



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُكمّمة - دورية ربع سنوية

للسنة
الحادية والأربعون

Vol. 41, No.2; Apr. 2023

عدد أبريل 2023



www.sams.edu.eg/crdc

رئيس مجلس الإدارة
أ.د. محمد حسن عبد العظيم
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير
أ.د. أنور محمود النقيب
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

دور سوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر
إعداد

الباحث/ رامي خالد محمد زكي مطر

باحث دكتوراه بقسم الاقتصاد

بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

2022

ملخص الدراسة:

تهدف الدراسة الي معرفة هل يوجد دور لسوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر وذلك عن طريق معرفة الأهمية النسبية لأجمالي قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر وتوصلت الدراسة الي ان اجمالي قيمة التداول السنوي الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر كانت في حالة تذبذب وغير مستقرة خلال فترات الدراسة بها حيث تراوحت النسبة بين 1.5% الي 20.8% خلال الفترة من 1998 الي 2020.

Abstract:

The study aims to know whether there is a role for the stock market in increasing the level of economic activity in Egypt by knowing the relative importance of the total value of trading to the gross domestic product in fixed prices in Egypt. The study concluded that the total value of the annual trading to the gross domestic product in fixed prices in Egypt It was in a state of fluctuation and unstable during its study periods, as the percentage ranged between 1.5% to 20.8% during the period from 1998 to 2020.

أولاً: المقدمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للاقتصاد حيث تقوم هذه السوق بتعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عملية التنمية في كل قطاعات الاقتصاد وبالتالي فإنها تعد من أهم مقومات وخصائص الاقتصاد القوي. ولذلك تسعى الدول المختلفة سواء متقدمة أو نامية إلى المحافظة على استقرار سوق الأوراق المالية والعمل على رفع كفاءتها بصورة دورية ويقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية أن يعكس سعر السهم كافة البيانات والمعلومات المتاحة لديه⁽¹⁾. وتعد عملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها هي الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية مما يؤدي ذلك الي زيادة الاستثمارات في المجتمع وبالتالي زيادة مستوى النشاط الاقتصادي.

¹ - Bjornland,Hilde&KaiLeitemo,"Identifying the relation between Us monetary policy and the stock market", Bank of Finland ,working paper,2005,p22.

ولكى يقوم سوق الأوراق المالية بهذا الدور لابد من أن يتميز بالكفاءة والمرونة في شقيه سوق الإصدار وسوق التداول وذلك لوجود علاقة تبادلية بينهم حيث يقوم سوق الإصدار بإصدار الأسهم والسندات وطرحها للاكتتاب عند تأسيس أو زيادة رأس مال مؤسسة موجودة بالفعل بينما يقوم سوق التداول بتوفير السيولة لحاملي الأوراق المالية ولذلك يمكن القول بأن سوق التداول يعتبر بمثابة الداعم والضمانة الأساسية لاستمرار اقبال المستثمرين على دخول سوق الإصدار وبالتالي شراء الإصدارات الجديدة والذي ينعكس بدوره كأحد أدوات التمويل على زيادة العائد الكلي على النشاط الاقتصادي معبراً عنه بالمؤشرات المختلفة والتي بدورها في حالة تحسنها- تنعكس على الاستثمار مما ينعكس على سوق الإصدار بصفة خاصة وسوق الأوراق المالية بصفة عامة(2).

ثانياً: مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في معرفة هل يوجد دور لسوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر وبالرجوع الي الدراسات السابقة وجد اختلاف في النتائج بما يتعلق بهذا الموضوع سواء من قريب او بعيد فنجد من خلال الدراسات السابقة وجود دور لسوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة وذلك لوجود مؤسسات مالية قوية تقوم بعملية الاكتتاب وتقوم بدور الوسيط بين الفائض والعجز وذلك من خلال تجميع المدخرات من المستثمرين وتوجيهها الي أوجه النشاط الاقتصادي المختلفة وايضاً بسبب ان بورصات الدول المتقدمة تتسم بالكفاءة العالية بمعنى ان المعلومات تكون متاحة امام جميع المستثمرين . الا ان هذا التأثير اختلف في الدول النامية فقد وجد عدم وجود دور قوي لسوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي وذلك لغياب المؤسسات الفعالة وعدم وعي المستثمرين لأهمية الاكتتاب وأيضاً لعدم وجود شفافية في معظم بورصات الدول النامية وأنها لا تتسم بالكفاءة. في ضوء ما سبق فإن مشكلة البحث تكمن في الإجابة على السؤال التالي هل يوجد دور لسوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر وذلك من خلال معرفة نسبة قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي في مصر.

1- بنك مصر، "سوق الأوراق المالية في مصر: المشاكل والسمات الخاصة بالسوق الناشئة 1996-1996" ، أوراق بنك مصر البحثية، العدد 110 سنة 1997، ص 17-18.

ثالثاً: أهمية البحث:

تؤثر سوق الأوراق المالية على الاستثمار ومن ثم على النشاط الاقتصادي في مصر وتعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام ويعد استقرارها مقياس لنجاح سياسات الدولة في مواجهة التحديات المختلفة مثل ثورة 25 يناير ومن هنا تكمن أهمية البحث في معرفة دور سوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر ويكتسب هذا البحث أهميته من حيث إنه يلقي الضوء على أحد أهم المشكلات في الاقتصاد المصري وهي مشكلة التمويل.

رابعاً: أهداف البحث:

- 1- دراسة سوق الإصدار بصفة عامة كألية لحشد المدخرات.
- 2- تحليل دور سوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر.

خامساً: فرضية البحث:

يقوم البحث على الفرضية التالية وجود دور لسوق الأوراق المالية في تحسين مستوى النشاط الاقتصادي في مصر.

سادساً: منهجية البحث:

للإجابة على التساؤلات التي يطرحها البحث ولتحقيق أهدافه اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي لدراسة دور سوق الأوراق المالية في تحسن مستوى النشاط الاقتصادي في مصر من خلال معرفة نسبة قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي.

سابعاً: الدراسات السابقة:

1- دراسة شاهيناز جمال الدين محمد (2003):

تناولت الدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1992-2002) واهتمت الدراسة بالقطاع المالي والنمو الاقتصادي وتحليل سوق الأوراق المالية في مصر وتوصلت الدراسة الي عدم وجود علاقة قوية بين نمو سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر.⁽³⁾

2- دراسة ماجدة محمد عبده (2009):

تناولت هذه الدراسة تقييم أداء سوق الأوراق المالية ودورها التنموي في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1995الي2008) وتهدف هذه الدراسة الي انه لا بد من تقييم أداء سوق الأوراق المالية لان أصحاب الشركات يهتمون بتفعيل أداء هذا السوق حتى يمكنهم تكوين هيكل تمويلي متوازن لمشروعاتهم واهتمت الدراسة بدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد للقطاعات المختلفة في الاقتصاد المصري والعلاقة بين مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية والمؤشرات المعبرة عن النمو الاقتصادي. وتوصلت الدراسة الي ان الدور التنموي لسوق الأوراق المالية مازال بحاجة الي خطوات عديدة لكي يصل الي مستوي مناسب للقيام بدوره في عملية التنمية⁽⁴⁾.

3- دراسة نجيب مسعود (2013):

ناقش هذا البحث أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وتهدف هذه الدراسة الي اكتشاف العلاقة بين أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي من حيث الجوانب النظرية والعملية وتوصل هذا

1- شاهيناز جمال الدين محمد، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1992-2002)" رسالة ماجستير كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2003، ص 69.

2- ماجدة محمد عبده، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1995-2008)" رسالة دكتوراة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، 2009، ص 89.

البحث الي ان تطور وتحسن سوق الأوراق المالية يؤدي الي زيادة معدل النمو الاقتصادي وذلك من خلال قيامها بتعبئة المدخرات وتوجيهها الي مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة (5).

4- صلاح أبو النصر (2016):

ناقش هذا البحث العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي وتوصل هذا البحث الي ان معدل النمو الاقتصادي معبراً عنه بالنتائج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم هي العوامل التي تؤثر مباشرة على أسعار الأسهم بينما لم يكن هناك أي تأثير من سعر الفائدة وعرض النقود على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي (6).

5- Erick Laurimar Vega, (2016).

تحدثت هذه الورقة عن تطور سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي في نيويورك وتهدف هذه الورقة الي معرفة هل يوجد تأثير من تطور سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي في نيويورك وذلك خلال الفترة من 1965 الي 2013 وتوصلت هذه الدراسة الي انه عند وجود صدمات او احداث في سوق الأوراق المالية يؤثر سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في المدى القصير وتوصلت ايضاً الي انه عند القيام بتطوير سوق الأوراق المالية في بيرو سيؤثر ذلك على النمو الاقتصادي (7).

تقسيم البحث:

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية.

ثانياً: العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار وسوق التداول.

ثالثاً: نظريات سوق الأوراق المالية.

رابعاً: مفهوم النشاط الاقتصادي.

1- نجيب مسعود، "أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي" رسالة ماجستير، جامعة المنوفية، 2013، ص 68.
2- صلاح أبو النصر، "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي" بحث ترقية، مجلة عين شمس، 2016، ص 35.

7 - Erick viga, "stock market development and economic activity", working paper, IMF, 2016, p 25.

خامساً: تقييم دور سوق الأوراق المالية في زيادة مستوى النشاط الاقتصادي في مصر من خلال معرفة الأهمية النسبية لأجمالي قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي.
سادساً: النتائج والتوصيات.

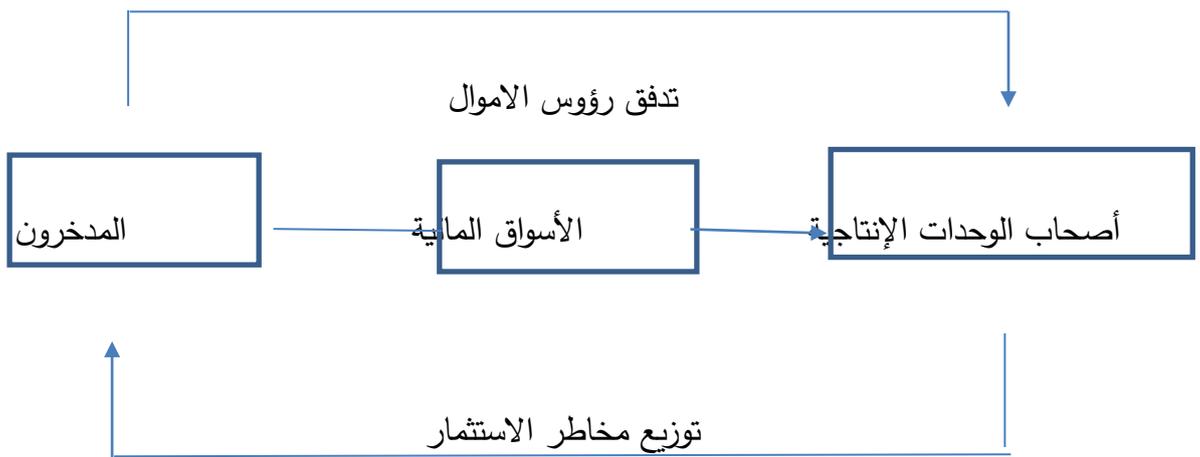
أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية:

تعد سوق الأوراق المالية احدى اهم النيات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم اساليب التمويل للمشروعات وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الافراد والشركات لما يصدر في هذا السوق من أسهم وسندات وتعرف سوق الأوراق المالية بانها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية سواء عند اصدارها لأول مره او عند تداولها بعد ذلك (8).

او تعرف بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية ويمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة او الشركات العاملة في مجال البورصة ويظهر ذلك من خلال الشكل رقم (1) التالي.

(شكل رقم 1)

انسياب الفوائض المالية من المدخرين الي المستثمرين عبر الأسواق المالية



المصدر: معهد تخطيط القومي "سلسلة قضايا التنمية"، العدد السابع والعشرين، الكويت، 2004، ص3

1- Azzam, H, "Gulf Capital Market Development Prospects and Constraints" in Development of finance Market in Arab countries Iran and Turkey, 1995, p.181.

وبهذا المعنى تنقسم هذا السوق الي شقين رئيسين هما:

(1) - سوق الاصدار (السوق الاولية):

هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل في الأوراق المالية التي يتم إصدارها اول مرة وذلك عن طريق الاكتتاب العام (المفتوح) في الأوراق المالية (الأسهم، السندات) وقد يتمثل الاكتتاب في الأسهم المتعلقة بتأسيس الشركة او زيادة رأسمالها، وقد يكون الاكتتاب الخاص (مغلق) وذلك عن طريق بيع الإصدارات الجديدة الي أطراف محددة من المؤسسات المالية والافراد وذلك بموجب صفقات خاصة. ويتم الاكتتاب عن طريق مؤسسات السوق الأولية المتخصصة والتي تتمثل في البنوك الاستثمارية او مؤسسات مالية مثل مؤسسة بوسطن الأولى، مورجان ستانلي في الولايات المتحدة حيث تعرض الي الجمهور أوراق مالية تصدرها نيابة عن منشأة خاصة او حكومية وتتولي بعض البنوك التجارية عملية الاكتتاب في الأسواق الصغيرة (9).

(2) سوق التداول (السوق الثانوية):

يتم في نطاق هذا السوق التعامل على الاوراق المالية التي سبق اصدارها في السوق الاولية وتم الاكتتاب فيها. وبالتالي وجود سوق ثانوية يشجع الافراد على شراء الاوراق المالية الجديدة من السوق الاولية نظراً لبيعها مره اخري عند الحاجة الي نقود وهنا تتضح علاقة السوق الاولي بالسوق الثانوي فلولا السوق الثانوي لتأثرت السوق الاولية الي اقصى الحدود حيث يحجم الافراد عن شراء الاصدار الاولي وبطبيعة الحال ترتبط السوقان معاً ارتباطاً وثيقاً فلا يتصور ان تقوم السوق الاولية مالم تكن هناك سوق ثانويه متقدمة (10). وتتبع اهمية السوق الثانوية من انها تعمل على تحويل الاوراق المالية او بيعها خلال اجالها المحدد مما يجعل المستثمر مطمئناً الي انه يستطيع الحصول على السيولة اللازمة له في اي وقت يريده (11) والاسواق الثانوية اما منظمه يحكم التعامل فيها قوانين واجراءات رسميه ويقتصر التعامل فيها على الاوراق المالية المسجلة لديها. او اسواق غير منظمه يقوم بإدارتها مجموعه من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ويحددون الاسعار وفقا لحجم العرض والطلب. ويعتبر السوق الثانوي كفاء اذا كانت المعلومات متاحة الي الجميع مما يقلل من تكلفة الحصول على المعلومة في هذه السوق.

1- منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية" دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص33.

2- Robert A Schwartz, "Equity Markets" Harper Row, Publishers, Inc, 1988.p3.

3- Returfed، J، "Introduction to stock exchange investment", London: Mc Milanese's , 1983,p21.

وتبين الدراسات ان المستثمرين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في يوم الإصدار ثم يقومون بإعادة بيعها في اول يوم تداول يحققون أرباح عالية من الذين يحتفظون بأسهمهم لفترة أطول (12).

ثانياً: العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار وسوق التبادل:

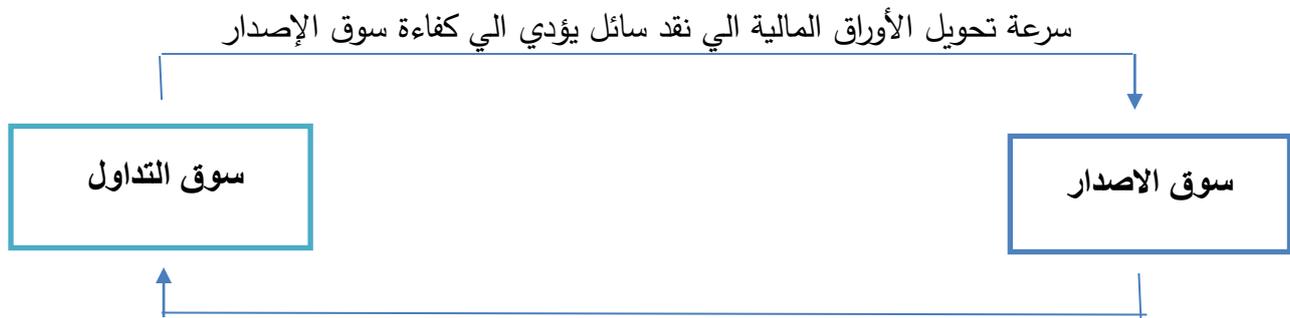
بانضمام سوق التداول الي سوق الإصدار يكتمل البناء المؤسسي لسوق الأوراق المالية ومقوماتها حيث يوجد علاقة تبادلية بين السوقين. فسوق الإصدار هو السوق الذي يتم فيه اصدار وبيع الأوراق المالية لأول مرة سواء عند اصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمستثمرين او لغرض زيادة رأس مال الشركة وذلك عن طريق اصدار او بيع أسهم جديدة في فترة لاحقة لتأسيس الشركة. كما يمكن للشركة ايضاً ان تصدر وتبيع سندات للمستثمرين، ويطلق على السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار أذاً فسوق الإصدار وسيلة للمشروعات والحكومات في الحصول على احتياجاتها من التمويل لإقامة مشاريعها أو لتوسيع استثماراتها. وعند قيد الورقة المالية في البورصة يبدأ التداول عليها بين المستثمرين بعضهم البعض دون ان تكون الشركة المصدرة طرفاً او وسيط في هذه العمليات، ويتم التداول بسعر يختلف عن سعر الإصدار ويسمي سعر التداول او سعر السوق ويتحدد هذا السعر حسب العرض والطلب على الورقة المالية بالبورصة. ويطلق على التداول بالبورصة (سوق التداول) ويعد التداول في السوق الثانوي لا يعبر عن أي إضافة الي الاستثمار الفعلي ولا يعد استثمار حقيقي وانما الامر مجرد انتقال للملكية من مستثمر الي اخر.

بالتالي يوجد علاقة تبادلية بين سوق الإصدار وسوق التداول، فاذا ما توافرت السهولة في التعامل في سوق التداول وسرعة تحويل الأوراق المالية الي نقد سائل من خلال بيعها لمستثمرين اخرين فان ذلك يعمل على كفاءة وقوة سوق الإصدار لأنه اذا كان الاستثمار في الأوراق المالية قابلاً للتصرف فيه في مدة قصيرة وبأسعار تنافسية فان ذلك يرفع من قيمة الاستثمار وبالتالي يرتفع المردود النسبي لهذه الأوراق مقارنة بالاستثمارات الأخرى وبالتالي تزداد قوة سوق الإصدار مما يؤدي الي زيادة الاستثمار وبالتالي دفع عجلة النشاط الاقتصادي، في حين ان ضعف سوق التداول يترتب عليه انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية وبالتالي انخفاض الطلب عليها مما يؤدي الي ضعف سوق الإصدار مما يؤدي ذلك الي

¹-Ritter, sibber ”, financial markets” therdbook,2000, p25.

قلة الاستثمارات وبالتالي ضعف النشاط الاقتصادي⁽¹³⁾. من جهة أخرى فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتماب في أسهم هذه الشركات (سوق الإصدار)، تتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية الي سوق الأوراق المالية (سوق التداول) مما يؤدي ذلك الي تنشيطها ومن ثم تحقيق قدر كبير من السيولة المالية للأوراق المالية المقيدة فيها، والي سعر عادل لها في ضوء تقيمه حسب ظروف العرض والطلب وكلما كانت عمليات السوق الاولي قوية في تغطية اصدارتها وزيادة مشاركة الافراد في عمليتها يؤدي الي زيادة تنشيط السوق الثانوي أي ان نجاح احدي السوقين مرتبط بنجاح السوق الاخر. مما سبق يتضح ان كل من سوق الإصدار وسوق التداول يؤثر كلاً منهما في الاخر من خلال علاقة تبادلية بينهما، وكلما كانت العلاقة التبادلية قوية بين سوق الإصدار وسوق التداول بمعنى توافر المعلومات بين جميع الأطراف المتعاملين في البورصة سواء في سوق الإصدار او سوق التداول يؤدي ذلك الي زيادة كفاءة البورصة ويظهر ذلك من خلال الشكل رقم (2) التالي.

(شكل رقم 2)



الإقبال على تأسيس الشركات يؤدي الي تدفق الأوراق المالية الي سوق التداول ومن ثم تنشيطها

المصدر: من اعداد الباحث

1- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 448.

كما أن نجاح السوق لا يقاس بكثافة حجم التداول وإنما بحجم الأموال المستقطبة من خلال السوق الأولية وقدرة السوق على جذب المزيد من الأموال الي سوق العمل الإنتاجي بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية وتطوير النشاط الاقتصادي⁽¹⁴⁾.

ثالثاً: نظريات سوق الأوراق المالية.

يرتبط عمل سوق الأوراق المالية على مجموعة من القواعد التي تستند الي بعض النظريات الاقتصادية المرتبطة بالتداول في السوق ومحاولة تقليل حدة المخاطر المتعلقة بعملية المضاربة وذلك بالإضافة الي تحقيق أعلي عائد استثمار من القيام بالمخاطرة.

وفيما يلي النظريات الخاصة بسوق الأوراق المالية⁽¹⁵⁾:

1-نظرية التوازن.

2- نظرية المحفظة.

3-نظرية محددات العائد.

4- نظرية المخاطر الرأسمالية.

1: نظرية التوازن:

ترتبط هذه النظرية بمجموعة من الفروض التي ترتبط بتحقيق التوازن في السوق الذي يمكن تحقيقه عند وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع من الاستثمار ودليل حساسية هذا العائد لكل عنصر من العناصر المؤثرة عليه.

أ- مضمون النظرية:

تري النظرية ان المستثمر يسعي دائماً الي تعظيم الثروة وتجنب المخاطر باستخدام عملية المراجعة حيث يقوم المستثمر بالمراجعة بالاندفاع لشراء الأوراق المالية ذات العائد المتوقع ارتفاعها في المستقبل فيتجه سعر الورقة الي الارتفاع، وفي نفس الوقت يقوم ببيع الأوراق المالية التي يتوقع ان تتجه أسعارها الي الانخفاض ويترتب على ذلك ارتفاع أسعار النوع الأول من الأوراق. في الوقت الذي يتجه فيه عائد النوع الثاني من الأوراق الي الارتفاع وتستمر عملية المراجعة حتى يحدث التساوي بين عائد الورقتين او

1-الهيئة العامة للرقابة المالية، "مقدمة عن الأسواق المالية"، العدد السنوي السابع، 2010، ص 5.

2-حمدي عبد العظيم "اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم" دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص127.

النوعين من الأوراق. ويترتب على ذلك ان العائد النهائي للورقة المالية يكون هو التعويض عن المخاطر بالإضافة الي عائد اخر مقابل عنصر الزمن ويكون الاستثمار في هذه الحالة خالياً من المخاطر في حين ان المستثمر الذي يقوم بعملية المراجعة لا يستخدم أمواله الخاصة في القيام بهذه العمليات، ولكن يستخدم حصيلة البيع في شراء الأوراق التي يتوقع ان تتجه قيمتها السوقية الي الارتفاع في المستقبل وتكرر ذلك للحصول على العائد المستهدف دون التعرض للمخاطر⁽¹⁶⁾.

ب- فروض النظرية:

تستند هذه النظرية الي مجموعة من الفروض:

- 1-فرض سيادة حالة المنافسة الكاملة في السوق، وعدم وجود تكلفة للمعاملات وعدم وجود أي ضرائب على معاملات السوق.
- 2- تفترض النظرية ان المستثمر يسعى الي تحقيق أكبر عائد ممكن ليس فقط العائد على الأوراق المالية في صورة أرباح موزعة، ولكن تعظيم القيمة الرأسمالية الناتجة عن زيادة سعر الورقة في السوق عن سعر الإصدار من ناحية، او عن سعر الشراء من ناحية اخري.
- 3- تفترض النظرية ان سعر الورقة المالية وعائدها يترتب على تأثير العديد من العوامل والمتغيرات الاقتصادية والسياسية المحلية والدولية والتي تخضع للتحليل والدراسة المستفيضة من خلال أدوات التحليل الفني والتحليل المالي.
- 4- تفترض النظرية إمكانية قيام المستثمر بالافتراض بمعدل متساوي مع معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر مثل الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية.

ج- الانتقادات الموجهة للنظرية:

- 1-افتراض حالة المنافسة الكاملة بكافة شروطها وهو امر غير طبيعي في الواقع العملي حيث يصعب انعدام تكلفة المعاملات خاصة وان المعاملات يبعاً وشراءً غالباً ما تكون بواسطة سمسرة البورصة.

¹⁻ محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 85-92.

2- افتراض عدم وجود ضرائب على معاملات سوق الأوراق المالية يعتبر أيضاً من الفروض غير الواقعية حيث ان كثيراً من الدول تقوم بفرض ضرائب على معاملات او مكاسب التعامل في الأوراق المالية في الدول الصناعية ذات الأسواق المالية المتقدمة.

3- تولي النظرية أهمية قصوى للتوقعات والمراجعة ولا يخفي ان التوقعات في الاقتصاديات النامية تكون غير رشيدة وتكون المضاربة لا تستند على أسس تحليل فني او مالي مما يعطي نتائج غير منطقية ويحد من صعوبة تكرار عمليات المراجعة بالبيع على المكشوف. كما انه في بعض الاقتصاديات النامية قد تضطر السلطات المالية الي فرض قيود على مثل هذه المعاملات في حالة الازمات او الظروف الطارئة.

2: نظرية المحفظة:

يقصد بالمحفظة تشكيلة من الاستثمارات المختلفة التي يتولد عن كل منها عائد، ومخاطرة معينة، وتعد القيمة الكلية للعائد والمخاطرة محور اهتمام المستثمر وليس عائد، ومخاطرة كل أصل على حدا.

أ- مضمون النظرية:

تري هذه النظرية ان المستثمر يسعي دائماً الي تعظيم المنفعة من خلال تكوين محفظة من الأوراق المالية المختلفة في العوائد المتوقعة لمكونات تلك المحفظة. وتوضح النظرية ان المخاطر هي دائماً المقياس النسبي لمدي تقلب العائد المتوقع الحصول عليه في المستقبل ومن اهم تلك المخاطر ما يلي (17):

- 1- مخاطر انخفاض أسعار الفائدة.
- 2- مخاطر ضعف القوة الشرائية للنقود.
- 3- مخاطر تقلب أسواق بيع المنتجات.
- 4- مخاطر ضعف الإدارة بالنسبة للشركات.
- 5- مخاطر ناتجة عن التوقف عن سداد الالتزامات المستحقة للبنوك او العملاء او الموردين.

¹⁷-S. Kidwell, " Financial Institution, Markets and Money "New York, 1993, p24.

وتستخدم هذه النظرية فكرة منحنيات السواء المعبرة عن توليفات مختلفة من الاستثمارات ذات العوائد والمخاطر المختلفة والمتوقعة امام المستثمر حيث تكون البدائل الاستثمارية المختلفة الواقعة على نفس منحنى السواء متماثلة من حيث جاذبيتها للمستثمر. وبطبيعة الحال كلما ارتفع منحنى السواء الى اعلى كلما كان ذلك دليلاً على ارتفاع المحفظة المالية مقارنة بالمحافظ التي تقع على منحنيات سواء أقل (18).

ب- فروض النظرية:

1- يهدف المستثمر الي تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحده، كما يعكس منحنى المنفعة له تناقص المنفعة الحدية لثروته.

2- يستند القرار الاستثماري على متغيرين اساسين هما العائد والمخاطر.

3- ينظر المستثمر الي المخاطر التي كونها التقلب في العائد المتوقع.

4- ينظر المستثمر الي كل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع عبر الزمن.

5- يقيم المستثمر البدائل الاستثمارية على أساس كرهه للمخاطر.

3: نظرية محددات العائد:

تهتم هذه النظرية بتوضيح اهم العوامل المحددة لعائد الاستثمار في الأوراق المالية خلال فترة زمنية محددة والتي قد تختلف من فترة لأخرى دون التدخل في علاقة ذلك بكفاءة السوق أو توازنه.

أ- مضمون النظرية:

يتأثر عائد الورقة المالية المتداولة في السوق ببعض العوامل التي تتعلق ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد القومي مثال ذلك:

أ- المعدلات المتوقعة في الحالة الاقتصادية من حيث الرواج او الكساد.

ب- معدلات وهيكل أسعار الفائدة.

¹⁸ -Markowitz, Harry m, " portfolio Selection Efficient Diversification of Investment
York,1959, p54.

ج- المخاطر المتعلقة بالسوق وغير ظاهرة.

د- التغيرات الغير متوقعة في علاوة المخاطر.

هـ- التغيرات الغير متوقعة في معدل التضخم.

و- التغيرات الغير متوقعة في شروط هيكل سعر الفائدة.

ب- فروض النظرية:

1- تفترض النظرية ان عائد الاستثمار متغير تابع لاحد العوامل الهامة المؤثرة او لمجموعة من العوامل المعبرة عن بعض المتغيرات الاقتصادية مثل معدل نمو الدخل القومي.

2- تفترض النظرية عدم وجود ارتباط بين عوائد الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة التي تصدرها الشركات والتي ترجع الي ظروف وطبيعة نشاط كل شركة على حدة.

3- تتغير قيمة عائد الورقة المالية المصدرة بواسطة شركة تنتمي لقطاع معين بعوامل خاصة بهذا القطاع باعتبار ان كل قطاع اقتصادي له خصائص مميزة عن بقية القطاعات الاقتصادية الأخرى.

4- يتأثر عائد كل ورقة مالية متداولة في السوق بعامل واحد فقط خاص بالقطاع الذي تتبعه الشركة المصدرة للورقة المالية.

ج- الانتقادات الموجهة للنظرية:

يمكن توجيه العديد من الانتقادات الي هذه النظرية كالتالي:

1- افتراض النظرية انفصال عائد نشاط الشركة المصدرة للورقة المالية عن عائد الاستثمار في الورقة المالية، وهو فرض غير واقعي.

2- افتراض عدم الارتباط بين العامل المشترك المؤثر على العائد المتوقع من الاستثمار في أي ورقة مالية وبين العوائد التي ترجع الي ظروف الشركة ذاتها ويعتبر كذلك فرض غير واقعي.

3- لم تقدم هذه النظرية أي تحليل ديناميكي لكيفية تأثير العوامل المحددة على أسعار الأوراق المالية كلها حيث لم تتعرض لدرجة كمال السوق او مدي كفاءة عمله او توازنه مما يرفع درجة مخاطر السوق الكامنة او المهملة.

4- التركيز على العوامل المرتبطة بقطاع واحد تنتمي الشركة المصدرة للورقة المالية اليه ويعني ذلك اهمال تأثير علاقات التشابك القطاعية بين الأنشطة الاقتصادية وانعكاس ذلك على العامل المشترك ومن ثم عدم دقة توقعات عائد استثمار التعامل في الورقة المالية في السوق (19).

4: نظرية المخاطر الرأسمالية:

ظهرت هذه النظرية علي يد الاقتصادي (شارب) عام 1964 لتوضيح كيفية تسعير المخاطر الرأسمالية والارتباط بين المخاطر المنتظمة والعائد المتوقع للورقة المالية.

أ- مضمون النظرية:

تري النظرية ان هناك علاقة ارتباط بين العائد والمخاطر وأنها علاقة طردية بمعنى كلما ارتفعت درجة المخاطر كلما ارتفع معدل العائد المرغوب من الاستثمار والذي يتوقع المستثمر الحصول عليه.

وتعتمد مخاطر المحفظة طبقاً لهذه النظرية على عنصرين هما:

1-العائد الخالي من المخاطر.

2- العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر المتعلقة بالاستثمار في المحفظة المالية.

ب- فروض النظرية:

1-وجود توقعات متماثلة للمستثمرين بخصوص العوائد المتوقعة وتغيراتها في المستقبل.

2- سعي المستثمر دائماً الي تحقيق المزيد من العوائد المرتفعة والبعيد عن المخاطر.

3- العائد الخالي من المخاطر هو الأساس الذي يعتمد عليه المستثمر للقيام بعملية الإقراض والاقتراض.

4- انعدام تكلفة المعاملات وعدم الخضوع لاي ضرائب على أرباح الاستثمار في الأوراق المالية.

¹- منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص120-125.

5- توافر المعلومات التامة الي جميع المستثمرين بسرعة وبدون دفع أي تكلفة مقابل الحصول عليها.

ج- الانتقادات الموجهة الي النظرية:

1- انتقدت هذه النظرية على أساس انها تعتبر امتداد لنظرية المحفظة حيث تنظر الي العائد الذي يحققه المستثمر على انه تعويض عن المخاطر المنتظمة التي لا يمكن التخلص منها بالتنوع لمكونات المحفظة، ومن ثم تجاهل المخاطر غير المنتظمة التي تقود الي أخطاء المستثمر.

2- يمكن انتقاد النظرية على أساس افتراضها نظرية الانفصال بين نظرة كل مستثمر واخر للمخاطر وعدم وجود اختلاف بينهما فيما يتعلق بالتوزيع الأمثل على الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة المثالية حيث يمكن حدوث اختلاف في تشكيلة المحفظة من مستثمر الي اخر مع افتراض كل منهما انه يتجنب المخاطر المنتظمة المتكررة او غير المرتبط بأزمات طارئة او دورات مفاجئة اذ تلعب المدارجة في السوق دوراً هاماً في التحوط ضد المخاطر المتوقعة بأنواعها المختلفة⁽²⁰⁾.

رابعاً: مفهوم النشاط الاقتصادي.

النشاط الاقتصادي الأمثل هو الذي يبحث في مدي توافر كلاً من الكفاءة الاقتصادية والاستقرار الاقتصادي من خلال دراسة بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية ويقصد بي النشاط الاقتصادي مجموعة العناصر التي تشكل فيما بينها صورة اجمالية واضحة عن حالة الاقتصاد خلال وقت محدد ويعبر معدل النمو الاقتصادي عن الصورة الاجمالية لحالة الاقتصاد معبر عنه بي الناتج المحلي الإجمالي⁽²¹⁾.

ويعتبر حساب الناتج المحلي الإجمالي والذي يقيس اجمالي قيمة السلع والخدمات التي تنتجها الدولة ويعتبر من اهم المعايير التي تعبر عن النشاط الاقتصادي الكلي وذلك لكونه اكثر تلك المعايير شمولاً ويعد الناتج المحلي الإجمالي جزء من الحسابات القومية والتي تعتبر كمجموعة كاملة من الإحصاءات التي تسمح لصانعي السياسات تحديد الأولويات الاقتصادية للدولة وهل الاقتصاد في حالة انكماش او

²⁰- Sharpe, " Capital Asset Prices: A Theory of market equilibrium under conditions of risk", *The Journal of Finance*, Volume 19, Issue 3, 1964, p425-442.

²¹- John Lester, "The impact of constitutions of economic performance ", working paper , IMF, 2006 p 212.

حالة توسع كما يمكنهم أيضاً من محاولة تقييم النشاط الاقتصادي وزيادة كفاءته ، وتستخدم السلاسل الزمانية للنتائج المحلي الإجمالي من قبل صانعي السياسات الاقتصادية لأجراء التنبؤات الاقتصادية الهامة والتي من الممكن ان تكون مصيرية بالنسبة للاقتصاد ، ويقاس الناتج المحلي الإجمالي المستوي المعيشي للأفراد بشكل تقريبي باستخدام مؤشر نصيب الفرد منه ويمكن أيضاً استخدام الناتج الإجمالي كمؤشر للمقارنة بين اقتصاديات الدول المختلفة من ناحية تحديد مستوي الأداء الاقتصادي لكل دولة. وتعتبر الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي او ما يسمى بالنمو الاقتصادي أحدي اهم معايير تحسن الاقتصاد من عام الي آخر، وان كانت هذه الزيادة لا تعني ان حدثت ان الاقتصاد يتحسن دائماً، وذلك لأنه يشترط للنمو الاقتصادي ان يتعدى النمو السكاني ولذلك لا يعني النمو الاقتصادي ان حياه الافراد قد أصبحت أفضل، حيث يمكن ان تكون هناك زيادة في الناتج المحلي الإجمالي ناتجة عن زيادة ساعات العمل وهذا يعني ان حياة الافراد بالمتوسط قد أصبحت اسوء لان ساعات العمل أصبحت أكثر⁽²²⁾.

خامساً: تقييم دور سوق الأوراق المالية في زيادة مستوي النشاط الاقتصادي في مصر من خلال معرفة الأهمية النسبية لأجمالي قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي.

يتم تقييم سوق الأوراق المالية في مصر ومدى مساهمته في زيادة مستوي النشاط الاقتصادي في مصر من خلال المؤشر التالي:

* الأهمية النسبية لأجمالي قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر.

يتم حساب هذا المؤشر بقسمة اجمالي قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة ويمكن توضيح الأهمية النسبية لقيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول رقم (1) التالي:

²² -Al Raymond, " The impact of tourism on the Jordanian economy", Abhati al-Yarmouk,2000, p 60-78.

جدول رقم (1)

(التطور السنوي لأجمالي قيمة الإصدارات الي الناتج المحلي الإجمالي) (القيمة بالمليار جنية)

السنة	اجمالي قيمة التداول (بالمليار جنية) (1)	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (بالمليار جنية) (2)	%2:1
1998	23.3	1540	1.51
1999	39	1640	2.37
2000	49.4	1740	2.83
2001	31.6	1800	1.8
2002	34.1	1850	1.84
2003	27.7	1910	1.5
2004	42.3	1980	2.1
2005	160.3	2070	7.7
2006	286.7	2210	12.9
2007	363	2370	15.3
2008	529.2	2540	20.8
2009	448.2	2660	16.8
2010	321.3	2790	11.5
2011	148.2	2850	5.2
2012	185	2910	6.35
2013	162	2970	5.45
2014	291	3060	9.5
2015	248	3190	7.77
2016	285	3330	8.5
2017	333	3470	9.59
2018	359	3650	9.8
2019	410	3860	10.6
2020	690	4000	17.2

(البورصة المصرية: قيمة الإصدارات، التقارير السنوية، أعداد مختلفة)

(البنك الدولي: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، التقارير السنوية، أعداد مختلفة)

يتضح من الجدول رقم (1) ان اجمالي قيمة التداول السنوي الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر كانت في حالة تذبذب خلال فترات الدراسة بها حيث تراوحت النسبة بين 1.5% الي 20.8% خلال الفترة من 1998 الي 2020 ويلاحظ من الجدول وجود ارتفاع في قيمة التداول الي الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008 حيث بلغت النسبة 20.8% ويرجع ذلك الارتفاع الي تطبيق الخصخصة وتزايد دور المؤسسات الجديدة العاملة في السوق كصناديق الاستثمار وشركات رأس مال المخاطر في تنشيط السوق وايضاً بسبب تراجع اسعار الاسهم بشكل كبير مما يعتبر ذلك فرصة شراء جيدة للمستثمرين فرفع ذلك من حجم التداول بصورة كبيرة.

ثم انخفضت النسبة بعد ذلك في عام 2011 حيث بلغت النسبة 5.2% ويرجع الانخفاض الي ضعف مناخ الاستثمار بسبب التأثير بالأحداث السياسية مثل حدوث ثورة 25 يناير واغلاق البورصة في تلك الفترة وهروب المستثمرين العرب والأجانب ثم أخذت تلك النسبة في اتجاه الصعود حتى عام 2020 حيث بلغت النسبة 17.2% ويرجع ذلك الي تطبيق تحرير سعر الصرف في عام 2016 والقضاء على السوق السوداء في السوق المصري مما يشجع ذلك المستثمرين الأجانب في الاستثمار في السوق المصري وزيادة تعامل المصريين من خلال شراء الأوراق المالية ويرجع الارتفاع ايضاً الي حالة الاستقرار السياسي والاقتصادي حيث تتأثر البورصة تأثر مباشر بالأحداث السياسية والاقتصادية.

سادساً: النتائج والتوصيات.

أولاً: النتائج:

يقوم سوق الأوراق المالية بعدد من الوظائف المهمة في خدمة الاقتصاد القومي فهو يساهم في تدفق المدخرات من وحدات الفائض المالي الي وحدات العجز المالي. ويعد سوق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تأثراً بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المعبرة عن النشاط الاقتصادي ولذلك هدفت هذه الدراسة إلى معرفة هل يوجد دور لسوق الأوراق المالية في دفع النشاط الاقتصادي في مصر وتم استخلاص عدد من النتائج وهي:

1- تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي وتتغلب على التحديات الداخلية والخارجية وتحقق نتائج جيدة.

2- بدأ البحث بعرض الإطار النظري لسوق الأوراق المالية واهم ما توصلت اليه أن سوق الأوراق المالية بعدد من الوظائف المهمة في خدمة الاقتصاد القومي فهو يساهم في تدفق المدخرات من وحدات الفائض المالي الي وحدات العجز المالي مما يؤدي ذلك الي زيادة الاستثمارات وبالتالي زيادة مستوى النشاط الاقتصادي.

3- أثبتت الدراسة ان اجمالي قيمة التداول السنوي الي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في مصر كانت في حالة تذبذب خلال فترات الدراسة بها حيث تراوحت النسبة بين 1.5% الي 20.8% خلال الفترة من 1998 الي 2020.

ثانياً: التوصيات:

في ضوء النتائج التي توصلت لها الدراسة فإنها توصي بعدد من التوصيات كما يلي:

- 1- تشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الانفاق الاستهلاكي لصالح المدخرات مما يؤدي الي توجيهها الي الاستثمار في سوق الأوراق المالية ويكون ذلك عن طريق توافر مجموعة من المميزات للمدخرين من حيث العائد والضمان والسيولة وعن طريق ايضاً توافر سوق حر يتمتع بالإفصاح والشفافية.
- 2- العمل على رفع كفاءه سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق اتاحة المعلومات بصورة دقيقة وسريعة وبدون مقابل مادي والافصاح الكامل عنها وتطوير الإطار التشريعي وذلك عن طريق الاستفادة من الإطار التشريعي للدول المتقدمة وتطويره بما يتلاءم مع السوق المصري وعن طريق ايضاً رفع عدد الشركات المدرجة لتنشيط السوق المالي وتطويره.
- 3- لا بد من دخول التقنيات الحديثة في سوق الأوراق المالية ونظم المعلومات ودعم اتخاذ القرار في الهيئة العامة لسوق المال لتسهيل دورها في الاشراف على السوق.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

أ- الكتب:

- 1- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، 2010.
- 2- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 3- حمدي عبد العظيم "اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم" دار النهضة العربية، القاهرة، 2011.
- 4- منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، دار المعارف، الإسكندرية.

ب- الدراسات والمقالات والدوريات:

- 1- بنك مصر، "سوق الأوراق المالية في مصر: المشاكل والسمات الخاصة بالسوق الناشئة 1990-1996", أوراق بنك مصر البحثية، العدد 110 سنة 1997.
- 2- الهيئة العامة للرقابة المالية، "مقدمة عن الأسواق المالية"، العدد السنوي السابع، 2010.
- 3- شاهيناز جمال الدين محمد، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1992-2002)" رسالة ماجستير كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2003.
- 4- ماجدة محمد عبده، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (1995-2008)" رسالة دكتوراة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، 2009.
- 5- نجيب مسعود، "أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي" رسالة ماجستير، جامعة المنوفية، 2013.

6- صلاح أبو النصر، "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي" بحث ترقية،
مجلة عين شمس، 2016.

7- معهد تخطيط القومي "سلسلة قضايا التنمية"، العدد السابع والعشرين، الكويت، 2004.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Books:

- 1- Returfed، J, "Introduction to stock exchange investment", London: Mc Milanese's, 1983.
- 2- Ritter, sober ”,financial markets” therdbook,2000.
- 3- S. Kidwell,” Financial Institution, Markets and Money “New York, 1993.
- 4- Markowitz, Harry m,” portfolio Selection Efficient Diversification of Investment York,1959.

Journals and working paper:

- 1- Bjorn land, Hilde&KaiLeitemo, “Identifying the relation between Us monetary policy and the stock market”, Bank of Finland ،working paper,2005.
- 2- Azzam, H,"Gulf Capital Market Development Prospects and Constraints" in Development of finance Market in Arab countries Iran and Turkey,1995.
- 3- Robert A Schwartz, "Equity Markets" Harper Row, Publishers, Inc, 1988.
- 4- Sharpe,” Capital Asset Prices: A Theory of market equilibrium under conditions of risk”, The Journal of Finance, Volume 19, Issue 3,1964.
- 5- John Lester، “The impact of constitutions of economic performance “، working paper, IMF,2006.
- 6- Al Raymond,” The impact of tourism on the Jordanian economy”، Abhati al-Yarmouk,2000.
- 7- Erick viga,” stock market development and economic activity”، working paper, IMF, 2016.