شبكة المعلومات الجامعية

بسم الله الرحمن الرحيم

Ain Shams University Information Network
جامعة عين شمس
شبكة المعلومات الجامعية
@ ASUNET

شبكة المعلومات الجامعية

التوثيق الالكتروني والميكروفيلم

شبكة المعلومات الجامعية

جامعة عين شمس

التوثيق الالكتروني والميكروفيلم

قسم

نقسم بالله العظيم أن المادة التي تم توثيقها وتسجيلها
علي هذه الأفلام قد أعدت دون أية تغيرات

يجب أن

تحفظ هذه الأفلام بعيدا عن الغبار

في درجة حرارة من ١٥-٢٥ مئوية ورطوبة نسبية من ٢٠-٤٠%

To be Kept away from Dust in Dry Cool place of 15-25- c and relative humidity 20-40%

Ain Shams University Information Network
جامعة عين شمس
شبكة المعلومات الجامعية
ASUNET

بعض الوثائق الاصلية تالفة

Ain Shams University Information Network
جامعة عين شمس
شبكة المعلومات الجامعية
@ ASUNET

بالرسالة صفحات لم ترد بالاصل

١٠٩٨

جامعة القاهرة
كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
قسم الاقتصاد

نظريات تسعير الأصول الرأسمالية ومدى إمكانية تطبيقها على مصر

رسالة مقدمة من

الطالبة/ إيمان محمود خليل مصطفى الجزار

لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

تحت إشراف

أ.د. سامي السيد فتحي
الأستاذ بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية

أ.د. نجوى عبد الله سمك
الأستاذ المساعد بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية

بسم الله الرحمن الرحيم

إهداء.....

إلى أبي الحبيب — إجلالا وحبا وعرفانا
لن توفيك الكلمات
قدر حقك وفضلك

إلى أمي الغالية — نبع الحنان والحب
تقديرا واحتراما
أعانني الله على إسعادك

إلى أخي — وفاءا وتقديرا

إلى زوجي وابني محمد — اعتذارا لتقصيري تجاههما
من أجل إتمام الدراسة

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

الحمد لله الذي هدانا لهذا، وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، والصلاة والسلام على أشرف الخلق، سيدنا محمد رسول الله صلى الله عليه وسلم.

وبعد.....

يسعدني أن أسجل شكري وعرفاني بالجميل، لكل من أسهم بجهده وعلمه ونصحه للمساعدة في إتمام هذه الرسالة، وعلى رأس هؤلاء، الأستاذ الدكتور/ سامي السيد الأستاذ بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية، والأستاذ الدكتور/ نجوى عبد الله سمك، الأستاذ المساعد بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية، لقبولهما الإشراف على هذه الرسالة ولسعة صدرهما، ومساندتهما لي، فلولاهما لما ظهرت هذه الرسالة إلى النور.

ويسعدني كذلك تقديم شكري العميق لكل من الأستاذ الدكتور/ منير إبراهيم هندي، الأستاذ بكلية التجارة جامعة طنطا، والأستاذ الدكتور/ فخري الفقي، الأستاذ بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية، لقبولهما الاشتراك في لجنة المناقشة والحكم.

وأيضا أسجل شكري وامتناني للدكتور منير إبراهيم هندي لتوجيهاته القيمة لي، والتي ساعدتني على إتمام هذه الرسالة.

وأخيرا، أشكر أعضاء أسرتي الصغيرة والكبيرة، وأهلي جميعا لسعة صدورهم ولدعائهم لي حتى أتممت هذا العمل.

محتويات الدراسة

الموضوع	الصفحة
المقدمة	
الفصل الأول	
نشأة نظريات تسعير الرأسمالية	١
المبحث الأول:	
أهمية التسعير العادل للأصول	
الرأسمالية في سوق الأوراق المالية.	٢
المبحث الثاني:	
ظروف نشأة نموذج تسعير الأصول	
الرأسمالية.	١١
فروض نظرية المحفظة.	١٢
فكرة التنويع عند ماركوتز.	١٢
المحفظة المثلى وكيفية اختيارها	
وفقا لماركوتز.	١٤
التطورات التي طرأت على تحليل	
ماركوتز.	١٨
الفصل الثاني	
نظريات تسعير الأصول الرأسمالية.	٢٢
المبحث الأول	
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.	٢٣
فروض نموذج تسعير الأصول	
الرأسمالية.	٢٣
بناء نموذج تسعير الأصول	
الرأسمالية.	٢٥
الاستخدامات المختلفة لنموذج	
تسعير الأصول الرأسمالية.	٣٠

الموضوع	الصفحة
المبحث الثاني	
نماذج العوامل المتعددة.	٣٤
نماذج المتعددة العامة.	٣٤
نماذج العوامل الصناعية.	٣٧
المبحث الثالث	
نظرية تسعير المراجحة.	٣٩
فروض نظرية تسعير	
المراجحة.	٣٩
ماهية نظرية تسعير	
المراجحة.	٤٠
الاستخدامات المختلفة لنموذج APT.	٤٢
علاقة نظرية APT بنموذج CAPM.	٤٤
الفصل الثالث	
نماذج تسعير الأصول	
الرأسمالية: بين النقد والتطبيق.	٤٨
المبحث الأول	
الانتقادات التي وجهت لنمـــاذج	
تسعير الأصول الرأسمالية.	٤٩
الاقتصار على مخاطر الســوق	
كمصدر وحيد للمخاطر.	٤٩
عدم واقعية فــروض نمــوذج	
CAPM.	٥٢
إسقاط فرض إمكانية	
الإقراض والاقتراض عند معدل	

العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.	٥٣
إسقاط فرض وجود معدل العائد الخالي من المخاطر.	٥٣
إسقاط فرض إمكانية الإقراض والاقتراض عند نفس معدل العائد الخالي من المخاطر.	٥٤
إسقاط فرض عدم وجود الضرائب.	٥٧
إسقاط فرض تجانس توقعات المستثمرين.	٥٨
إسقاط فرض عدم قدرة أي مستثمر بمفرده التأثير على سعر السهم.	٥٩
إسقاط فرض قيام المستثمرين باتخاذ قراراتهم خلال فترة زمنية واحدة.	٦٠
المبحث الثاني	
اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.	٦٢
المبحث الثالث	
الدراسات التطبيقية لنموذج العوامل.	٦٨
المبحث الرابع	
الدراسات التطبيقية التي أجريت لاختبار نموذج المراجحة.	٧٣
تقدير العوامل ومعاملات الحساسية آنيا.	٧٥
اختبار APT عن طريق تحديد الصفات المميزة للأوراق المالية.	٧٦
اختبار APT عن طريق تحديد العوامل التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.	٧٨
اختبار APT عن طريق تحديد مجموعة من المحافظ التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.	٨٠
الفصل الرابع	
تسعير الأوراق المالية في السوق المصري	٨٢
المبحث الأول	
خصائص سوق الأوراق المالية في مصر	٨٣
البنية المؤسسية.	٨٣
شركات الاستثمار.	٨٤
شركات الوساطة.	٨٥
شركات الخدمات	٨٧
حجم سوق الأوراق المالية ودرجة تركزه.	٨٧
خصائص العائد في سوق الأوراق المالية في مصر.	٩١
المبحث الثاني	
تطبيق نموذج العوامل المتعددة على سوق الأوراق المالية في مصر.	٩٦
بناء النموذج.	٩٦
البيانات المستخدمة في تقدير النموذج.	٩٧
تقييم النتائج.	٩٩
الخاتمة.	١٠٦

فهرس الأشكال

شكل (١):منحنيات السواء والمنفعة لمستثمر يبغض المخاطر. ١٥

شكل (٢):المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي يبغض المخاطر ١٦

شكل (٣):حد غير مقعر للمجموعة الممكنة ١٨

شكل (٤):المجموعة الكفأة مع إضافة فرض إمكانية الإقراض والاقتراض ومع وجود استثمار خالي من المخاطر ١٩

شكل (٥):خط سوق الأوراق المالية ٢٩

شكل (٦):الحد الكفء عند اختلاف معدل الفائدة على الإقراض والاقتراض. ٥٥

شكل (٧):رأس المال السوقي. ٨٨

شكل (٨):درجة تركز السوق من حيث رأس المال السوقي ٩٠

فهرس الجداول

جدول (١): الدراسات التي أثبتت تحقق نموذج CAPM. ٦٣

جدول (٢):الدراسات التي رفضت نموذج CAPM. ٦٥

جدول (٣):خصائص العائد في السوق المصري عام ٢٠٠٠. ٩٣

جدول (٤): نتائج تحليل الانحدار . ١٠١

فهرس الملاحق

ملحق (١):بيانات المتغيرات التي اعتمدت عليها الدراسة II

ملحق (٢):بيانات الشركات محل الدراسة III

ملحق (٣):مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة لنموذج الانحدار عن الفترة محل الدراسة. XX

مقدمة

اتجهت العديد من الدول النامية إلى تبني برامج شاملة للإصلاح الاقتصادي، في إطار التحول إلى آليات السوق، لتهيئة اقتصادياتها لمواجهة الاتجاهات العالمية للعولمة، وتعظيم العائد من التعامل الخارجي. مما أدى إلى تعاظم أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، لسد الفجوة الادخار والاستثمار من خلال تعبئة المدخرات من الداخل والخارج، مما يؤدي إلى مستوى ملائم من النمو الاقتصادي، وتوفير مصادر التمويل لأوجه الاستثمار المختلفة.

تتمثل أهم الوظائف التي يقوم بها السوق، في التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة، فتوجه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر كفاءة أو ربحية. ويتم ذلك من خلال التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة فيه، بما يعني أن تعكس أسعار الأسهم في السوق الأداء المستقبلي للشركات المصدرة للأسهم (Francis, 1986)؛ (Samuels and Wilkes, 1986). فعندما يشتري المستثمرون أسهم شركة ما، فان ذلك يعني أنهم يشترون عوائد مستقبلية. وبالتالي يتوقع زيادة الطلب على أسهم الشركات التي تتاح لها فرصا استثمارية واعدة، مما يرفع من قيمة الأسهم السوقية، ويمكنها من إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار.

لذلك شغلت قضية تسعير الأصول الرأسمالية ومحدداته، أدبيات الاقتصاد المالي لعقود زمنية طويلة ومتتالية. فبدأت، منذ بداية الستينات، تظهر نظريات تبحث عن الكيفية التي يتم بها تسعير الأصول الرأسمالية. أثارت هذه النظريات الكثير من الجدل بين مؤيد ومعارض، إلا أن ظهورها أدى إلى قيام العديد من الدراسات التطبيقية، تبحث في إمكانية تطبيق هذه النظريات على الأسواق المالية العالمية.

لذلك **تهدف الدراسة** إلى تحليل أهم نظريات تسعير الأصول الرأسمالية، من حيث ظروف نشأة تلك النظريات، وأهم فروضها والانتقادات التي وجهت لها، وأثرها على ما تبعها من نظريات. ثم تحديد أكثر هذه النظريات ملاءمة للسوق المصري، ومدى إمكانية تطبيقها على الحالة المصرية.

منهجية الدراسة

سوف يتم استخدام الأساليب الكمية متمثلة في نموذج انحدار متعدد، لمقطع عرضي، وسلاسل زمنية للشركات الأكثر نشاطا في سوق الأوراق المالية في مصر، وهو ما يطلق عليه Pooled Data، خلال الفترة من عام ١٩٩٦ إلي ٢٠٠٠ (بيانات ربع سنوية). ويتم من خلال هذه الأساليب الكمية، تطبيق النظرية الأكثر ملاءمة للسوق المصري.

وبناء علي ذلك سوف تنقسم الدراسة إلي أربعة فصول. **الفصل الأول** يتناول ظروف نشأة نظريات تسعير الأصول الرأسمالية، وذلك من خلال مبحثين، فيعرض **المبحث الأول** وظائف سوق الأوراق المالية وأهمية التسعير العادل للأصول الرأسمالية. ويتعرض **المبحث الثاني** لظروف نشأة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، من خلال تناول نظرية المحفظة وما تلاها من تطورات.

ويتناول **الفصل الثاني** نظريات تسعير الأصول الرأسمالية، من حيث ماهيتها وفروضها، **فالمبحث الأول** يعرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يعد أول نموذج، ظهر في الأدبيات، لتسعير الأصول الرأسمالية. أما **المبحث الثاني** فيعرض نموذج العوامل المتعددة. وأخيرا، يتناول **المبحث الثالث** نظرية تسعير المراجحة.

ويتم في **الفصل الثالث** عرض أوجه النقد التي تعرضت لها نظريات تسعير الأصول الرأسمالية، كذلك أهم الدراسات التطبيقية التي قامت بتطبيق تلك النظريات، وذلك من خلال أربعة مباحث. **المبحث الأول** يعرض أهم الانتقادات التي وجهت لتلك النظريات. **والمبحث الثاني** يتناول أهم الدراسات التطبيقية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. ويتعرض **المبحث الثالث** لأهم الدراسات التطبيقية التي تناولت نموذج العوامل المتعددة، أو التي حاولت تحديد هذه العوامل. أما **المبحث الرابع**، فيعرض أهم الدراسات التطبيقية التي أجريت لاختبار نموذج المراجحة.

ويتناول **الفصل الرابع** تسعير الأوراق المالية في السوق المصري. فيتم في **المبحث الأول** دراسة خصائص سوق الأوراق المالية في مصر. ثم يتم في **المبحث الثاني**، تطبيق

نموذج العوامل المتعددة علي سوق الأوراق المالية في مصر، وعـرض النتـائج الـتي تم التوصـل إليها.

خطة الدراسة

الفصل الأول: نشأة نظريات تسعير الأصول الرأسمالية.

المبحث الأول: أهمية التسعير العادل للأصول الرأسمالية في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: ظروف نشأة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

الفصل الثاني: نظريات تسعير الأصول الرأسمالية.

المبحث الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المبحث الثاني: نموذج العوامل المتعددة.

المبحث الثالث: نظرية تسعير المراجحة.

الفصل الثالث: نظريات تسعير الأصول الرأسمالية: بين النقد والتطبيق.

المبحث الأول: الانتقادات التي وجهت لنماذج التسعير.

المبحث الثاني: الدراسات التطبيقية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المبحث الثالث: الدراسات التطبيقية لنموذج العوامل المتعددة.

المبحث الرابع: الدراسات التطبيقية التي أجريت لاختبار نموذج المراجحة.

الفصل الرابع: تسعير الأوراق المالية في السوق المصري.

المبحث الأول: خصائص سوق الأوراق المالية في مصر.

المبحث الثاني: تطبيق نموذج العوامل المتعددة علي سوق الأوراق المالية في مصر.