

قياس تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في مصر للفترة
(١٩٨٥-٢٠٢٣)

د. مرفت محمد عبد الوهاب *

(***) د. مرفت محمد عبد الوهاب: مدرس الاقتصاد بكلية التجارة- جامعة الازهر (فرع البنات) - القاهرة

Email: Dr.mervatfarag7@gmail.com

المستخلص

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في تفعيل النمو الاقتصادي ، حيث تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات الأكثر إنتاجية مما يساهم في زيادة النمو الاقتصادي . لذلك تهدف هذه الدراسة إلى التأكد من وجود علاقة بين التطور في سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة من ١٩٨٥ - ٢٠٢٣ ، والتي شهدت العديد من القرارات والأحداث الاقتصادية والسياسية ، وذلك بإستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة . , Distributed Lag (Autoregressive ARDL) .

وقد تم إستخدام العديد من مؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات مستقلة (تفسيرية) وهي قيمة رأس المال السوقي ، قيمة الإصدارات الأولية من الأوراق المالية ، وقيمة التداول للأوراق المالية المقيدة . كما تم إستخدام قيمة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة كمتغير تابع ليقاس معدل النمو الاقتصادي في مصر خلال فترة الدراسة . وتوصلت النتائج إلى معنوية متغير رأس المال السوقي و وجود علاقة إيجابية بينه وبين النمو الاقتصادي في مصر . كما أوضحت النتائج إلى معنوية متغير قيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية ، ووجود علاقة طردية بينه وبين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وإن كانت العلاقة غير قوية خلال فترة الدراسة ، مما يوضح ضعف حجم إصدارات الأسهم و السندات ، بالإضافة إلى ذلك ، فإن الجزء الأكبر منه هو اصدار السندات الحكومية . أما العلاقة بين قيمة التداول السنوي للأوراق المالية ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي فكانت غير معنوية ، وقد يرجع ذلك إلى أن قيمة التداول تمثل تعاملات على إستثمارات قائمة بالفعل وليست جديدة الأمر الذي لا يؤدي إلى إضافة جديدة للنمو الاقتصادي . ومن خلال هذه النتائج تصبح الحاجة ملحة لتطوير سوق الأوراق المالية حتى يستطيع تحقيق الأهداف المرجوه منه وبالتالي المساهمة بدور أكبر في تفعيل النمو الاقتصادي في مصر

الكلمات المفتاحية : سوق الأوراق المالية ، النمو الاقتصادي ، سوق الإصدار ، سوق التداول ، البورصة

Abstract

Stock markets play an important role in activating economic growth, as they work to mobilize savings and direct them towards the most productive investments, which contributes to increasing economic growth. Therefore, this study aims to ascertain the existence of a relationship between development in the stock market and economic growth in Egypt during the period from 1985-2023, which witnessed many economic and political decisions and events, by using an autoregressive model for distributed lag periods, and many stock market indicators were used. Finance as independent (explanatory) variables, which are the value of market capitalization, the value of initial issues of securities, and the trading value of registered securities. The value of the per capita GDP at constant prices was also used as a dependent variable to measure the rate of economic growth in Egypt during the study period. The results revealed the significance of the market capitalization variable and the existence of a direct relationship between it and economic growth in Egypt. The results revealed the significance of the value variable. Primary issuances of securities, and the existence of a direct relationship between it and the average per capita GDP, although the relationship was not strong during the study period, which explains the weak volume of stock and bond issuances. In addition, the largest part of it is the issuance of government bonds. As for the relationship between the annual trading value of securities and the average per capita GDP, it was insignificant. This may be due to the fact that the trading value represents transactions on already existing investments and not new ones, which does not lead to a new addition to economic growth. Through these results, there becomes an urgent need to develop a market Securities so that he can achieve his desired goals and thus contribute a greater role in activating economic growth in Egypt.

Keywords: stock market, economic growth, issue market, trading market stock exchange.

المقدمة

تزايدت أهمية اسواق الاوراق المالية - والذي يمثل الوسيلة الأساسية للاستثمارات المالية في الأسهم والسندات - مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي وتزايد الإتجاه نحو العولمة ، وتساهم سوق الأوراق المالية فى تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمارات الأكثر إنتاجا والأقل خطورة ، وتحفز إعادة تدوير رأس المال وتنشيط الأعمال ، كما تساهم فى توفير السيولة اللازمة لتمويل مختلف المشاريع و جذب الاستثمار المحلي والأجنبي ، وهذه الوظائف من شأنها أن تؤدي إلى رفع كفاءة توزيع الموارد وتسريع تراكم رأس المال المادى ، مما يؤثر فى نهاية المطاف على زيادة النمو الاقتصادي .

مشكلة الدراسة

تؤثر سوق الأوراق المالية على حجم الاستثمار حيث أن لأسواق الأسهم والسندات أهمية كبيرة فى جذب رأس المال ، وتحريك الاستثمار والأنشطة الاقتصادية وتحفيزها. ولا شك أن نجاح سوق الأوراق المالية فى أداء الوظائف المنوطة بها من تعبئة المدخرات بمختلف أحجامها وآجالها وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار الإنتاجى ،سوف يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي. وفى ضوء ذلك فإن مشكلة البحث تكمن فى الإجابة على السؤال التالى :

ماهو تأثير تطور سوق الاوراق المالية على النمو الاقتصادي فى مصر ؟

هدف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أداء سوق الأوراق المالية فى مصر من خلال تحليل تطور أداء سوق الإصدار ، وسوق التداول ، وذلك فى ضوء بعض المؤشرات المالية . كما تهدف الدراسة إلى قياس الأثر الذى تمارسه سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي فى مصر خلال الفترة ١٩٨٥-٢٠٢٣ ..

فرضية الدراسة

أسست على وجود علاقة موجبة ذو معنوية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي فى مصر .

أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية دورأسواق الأوراق المالية فهى الأداة الفعالة فى تمويل العديد من المشاريع حيث تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصا للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ،وبالتالى تحقيق النمو الاقتصادي . ومن ثم فهذه الدراسة تساهم فى قياس مدى وجود ارتباط

إيجابى بين تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية والنموالاقتصادى فى مصر، مما يعنى أن مزيداً من تطوير سوق الأوراق المالية يؤدى إلى مزيد من النمو الاقتصادى فى مصر.

منهجية الدراسة

من أجل التصدي لمشكلة الدراسة وإختبار فرضيتها ووصولاً إلى الأهداف. اعتمدت الدراسة على المنهج الإستقرائى وذلك بعرض الأطر النظرية لأسواق الأوراق المالية و العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادى ، والمنهج الوصفى التحليلى وذلك لتحليل مؤشرات درجة تطور سوق الأوراق المالية فى مصر كما تم استخدام منهج القياسى الكمي ، ويستند على طرق الاقتصاد القياسى وأساليبه ، حيث يتم قياس الأثر الذى تمارسه سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادى فى مصر خلال الفترة ١٩٨٥ - ٢٠٢٣ وذلك من خلال نموذج الانحدار الذاتى لفترات الإبطاء الموزعة (Autoregressive Distributed Lag , ARDL)

مصادر البيانات

سوف يتم الاعتماد في تجميع البيانات على المصادر الدولية والمحلية المتاحة مثل إصدارات البنك المركزى المصرى ، إصدارات الهيئة العامة للرقابة المالية ،إصدارات البورصة المصرية ، وكذلك قاعدة بيانات البنك الدولى .

الدراسات السابقة

اولا : الدراسات العربية

١- دراسة (عمار، ميلودى. ٢٠١٦) تهدف هذه الدراسة إبراز دور سوق الأوراق المالية من خلال بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطنى والآليات التى تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل . وقد توصلت الدراسة إلى أن رغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة فى الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها فى الاقتصاد الوطنى ضئيلاً جداً إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقى إلى حجم الناتج المحلى الإجمالى التى بلغت فى سنة ٢٠١٦ ما مقداره ٠.٢٢%. وهذا يرجع إلى العديد من المعوقات سواء كانت هيكلية فى الاقتصاد الوطنى أو فى طبيعة الهيكل التنظيمى للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافى و الدينى، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.وقد أوصت الدراسة : بمراجعة الجانب التشريعى للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية

، العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام ، العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية والعالمية بهدف الاستفادة منها ^١ .

٢ - دراسة : (نور الهدى، دحمانى،، شريفة، العابد. ٢٠١٧) تأتي هذه الدراسة لتبيان دور سوق الأوراق المالية فى النمو الاقتصادى فى دولة إندونيسيا التى تعتبر من أهم أسواق الأوراق المالية الناشئة وفى دولة الجزائر ، خلال الفترة (١٩٩٩- ٢٠١١) ، وذلك بتطبيق نموذج الانحدار الذاتى المتجه . وقد توصلت الدراسة إلى أن سوق إندونيسيا للأوراق المالية يتميز بكون حجمه و يتمتع بسيولة عالية، و يلعب دور مقبول نسبيا فى تفعيل النمو الاقتصادى، على عكس سوق الأوراق المالية الجزائرى الذى يكاد يندم نشاطه تقريبا وذلك راجع إلى العديد من المشاكل والعراقيل التى تحول دون تطوره ^٢ . كما إتضح وجود علاقة سببية باتجاه واحد من سوق الأوراق المالية وفق مؤشر معدل رسملة السوق إلى النمو الاقتصادى فى حالة إندونيسيا ، على عكس الجزائر حيث لا توجد علاقة سببية بين سوق أوراقها المالية ونموها الاقتصادى ^٣ .

٣ - دراسة : (عبد الغنى ، محمد فتحى . ٢٠٢٠) . قامت هذه الدراسة بالتعرف على الدور الذى تقوم به الأسواق المالية فى مصر فى تفعيل النمو الاقتصادى من خلال تنمية المدخرات وتوفير السيولة وتعظيم التكوين الرأسمالى فى مصر وقد وجدت الدراسة إنه على الرغم من التطورات الإيجابية التى شهدتها سوق اصدار الأسهم خلال فترة الدراسة ، فإن انتشار تأسيس الشركات المساهمة المغلقة يمثل نقطة ضعف لسوق الإصدار فى مصر . كما أن سوق الأوراق المالية يعانى من ضعف حجم إصدارات السندات، بالإضافة إلى ذلك، فإن الجزء الأكبر منه هو إصدار السندات الحكومية ^٣ .

٤- دراسة : (رضوان، مصطفى أحمد ،. ٢٠٢٢) . تسعى هذه الدراسة إلى بحث طبيعة دور الأسواق المالية فى دعم وتحقيق معطيات التنمية الإقتصادية وبخاصة فى الدول النامية وقد توصلت الدراسة إلى أن أسواق الأوراق المالية الجيدة لها أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومى ، حيث

^١ عمار، ميلودى .، مجلة البحوث فى العلوم المالية والمحاسبة ، عدد خاص بفعاليات اليوم الدراسى حول أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية فى الأسواق المالية ، ٢٠١٦ .

^٢ نور الهدى، دحمانى،، شريفة، العابد .، سوق الأوراق المالية ودوره فى النمو الاقتصادى -دراسة حالة إندونيسيا والجزائر ، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، 2017،

^٣ عبد الغنى ،محمد فتحى .، دور سوق الأوراق المالية فى تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادى فى مصر ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ،

إنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومي فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو. وكذلك أوضحت الدراسة أسواق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر بأساليب مكملة للإدخار المحلي وليست عوضا عنه، وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة^٤

ثانيا: الدراسات الأجنبية

٥- - دراسة (Suleiman & Abu-Qarn, 2008)

تختبر طبيعة العلاقة بين تطوير السوق المالية والنمو الاقتصادى بالتطبيق على حالة مصر وذلك خلال الفترة (١٩٦٠-٢٠٠١) وذلك باستخدام اختبار السببية المعيارى الذى قدمه جرانجر (Granger Causality Test)، وتوصلت الدراسة إلى أن لمؤشر التطوير المالى أثر على النمو الاقتصادى سواء من خلال زيادة حجم الإستثمار أو من خلال النهوض بكفاءته، وتوصى الدراسة بإزالة القيود وتحرير القطاع المالى وذلك للنهوض بمعدل النمو الاقتصادى.^٥

6- دراسة : (Tuntufye, Mwambene. 2013)

تبحث هذه الدراسة العلاقة بين مستويات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادى في الأسواق الناشئة في بلدان أفريقيا. استخدمت في هذه الدراسة بيانات جماعية (سلاسل زمنية مستعرضة) من عام ١٩٩١ إلى عام ٢٠١١ لـ ١٥ دولة من دول الأسواق الناشئة الأفريقية. تم تطبيق نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لتحديد ما إذا كان مستوى تطور سوق الأوراق المالية يرتبط بشكل كبير وإيجابي بمستويات النمو الاقتصادى. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباطية هامة

^٤ رضوان ، مصطفى أحمد .، الأسواق المالية ودورها فى دعم التنمية الاقتصادية ، المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلد (١) ، العدد

(١) ، ابريل ٢٠٢٢

^٥ Suleiman Abu-Bader & Abu-Qam Amer. (2008) "Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience." Journal of policy modeling ,Vol. 30.Issue 5,October : 887-898.

وإيجابية على المدى القصير بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في دول الأسواق الناشئة الأفريقية. وتوصى الدراسة بضرورة سيولة سوق الأوراق المالية وذلك للنمو الاقتصادي على المدى الطويل.^٦

٧- دراسة: (Alam, Md. Shabbir; Hussein, Muawya Ahmed (2019))
تهدف هذه دراسة إلى قياس تأثير سوق مسقط للأوراق المالية على النمو الاقتصادي في سلطنة عمان. وإستخدمت تحليل الانحدار المتعدد لمعرفة تأثير سوق رأس المال على الناتج المحلي الإجمالي العماني، وذلك خلال الفترة ١٩٩٣ - ٢٠١٤ . وأكد التحليل أن هناك علاقة إيجابية بين سوق رأس المال والنمو الاقتصادي في سلطنة عمان خلال فترة الدراسة. لذا، يوصى بأن تركز سلطنة عمان بشكل أكبر على تطوير القطاع المالي مع التركيز بشكل خاص على تطوير سوق رأس المال لضمان النمو الاقتصادي.^٧

8- دراسة : Ellis Chukwumerije Nwagu ACMA, C. G. M. A. (2020).
تبحث هذه الدراسة في تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي الحقيقي في نيجيريا وذلك بإستخدام نموذج يوهانسن للتكامل المشترك وتصحيح الخطأ الموجه (VECM) لتحليل بيانات السلاسل الزمنية حول مؤشر تطور سوق الأوراق المالية والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من عام ١٩٨٤ إلى عام ٢٠١٨ . وتظهر النتائج عن وجود علاقة طويلة الاجل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في نيجيريا ، حيث أظهر نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، ومؤشرات الأسهم ، ومعدل إعادة الخصم تأثير إيجابي كبير على الناتج المحلي الإجمالي . في حين أن معدل دوران الاسهم في السوق له تأثير سلبي قوى على الناتج المحلي الإجمالي . وتوصى الدراسة بتعزيز التنظيم والإشراف على سوق الأوراق المالية ، وتبسيط عمليات السوق ، وتعزيز بيئة اقتصادية وسياسية مستقرة.^٨

⁶ Tuntufye, Mwamben. (2013) Stock Market Development and Economic Growth: African Emerging Market Countries and Policy Implications for Tanzania. Thesis , of Development Policy .

⁷ Alam, Md. Shabbir; Hussein, Muawya Ahmed (2019) : The impact of capital market on the economic growth in Oman, Financial Studies, Centre for Financial and Monetary Research, Bucharest, Vol. 23, Iss. 2 (84), pp. 117-129

⁸ Ellis Chukwumerije Nwagu ACMA, C. G. M. A. (2020). Research on the Impact of Stock Market Development on Real Economic Growth in Nigeria, Saudi Journal of Economics and Finance, 4 (9) :479- 488

وهكذا نجد أن فى الدراسات السابقة تم التركيز على البحث فى أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادى فى بعض الدول منها مصر، الجزائر ، عمان ، نيجيريا . وذلك حسب رؤية وظروف كل دولة واتفقت معظم هذه الدراسات وأيضاً الدراسة محل البحث على بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية التي لها تأثير مباشر ومعنوي على النمو الاقتصادى مثل قيمة رأس المال السوقي ، قيمة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات . وتوصى كل الدراسات السابقة بضرورة الإهتمام بتطوير سوق الأوراق المالية حتى يودى إلى مزيد من النمو الاقتصادى .

وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة فى إنها تبحث عن أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادى فى مصر فى الفترة الحديثة ، وبإستخدام أسلوب القياس الكمى .

خطة الدراسة : تنقسم الدراسة إلى الأقسام التالية :

المبحث الأول : الإطار العام لأسواق الأوراق

المبحث الثانى : علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادى

المبحث الثالث : سوق الاوراق المالية فى مصر

المبحث الرابع : تطور سوق الأوراق المالية فى مصر وأثر ذلك على النمو الاقتصادى

المبحث الخامس : قياس دور سوق الأوراق المالية فى النمو الاقتصادى فى مصر

الخاتمة والنتائج والتوصيات

قائمة المراجع

المبحث الأول : الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا مهما وحيويا في عمليات تمويل المشروعات الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصادات المتقدمة وبعض الاقتصادات النامية ، مما جعلها تحتل مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة ، وبذلك تبرز أهمية السوق المالية في خدمة الاقتصاد الوطنى من خلال توفير التمويل اللازم للمؤسسات والهيئات الحكومية والخاصة التى تحتاج لرأس المال. وتتقسم الأسواق المالية إلى سوق النقد ، وسوق رأس المال والذى يطلق عليه سوق الأوراق المالية .

وأساس التمييز بين السوقيين هو **البعد الزمنى** لأدوات كل سوق، فالسوق النقدى هو سوق الأدوات المالية التى لايتجاوز أجل استحقاقها سنة واحدة ، كالأوراق التجارية وأذونات الخزانة والقروض قصيرة الاجل ، أما سوق الأوراق المالية فهو سوق الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل كأدوات الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات)^٩ . وتتركز هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية

المطلب الأول : ماهية أسواق الأوراق المالية :

تعنى كلمة سوق الأوراق المالية المكان الذى يتم فيه الوصل بين المقرضين والمقترضين (المستثمرين والمدخرين)، ولا تخرج عن كونها إطارا مؤسسيا أو مجموعة من المؤسسات المالية التى تلتقى عبر قنواتها المختلفة مصادر الطلب على الأموال ومصادر عرضها . وذلك من خلال تشكيلة من الأدوات المالية طويلة الأجل.^{١٠} ، حيث يتم فى هذه الأسواق إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التى تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل أدوات الملكية (الأسهم بأشكها المختلفة)، وأدوات الدين (السندات) ، وبالتالي فهى تتوجه لتمويل رأس المال الثابت للوحدات الاقتصادية .

ويتم التعامل فى سوق الأوراق المالية عن طريق البنوك المتخصصة ، والسماسة والبنوك الاستثمارية والشركات العاملة فى هذا المجال مثل شركات التأمين وبنوك الادخار وصناديق الاستثمار ، وقد يتم تداول الأسهم والسندات بيعا وشراء داخل السوق المنظمة لرأس المال(سوق

⁹ Valdez .Stephen.(2007) *An Introduction to Global Financial Markets*. New York , Macmillan Press Ltd , p 42.

¹⁰ Frederic Mishkin (2020), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Canadian Edition, 7th edition, Pearson Canada Inc..p23 .

الأوراق المالية أو البورصة) ، وقد يتم التعامل خارج حلبة البورصة وتسمى بعملية البيع والشراء خارج المقصورة ^{١١}.

وتتعرض أدوات سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات وغيرها) إلى تقلبات كبيرة فى أسعارها بالمقارنة بغيرها من الأدوات (مثل أدوات سوق النقد)،ومن ثم تعد أدوات سوق رأس المال أكثر الأدوات المالية مخاطرة

المطلب الثانى : هيكل سوق الأوراق المالية

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق إصدار وسوق تداول :

أولاً - أسواق الإصدار (السوق الأولى) : وهى الأسواق التى يتم فيها ترويج وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات،ويتم فيها عرض الأوراق المالية للبيع لأول مرة من خلال مؤسسات متخصصة غالبا ما تكون بنوكاً استثمارية ، ويختص هذا السوق بالتعامل فى الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع فى مشروعات قائمة وذلك من خلال زيادة رأسمالها ، وهذا يعنى أن المؤسسات التى تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام، وهذا ما يعطى فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة فى توفير الأموال . وهى بذلك طريقة مكملة للتمويل المصرفى أو بديل عنه ^{١٢} ..

ثانياً - أسواق التداول (السوق الثانوى) : ويختص هذا السوق بالتعامل فى الأوراق المالية التى تم إصدارها من قبل وسبق تداولها فى السوق الأولى ، وعادة ما يطلق عليها بالبورصات ومن ثم تمثل تعاملات على استثمارات قائمة وليست جديدة .يستطيع المستثمرون والمدخرون بفضل أسواق التداول تحويل الأصول التى بحوزتهم من شكل إلى آخر ، مثلا من أدوات ملكية إلى أدوات دين، أو من أصول نقدية إلى أصول حقيقية وبالعكس وتكون على نوعين من الأسواق هما :

١ - السوق المنظمة : وهى تلك التى تتصف بوجود مكان محدد لبيع وشراء الأوراق المالية مع وجود إجراءات معينة لتداول الأوراق المالية التى يتم تسجيلها فى هذه السوق وفقا لقواعد وإجراءات محددة.

¹¹ Davis ,Rod.(2003) *What you Need to Know Before you Invest : Introduction to Stock Market* .3rd edition, USA .Barron's Educational Series ,p28 .

¹² Jeff Madura (2020), *Financial Markets & Institutions*, Cengage Learning 44

٢ - **السوق غير المنظمة** : يتم إستخدام مصطلح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظم (البورصة) وهي أسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجرى فيه المعاملات سواء المسجلة أو غير المسجلة في البورصة ، ويتم التعامل في هذه السوق من خلال التفاوض وبدون الخضوع لقواعد أو إجراءات محددة . وتأخذ أشكال التعامل في السوق غير المنظمة ما يسمى بالسوق الثالث والسوق الرابع، ويقصد **بالسوق الثالث** قطاع معين من السوق غير المنظم يتكون من بيوت السمسرة ، من غير أعضاء السوق المنظمة ، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبعض المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات وبعض البنوك التجارية . أما **السوق الرابع** فيقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد من الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة ، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويساعد في ذلك شبكة قوية من الهواتف والحاسبات الآلية ، لذلك فإن إبرام الصفقات في السوق الرابعة يتم بسرعة وبأقل تكلفة^{١٣} .

مما سبق يتضح أن كلاً من السوق الأولى والسوق الثانوى مرتبطان ببعضهما ارتباطاً وثيقاً، فليس من المعقول أن يكون هناك سوق للتداول دون أن يكون هناك أصلاً إصدارات واسعة من خلال السوق الأولى، وبالمثل لا يمكن أن تكون هناك سوق أولية (إصدار) ما لم يكن هناك سوقاً ثانوياً متقدماً .

المطلب الثالث : تعريف الأوراق المالية وتصنيفها

تعرف الأوراق المالية بأنها مستند ملكية أو دين يعطى لحاملة الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في إمتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معا . وهذه الأوراق يقوم بإصدارها الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية ، وتشمل تلك الأوراق أسهم وسندات الشركات المساهمة ، أسهم الشركات العامة ، السندات الحكومية طويلة الأجل وغيرها^{١٤} .

و تصنف الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية:

أولاً - الأسهم : تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية ، كما يخول له مجموعة من الحقوق على إعتبارة شريكاً (مساهماً)، ومن ذلك الحقوق الحق في الحصول على نصيب من الأرباح إذا

¹³ op .cit ,p 46

¹⁴ خضر، حسان ، تحليل الأسواق المالية ، معهد التخطيط العربي، سلسلة جسر التنمية ، العدد السابع والعشرون ، مارس ٢٠٠٤، ص٤

حققت الشركة أرباحا، والحق فى حضور الجمعية العمومية والتصويت ، والحق فى الحصول على جزء من أصول الشركة فى حالة التصفية. ويمكن للمستثمرين إعادة بيع الأسهم فى السوق إما للحصول على سيولة نقدية ، أولتعديل محافظ إستثماراتهم. ويصدر السهم بقيمة اسمية تمثل قيمة ما دفعة المساهم للشركة ، وعندما يصبح السهم متداولاً يتم تداوله بقيمة السوقية^{١٥} .

ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم ، الأسهم العادية والأسهم الممتازة التى تعتبر هجينا من الأسهم العادية والسندات .

ثانيا - السندات : هى أدوات ديون تطرحها الشركات أو الحكومات فى سوق الأوراق المالية لأجل طويلة ، ويلتزم المصدر فيه بدفع فوائد دورية ، مع رد قيمة السند الإسمية عند تاريخ الإستحقاق ، ويعقد عن طريق الاكتتاب العام.^{١٦}

ثالثا - حصص التأسيس : وهى صكوك تصدرها الشركات المساهمة بغير قيمة اسمية لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل مادي، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء التأسيس أو مقابل التنازل عن حق من الحقوق المعنوية، مثل حق الاختراع أو العلامات التجارية ، وتمنح هذه الصكوك لأصحابها نصيبا من الأرباح ، يحدده نظام الشركة ، وهى قابلة للتداول بالطرق التجارية، ولما كانت هذه الحصص تقتطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها فى رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها، فإنه غالبا ما يتم التدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها، وكيفية تحديد الأرباح التى تخصص لها^{١٧} .

رابعا - صكوك التمويل : وهى عبارة عن صكوك تصدرها الشركات المساهمة العاملة فى مجال تلقى الأموال وتوظيفها ، وتعطى لحاملها الحق فى الحصول على سعر فائدة متغير أو ثابت دون المشاركة فى الأرباح والخسائر، ويمكن اعتبار صكوك التمويل بهذا المفهوم نوع من السندات التى تصدرها الشركات لتقى باحتياجاتها التمويلية^{١٨} .

¹⁵ McInish. Thomas H.(2000) *Capital Market: A Global Perspectives*. Blake well, p ١١.

¹⁶ - McInish .Thomas H.(2000) , op. cit , p12 .

^{١٧} حامد، مصطفى أحمد ، الأسواق المالية ودورها فى دعم التنمية الاقتصادية ، المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية ، المجلد (١)،

العدد (١)، ابريل ٢٠٢٢ ، ص ١١ .

^{١٨} المرجع السابق ص ١٢

المبحث الثاني : علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

يعتبر وجود أسواق الأوراق المالية أداة مهمة لتوفير وتقديم المال اللازم للأنشطة المختلفة وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية الأنشطة المختلفة مما ينعكس في النهاية على معدل النمو الاقتصادي.

المطلب الأول : مفهوم النمو الاقتصادي

تعددت تعريفات النمو الاقتصادي واختلفت باختلاف المتغير الذي على أساسه يتم قياسه .ويقصد هنا بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي أو إجمالي الدخل القومي بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي^{١٩} .

ومن هذا التعريف يتضح إنه لكي يمكن تحقيق نمو اقتصادي من الضروري جذب المدخرات وتوجيهها بشكل مباشر إلى الاستثمار وما يصاحب ذلك من تراكم رأسمالي وتدفق للاستثمارات الأجنبية ، مما يؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي الإجمالي .وهذا ما تقوم به سوق الأوراق المالية ، فهي توفر حلقة اتصال حيوية بين الادخار والاستثمار .

المطلب الثاني : نماذج النمو الاقتصادي

لقد تركز التحليل الاقتصادي الذي اعتمدت عليه نماذج النمو الاقتصادي على العلاقة السببية بين كل من معدل النمو في الناتج المحلي ومعدل تراكم رأس المال المادي .وذلك يمكن إيضاحه فيما يلي .

حيث وجد أن " آدم سميث "أول من أسهم من الاقتصاديين الكلاسيكيين في إيضاح أسس النمو في الاقتصاديات الرأسمالية ، فقد أكد آدم سميث على حاجة الاقتصاد إلى التراكم الرأسمالي ، والذي يعمل على فتح أسواق جديدة وتوسيع الأسواق الموجودة بالفعل ، كما يزيد من الطلب الفعال ، كما يرى سميث أن التراكم الرأسمالي يعمل-ضمن عوامل أخرى- على زيادة إنتاجية عناصر الإنتاج ، حيث يساهم التراكم الرأسمالي في زيادة مستويات الادخار والاستثمار وزيادة كفاءة العمالة وذلك لما يساهم به من زيادة إمكانية التخصص وتقسيم العمل، كل ذلك يعمل في النهاية على زيادة إنتاجية العمل والأرض ورأس المال ، وبالتالي فإن التراكم الرأسمالي يعد عنصراً أساسياً في النمو الاقتصادي^{٢٠} ..

كما يؤكد نموذج هارود -دومار "Harrod-Domar Model" على أهمية الادخار في تحقيق النمو الاقتصادي حيث يرى إنه يجب توفير نسبة معينة من الدخل القومي لا من أجل إحلال

¹⁹ Fabozzi ,J .Frank,(2009)*Capital Market :Institutions and Instruments*. USA, New Jersey, Prentice Hall,p 78

²⁰ Bullock .Charles.(2007). *Wealth of Nations* .Cosimo .Classic incn publisher, p 274

وتجديد السلع الرأسمالية المستهلكة فحسب (المباني والمعدات والمواد وغيرها) وإنما من أجل تحقيق معدل النمو الاقتصادي المرغوب فيه من خلال أي إضافة في مخزون رأس المال في شكل استثمار جديد يؤدي إلى زيادات مقابلة في تدفق الناتج المحلي الإجمالي²¹.

ويعنى ذلك إنه كلما كان الاقتصاد قادراً على الادخار من الناتج المحلي الإجمالي، زاد نمو الناتج المحلي الإجمالي .

- ومن أبرز النماذج في الفكر النيوكلاسيكي نموذج سولو " Solow neoclassical Growth

"Mode

الذي يركز على أهمية كل من الادخار، الاستثمار، عنصر العمل والمستوى التكنولوجي في عملية النمو الاقتصادي، حيث أن ارتفاع معدل الادخار يساهم في ارتفاع معدل الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة في التراكم الرأسمالي ومن ثم زيادة في معدل الناتج الإجمالي وهذا يحدث في الأجل القصير . أى خلال المراحل الانتقالية التي تمر بها الدول يمكن الوصول إلى معدل نمو مستقر وذلك من خلال توفير الموارد اللازمة لتمويل الاستثمار . أما في الأجل الطويل فيرى نموذج "سولو -سوان" أن النمو الاقتصادي يرجع إلى عوامل خارجية مثل معدل نمو قوة العمل ومعدل نمو التكنولوجيا، وهذه العوامل الخارجية لا يمكن التحكم فيها من خلال أدوات السوق المالية ، وبالتالي فإن أى محاولات للسوق المالية للتأثير على هذه العوامل عن طريق تحفيز الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار لن تؤثر على النمو طويل الأجل²².

كما أكدت نظرية النمو الحديثة . "The New Growth Theory" على أهمية الإذخار والاستثمار بالإضافة للإستثمار فى رأس المال البشرى فى تحقيق معدلات نمو مرتفعة .

كما وضع العمل المشهور لـ ماكنون- شو (McKinnon&Shaw(1973) أساساً نظرياً ، أصبحت من خلاله العلاقة بين الأسواق المالية المحلية والنمو الاقتصادي فى الدول النامية محل اهتمام الباحثين المهمين باقتصاديات التنمية وخاصة منذ عقد الثمانينات، فقد أوضح هذا العمل باختصار أن أهمية الأسواق المالية المحلية للنمو الاقتصادي تتبع من الوظائف المهمة التي تؤديها تلك الأسواق، فهي تعتبر وسيطاً جيداً للتبادل ييسر عملية التبادل بين المؤسسات الاقتصادية، كما تساعد على زيادة التخصيص ، كذلك توفر السوق المالية خدمات متنوعة تسهل عملية تعبئة

²¹ Mishkin, Frederic S. 2010. *The Economic of Money ,Banking and Financial Market ..* -Wesley ,USA : Sixth Edition ,Addison, p 185

²² Agenor,Pierre-Richard.(2004)*The Economics of Adjustment and Growth* .USA Editorial UPR Publishers,p340 .

المدخرات وتخصيصها نحو المشروعات الاستثمارية الأكثر كفاءة. كما أوضح أن أسواق الأئتمان في الدول النامية غير قادرة على العمل بكفاءة بدون سوق الأوراق المالية ، حيث أن القطاع المصرفي يعاني من نقص المعلومات، كما لا يتحقق التخصيص الفعال لرأس المال في سوق الأئتمان. وعليه فإن تطور أسواق الأوراق المالية هو شرط ضروري لتحقيق النمو الاقتصادي^{٢٣}.

المطلب الثالث : دور أسواق الأوراق المالية في تفعيل النمو الإقتصادي

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور بالغ الأهمية في دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ وتحويله إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عملية الإستثمار التي يقوم بها الافراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي تطرح في سوق الأوراق المالية ، وفيما يلي سوف نتناول القنوات التي يتم من خلالها التأثير الإيجابي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي .

١- دور أسواق الأوراق المالية في توفير السيولة : تحتاج الاستثمارات الكبيرة إلى رأس المال على المدى الطويل ، بينما يتخوف المستثمرين من فقدان قدرتهم على التصرف في مدخراتهم لفترة زمنية طويلة. ومن هنا يأتي دور سوق الأوراق المالية ، فهي التي تسمح بتلبية رغبة الطرفين ، ففي الوقت التي تحتاج فيه الشركات إلى رأس المال تلجأ هذه الشركات إلى إصدارات أسهم جديدة ، وفي نفس الوقت يمكن للمدخرين من الحصول على الأسهم متى يشاءون والتخلص منها ببيعها في حالة حاجتهم لأموالهم ، وبالتالي يصبح الاستثمار أقل عرضة للمخاطرة وأكثر جاذبية . بالإضافة إلى ذلك، يلعب سوق الأوراق المالية دورا حيويًا في تخصيص الأموال لقطاع المستثمرين و الشركات، حيث التمويل من خلال الإقتراض من البنوك غير متوفر في العديد من الدول النامية إلا لبعض الشركات والمستثمرين الأفراد ، حيث تطلب البنوك مجموعة من الشروط والضمانات لا يستطيع عليها الكثير من الشركات والمستثمرين^{٢٤}.

٢ - دور أسواق الأوراق المالية في تعبئة وتجميع المدخرات : تساهم أسواق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات بكافة احجامها وخاصة الصغيرة منها في وعاء يكون قادر على خدمة تمويل المشروعات الكبيرة، فاسوق الإصدار والذي تعرض فيه الأوراق المالية يمثل الطلب على الإستثمار ويوفر فرصة للمدخرين لإستثمار مدخراتهم ، ويتيح للشركات مصدرا جيدا لتمويل إحتياجاتها . بينما

²³ Neri,Salvadori.(2003) *The Theory of Economic Growth*.UK, Edward Elgar publishers,p 107

²⁴ Pradhan, R. P. et al. (2014). Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries. *Review of Financial Economics*, 23(4). P 134.

يوفر سوق التداول سيولة لحاملى الأوراق المالية تتيح لهم التخلص من الورقة المالية فى أقرب وقت والحصول على المزيد وقتما شاءوا ومثل هذه الميزة من شأنها أن تشجع على التعامل مع سوق الإصدار وأن تحفز المستثمرين على شراء الأوراق المالية التى تطرحها الشركات للبيع^{٢٥}.

٣ - دور أسواق الأوراق المالية فى جذب الإستثمارات الأجنبية : تستطيع أسواق الأوراق المالية جذب الإستثمارات الأجنبية بإتباع طرق عديدة أهمها منح عوائد مرتفعة على رأس المال ، وتبيان مكانه الشركات المقيدة لديها . ونجاح الأسواق المالية فى وظيفتها فى المراقبة على الاستثمار، وإتخاذ الإجراءات الضرورية لحماية أموال المستثمرين، بجانب تطبيق قواعد الحوكمة والافصاح والشفافية، هذا على جانب عوامل اقتصادية مثل سعر الفائدة وسعر الصرف . ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل ، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها

٤ - دور أسواق الأوراق المالية فى جمع المعلومات : يصعب على المدخرين الأفراد فى غياب سوق الأوراق المالية تقييم الشركات وأحوال السوق والإردادات ، لذلك يبتعدون عن الإنخراط فى الأنشطة الإستثمارية بما يؤثر سلبا على تخصيص الموارد . وبدلا من أن يقوم كل مستثمر بالبحث عن فرص الإستثمار الجيدة ، وتحمل تكاليف مقابل الحصول على المعلومات ، يستطيع سوق الأوراق المالية القيام بتجميع وتحليل ونشر المعلومات التى تخص الإستثمارات ، مما ينعكس إيجابيا على معدلات الإذخار وعلى توزيع الموارد، مما يؤدي إلى تخصيص أفضل لرأس المال ، ومن ثم تسريع النمو الإقتصادى^{٢٦}.

٥- دور أسواق الأوراق المالية فى رفع الطلب الكلى : تمارس سوق الأوراق المالية بصفة خاصة دوراً مهماً فى كل من الإنفاق الاستهلاكى والاستثمارى من خلال التأثير على الثروة والذى يحدث فى حالة ارتفاع القيم السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الاسمية ، الأمر الذى يؤدي إلى زيادة قيمة ثروات بعض المستثمرين والتى يتم إنفاق جزء منها لأغراض الاستهلاك والاستثمار مما يؤدي إلى رفع الطلب الكلى ومن ثم الدخل.

^{٢٥} نور الهدى، دحماني،، شريفة، العابد. ، سوق الأوراق المالية ودوره فى النمو الاقتصادى -دراسة حالة إندونيسيا والجزائر، مرجع سابق ، ص

١٢٠.

^{٢٦} المرجع السابق ، ص ١٢١

المبحث الثالث :- سوق الاوراق المالية في مصر

تتعامل سوق الأوراق المالية المصرية في التمويل طويل الأجل عن طريق الأوراق المالية، وتنقسم سوق الأوراق المالية في مصر إلى قسمين هما: سوق الإصدار (السوق الأولى) وسوق التداول (السوق الثانوى).

كما يتم تصنيف الأوراق المالية المسموح بإصدارها وطرحها في سوق الأوراق المالية المصرية وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها في مصر إلى : أوراق مالية تمثل حق ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، هذا بالإضافة لحصص التأسيس كأحد الأوراق المالية المتداولة أيضا ، وكذلك صكوك التمويل والتي يمكن إعتبارها نوع من السندات .

وتعمل في سوق الأوراق المالية المصرية مجموعة من المؤسسات سواء تلك المنظمة للسوق أو المتعاملة في السوق أو المساندة للسوق، ويمكن تصنيف هذه المؤسسات إلى نوعين: منها ما يتعامل في سوق الإصدار (السوق الأولى) ومنها ما يتعامل في سوق التداول (السوق الثانوى) ، ومن أهم المؤسسات المنظمة لسوق الإصدار هي : الهيئة العامة للرقابة المالية و بورصة الأوراق المالية، أما أهم المؤسسات المتعاملة في هذه السوق فتتمثل في الشركات المساهمة وشركات التوصية بالسهم والحكومة في حدود ما تطرحه من سندات حكومية طويلة ومتوسطة الأجل. أما أهم المؤسسات المنظمة لسوق التداول فهي :الهيئة العامة للرقابة المالية والعديد من شركات الأوراق المالية وأهمها: شركات السمسة وصناديق الاستثمارات، والشركات المساندة للسوق وأهمها:شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي وشركات حفظ السجلات .

ولتحديد تطور سوق الأوراق المالية في مصر ، يمكن استخدام بعض المؤشرات واهمها ما يلي :

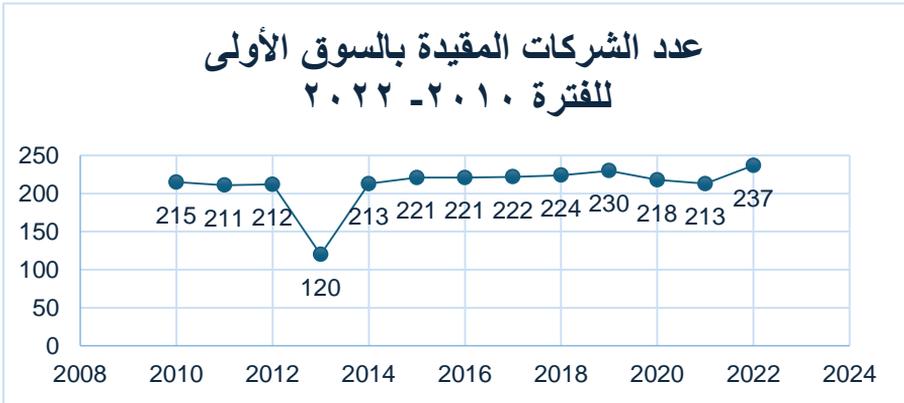
١ - عدد الشركات المقيدة في سوق الإصدار (السوق الأولى)

يعتبر عدد الشركات المقيدة في سوق الإصدار أحد المؤشرات المهمة لقياس حجم سوق الأوراق المالية ودرجة اتساعها وتنوعها ،ويتضمن هذا المؤشر في مصر أربعة مجموعات مختلفة من الشركات ،وهي: المجموعة الأولى وتشمل الشركات المساهمة التي تخضع للقانون رقم(١٥٩) لسنة ١٩٨١ . والمجموعة الثانية وتضم الشركات المقيدة في البورصة الخاضعة لقانون الأعمال العام رقم(٢٠٣) لسنة ١٩٩١ . والمجموعة الثالثة تتضمن الشركات المساهمة والعاملة في مجال الأوراق

المالية والتي استحدثها القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ . المجموعة الرابعة وتحتوى على الشركات التى تعمل فى ظل قوانين الاستثمار وأهمها: قانون رقم (٨) لسنة ١٩٩٧. ٢٧

ويوضح الشكل رقم (١) عدد الشركات فى سوق الإصدار المصرى وهى الشركات المساهمة التى طرحت أسهمها للمرة الأولى بالسوق، وكذلك الشركات القائمة التى طرحت أسهماً جديدة لزيادة رؤوس أموالها، فضلاً عن عدد من شركات قطاع الأعمال العام التى تم تخصيصتها فى إطار برنامج الإصلاح الاقتصادى وتمت تغطية المطلوب من قيمة هذه الأسهم سواء عن طريق مؤسساتها بالكامل فى شكل اكتتاب مغلق ، أو عن طريق طرح جزء من الأسهم لتغطية قيمتها فى اكتتاب عام.

شكل رقم (١)



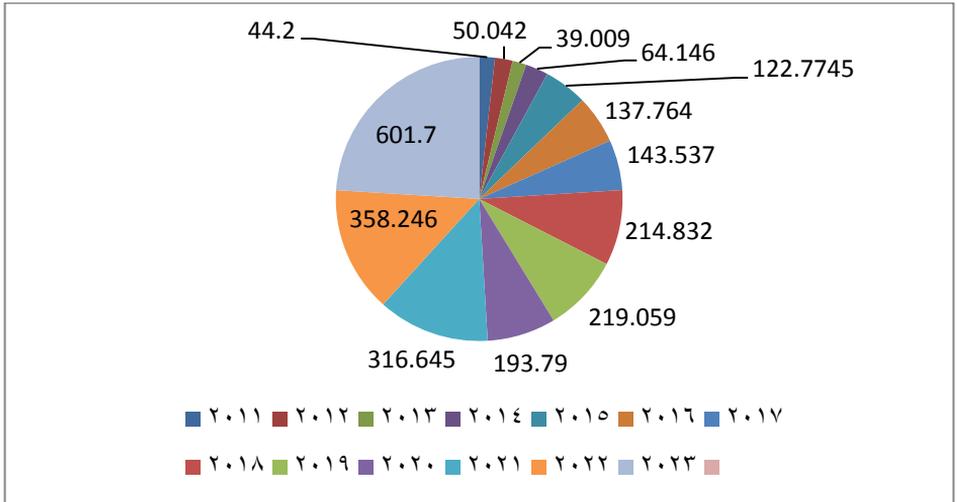
المصدر : إعداد الباحثة بناء على ، البنك المركزى ، التقرير السنوى ، أعداد متفرقة .
يوضح الشكل السابق تذبذب عدد الشركات المقيدة بالسوق الأولى (سوق الإصدار) ما بين الزيادة والنقصان فى حدود قليلة، إلا أن عدد الشركات المقيدة فى عام ٢٠١٣ إنخفض بدرجة كبيرة حيث بلغ ١٢٠ شركة بعد إن كان ٢١٢ شركة عام ٢٠١٢، ويرجع هذا الانخفاض إلى تزايد عمليات شطب الشركات التى لا تلتزم بالشروط والمعايير المحددة للقيد بالسوق بمعدل أكبر من معدل قيد الشركات الجديدة بشكل أدت محصلته إلى هذا الانخفاض الملحوظ . كما أخذ عدد الشركات الاتجاه الصعودى مرة أخرى من عام ٢٠١٤ فقد ارتفع من ٢١٣ شركة حتى وصل إلى ٢٣٧ شركة فى نهاية عام ٢٠٢٢ .

٢٧ البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ٢٠٢٠

٢ - تطور قيمة إصدارات الأوراق المالية في السوق الأولى

تتضمن إصدارات الأوراق المالية في السوق الأولى كلاً من الأسهم والسندات والصكوك التي تصدر للمرة الأولى عند إنشاء شركات جديدة أو زيادة رأسمال شركات قائمة، ويعتبر قيمة الإصدارات الأولية مؤشراً مكملاً على حجم السوق واتساعه، ويمكن توضيح تطور إجمالي قيمة الإصدارات الأولية في السوق الأولى المصري خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠٢٣) من الشكل رقم (٢)

شكل رقم (٢) قيمة الإصدارات في السوق الأولى بالمليار جنية للفترة ٢٠١٠-٢٠٢٣



المصدر : إعداد الباحثة بناء على ، هيئة الرقابة المالية ، التقرير السنوي ، ٢٠٢٣ .

مع تتبع تطور قيمة الإصدارات في السوق الأولى من خلال البيانات الواردة في الجدول يتضح أن قيمة الإصدارات إنخفضت من ١٠٣ مليار جنية عام ٢٠١٠ إلى ٤٤ مليار جنية عام ٢٠١١ ويرجع هذا الإنخفاض الحاد في قيمة الإصدارات في هذا العام إلى إنعكاس الأحداث اللحقة لثورة ٢٥ يناير على سوق الإصدارات وعلى سوق الأوراق المالية بصفة عامة . ثم زادت قيمة الإصدارات في السوق الأولى تدريجياً من ٦٤ مليار جنية عام ٢٠١٤ إلى 219 مليار جنية عام 2019 ، ثم تراجعت قيمة الإصدارات في عام ٢٠٢٠ إلى ١٩٣ مليار جنية وذلك بسبب جائحة كورونا عام ٢٠٢٠ حيث كان سوق الأوراق المالية في مصر الأكثر تأثراً بالجائحة . ثم أرتفعت مرة أخرى قيمة الإصدارات في السوق الأولى في عامي ٢٠٢١ و ٢٠٢٢ وذلك يرجع إلى إنه في عام ٢٠٢١ تم أول إصدار للسندات الخضراء في سوق الأوراق المالية في مصر لإحدى الشركات بقيمة ١.٦

مليار جنية ، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية لدعم تحول الاقتصاد المصرى إلى اقتصاد أخضر^{٢٨}. كما شهد عام ٢٠٢٢ أول إصدار سندات توريق للتدفقات المالية المستقبلية ، حيث وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية على إصدار برنامج متعدد الإصدارات لسندات توريق التدفقات النقدية المستقبلية بمبلغ ٢ مليار جنية لمدة ثلاث سنوات، والإصدار الاول من هذا البرنامج سندات توريق بمبلغ ٨٠٠ مليون جنية^{٢٩}.

٣ - تطور قيمة التداول السنوى للأوراق المقيدة (السوق الثانوى)

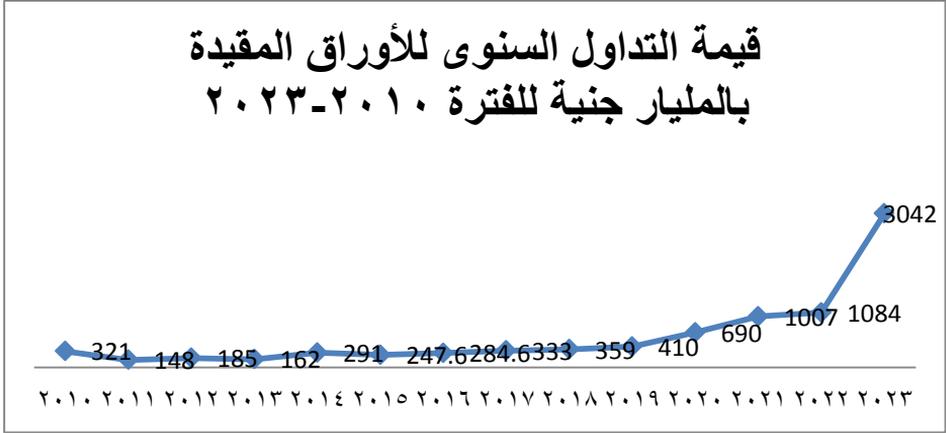
تعد قيمة التداول من المؤشرات المهمة لأداء السوق الثانوى حيث توضح مدى سيولة السوق واتساعه ودرجة نشاطه، ويمكن توضيح تطور قيمة التداول السنوى للأوراق المقيدة من الشكل رقم (٣) حيث يتضح أن قيمة التداول السنوى قد بلغت عام ٢٠١٠ حوالى ٣٢١ مليار جنية، ثم إنخفضت إلى ١٤٨ مليار جنية عام ٢٠١١ ، وهو عام ثورة ٢٥ يناير ممثلة بذلك أقل قيمة للتداول خلال فترة الدراسة، ثم ارتفعت قيمة التداول السنوى للأوراق المقيدة ببطء وبشكل تدريجى منذ عام ٢٠١٣ حتى وصلت حوالى ٤١٠ مليار جنية فى عام ٢٠١٩ ، ثم زادت قيمة التداول للأوراق المقيدة خلال الأعوام ٢٠٢١-٢٠٢٢ فبلغت حوالى ١٠٠٧ مليار جنية عام ٢٠٢١ زادت إلى ١٠٨٤ مليار جنية عام ٢٠٢٢ ، أما عام ٢٠٢٣ شهد ارتفاع كبير فى إجمالي قيم التداول حيث بلغ ٣.٤٢ تريليون جنية، يأتي ذلك في ضوء تضاعف قيم تداول الأسهم المقيدة حيث سجلت ٦٦٤ مليار جنية مقارنة ب ٣٤٩ مليار جنية عام ٢٠٢٢ بنسبة ارتفاع قدرها ٩٠%، بالإضافة إلى بدء التداول الفعلى على أذون الخزانة فى السوق الثانوى منذ ٢٤ سبتمبر ٢٠٢٣ محققة ٢.٥٥ تريليون جنية^{٣٠}.

^{٢٨} الهيئة العامة للرقابة المالية ، التقرير السنوى ٢٠٢١ ، ص ١٨

^{٢٩} الهيئة العامة للرقابة المالية ، التقرير السنوى ٢٠٢٢ ، ص ١١.

^{٣٠} البورصة المصرية ، التقرير السنوى ٢٠٢٣ ، ص ١٨ .

شكل رقم (٣)

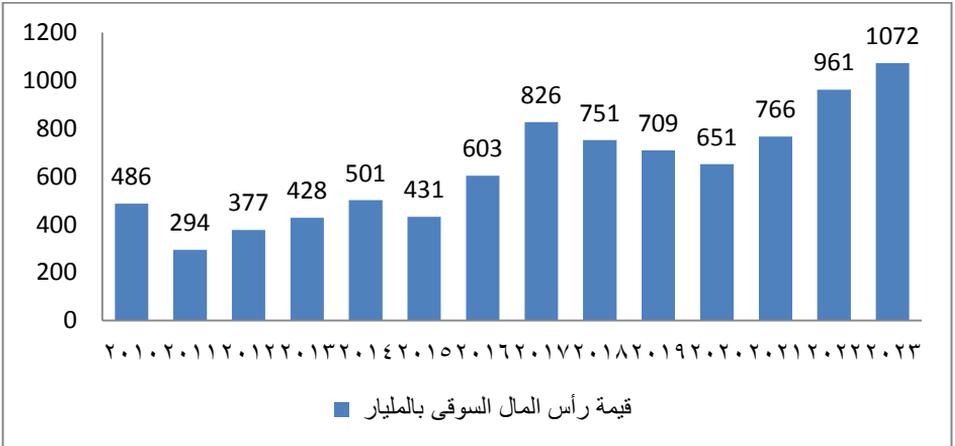


المصدر : من إعداد الباحثة بناء على ، البورصة المصرية ، التقرير السنوي ٢٠٢٣ ، ص ١٨ .

٤ - رأس المال السوقي للشركات المقيدة في السوق

يعتبر رأس المال السوقي للشركات المقيدة من المؤشرات المهمة في السوقين الأولى والثانوى ، فيعتبر رأس المال السوقي مؤشراً على أداء الشركات المقيدة في السوق، حيث يرتبط سعر السهم السوقي بأداء الشركة، ويمكن تتبع التطور السنوي لذلك المؤشر من خلال التمثيل البياني لبيانات رأس المال السوقي للشركات المقيدة في السوق وذلك كما موضح بالشكل رقم (٤)

شكل رقم (٤) تطور قيمة رأس المال السوقي للشركات المقيدة بالمليار جنية بالفترة ٢٠١٠-٢٠٢٣



المصدر : إعداد الباحثة بناء على ، تقرير البورصة المصرية ، ٢٠٢٣ ، ص ١٧ .

فقد بلغت قيمة رأس المال السوقى ٤٨٦ مليار جنيه عام ٢٠١٠ ، ثم حدث إنخفاض مفاجيء عام ٢٠١١ حيث بلغت ٢٩٤ مليار جنيه ، ويرجع هذا الانخفاض إلى الأحداث اللاحقة لثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ وما تبعها من توقف بعض الاستثمارات وخاصة الاجنبية منها، ثم معاودة الارتفاع مرة أخرى وصولا الى عام ٢٠٢٠ حيث حدث إنخفاض فى القيمة السوقية لرأس المال لتصل إلى ٦٥١ مليار جنيه بعد أن كانت ٧٠٩ مليار جنيه عام ٢٠١٩ ، وذلك بسبب الاجراءات الاحترازية والوقائية المتخذة من تداعيات جائحة كورونا التى أوقفت الاستثمارات على مستوى العالم وليس مصر وحدها . وكذلك تداعيات حرب روسيا وأوكرانيا . ثم شهد رأس المال السوقى للشركات المقيدة ارتفاعا كبيرا عام ٢٠٢٣ لينهى العام عند مستوى ١.٧٢ تريليون جنيه ، بنسبة زيادة قدرها ٧٨.٩% عن عام ٢٠٢٢ .

المبحث الرابع : تطور سوق الأوراق المالية فى مصر وأثر ذلك على النمو الإقتصادى

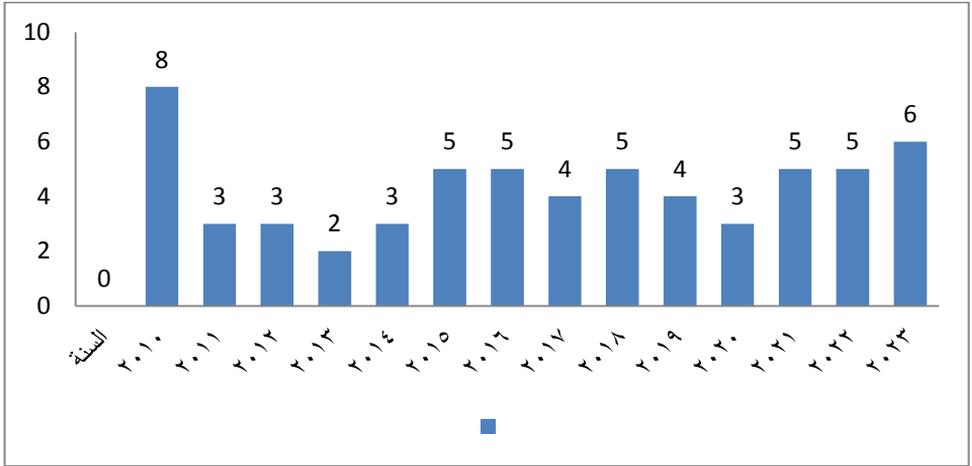
يمكن التعرف على دور سوق الأوراق المالية فى النمو الإقتصادى فى مصر من خلال تتبع تطور مساهمة سوق الاوراق المالية بشقيه الأولى والثانوى فى تعبئة رؤوس الأموال بالادخار المحلى، ولبيان ذلك سوف يتم استخدام بعض المؤشرات التى توضح مساهمة كل من السوقين الأولى والثانوى فى تعبئة المدخرات المحلية وتخصيصها بكفاءة للاستثمار اللازم لعملية النمو .

ومن أهم هذه المؤشرات :

١ - الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلى الإجمالى :

تعتبر هذه النسبة مؤشراً لمدى مساهمة السوق الأولية فى الناتج المحلى الإجمالى، ومن ثم مساهمة السوق الأولى فى النمو الإقتصادى. ويوضح الشكل رقم (٥) . أن نسبة الإصدارات الأولية للأسهم والسندات إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (٢٠١٠- ٢٠٢٣) ، محدودة للغاية وتتراوح بين ٨% إلى ٦%، فضلا إنها تتجه نحو الانخفاض منذ عام ٢٠١٠ ، وهذا يعكس مدى ضعف حجم السوق الأولية وتواضع أدواته فى تشجيع الاستثمار ومساهمته فى الناتج المحلى الإجمالى .

شكل رقم (٥) تطور نسبة قيمة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة ٢٠١٠-٢٠٢٣



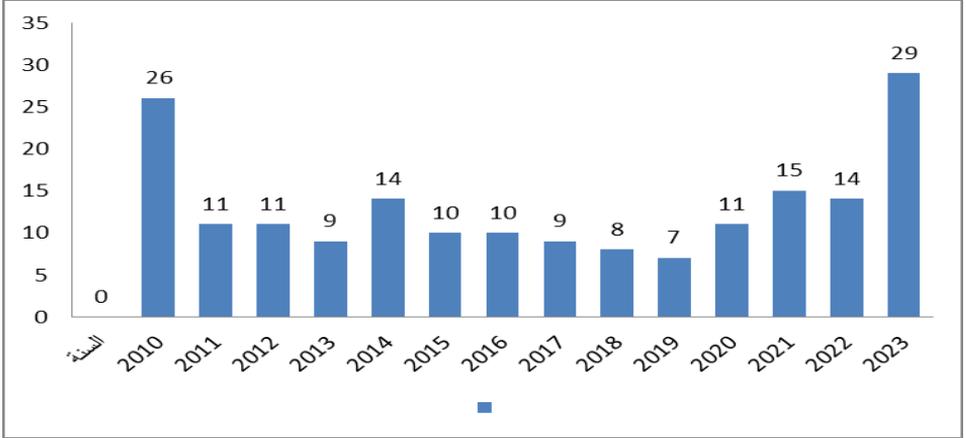
المصدر: إعداد الباحثة بناء على ، البورصة المصرية التقرير السنوى ٢٠٢٣.

World Development Indicators , [http : www . worldbank . org](http://www.worldbank.org)

٢ - نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي

تعتبر سوق التداول المحور الرئيسى والضرورى لتنشيط السوق الأولية حيث يمكن تداول الأوراق المالية بسهولة ويسر، لما توفره من السيولة التى لا تتمتع بها أصول أخرى مثل العقارات والمباني، وتعد هذه النسبة مؤشراً على كفاءة السوق الثانوى(البورصة) فى النشاط الاقتصادى، ومن أهم مؤشرات دور سوق التداول فى النمو الاقتصادى ، ويمكن تتبع هذه النسبة خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠٢٠) بالنظر إلى الشكل التالى

شكل رقم (٦) تطور نسبة قيمة التداول للأوراق المقيدة إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر للفترة (٢٠٢٠-٢٠٢٣)



المصدر :إعداد الباحثة بناء على ، البورصة المصرية التقرير السنوى ٢٠٢٣،

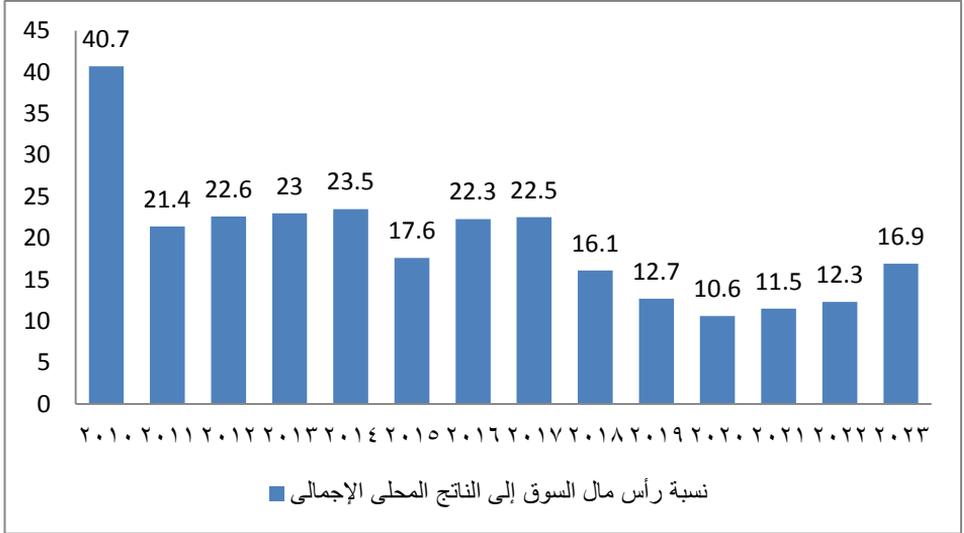
World Development Indicators , [http : www . worldbank . org](http://www.worldbank.org)

بلغت نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى ٢٦% عام ٢٠١٠، ثم أخذت فى الانخفاض بنسبة كبيرة خلال فترة الدراسة حتى عام ٢٠٢٢ حيث بلغت ١٤% ، ثم إرتفعت بنسبة كبيرة عام ٢٠٢٣ لتصل إلى ٢٩% وهى أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة . ويرجع هذا الإرتفاع إلى تضاعف قيم تداول الأسهم المقيدة ، بالإضافة إلى بدء التداول الفعلى على أذون الخزانة فى السوق الثانوى منذ ٢٤ سبتمبر ٢٠٢٣ . وذلك كما سبق إيضاحه فى المبحث السابق .

٣ - نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلى الإجمالى

تعتبر نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلى الإجمالى من أهم المؤشرات التى توضح دور سوق الأوراق المالية فى النمو الاقتصادى ، كما توضح أيضا حجم وعمق سوق الأوراق المالية ويمكن تتبع تطور نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلى الإجمالى خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠٢٣) من الشكل (٧) حيث يتضح إنخفاض نسبة قيمة رأس مال السوق إلى الناتج المحلى الإجمالى بنسبة النصف تقريبا فيما بين عام ٢٠١٠ و ٢٠١١، ثم أخذت قيمة النسبة فى التزايد والنقصان بنسبة ضئيلة خلال فترة الدراسة وحتى عام ٢٠٢٢ ، ثم أخذت فى التزايد عام ٢٠٢٣ لتصل إلى ١٦.٩% عام ٢٠٢٣ ، وترجع هذه الزيادة إلى زيادة قيمة الأسهم فى هذه السنة .

شكل رقم (٧) تطور نسبة قيمة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر للفترة (٢٠٢٠ - ٢٠٢٣)



المصدر: إعداد الباحثة بناء على ، البورصة المصرية التقرير السنوى ٢٠٢٣،

World Development Indicators , [http : www . worldbank . org](http://www.worldbank.org)

المبحث الخامس :- قياس دور وتطور سوق الأوراق المالية فى النمو الاقتصادى فى مصر

يوجد العديد من الدراسات الإقتصادية القياسية التى قامت بقياس العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية ومعدل النمو الإقتصادى فى الكثير من الدول ولقد إستعرضت الدراسة بعض هذه الدراسات فى جزء سابق من الدراسة، ولقد توصلت بعض هذه الدراسات إلى وجود علاقة موجبة وذو معنوية إحصائية بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادى فى بعض الدول^{٣١} . والعكس من ذلك توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادى فى دول أخرى^{٣٢} ..

لذلك يكمن الهدف من هذه الدراسة من التأكد من وجود علاقة بين التطور فى سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادى فى مصر خلال الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠٢٣ . وسوف يتم إستخدام العديد من مؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات مستقلة (تفسيرية) والتي أكدت على أهميتها فى التأثير على النمو الاقتصادى العديد من الدراسات القياسية^{٣٣} . وهى قيمة رأس المال السوقى ، قيمة الإصدارات الأولية من الأوراق المالية ، وقيمة التداول للأوراق المالية المقيدة . كما يتم إستخدام متغير نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى بالأسعار الثابتة ليقاس معدل النمو الاقتصادى فى مصر خلال فترة الدراسة .

³¹ Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, 10(2).

Liu,Wan-Chun and Chen-Min Hsu(2006)"The Role of Financial Development in Economic Growth : The Experience of Taiwan, Korea, and Japan." *Journal of Asian Economics*, Vol. 17 ,Issue 4: 667-690.

Jedidia, K. B., Boujelbene, T. and Helali, K. (2014), Financial development and economic growth: New evidence from Tunisia, *Journal of Policy Modeling*, 36, 883-898.

^{٣٢} نور الهدى، دحماني، شريفة، العابد. ، سوق الأوراق المالية ودوره فى النمو الاقتصادى -دراسة حالة إندونيسيا والجزائر، مرجع سابق Singh,Ajit and Weiss Bruce A.(1998),"Emerging Stock Markets, Portfolio, Capital Flows and long-Run Economic Growth." , *World Development* ,Vol.26, Issue 4, April

³³ Fink, G., Haiss, P. and Hristoforova, S. (2003), Bond markets and economic growth. *IEF Working Paper* ,49 Araoye, F. Eburn, Ajayi, E. O. and Aruwaji, A. M., (2018) "The Impact of Stock Market Development on Economic Growth in Nigeria" *Journal of Business and African Economy* Vol. 4 No.1. 1-15

Bayar, Y., Kaya, A., & Yildirim, M. (2014). "Effects of stock market development on economic growth: Evidence from Turkey". *International Journal of Financial Research* Vol. 5, No. 1

وتم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة , Distributed Lag , (Autoregressive ARDL) .

توصيف نموذج الدراسة والمتغيرات المستخدمة

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة " Autoregressive Distributed Lag" ARDL. وتستخدم هذه الطريقة لاختبار التكامل المشترك وتقدير العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين المتغيرات ، وتتميز طريقة (ARDL) عن الطرق التقليدية المستخدمة لاختبار العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بالعديد من المزايا منها: يمكن أجراءها بغض النظر عن درجة التكامل بين المتغيرات سواء كانت السلاسل الزمنية للمتغيرات متكاملة من الدرجة نفسها (سواء كان التكامل من الدرجة الصفرية (0) أو من الدرجة الأولى (1) ، أو متكاملتين من درجات مختلفة على ألا يكون التكامل من الدرجة الثانية (2) . كما يمكن استخدام هذه الطريقة في حالة العينات الصغيرة وتعطي نتائج ومقدرات ذات ^{٣٤} .

وتم استخدام العديد من مؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات مستقلة (تفسيرية) وهي قيمة رأس المال السوقي ، قيمة الإصدارات الأولية من الأوراق المالية ، وقيمة التداول للأوراق المالية المقيدة . كما يتم استخدام متغير نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لقياس معدل النمو الاقتصادي في مصر خلال فترة الدراسة

٢ - الهيكل العام لنموذج الدراسة

يأخذ الهيكل العام للنموذج الصيغة التالية :

$$\text{Incom} = f(\text{capt}, \text{pond}, \text{pr})$$

وتم صياغة المعادلة على الشكل القياسي التالي:

$$\text{lincom}_t = \beta_1 \text{lcapt}_t + \beta_2 \text{lpond}_t + \beta_3 \text{lpr}_t + \varepsilon_t$$

تم استخدام الصيغة اللوغارتمية لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة حتى يمكن تفسير

المعلومات كمرونيات حيث أن المتغير التابع هو :

lincom: اللوغارتم الطبيعي لمتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة بالمليون جنيه.

- ³⁴ Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation. *Journal of Statistical and Econometric methods*, 5(4), 63-91.

والمتغيرات المستقلة هي :

I_{capt} : اللوغاريتم الطبيعي لقيمة رأس المال السوقي بالمليار جنيه.

I_{pond} : اللوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول السنوي للأوراق المالية المقيدة بالمليار جنيه .

I_{pr} : اللوغاريتم الطبيعي لقيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية بالمليار جنيه .

٣ - تقدير نموذج الدراسة

يتم تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة وفقا للخطوات التالية:

أ - اختبار سكون السلاسل الزمنية

يعد تحليل السلاسل الزمنية مهماً للتأكد من استقرارها قبل إجراء أي اختبار للعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية حتى لا تكون النتيجة الحصول على - انحدار زائف (spurious regressions). ويمكن الوقوف على استقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة عن طريق عدد من الاختبارات، أكثرها شيوعاً اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test). ومن أهم اختبارات جذر الوحدة اختبار ديكي - فوللر المعدل (Augmented Dickey- Fuller (ADF)). وتمثل فروض اختبار جذر الوحدة فيما يلي^{٣٥}.

- الفرض العدمي H_0 : السلسلة الزمنية للمتغير تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أن السلسلة الزمنية تعاني من عدم السكون.
- الفرض البديل H_1 : السلسلة الزمنية لا تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أن السلسلة الزمنية ساكنة

ونائج الاختبار موضحة في الجدول رقم (١):

³⁵ Damodar N. Gujarati, Dawn C. Porter. (2009). *Basic Econometrics*. 5th ed. McGraw-Hill.

جدول رقم (١) نتائج اختبارات جذر الوحدة (ADF) للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية ٥%

Variable	Level			Frist Difference		
	Intercept	Trend and intercept	None	Intercept	Trend and intercept	None
lincom	*0.79 (0.31)	*0.14 (-3)	*0.99 (2.9)	*0.02 (-3.31)	*0.008 (-3.30)	*0.01 (-4.27)
lcapt	*0.6 (-1.3)	*0.7 (-1.7)	*0.5 (-0.43)	*0.001 (-5.31)	*0.005 (-5.3)	*0.000 (-5.41)
lpond	*0.35 (-1.8)	*0.72 (-1.71)	*0.59 (-0.24)	0.000 (-5.4)	0.000 (-5.4)	0.000 (-5.50)
Lpr	*0.71 (-1.06)	*0.07 (-3.36)	*0.89 (0.89)	0.000 (-9.34)	0.000 (-9.21)	0.000 (-9.09)

(* تشير إلى القيم الاحتمالية أو prob.، كما تشير الأرقام بين القوسين إلى القيم المحسوبة لاختبار (t)

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EVIEWS 12

يوضح الجدول السابق أن:

أنه عند إجراء الاختبار على السلسلة الزمنية على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ورأس المال السوقي، وقيمة التداول السنوي للأوراق المالية المقيدة، وقيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية.

تبين أن:

- السلاسل الزمنية الخاصة بمتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ورأس المال السوقي، وقيمة التداول السنوي للأوراق المالية المقيدة، وقيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية غير مستقرة في المستوى عند الرتبة صفر والتي يشار إليها بالرمز (0) ، حيث كانت القيم الجدولية أكبر من القيم المحسوبة لاختبار (t) عند مستوى معنوية ٥% لكل المتغيرات، وذلك في ظل وجود مقطع ثابت، أو في وجود مقطع واتجاه زمني، أو في عدم وجود المقطع والاتجاه.
- عند تطبيق الاختبار على الفرق الأول للسلاسل الزمنية غير المستقرة اتضح أن السلاسل قد استقرت، حيث كانت قيم (t) الجدولية أقل من قيم (t) المحسوبة عند مستوى معنوية ٥% لكل المتغيرات مما يدل على أن المتغيرات مستقرة عند المستوى الأول والتي يشار إليها بالرمز (1) ، وذلك في ظل وجود مقطع، أو في وجود مقطع واتجاه زمني، أو في ظل عدم وجود المقطع والاتجاه.

ب - اختبار الحدود باستخدام Bounds Test

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية ودرجة تكاملها لكل متغير من متغيرات الدراسة على حدة، ننتقل إلى مرحلة اختبار التكامل المشترك والعلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج من خلال اختبار Bounds Test الذي يعتمد على الفروض التالية:

- الفرض العدمي: عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج أي أن

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$$

- الفرض البديل: وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج أي أن

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq 0$$

ويعتمد الاختبار السابق على اختبار (F)، فإذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من القيم الحرجة للحد الأدنى والحد الأعلى لمستويات المعنوية المختلفة يتم رفض الفرض العدمي ويقبل الفرض البديل القائل بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وذلك كما في الجدول رقم (٢):

جدول رقم (٢) نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود

	Value	Significant	I(0)	I(1)
F – Statistics	5.09	10%	2.37	3.2
		5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 12

يتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار (F) تساوى 5.09، وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأدنى I(0)، والحد الأعلى I(1) عند مستويات المعنوية المختلفة، ومن ثم قبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن تطور سوق الأوراق المالية يؤثر على النمو الاقتصادى في مصر للفترة من ١٩٨٥ - ٢٠٢٣.

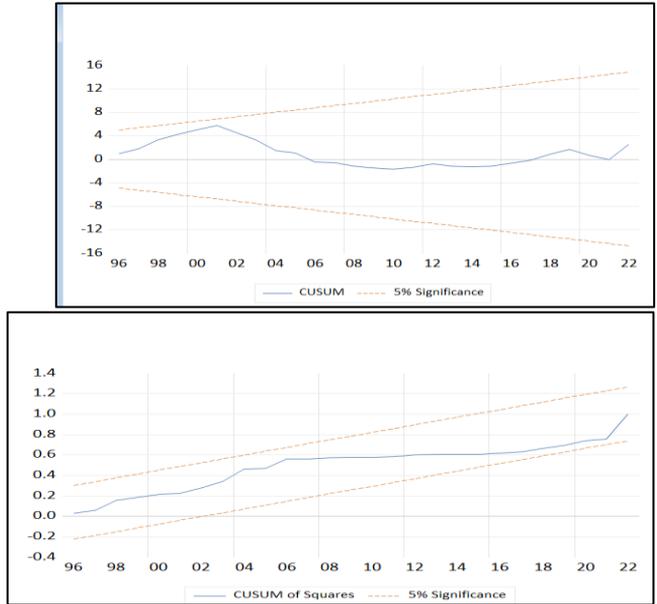
ج - اختبارات فحص نموذج الدراسة

للتحقق من صحة النموذج المقدر وسلامته وخلوه من مشاكل القياس المختلفة، تم إجراء مجموعه من الاختبارات كما يلي:

د - اختبار استقرار النموذج المقدر

يتم التأكد من استقرار النموذج المقدر وعدم وجود أي تغير هيكل في البيانات تؤدي إلى خطأ في استقرار وانسجام معاملات النموذج قصيرة الأجل مع معاملات النموذج طويلة الأجل من خلال اختبار المجموع التراكمي للبواقي ("CUSUM") (Cumulative of Recursive Residual) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (Cumulative Sum of Square Residual) ("CUSUMSQ"). ويوضح الشكل رقم (٨) نتائج ذلك الاختبار.

شكل (٨) نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي "Cusum" ومربعات البواقي "CUSUMSQ"



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 12

يتضح من الأشكال السابقة أن المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات البواقي عبارة عن خط يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية ٥%، ويدل ذلك على وجود الاستقرار بين النتائج في الأجل الطويل والقصير في النموذج المقدر.

ه - اختبار خلو البواقي من مشكلة الارتباط الذاتي

ويتم ذلك من خلال LM Test، وقد استخدم هذا الإختبار نظرا لسكون السلسلة الزمنية عند الفرق الأول وليس عند المستوى^{٣٦}. ويوضح الجدول التالي نتائج ذلك الإختبار.

جدول (٣) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

Test	Value	Probability
F- statistics	0.28	0.75

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 12

يتضح من الجدول السابق أن قيمة (Prob. F=0.75) وهي قيم أكبر من ٠,٠٥، مما يعني أن البواقي لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

٤ - تقدير المعلمات طويلة الأجل

يظهر الجدول التالي قيم المعلمات طويلة الأجل للعلاقة بين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والأسعار الثابتة بالمليار جنيه، وقيمة رأس المال السوقي بالمليار جنيه -، وقيمة التداول السنوى للأوراق المالية المقيدة بالمليار جنيه، و قيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية بالمليار جنيه .

جدول رقم (٤) قيم المعلمات في الأجل الطويل وفقا لنموذج ARDL

الأجل الطويل		
Variable	Coefficient	Prob.
Lcapt	1.58	0.007
Lpond	0.04	0.13
Lpr	0.7	0.0.01

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EVIEW

يتضح من الجدول السابق أن:

- ويتضح من خلال نموذج ARDL أن هناك علاقة في الأجل الطويل بين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ورأس المال السوقي، وقيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية في مصر في الفترة من ١٩٨٥ - ٢٠٢٣.

^{٣٦} نجا ، عبد الوهاب (٢٠١٦). العلاقة بين التحويلات المالية للعاملين بالخارج والتطور المالى والنمو الاقتصادى فى مصر خلال الفترة (١٩٧٥-

٢٠١٢) دراسة قياسية، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، المجلد ١، العدد ٢

- كما يتضح من خلال النموذج عدم وجود علاقة في الأجل الطويل بين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وقيمة التداول السنوي للأوراق المالية المقيدة. وتفصيل ذلك كما يلي :-
- تشير النتائج إلى معنوية المتغير الرئيسي وهو رأس المال السوقي وقد جاءت إشارة المعلمة موجبة مما يعنى وجود علاقة طردية بينه وبين النمو الاقتصادي فى مصر ، وهو ما تشير إليه معظم الدراسات التطبيقية .حيث نجد أن زيادة رأس المال السوقي بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بمقدار ١.٦ تقريبا .
- أيضا توضح النتائج إلى معنوية متغير قيمة الإصدارات الأولية للأوراق المالية ، ووجود علاقة طردية بينه وبين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وإن كانت العلاقة غير قوية خلال فترة الدراسة.
- كما توضح النتائج أيضا إلى عدم معنوية العلاقة بين قيمة التداول السنوى للأوراق المالية ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ،وقد يرجع ذلك إلى أن قيمة التداول تمثل تعاملات على استثمارات قائمة بالفعل وليست جديدة الأمر الذى لا يؤدي إلى إضافة جديدة للنمو الاقتصادي .
- وهكذا تثبت نتائج النموذج القياسى صحة فرضية الدراسة مما يعنى بوجود علاقة موجبة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي فى مصر خلال الفترة ١٩٨٥- ٢٠٢٣ .

٥ - نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model

يستخدم نموذج تصحيح الخطأ " Model Correction Error " لقياس سرعة تعديل وتصحيح الخطأ في الأجل القصير لإعادة التوازن في الأجل الطويل (Abu-Qarn, A. S., & Abu-Bader, S., 2004). ومعلمة تصحيح الخطأ يجب أن يتوفر فيها بعض الخصائص الإحصائية وهي: أن تكون المعلمة معنوية، وذات قيمة سالبة. ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج نموذج تصحيح الخطأ.

جدول رقم (٥) نتائج نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model

CoIntEq(-1)*	t-Statistic	Prob.
-0.703	-0.82	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 12

يتضح من الجدول أن القيمة المقدرة لمعامل تصحيح الخطأ معنوية، حيث بلغت قيمة (0.000= Prob.) وهي أقل من مستوى المعنوية ٠,٠٥، وذات قيمة سالبة بلغت (-0.82)، ويعني ذلك أنه

بسرعة 80% هناك إمكانية لتصحيح الأخطاء في الأجل القصير للعودة إلى التوازن في الأجل الطويل.

الخاتمة

أوضحت الدراسة أن سوق الأوراق المالية في مصر مرت بفترات إزدهار وفترات إخفاق وفقا لكثير من الأحداث السياسية والاقتصادية الداخلية والخارجية التي مر بها الاقتصاد المصرى ، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية مقبولة نسبيا بين تطوير سوق الاوراق المالية وبين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى (كمؤشر للنموالاقتصادى) ،مما يعنى الحاجة إلى مزيد من التطوير لهذا السوق فى مصر،حيث إن مزيد من تطوير سوق الأوراق المالية يؤدى إلى تفعيل النمو الاقتصادى فى مصر .

النتائج والتوصيات

نتائج الدراسة : لقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها :

- ضآلة عرض الأوراق المالية حيث تفتقد سوق الاوراق المالية فى مصر العديد من الأوراق كالأسهل الممتازة ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، والمشتقات المالية بكافة صورها .
- قلة عدد الشركات المقيدة بالسوق الأولى.
- محدودة مساهمه سوق الإصدار الأولى للأسهم والسندات إلى الناتج المحلى الإجمالى فى مصر خلال الفترة (٢٠١٠- ٢٠٢٣)، حيث تتراوح بين ٨% إلى ٦%، فضلا إنها تتجه نحو الانخفاض منذ عام ٢٠١٠ ، وهذا يعكس مدى ضعف حجم السوق الأولى وتواضع أدواته فى تشجيع الاستثمارومساهمته فى الناتج المحلى الإجمالى .
- تم أول إصدار للسندات الخضراء فى سوق الأوراق المالية فى مصر عام ٢٠٢١ لإحدى الشركات بقيمة ١.٦ مليار جنية ، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية لدعم تحول الاقتصاد المصرى إلى اقتصاد أخضر.
- إصدار سندات توريق للتدفقات المالية المستقبلية فى عام ٢٠٢٢، حيث وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية على إصدار برنامج متعدد الإصدارات لسندات توريق التدفقات النقدية المستقبلية .
- بدء التدول الفعلى على أذن الخزنة فى السوق الثانوى منذ ٢٤ سبتمبر ٢٠٢٣ محققة ٢.٥٥ تريليون جنية.
- وجود علاقة معنوية طردية مقبولة نسبيا بين مؤشرات تطوير سوق الاوراق المالية وبين متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى (كمؤشر للنموالاقتصادى)

- مزيد من تطوير سوق الأوراق المالية يؤدي إلى تفعيل النمو الاقتصادي في مصر .

التوصيات :

- العمل على تعزيز سوق الإصدار من خلال توفير المزيد من الأدوات والمؤسسات للعمل على تنشيط وزيادة فعاليتها، لتكون قادرة على لعب دور في تعبئة المدخرات و استخدامها من خلال الأوراق المالية في المجالات الاستثمار طويل الأجل .
- الإفصاح الشامل عن كافة المعلومات اللازمة عن الشركات المصرية المدرجة للتعرف على نتيجة النشاط والتنبؤات بالوضع المستقبلي لهذه الشركات وفرص الإستمرارية .
- الإشراف على تنظيم وتداول الأسهم ، لمنع المضاربة، وتسهيل تبادل ونقل الملكية .
- وضع آليات لنشر قرارات الهيئة العامة للرقابة المالية لمزيد من الشفافية في معاملاتهم وإعلام العملاء في البورصة بما في ذلك القرارات الصادرة عن الهيئة بشكل مستمر .
- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرًا في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية ، وفي الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.
- تعزيز دور السياسة الاقتصادية للحكومة المصرية، بما في ذلك المساعدة على تطوير السوق المالية المصرية لتصبح جذابة لرأس المال المحلي والأجنبي،ومن ثم تحفيز الاستثمار في المشاريع طويلة الأجل.
- إنشاء مؤسسات مالية متخصصة تحرص على جمع المعلومات وتحليلها ونشرها .
- إنشاء هيئات مختصة في تحليل الأدوات المالية وتسيير المحافظ. الإستثمارية .
- تعزيز بيئة اقتصادية وسياسية مستقرة .
- ربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليميًا ودوليا عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال.

المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية

- ١- البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى، ٢٠١٧-٢٠٢١.
- ٢- البورصة المصرية ، التقرير السنوى ، ٢٠١١-٢٠٢٣
- ٣- الهيئة العامة للرقابة المالية ، التقرير السنوى ، ٢٠١١-٢٠٢٢ .
- ٤- الدسوقي ، إيهاب . (٢٠٠٧) اقتصاديات كفاءة البورصة. القاهرة: دار النهضة العربية للنشر والتوزيع
- ٥- أماني عبد الوهاب، أماني . (٢٠٠٦) دعم البورصة المصرية، اجتماع الخبراء سلسلة الأوراق الاقتصادية، رقم (٤)
- ٦- الأسرج، حسين عبد المطلب. (٢٠٠٢). دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر. جامعة الزقازيق فرع بنها: رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير فى الاقتصاد .
- ٧- ألبى السرور ، أحمد .، "الأسواق المالية العربية الناشئة: الأوضاع والأفاق"، في: سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظ بي، الإمارات العربية، المتحدة ، بدون سنة نشر .
- ٨- إسماعيل ، محمد .، وأخرون (٢٠٢٢) مصادر النمو الاقتصادى فى الدول العربية ،دراسات اقتصادية ، العدد ١٠٦ .
- ٩- البتانونى ، محمود أمين .، الغاوى، هالة .، (٢٠١٥) تحليل المخاطر والعوائد فى سوق الأوراق المالية فى مصر وتحديد النموذج الأمثل للتنبؤ بعوائد المؤشر العام فى تلك السوق عبر الزمن (تحليل كمى) ، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط ، المجلد ٢٣، العدد ٢
- ١٠- خضر، حسان ، (٢٠٠٤) تحليل الأسواق المالية ، معهد التخطيط العربى، سلسلة جسر التنمية ، العدد السابع والعشرون
- ١١- رضوان ، مصطفى أحمد .(٢٠٢٢)، الأسواق المالية ودورها فى دعم التنمية الاقتصادية ، المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلد (١) ، العدد (١)
- ١٢- سلوى محمود ابو ضيف (٢٠١١) ، دور سوق رأس المال فى التنمية الاقتصادية ، رسالة دكتوراه ، جامعة الازهر ، كلية تجارة ، فرع البنات ٢٠١١ م / ١٤٣٢ هـ

- ١٣- شمس الدين، أشرف. (٢٠٠٤) أداء سوق المال في مصر، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة.
- ١٤- عبد الغنى، محمد فتحى. (٢٠٢٠)، دور سوق الأوراق المالية فى تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي فى مصر ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة.
- ١٥- عمار، ميلودى. (٢٠١٦)، مجلة البحوث فى العلوم المالية والمحاسبة ، عدد خاص بفعاليات اليوم الدراسى حول أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية فى الأسواق المالية .
- ١٦- قندور ، عد الكريم . (٢٠٢١) الأسواق المالية ، صندوق النقد العربى
- ١٧- نوفل، صبرى حسن. (١٩٩٩)، أخطار الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة ، مؤتمر : مستقبل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، القاهرة، ٢ - ٣ مارس
- ١٨- نجا ، عبد الوهاب. (٢٠١٦) العلاقة بين التحويلات المالية للعاملين بالخارج والتطور المالى والنمو الاقتصادي فى مصر خلال الفترة (١٩٧٥ - ٢٠١٢) دراسة قياسية ، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية ، المجلد ١، العدد ٢.
- ١٩- نور الهدى، دحماني، شريفة، العابد. (٢٠١٧)، سوق الأوراق المالية ودوره فى النمو الاقتصادي -دراسة حالة إندونيسيا والجزائر ، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE.
- ٢٠- هندی ، منير .، وآخرون ، (٢٠٠٦) الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية.

ثانيا المراجع باللغة الإنجليزية :

- 21- Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation. *Journal of Statistical and Econometric methods*, 5(4), 63-91.
- 22- Ellis Chukwumerije Nwagu ACMA, C. G. M. A. (2020). Research on the Impact of Stock Market Development on Real Economic Growth in Nigeria, *Saudi Journal Of Economics and Finance*, 4 (9) :479- 488.
- 23- Valdez, Stephen. (2007) *An Introduction to Global Financial Markets*. New York , Macmillan Press Ltd.

- 24- Frederic Mishkin (2020), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Canadian Edition, 7th edition, Pearson Canada Inc.
- 25- Davis, Rod. (2003) *What you Need to Know Before you Invest : Introduction to Stock Market* .3rd edition, USA. Barron's Educational Series.
- 26- Jeff Madura (2020), *Financial Markets & Institutions*, Cengage Learning.
- 27- Alam, Md. Shabbir; Hussein, Muawya Ahmed (2019) : *The impact of capital market on the economic growth in Oman*, *Financial Studies*, Centre for Financial and Monetary Research, Bucharest, Vol. 23, Iss. 2 (84), pp. 117-129
- 28- McInish, Thomas H. (2000) *Capital Market: A Global Perspectives*. Blake well.
- 29- Fabozzi, J. Frank, (2009) *Capital Market: Institutions and Instruments*. USA, New Jersey, Prentice Hall, p 78.
- 30- Bullock, Charles. (2007). *Wealth of Nations* .Cosimo. Classic incn publisher.
- 31- Mishkin, Frederic S. 2010. *The Economic of Money ‘Banking and Financial Market ‘* .-Wesley ‘USA : Sixth Edition ‘Addison.
- 32- Agenor, Pierre-Richard. (2004) *The Economics of Adjustment and Growth* .USA Editorial UPR Publishers.
- 33- Neri, Salvadori. (2003) *The Theory of Economic Growth*. UK, Edward Elgar publishers.
- 34- Pradhan, R. P. et al. (2014). *Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries*. *Review of Financial Economics*, 23(4).
- 35- Levine, R., & Zervos, S. (1996). *Stock market development and long-run growth*. *The World Bank Economic Review*, 10(2).
- 36- Liu, Wan-Chun and Chen-Min Hsu (2006) “The Role of Financial Development in Economic Growth : The Experience of Taiwan, Korea, and Japan.” *Journal of Asian Economics*, Vol. 17 ,Issue 4: 667-690.
- 37- Jedidia, K. B., Boujelbène, T. and Helali, K. (2014), *Financial development and economic growth: New evidence from Tunisia*, *Journal of Policy Modeling*, 36, 883-898.
- 38- Singh, Ajit and Weiss Bruce A. (1998), “Emerging Stock Markets, Portfolio, Capital Flows and long-Run Economic Growth.” , *World Development* , Vol. 26, Issue 4, April.
- 39- Fink, G., Haiss, P. and Hristoforova, S. (2003), *Bond markets and economic growth*. *IEF Working Paper* ,49

- 40- Araoye, F. Egun, Ajayi, E. O. and Aruwaji, A. M., (2018) "The Impact of Stock Market Development on Economic Growth in Nigeria" Journal of Business and African Economy Vol. 4 No.1. 1-15
- 41- Bayar, Y., Kaya, A., & Yildirim, M. (2014). "Effects of stock market development on economic growth: Evidence from Turkey". International Journal of Financial Research Vol. 5, No. 1
- 42- Damodar N. Gujarati, Dawn C. Porter. (2009). *Basic Econometrics*. 5th ed. McGraw-Hill.
- 43- World Development Indicators , [http : www . worldbank .org](http://www.worldbank.org)
- 44- - Suleiman Abu-Bader & Abu-Qarn Amer. (2008) "Financial Development and Economic Growth:The Egyptian Experience." Journal of policy modeling ,Vol. 30.Issue 5,October : 887-898.
- 45- ¹ Tuntufye,Mwamben.(2013)Stock Market Development and Economic Growth: African Emerging Market Countries and Policy Implications for Tanzania. Thesis , of Development Policy .
- 46- Naceur, S., & Ghazouan, S. (2007). Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region. Research in International Business and Finance.110
- 47- - Elhassan, T., & Braima, B. (2020). Impact of Khartoum Stock Exchange Market Performance on Economic Growth: An Autoregressive Distributed Lag ARDL Bounds Testing Model. MDPI Economies.
- 48- - Ahmed, W. (2016). The dynamic linkages among sector Indices: The case of the Egyptian Stock Market. International Journal of Economics and Finance, 8(4).
- 49- Jung, W. S. (1986), Financial development and economic growth: International evidence, *Economic Development and Cultural Change*, 34(2), 333-346.
- 50- Kamal, M. (2013), Financial Development and Economic Growth in Egypt: A Re- investigation, *MPRA working paper*, Munich Personal RePEc