

# **نموذج مقترن لتدشين قرارات المتعاملين في سوق الأوراق المالية بمصر**

**إعداد**

**سحر محمد رمضان مهران**

**المدرس المساعد بقسم إدارة الأعمال بكلية**

**بحث لإستيفاء متطلبات الحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال**

**تحت إشراف**

**الأستاذ الدكتور / سعيد توفيق طه**

**أستاذ التمويل والإستثمار**

**ووكليل الكلية للدراسات العليا والبحوث**

بسم الله الرحمن الرحيم

وَمَا تُوفِيقٌ إِلَّا بِاللهِ  
عَلَيْهِ تَوْكِيدٌ وَإِلَيْهِ أَنِيبٌ  
صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ

سورة هود : الآية ٨٨

## رسالة دكتوراه

إسم الباحثة : سحر محمد رمضان مهران  
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال بكلية التجارة جامعة عين شمس

عنوان الرسالة: نموذج مقترن لترشيد قرارات المتعاملين في سوق الأوراق  
المالية بمصر

الدرجة العلمية : دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال

### لجنة المناقشة والحكم على الرسالة

الأستاذ الدكتور / سيد محمود الهوارى  
رئيساً  
أستاذ الإداره المالية غير المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور / سعيد توفيق عبيد  
مشرفًا  
أستاذ التمويل والإستثمار ووكيل الكلية للدراسات العليا و البحوث  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور / ذكي أحمد عزمي  
أستاذ الإحصاء بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة  
عضوًا

الدراسات العليا  
ختم الإجازة

أجيزت الرسالة بتاريخ  
٢٠٠٥ / /

موافقة مجلس الجامعة  
٢٠٠٥ / /

موافقة مجلس الكلية  
٢٠٠٥ / /

# إهادء

إلى روح أبي : مثلى الأعلى في الحياة وهو من علمنى أن يكون العلم طريقى  
إلى روح أمى : التي كانت نبع للحنان والعطاء والتشجيع المتواصل  
إلى زوجى الحبيب: فهو نعمة جليلة أكرمنى وأعزنى الله بها . حفظه الله وأعزه وأكرمه .  
إلى أخواتى : زهرات على نفس الدرج  
إلى أولادى : من تحملوا معى مشقة إتمام هذا البحث . رزقهم الله علماً نافعاً  
إلى كلية التجارة جامعة عين شمس التي أشرف بالإنتماء إليها فلقد أعطتني الكثير والكثير  
.....  
إلى المتعاملين : الهدف الأساسى من إتمام هذا البحث ، أتمنى من الله أن تكون هذه الدراسة  
شمعة على الطريق الصحيح .

## شكر

شكراً لله... وحدها... وثناءً... وإجلالاً... وتعظيمًا على أن من علينا إتمام هذه الدراسة مرضاه له.

هذا وتسجل الباحثة جزيل الشكر والتقدير للسيد الأستاذ الدكتور / سعيد توفيق عبيد أستاذ التمويل والإستثمار بكلية التجارة جامعة عين شمس لتفضله بالأشراف على هذه الرسالة وجديراً بالذكر أن الأستاذ الدكتور / سعيد توفيق أستاذى ليس فقط بحكم أشرافه على رسالة الدكتوراه بل هو أستاذى لفترة طويلة أعز بها كثيراً منذ فترة البكالوريوس والتى شكلت منهاجى البحثى وأثرت على اختيارى لمجال دراستى فقد كنت حقيقة أتمنى أن أشرف بالتلذم على يديه. أتمنى من الله أن أكون عند حسن ظنه بى وسائل التلميذة التى تطلب التوجيه والمشورة منه دائمًا.

ذلك أتقدم بالشكر للسيد الأستاذ الدكتور / سيد محمود الهوارى أستاذ الإدارة المالية-غير المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس ليس فقط على تفضل سيادته بالموافقة على الإشتراك فى لجنة المناقشة والحكم على الرسالة بل وعلى ما بذله من جهد فى توجيه الباحثة مما أضاف إلى البحث بعد المنهجى فى العرض والتحليل ، علاوة على ما قدمه من نقد بناء زادها إحكاماً وإنضباطاً . أدام الله عليه الصحة والعلم الوفير لينفع به من هم مثلى فى مجال البحث العلمى .

كما أتقدم بالشكر للسيد الأستاذ الدكتور / ذكى أحمد عزمى أستاذ الإحصاء بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة على كرمه وحسن إستقباله عندما ذهبت إليه طالبة المشورة والتوجيه بخصوص الجزء الكمى من الدراسة ، وعلى ما منحه لى من الوقت والجهد و النقد البناء الذى لن أنساه ما حبيت أثابه الله عنى خير الجزاء ، ثم أكرمنى بتفضلة بالموافقة على الإشتراك فى لجنة المناقشة والحكم على الرسالة .

ولا يفوتنى أن أتوجه بالشكر لزوجى الدكتور جمال منصور / الأستاذ المساعد بكلية الزراعة جامعة القاهرة على تشجيعه المتواصل وحثه لى على إتمام البحث من حيث الإخراج الشكلى والتطبيق العملى إعتماداً على قدرتى فى التعامل مع الحاسوب الآلى وذلك تحت رعايته وتوجيهه .

كما أتوجه بالشكر للزميلة الفاضلة حنان عبد العظيم المدرس المساعد بقسم المحاسبة بكلية على معاونتها لى فيما يخص بجمع المادة العلمية فى أحد مراحل إعداد الدراسة المرجعية .

كما أخص بالشكر الأخت العزيزة نجلاء مهران المدرس المساعد بكلية التجارة جامعة الأزهر على معاونتها لى فى إعداد وتجهيز البيانات وذلك خلال مراحل إعداد البحث .

وأسجل شكري وإمتنانى للعاملين فى نظم المعلومات بهيئة سوق المال وأخص بالذكر الأستاذ سعيد عزام فى تعاونه المتميز بإمداد الباحثة بالبيانات الازمة .

## فهرس المحتويات

<u>الصفحة</u>	<u>الموضوعات</u>	<u>المسلسل</u>
١	<b>الفصل الأول : الإطار العام للدراسة</b> <b>مقدمة</b>	-١
٣	<b>خلفية المشكلة</b>	
٣	المعوقات التي تحول دون اتخاذ المتعاملين لقرارات على مستوى من الرشد والكفاءة	
٣	أولاً: معوقات تتعلق بخصائص وسلوك المتعاملين في سوق الأوراق المالية المصري	
٤	ثانياً: معوقات تتعلق بظروف ومقومات سوق الأوراق المالية في مصر	
٥	١-يفتقد السوق إلى الإفصاح وتحقيق الشفافية (وجود معلومات خاصة)	
٧	٢-أسعار تداول الأسهم بالبورصة لا تعكس القيمة الاقتصادية للشركات المصدرة لها	
٩	٣-وجود تقلبات حادة في الأسعار غير مبررة	
٩	٤-وجود حالات من التلاعب والعمليات المحظورة	
١٠	٥-يتوقف نشاط السوق على عدد محدود من الأسهم النشطة	
١٠	٦-المغالاة في أسعار بعض الأسهم المطروحة	
١١	٧-انخفاض مستوى أداء المحللين الماليين وبيوت السمسرة	
١٢	٢- مشكلة البحث	
١٤		

## فهرس المحتويات

<u>الصفحة</u>	<u>الموضوعات</u>	<u>المسلسل</u>
١٨	٣- فرضيات البحث	
٢٠	٤- أهداف البحث	
٢٠	٥- الأهمية العملية والعلمية للبحث .	
٢١	٦- إختلاف البحث عن غيره من الدراسات السابقة	
٢٢	٧- تصميم البحث:	
٢٢	١/٦ مصادر البيانات	
٢٢	٢/٦ مجتمع البحث	
٢٢	٣/٦ اختيار العينة	
٢٥	٤/٦ الأسلوب الاحصائى المستخدم	
٢٥	٧- حدود البحث	
٢٦	٨- منهج البحث	
٢٦	٩- طريقة التوثيق	
٢٧	١٠- المصطلحات المستخدمة فى البحث	
٢٩	<b>الفصل الثاني : الدراسات السابقة</b>	
٣٦ - ٣٠	١- دراسات تناولت خصائص وسلوك المتعاملين في سوق الأوراق المالية المصري	
٣٦	٢- دراسات تناولت الأساليب والأدوات التي يستخدمها المتعاملون في تقييمهم للسهم	
٤٤ - ٣٧	- أسلوب التحليل الأساسي	
٤٤	- أسلوب التحليل الفنى	
٤٩	٣- دراسات إهتمت بتقديم نموذج لإستراتيجيات المتعاملين في سوق الأوراق المالية	

## فهرس المحتويات

<u>الصفحة</u>	<u>الموضوعات</u>	<u>المسلسل</u>
٦٣	٤- دراسات تناولت المعلومات التي يحتاجها المتعاملون وتأثيرها على أسعار الأسهم	
٦٤	- الدراسات التي تؤكد أهمية وقيمة محتوى المعلومة، وكذلك توقيتها، وردود فعل السوق لها	
٦٦	- دراسات إستهدفت تحليل العلاقة بين البيانات والمعلومات المالية وبين سلوك الأسعار	
٦٨	- دراسات إستهدفت تحليل العلاقة بين البيانات والمعلومات المالية والمعلومات السوقية وبين سلوك الأسعار	
٧٠	- العوامل المحددة لتحركات أسعار السهم وفقاً لأسلوب التحليل الفني	
٧٦	<b>ملخص الفصل الثاني</b> <b>الفصل الثالث: اختبار فروض البحث وبناء النموذج المقترن</b>	
٨٠	- مقدمة	
٨١	- المحور الأول: استخدام اختبار An Event Study	
٨٩	- المحور الثاني: التحليل الإحصائي بإستخدام الانحدار المتعدد	
٩٠	- المحور الثالث: النموذج المقترن	
١٠٠		

<b>فهرس المحتويات</b>		
<u>الصفحة</u>	<u>الموضوعات</u>	<u>المسلسل</u>
	<p><b>الفصل الرابع:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>- النتائج والتصنيفات</li><li>- النتائج</li><li>- التوصيات</li></ul> <p><b>المراجع:</b></p>	

## قائمة الجداول

<u>الصفحة</u>		<u>المسلسل</u>
١٢	سعر الطرح وسعر الإقفال لأسهم شركات المطاحن	(١)
١٥	جدول بيان بتطور سوق الأوراق المالية في الفترة من ١٩٩٩ حتى ٢٠٠٤	(٢)
٢٤	جدول يوضح أسهم العينة وتوزيعها حسب القطاعات المختلفة	(٣)
٤٦	جدول يوضح تصنيف إتجاه التعاملات حسب الأسلوب المستخدم	(٤)
٥٢	يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج كيلي	(٥)
٥٥	يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج هولدن، سابراهمانيايم	(٦)
٥٩	جدول يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج برنهايدت، مياو	(٧)
٦١	جدول يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج أدميتو، بفيلر	(٨)
٧٥	جدول يوضح نتائج إختبار An Event Study لحدث إفصاح الشركات عن توزيع أرباح	(٩)
٨١	جدول يوضح نتائج تطبيق الانحدار المتعدد (معنوية المتغيرات المستقلة) للفرض الثاني	(١٠)
٩٨ ١٠٢	جدول يوضح المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المستخدمة في إختبار الفرض الثالث	(١١)
١٠٤	جدول يوضح معنوية المتغيرات المستقلة ودرجة تأثيرها على سعر السهم	(١٢)
	مقارنة نماذج إستراتيجيات المتعاملين (IT) وأوجه الاختلاف فيما بينها .	(١٣)
	جدول يوضح حركة التعامل على سهم الحديد والصلب المصرية خلال ١٢ أسبوع	(١٤)

## قائمة الأشكال

<u>الصفحة</u>		<u>المسلسل</u>
	تطور النماذج التي تناولت إستراتيجية المتعاملين (IT) أهم نتائج الدراسات السابقة	(١)
٨٧	العوائد غير الطبيعية لسهم أسمنت بروتلاند طرة	(٢)
٨٨	العوائد غير الطبيعية لسهم البويات باكين	(٣)
٨٨	العوائد غير الطبيعية لسهم البنك التجارى الدولى	(٤)
٨٨	العوائد غير الطبيعية لسهم العامة للصومام والتخزين	(٥)
٨٩	العوائد غير الطبيعية لسهم الصناعات الكيماوية فيما	(٦)
٨٩	العوائد غير الطبيعية لسهم المتحدة للإسكان والتعمير	(٧)
٩٤	العلاقة بين سعر الإغفال وعدد العمليات لسهم أوراسكوم	(٨)
٩٤	العلاقة بين سعر الإغفال وكمية التداول لسهم بنك التعمير والإسكان	(٩)
٩٥	العلاقة بين سعر الإغفال وكمية التداول لسهم البنك المصرى الامريكى	(١٠)
٩٥	العلاقة بين سعر الإغفال وقيمة التداول لسهم أسمنت بروتلاند طرة	(١١)
٩٦	العلاقة بين سعر الإغفال ومتوسط حجم الأمر لسهم مصر للفنادق هيلتون	(١٢)
٩٧	العلاقة بين سعر الإغفال والفرق بين سعر الشراء والبيع لسهم البنك التجارى الدولى	(١٣)
١٠٥	العلاقة ابین متوسط السعر والأرباح غير المتوقعة المعيارية لسهم النساجون SUE	(١٤)
١٠٦	العلاقة ابین متوسط السعر وونسبة الربح للسعر EP لسهم هيلتون	(١٥)
١٠٦	العلاقة ابین متوسط السعر ونسبة القيمة الدفترية للسهم إلى سعره السوقى BP لسهم أسمنت العامرية	(١٦)
١٠٧	العلاقة ابین متوسط السعر ودرجة المخاطرة المالية لسهم أوراسكوم	(١٧)
١٠٧	العلاقة ابین متوسط السعر ومؤشر السيولة لسهم مطاحن مصر الوسطى	(١٨)
		(١٩)

## قائمة الأشكال

الصفحة		المسلسل
٥٠ ٧٧		(١٥)



# **الفصل الأول**

## **الإطار العام للبحث**

## مقدمة

يحظى موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية وتصميمه وتحليل خصائصه باهتمام كبير في الفكر المالي الحديث ، إلا إنه من الموضوعات التي شغلت العديد من الباحثين مؤخرًا هو إستراتيجية المتعاملين وكيفية إتمام عملية التسعير نفسها ، وما هي العناصر المحددة لتحركات الأسعار ، وكيف يمكن من خلالها رفع مستوى كفاءة السوق .

ويعرف كل من **Copland and Weston (١٩٨٨)** السوق الكفاءة بأنه ذلك السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بما فيها المعلومات الخاصة . وبناءً على هذا التعريف فإن كفاءة السوق تتوقف على :

- ١ - توافر المعلومات وتحقيق الشفافية .
- ٢ - إستيعاب المتعاملين لتلك المعلومات .

وفي ضوء ذلك يمكن القول أن رفع كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر يتوقف على مقومين أساسيين هما :

١ - توافر المعلومات بما يحقق الشفافية . خاصة بعد أن أثبتت الدراسات أهمية وقيمة محتوى المعلومة ونوعها وتقويتها الحصول عليه وكذلك دورها ليس فقط في تصنيف مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بل وتصنيف المتعاملين فيه من حيث نوع المعلومات التي لديهم ومن ثم التأثير على قراراتهم ، كما برزت أهمية عنصر المعلومات بوضوح في ظل إسقاط أهم الإفتراضات التي بنيت عليها نظريات تسعير الأصول الرأسمالية وما تبعها من نظريات أخرى بنيت عليها – وهو إفتراض تمثل المعلومات ، فقد أثبتت العديد من الدراسات عدم موضوعية هذا الإفتراض في الواقع العملي وألقت الضوء على أهمية دراسة تأثير عدم تمثل المعلومات على العديد من القضايا الهامة في الفكر التمويلي ، منها على سبيل المثال نماذج تسعير الأصول ، ومعدل العائد على السهم والمخاطرة .

٢ - إستيعاب المتعاملين لتلك المعلومات . من أجل ذلك حاولت الدراسات أن تقدم للمتعاملين من الأساليب والنماذج المختلفة اللازمة للتحليل والتقييم بما يمكنهم من فهم وتفسير تلك المعلومات وإستنتاج الإشارات للوقوف على القيمة الحقيقة للورقة المالية وتحديد أسعارها السوقية الحالية والمرتفعة ، وترجمة ذلك في تعاملاتهم مما يعكس على حركة الأسعار وسرعة تعديلها ، وبما يعكس القيمة الحقيقة للورقة المالية .

ويتمثل محور اهتمام هذا البحث في تقديم نموذج مقترن يتحقق من خلاله ترشيد قرارات المتعاملين بما يحقق تعظيم منفعتهم ويرفع مستوى كفاءة السوق خاصة وأن التجربة المصرية في هذا المجال ما زالت ناشئة حديثاً ويفتقرون المتعاملون فيها إلى خبرة الممارسة نتيجة حداة التجربة وقصر عمرها الزمني نسبياً