techniques for Stock Market Prediction – Preprint of Paper Appearing in Proceedings: IEEE Data Compression Conference,, Snowbird UT, IEEE Computer Society Press, James A. Storer, Martin Cohn, (Eds) March 1994, pp:72 – 82.

متخصصة، وهو ما يزيد من فاعلية سوق الأوراق المالية المصرية، بشكل يقلل من مخاطر الأوراق المالية التي تتعلق بقيمة الأسهم التي تمتلكها الشركات والمستثمرين^(١).

رابعاً: خطوات تحقق كفاءة السوق في ظل فرض الضريبة:

هناك مجموعة من الخطوات الأساسية التي لا بد من مراعاتها في سوق الأوراق المالية عند فرض الضريبة على أرباحها، حتى يمكن وصفها بالسوق الكفاء، وتتمثل أهم تلك الخطوات في الآتي^(٢):

١- افتراض أن البورصة المصرية هي سوقاً منظمة جداً لرأس المال، تضم عدد كبير جداً من المتعاملين، سواء كانوا مستثمرين أو مقرضين، في ظل وجود معدل ضريبي منخفض إلى حد ما، مما يؤدي إلى وجود علاقة طردية ما بين عدد المستثمرين ودرجة الكفاءة المتحققة في السوق، وانخفاض معدل الضريبة، بمعنى أنه كلما انخفض معدل الضريبة زاد عدد المستثمرين وزادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق، وبالتالي تكثيف الجهود للحصول على أكبر عدد من الشركات المدرجة في السوق، من أجل تعزيز المنافسة^(٣).

(^١) Charles S. Morris – Managing Stock Market Risk with Stock Index Futures – Economic Review, The Federal Bank of Kansas City, June 1989, pp: 3 – 16.

(^٢) منير إبراهيم هندی - الفكر الحديث في مجال الاستثمار - مكتبة منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٣٨.

(^٣) Desmond Tutu Ayentimi and Anthony Ekow Mensah and Francis Naa-Idar - Stock Market Efficiency of Ghana Stock Exchange: An Objective Analysis -International Journal of Management, Economics and Social Sciences, Vol.2, 2013, pp: 54 – 75.

٢- افتراض وصول المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة، ففي ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة، وفي نفس الوقت تقريباً، مما يعنى استجابة فورية لتنعكس مباشرةً في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة هي استحالة إفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم، وبالتالي توافر الشفافية التي تجعل من سوق الأوراق المالية سوقاً جاذبة للاستثمارات^(١)، وفي ظل الدقة المشار إليها والسرعة في وصول المعلومات سوف تكون الضريبة المفروضة مقبولة من جميع المتعاملين، ولن يكون لها أدنى تأثير سلبي على حركة التعامل، خاصة إذا ما كانت هناك شفافية أيضاً في تحمل الجميع بالعبء الضريبي المقرر، دون استثناء أي منهم على حساب الآخر.

٣- فور وصول هذه المعلومات الجديدة، والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل، سواءً بالارتفاع أو بالانخفاض، وللإشارة إلى أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، وحصول كافة المستثمرين عليها.

٤- وفي النهاية يمكن القول بأن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة عندما تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، وأيضاً استجابتها لمجرد الإعلان عن

(^١) TD – Direct Investing Understanding The Stock Market and Shares – Shares Guide, Version 0.1 August 2013, p:5.

توزيع الأرباح الخاصة بأسهم الشركة داخل السوق^(١)، والتي (بلا شك) من شأنها تغيير نظرتهم إلى الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً، وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة، بما ينعكس في النهاية على قيمة الربح المتحقق لكل ورقة مالية، والذي يمثل في نفس الوقت جزءاً من الوعاء الذي تقتطع منه تلك الضريبة، دون أن يؤثر ذلك بأي شكل على حجم وكمية التعاملات.

كانت هذه إشارة مبسطة إلى بعض المتطلبات أو الآليات والشروط اللازمة لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر، في ظل التحديات السياسية والاقتصادية التي تواجهها، لاسيما وهي بصدد إعادة العمل بالضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن تعاملات مستثمريها في الأوراق المالية، المختلفة، والتي (بلا شك) تكون البورصة المصرية في أمس الحاجة إليها في الظروف الراهنة، من أجل التطبيق السليم لتلك الضريبة.

(¹) Ghada Abbas - Stock Prices Reaction to Dividend Announcements: A Study on Listed Companies in the Damascus Securities Exchange - International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences' Vol.5, No.1, January 2015, pp: 130 - 136.

الخاتمة

تُعد الضريبة على الأرباح الرأسمالية لسوق الأوراق المالية إحدى الخطوات التي اتخذتها الحكومة المصرية منذ ما يقرب من عامين لتحقيق العديد من الأهداف، لعل أهمها هو البحث عن مصدر جديد لتمويل الخزينة العامة بقصد مواجهة العجز الشديد الذي تعانيه الموازنة العامة المصرية خلال السنوات الماضية، وفي سبيل تحقيق ذلك، فقد افترضت الدراسة عدة فروض كانت تسعى من خلالها إلى مواجهة المشكلة التي تعالجها، ألا وهي محاولة تحقيق الأهداف المشار إليها في تلك الدراسة، وفي السطور التالية سوف نقوم ببيان وتوضيح مدى تحقق صحة الفروض التي افترضتها الدراسة من عدمه.

فقد افترضت الدراسة في البداية (وهو ما اتضح من خلال استعراض السطور الأولى فيها) أن سوق الأوراق المالية تُعد مكوناً ودعامة رئيسية وهامة يقوم عليها الاقتصاد المصري، حيث أنها تعتبر مصدراً لتكوين وتوليد الاستثمارات الإنتاجية في مصر، ولا شك في إثبات صحة هذا الفرض، ليس فقط خلال الفترة الزمنية التي تناولنا خلالها هذه الدراسة، ولكن أيضاً خلال السنوات التي تسبق والتي تلي فترة الدراسة.

أما عن اعتبار تلك السوق مصدراً جديداً من مصادر الإيرادات العامة التي تواجه بها الدولة العجز الكائن بموازنتها، وذلك من خلال استخدام الأرباح الرأسمالية المتحققة في تلك السوق كوعاء يتم فرض الضريبة عليها، فهذا هو ما لم يتحقق من خلال سياق الدراسة، فالواقع كان عكس المأمول، فعندما تم تطبيق تلك الضريبة في الواقع الاقتصادي المصري لم تكن النتائج المتوقعة إيجابية إلى الحد الذي تأمله الحكومة المصرية، بل على العكس من ذلك كانت الآثار السلبية المترتبة على فرض تلك الضريبة أكثر من اللازم، بل

إن مجرد ورود معلومات عن خضوع أرباح سوق الأوراق المالية للضريبة كان له من التأثير السلبي على حجم عمليات التداول داخل البورصة المصرية ما دعا الحكومة بعد ذلك إلى وقف وتأجيل العمل بها لمدة عامين.

وانطلاقاً من الفرض السابق افترضت الدراسة أيضاً سوق الأوراق المالية المصرية لا تتمتع بالكفاءة اللازمة، والتي تسمح لها بأن تتحمل أرباحها الرأسمالية (المتواضعة مقارنةً بغيرها من البورصات العالمية) عبئاً ضريبياً مرتفعاً، كالذي قرره الحكومة في هذا الشأن، وبالفعل ثبتت صحة هذا الفرض، فالسوق المصرية سوقاً ناشئة، كما أن حجم الاستثمارات فيها تتسم بالتذبذب المستمر، وأن جزءاً كبيراً من استثماراتها قائم في المقام الأول على المضاربة السريعة، وليست الاستثمارات الطويلة الأجل، فقد رأت الحكومة المصرية أن البورصة المصرية تتمتع بالكفاءة التي تجعلها تتحمل عبئاً ضريبياً جديداً لم تكن تتحمله من قبل، في ظل الضغوط المالية التي يعاني منها الاقتصاد، وهو ما لم يثبت صحته بالفعل، بال على العكس كانت النتائج عكسية (سلبية) تماماً، فالحصيلة ضعيفة جداً على غير المتوقع من تطبيق الضريبة، وأحجام التداول منخفضة ومتذبذبة بشكل مستمر، وهو ما حدا بالباحث إلى إدراج عدة آليات ومتطلبات تعمل على رفع كفاءة البورصة المصرية بشكل عام، وحتى تتحمل العبء الضريبي الذي فرضته الحكومة بشكل خاص.

ومن ثم انتهى الباحث إلى أنه حتى تكون البورصة المصرية بيئة خصبة لتحمل أية أعباء ضريبية فلا بد من اقتراح بعض التوصيات في هذا الشأن على النحو التالي:

١- ضرورة العمل على أن تتسم سوق الأوراق المالية المصرية بالكفاءة اللازمة، خاصةً فيما يتعلق بالشفافية في التعاملات، بما تتضمنه تلك الصفة من دقة في المعلومات، وسرعة في الوصول إليها لجميع المتعاملين، بما ينعكس على عمليات الاستثمار في البورصة، واستقرار في مؤشراتهما، وإيجاد حالة من المنافسة الكاملة بين المستثمرين من ناحية، وأسهم الشركات المختلفة من ناحية أخرى، بما ينعكس في نهاية الأمر على توفير السيولة اللازمة داخل السوق للقيام بمختلف أنواع الاستثمارات الإنتاجية.

٢- ضرورة قيام السلطات الاقتصادية في مصر بإعادة النظر في دراسة مدى العودة للعمل وتطبيق تلك الضريبة من عدمه (بعد انتهاء مهلة التأجيل) بحيث نرى وقف العمل بها تماماً خلال السنوات القادمة حتى يتعافى فيها الاقتصاد المصري من الكبوات التي تعرض لها خلال السنوات الماضية، فالبورصة المصرية تُعد من أهم مكونات الاقتصاد المصري، وبالتالي لا بد من تهيئة الاقتصاد بشكل عام، والبورصة بشكل خاص حتى يمكنهم تحمل الصدمات الضريبية، وتستطيع البورصة في ظلها (الضريبة) المحافظة على نفس حجم وكميات الاستثمارات الموجودة قبل فرضها.

٣- ضرورة ربط كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر، وتقييمها على أساس حجم وكميات التداول في السوق، في ظل فرض تلك الضريبة، بمعنى أن تكون تلك الضريبة هي وسيلة للحفاظ على، بل ورفع كفاءة السوق، من خلال الحفاظ على حجم وكميات التداول والاستثمارات، وتقييم ذلك بالحفاظ على الاستثمارات طويلة الأجل (الإنتاجية) أكثر من الاستثمارات قصيرة الأجل، التي تأتي بغرض المضاربة فالضريبة سوف لا تتسم

بالكفاءة إذا ما ترتب عليها انهيار تلك السوق، عن طريق هروب المستثمرين من الاستثمار فيها، واللجوء إلى مناطق الـ (Offshor)، وهى المناطق إلى لا تفرض أي التزام ضريبي على الاستثمارات بمختلف أنواعها.

٤- ضرورة إعادة النظر في المعدل الذي فرضت به الضريبة على أرباح سوق الأوراق المالية المصرية، حتى يتماشى مع المعدلات الدولية المعمول بها في هذا الشأن (على الرغم من التفاوت في الأداء الاقتصادي بينها وبين الأسواق الدولية)، فمن خلال مطالعة واستقراء المعدلات التي تفرض بها تلك الضريبة في البورصات العالمية المطبقة لها، والذي لم يتجاوز ١% من الأرباح المحققة فيها، نجد أن فرضها بمعدل ١٠% من الأرباح المحققة في البورصة المصرية يعد تجاوزاً مبالغ فيه للمعدلات المعمول بها دولياً على الرغم من انخفاض الأداء الاقتصادي للبورصة المصرية، مقارنة بالبورصات العالمية، وفي هذا الشأن نقترح أن يتراوح معدل تلك الضريبة ما بين ١%، ٣% من الأرباح المحققة، حتى يتم تحقيق التوازن بين مصلحة الخزانة العامة، ومصلحة المستثمر.

٥- ضرورة إعادة النظر في حد الإعفاء المقرر من تلك الضريبة، حيث حدد القانون الإعفاء بالنسبة للشخص الطبيعي الذي لا يزاول نشاطاً خاضعاً للضريبة بحوالي ١٠,٠٠٠ ج، وما زاد على ذلك يخضع للضريبة، وفي هذا الصدد نرى ضرورة الارتفاع بهذا الحد، بحيث لا يقل المبلغ المعفى عن ٥٠,٠٠٠ ج، وما زاد على ذلك المقدار يخضع للضريبة بالنسبة المشار إليها في البند السابق، مع ضرورة المساواة في هذا الإعفاء بين من يمارس نشاطاً خاضعاً للضريبة، ومن لا يمارس هذا النشاط، مع العلم

بأن الشخص الأول أولى بهذا الإعفاء، لأنه يلتزم بأداء واجب ضريبي آخر على نشاطه الذي يمارسه (غير الاستثمار في الأوراق المالية)، وذلك تحقيقاً للعدالة في حد الإعفاء.

٦- إعادة النظر في دراسة النص التشريعي لقانون الضريبة على أرباح البورصة المصرية، بحيث يتم مكافحة الازدواج الداخلي، كما تم مكافحة الازدواج الخارجي، تحقيقاً للعدالة في تحمل العبء الضريبي.

Conclusion

The tax on capital gains for the stock market one of the steps taken by the Egyptian government for nearly two years to achieve many goals, perhaps the most important of which is the search for a new source of funding for the public treasury with a view to face severe shortage of the Egyptian general budget over the past years.

To achieve this, it has assumed the study at the outset that the stock market is a component of a major and important pillar underpinning the Egyptian economy, where they are considered a source of formation and the generation of productive investments in Egypt, no doubt to prove the validity of this hypothesis, not only during the period of time during which we dealt with this The study, but also during the years preceding and following the study period.

As for the consideration that market a new source of public revenue sources facing the state object balancing this deficit, and through the use of capital gains realized in that market as a container tax is the imposition of, this is what has not been achieved through the course of the study, the reality was the opposite hoped, When the tax was applied in the economic reality of Egypt were not expected positive results to the extent that hopes for the Egyptian government.

And based on the former hypothesis it assumed study also enjoy the Egyptian stock market needed efficient, and that allows her to bear the capitalist profit (modest compared to other international stock exchanges) tax burden is high, such as the one decided by the government in this regard, but it did not prove the validity of this hypothesis, the market is Egyptian emerging market, and the volume of investments which are continuing to fluctuate, and that a large part of its investments based primarily on food speculation, and not long-term investments.

المراجع

أولاً: المراجع والدوريات العربية:

- (١) ابن عمر حاسين - فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية - رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر ٢٠١٣م.
- (٢) أحمد شوقي - بعد نجاح مسلسل طحن المواطن المصري "التعديلات الضريبية تحقق العدالة..... أم عودة للجباية" - مقال منشور بجريدة الجمهورية، مركز الصحافة الإلكترونية، تحقيق طلعت الغندور، دار التحرير للطبع والنشر، بدون تاريخ.
- (٣) البيان المالي لمشروع الموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠١٤/٢٠١٥م - وزارة المالية، القاهرة، يونيو ٢٠١٤م.
- (٤) التقارير الشهرية للبورصة المصرية عن شهري ديسمبر ٢٠١٥، يناير ٢٠١٦، مركز معلومات البورصة المصرية.
- (٥) أيمن إبراهيم، عبدالمنعم السيد - فوائد ومخاطر إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية - مقال منشور بجريدة الوطن بتاريخ ١٩/٥/٢٠١٥م.
- (٦) القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م، والمعدل للقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥م بفرض الضريبة على الدخل.
- (٧) أمينة الجندي - فوائد ومخاطر إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية - مقال منشور بجريدة الوطن بتاريخ ١٩/٥/٢٠١٥م.

- ٨) المأمون عبدالمطلب جبر - دور الإصلاح الضريبي الشامل في زيادة الحصيلة الضريبية ومواجهة عجز الموازنة العامة للدولة في مصر - دراسة تحت الطبع، الإسكندرية، ٢٠١٦م.
- ٩) ربيع البنا - جدل أوروبي حول ضريبة ٠,١% على تعاملات البورصة والسندات - البورصة المصرية، الأربعاء ٦/١/٢٠١٦.
- ١٠) سعد عبدالحاميد مطاوع - الأسواق المالية المعاصرة - مكتبة أم القرى، الإسكندرية، ٢٠٠١م.
- ١١) شريف جاب الله - دراسات: جدل حول فرض ضريبة على المعاملات المالية بالبورصة - جريدة الأهرام، الملحق الاقتصادي، العدد ٤٦٠٠٦، الصفحة الأولى، ٢٠١٢م.
- ١٢) عبدالغفار حنفي - الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - مكتبة الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤م.
- ١٣) عبدالمنعم السيد - فوائد ومخاطر إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية - مقال منشور بجريدة الوطن، بتاريخ ١٩ / ٥ / ٢٠١٥م.
- ١٤) منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في مجال الاستثمار - منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩م.
- ١٥) منير إبراهيم هندي - أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - منشأة دار المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩.
- ١٦) منى عبدالإله ناصر - كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات - مداخلة مقدمة إلى ندوة "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية" - تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ٢٠٠٥.

١٧) مفتاح صالح - فريدة معارفي - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
"دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها" - مجلة
الباحث، العدد السابع ٢٠٠٩/٢٠١٠م.

١٨) مها حسن - تأجيل تنفيذ الضرائب على أرباح البورصة لمدة عامين -
مقال منشور بجريدة الأهرام، العدد ٤٦٩١٥، مايو ٢٠١٥م.

١٩) هاني قدرمي دميان - حصيلة ضريبة البورصة تصل إلى ٤,٥ مليار
جنيه - جريدة المصري اليوم، العدد ٣٦٤١ بتاريخ ٢ يونيو ٢٠١٤م.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- **A. P. Moller-Maersk** – Bonus Shares – Q & A, The Institute of Chartered Accountants of India, 2015.
- 2- **Alberto Alesina**, Omar Barbiero, Carlo Favero, Francesco Giavazzi and Matteo Paradisi - Austerity in 2009-2013 - Tax Policy and the Economy, September 29, 2014.
- 3- **Alberta Parks** – Tourism Funding Sources Guides - A guide to funding and business advisory sources, Cautionary Note for Use of This Document, 2015.
- 4- **Abigail Rotheroe, Sarah Hedley**, Plum Lomax and Iona Joy – Best to Investment ? – A Funders Guide to Social Investment, NPC, July 2013.
- 5- **Andreas Billmeier and Isabella Massa** – Go Long Or Short in Pyramids? News From The Egyptian Stock Market – CASE Cairo and Alexandria Stock Exchanges, Occasional Papers, No (2), January 2008.
- 6- **Alexandros E. Milionis** – An Alternative Definition of Market Efficiency and some comments on its Empirical testing – Bank of Greece, Working Paper, No (50), November 2006.

- 7- **Adrian Blundell-Wignall** and Caroline Roulet -Capital controls on inflows, the global financial crisis and economic growth: Evidence for emerging economies - OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2,2014.
- 8- **Anna Pomeranets** - *Financial Transaction Taxes: International Experiences – Issues and Feasibility*, Financial Markets Department, Bank of Canada Review, Autumn 2012.
- 9- **Abhijit V. Banerjee and Esther Duflo** -The Economic Lives of the Poor - Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts – October 2006.
- 10- **Alicia Barcena and Mukhisa Kituyi** and Others - World Economic Situation and Prospects, United Nation, New York, 2015.
- 11- **Alfred Fabri** – Company Announcement – Circular on Issue of bonus Shares, International Hotel Investments, P.L.C.,22 Europa Centre – Floriana FRN 1400 – Malta, 20th October 2015.
- 12- **Brian Roach** – Corporate Power in a Global Economy – A GDAE Teaching Module on Social and Environmental Issues in Economics,Global Development And Environment Institute Tufts University Medford, MA 02155, 2007.
- 13- **Burton G. Malkiel** -The Efficient Market Hypothesis and Its Critics - Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 1, Winter 2003.
- 14- **Bloom, D.E., Cafiero, E.T., Jané-Llopis, E., Abrahams-Gessel, S.** – The Global Economic Burden of Non-Communicable Diseases - A report by the World Economic Forum and the Harvard School of Public Health, September 2011.

- 15- **Boopen Seetanah andRojid Sawkut** and Vinesh Sannasee - Stock Market Development and Economic Growth in Developing countries: Evidence from Panel VAR framework - University of Mauritius, Reduit, Mauritius, 2012.
- 16- **Brian J. Arnold** -An overview of the issues involved in the application of double tax treaties -Department of Economic and Social Affairs ,United Nations Model Double Taxation Convention between Developed and Developing Countries New York: United Nations, 2011.
- 17- **Bhavik R. Parikh^{and}Pankaj Jain** andRonald W. Spahr - The Impact of Double Taxation Treaties on Cross Border Equity Flows, Valuations and Cost of Capital - Department of Finance, Insurance and Real Estate Fogelman College of Business and Economics, University of Memphis, March 2011.
- 18- **Boopen Seetanah and Rojid Sawkut** and Vinesh Sannasee - Stock Market Development and Economic Growth in Developing countries:Evidence from Panel VAR framework - Journal of Economics and Business Volume 61, Issue 2, 2012.
- 19- **Burton G. Malkiel** – The Efficient Market Hypothesis and its Critics – Princeton University, CEPS Working Paper No (91) April 2003.
- 20- **Chris Mwebesa** -*Nairobi Stock Exchange Presentation, The Challenges Facing African Securities Exchanges as They Upgrade their Information Technology in Order to Remain* -Chief Executive Nairobi Stock Exchange (NSE)9th ASEA Conference, Nairobi Stock Exchange, 2015.
- 21- **CutlerD. Poterba J.& Summers L.** – Speculative Dynamics – Review of Economic Studies 59, 1991.

- 22- **Charles Q. Cao Hyuk Choe** Hee-Joon Ahn - Decimalization and competition among stock markets: Evidence from the Toronto Stock Exchange cross-listed securities - *Journal of Financial Markets*(1998).
- 23- **Carol Moylan** -Treatment of Employee Stock Options in the U.S. National Economic Accounts - Bureau of Economic Analysis U. S. Department of Commerce Washington, DC 20230, USA, 2005.
- 24- **Daniel Ikenson** - Reversing Worrysome Trends How to Attract and Retain Investment in a Competitive Global Economy -Executive Summary, Policy Analysis, No.735, August 2013.
- 25- **Dong Li and Li Zhang** - *The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence From an emerging Market* – Department of Economics, East Carolina University, M.S. Research Paper, 1999.
- 26- **Desmond Tutu Ayentimi** and Anthony Ekow Mensah and Francis Naa-Idar - Stock Market Efficiency of Ghana Stock Exchange: An Objective Analysis - *International Journal of Management, Economics and Social Sciences*, Vol. 2(2), 2013.
- 27- **Directorate-General** For External Policies, Policy Department, European Parliament, September 2015.
- 28- **Etienne Musonera** - Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenges and Opportunities - *The Journal of International Management Studies*, Volume 3, Number2, August 2008.
- 29- **Edgar Morgenroth** – Who Is Playing for Regional Balance In Ireland – Economic and Social Research Institute, Dublin, Ireland, ESRI Research Bulletin, 2009.
- 30- **EUCE** – The Politics of an EU Financial Transaction Tax - The European Union, Center of Excellence of The

University of North Carolina at Chapel Hill is Funded by The European Union to advance Knowledge and Understanding of The EU and its member Countries EU Briefings, June 2012.

- 31- **Eric Engen & Jonathan Skinner** – Taxation and Economic Growth – National Tax Journal, Vol. 49, No. 4, December 1996.
- 32- **Elroy Dimson and Massoud Mussavian** – Market Efficiency – The Current State of Business Disciplines, London Business School, Sussex Place, Regent Park, Spellbound Publications, Vol.3, 2000.
- 33- **Fredrik Oberg** – Economic Cycles, Financial Markets and Risks – Chief Investment Officer, Private Banking, Investment Outlook, June 2015.
- 34- **Francesco Guidi and Rakesh Gupta** – Are ASEAN Stock Market efficient? Evidence from Univariate and Multivariate Variance ratio tests – Griffith Business School, Discussion Papers Finance No (13), Griffith University, Australia, 2011.
- 35- **FIAS** – Special Economic Zones, Performance Lessons, Learned, and Implications for Zone Development – The Multi-Donor Investment Climate Advisory Service of The World Bank Group, Washington D.C. April 2008.
- 36- **Felipe Aparicio And Javier Estrada** -Empirical Distribution Of Stock Returns: Scandinavian Securities Markets, 1990-95, Carlos III University (Madrid, Spain) Department of Statistics and Econometrics and Department of Business, April 1997.
- 37- **Gabriel Talmain** -Stock Market Valuation and Monopolistic Competition: a Dynamic Stochastic General Equilibrium Approach - Department of Economics, University of Glasgow, Glasgow, 2001.

- 38- **Graham Pentheny** - Analysis of Stock Market Investment Strategies - An Interactive Qualifying Project Report Submitted to the Faculty of Worcester Polytechnic Institute in partial fulfillment of the requirements for the Degree of Bachelor of Science, Computer Science Interactive Media and Game Development, August 2009.
- 39- **Glenn Schepens** - Taxes and bank capital structure - Department of Financial Economics ,Ghent University and National Bank of Belgium, October 2013.
- 40- **Gerard Torenvliet** -The Support Economy: Why Corporations are Failing Individuals and the Next Episode of Capitalism review by Peter Morville, SIGCHI Bulletin, March/April 2003.
- 41- **Gagan Pareek** - *Perfect competition case study on stock exchange – Without Published, August 2010.*
- 42- **Greg J. Badros and Salman Azhar** and Arman Glodjo and Ming-yang Kao and John H. Reif – Data Compression Techniques for Stock Market Prediction – Preprint of Paper Appearing in Proceedings: IEEE Data Compression Conference,, Snowbird UT, IEEE Computer Society Press, James A. Storer, Martin Cohn, (Eds) March 1994.
- 43- **Gene Amromine and Paul Harrison**, and Steven Sharpe – How Did The 2003 Dividend Tax Cut Affect Stock Prices? – Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington D.C., 2006.
- 44- **Harry Mamaysky and Lo, Andrew W Jiang Wang.** - Foundations of Technical Analysis: Computational

- Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation.-Journal of Finance. August,2000.
- 45- **Hiemstra C. Jones and J.D.** - *Testing for Linear and Nonlinear Granger Causality in The Stock Price-Volume Relation in Journal of Finance, Vol.49, No.5, December 1994.*
- 46- **Hagstrom R.G.** - *Literature Review of Stock Markets - The Essential Buffet, John Wiley & Sons, Inc. New York, 2001.*
- 47- **John Christensen and Richard Murphy** - *Tax us if you can - Tax Justice network, Foreword to the Second edition, 2014.*
- 48- **Jonathan Clarke, Tomas Jandik, Gershon Mandelker** - *The Efficient Markets Hypothesis - Journal of Financial Economics, 2003.*
- 49- **James Dow; Gary Gorton** - *Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? - The Journal of Finance ,Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997.*
- 50- **James M. Buchanan** - *The Political Efficiency of General Taxation - National Tax Journal, Vol. 46, no. 4, (December, 1993).*
- 51- **James Davis & Ben Smith & Michael Wagner & Ronan O'Kelly** - *The Impact of The EU-11 Financial Transaction Tax on End-Users Marsh & McLennan Companies, Oliver Wyman, Financial Services, 2015.*
- 52- **Jean Claude and Dominique Dufour and Pierre- Joseph Proudhon** - *A discussion of stock market speculation -*

- 12th World Congress of Accounting Historians, Istanbul Turkey, July 2008.
- 53- John Teresko** – Inputs and Production Functions – The elasticity of Substitution for A cobb-Douglas Production Function Chapter 6, September 2004.
- 54- Jenice Robinson** -Citizens for Tax Justice -Addressing the Need for More Federal Revenue, CTJ, April 2015.
- 55- John E. Golob** – How Would Tax Reform Affect Financial Markets?- Economic Review Forth Quarter, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995.
- 56- Kranzler Eck and Others** – Taxation and Investment in Germany 2015, Reach Relevance and reliability – A Publication of Deloitte Touch Tohmatsu Limited, Germany Taxation Investment 2015.
- 57- Kyle Pomerleau** -The United States 'High Tax Burden on Personal Dividend Income – Tax Foundation, Fiscal Fact, No.416, March 2014.
- 58- Karl Habermeier** and Andrei A. Kirilenko – Securities Transaction Taxes and Financial Markets – International Monetary Fund, Staff Paper, 2003.
- 59- Li Zhang and Dong Li** - The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market - Department of Economics, East Carolina University M.S. Research Paper, 1997.
- 60- Laurence Ball N. Gregory Mankiw** - What Do Budget Deficits Do? - Michael Rashes for research assistance and to the National Science Foundation for financial support, 2000.
- 61- Leonard E. Burman, William G. Gale and Others** – Financial Transaction Taxes in Theory and Practice – TPC, Tax

- Policy Center Urban Institute and Brookings Institution, Discussion draft, July 2015.
- 62- **Matthew Baron and Jonathan Brogaard** and Andrei Kirilenko - The Trading Profits of High Frequency Traders - Foster School of Business, University of Washington, November 2012.
- 63- **Margaret Hwang Smith** and Gary Smith - Harvesting capital gains and losses - Financial Services Review 17 Department of Economics, Pomona College, Claremont, CA 91711, USA, 2008.
- 64- **Michael Brennan, Sajid Mukhtar** Chaudhry - Securities Transaction Tax in Europe: First Impact Assessments - Gunther Capelle - Blancard, and The IFMA Conference on Finance and Banking, Working Paper, December 2014.
- 65- **Michael Wasylenko** - Taxation and Economic Development: The State of the Economic Literature - Research Associate in the Center for Policy Research at the Maxwell School of Citizenship and Public Affairs, Syracuse University, New England Economic Review, March/ April 1997.
- 66- **Manmohan S. Kumar and Dennis P. Quinn** - Globalization and Corporate Taxation - IMF Working Paper, Fiscal Affairs and Finance Department, International Monetary Fund, October 2012.
- 67- **Martin Paldam** - Does Economic Growth Lead to Political Stability? - Volatility, Uncertainty, Instability and Growth, University Aarhus, 2000.
- 68- **OECD** - Choosing a Broad Base- Low Rate Approach to Taxation - Centre for Tax Policy

- and Administration, OECD Tax Policy Studies No. 19, 2010.
- 69- **P.P.S. Gogna, Mercantile Law**, S.Chand & Company,- Lesson: 1 Meaning, Characteristics And Types of Company New Delhi, Without Published year.
- 69- **Pomeranets A. and D.G. Weaver** – *Security* Transaction Taxes and Market Quality – Bank of Canada, working Paper, No. 2011- 26, 2011.
- 70- **Paul L. Baker** -An Analysis of Double Taxation Treaties and their Effect on Foreign Direct Investment -Draft Version_ (Web Appendix Attached) University of Cambridge 23 May 2012.
- 71- **Philippos Raptopoulos** and Petros Liassides and Others – Cyprus Tax Facts 2015 – Building a better Working World – EY Cyprus, January 2015.
- 72- **Philippe Gillet** – I’efficience des Marche’s Financiers – Economica 1999.
- 73- **Paul A. Grout and William L. Megginson** and Anna Zalewska - One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World - Centre for Market and Public Organisation and Department of Economics, University of Bristol, UK, September 2009.
- 74- **Pamela L. Hall** – Microeconomic Theory, Perfect Competition – Concepts & Connections, Chapter 9, Southwestern Washington University, 2005.
- 75- **Rene M. Stulz** and Walter Wasserfallen – Foreign Equity Investment Restrictions, Capital Flight, and Shareholder wealth Maximization: Theory and Evidence – The Review of Financial Studies, Winter 1995.
- 76- **Robert Jarrow and Martin Larsson** – The Meaning of Market Efficiency – Johnson Graduate School of

Management, Cornell University, Ithaca, NY, 14853 and Kamakura Corporation, Chicago, February, 2011.

- 77- **Roberto Bendini** – Exceptional measures: The Shanghai stock market crash and the future of the Chinese Economy - Terrance Odean - Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? – The Journal of Finance • Vol. LIII, No.5, October 1998.
- 78- **Rico von Wyss** -Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market – DISSERTATION der Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG) zur Erlangung der Würde eines, Doktors der Wirtschaftswissenschaften, St. Gallen, den 13. Januar 2004.
- 79- **Reuven S. Avi-Yonah** – Three Goals of Taxation - University of Michigan Law School Scholarship Repository, Tax. L. Rev, No.1, 2006.
- 80- **Sara Krouse** - *FTT* Inches Closer to Stamp Duty Model – Financial News, May, 2012.
- 81- **Stephany Griffith** and Jones Advinash – Financial Transaction Taxes – Journal of Finance, 2014.
- 82- **Suh Sona and Kyong Joo Oh** and Tae Yoon Kim and Chiho Kim and and Jong-Du Do - Stock market stability index: An intelligent approach - Department of Information and Industrial Engineering, Yonsei University, South Korea, January 2009.
- 83- **Tarun Chordia, Asani Sarkar,** and Avanidhar Subrahmanyam -An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity - Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 164 March 2003.

- 84- **TD** – Direct Investing Understanding The Stock Market and Shares – Shares Guide, Version 0.1 August 2013.
- 85- **Taiwo Oyedele** and Kenneth Erikume and Folajimi Olamide Akinla - Commission on stock market transactions is now exempted from VAT -PwC Nigeria - Tax and Regulatory Services, October 2014.
- 86- **Tokunbo Simbowale Osinubi** - Does Stock Market Promote Economic Growth In Nigeria?- Department of Economics Faculty of the Social Sciences University of Ibadan, Ibadan Oyo State, Nigeria, 2003.
- 87- **United Nations** – Introduction to International Double Taxation and Tax Evasion and Avoidance - Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters Seventh session Item 5 (h) of the provisional agenda Geneva, 24-28 October 2011.
- 88- **Wolfgang Hardle** – An Empirical test of German Stock Market Efficiency – Center of Applied Statistics and Economics Institute for Statistics and Econometrics, Berlin, Germany, September, 2005.