

نموذج مقترح لترشيح قرارات المتعاملين فى سوق الأوراق المالية بمصر

إعداد

سحر محمد رمضان مهران
المدرس المساعد بقسم إدارة الأعمال بالكلية

بحث لإستيفاء متطلبات الحصول على درجة دكتور الفلسفة فى إدارة الأعمال

تحت إشراف

الأستاذ الدكتور / سعيد توفيق عبيد
أستاذ التمويل و الإستثمار
ووكيل الكلية للدراسات العليا والبحوث

٢٠٠٥

بسم الله الرحمن الرحيم

وما توفيقى إلا بالله
عليه توكلت وإليه أنيب
صدق الله العظيم

سورة هود : الآية ٨٨

رسالة دكتوراة

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

عنوان الرسالة: نموذج مقترح 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 الإدارة المالية غير المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس

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

الأستاذ الدكتور / ذكى أحمد عزمى
عضواً
أستاذ الإحصاء بكلية الإقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة

الدراسات العليا

ختم الإجازة

أجيزت الرسالة بتاريخ
٢٠٠٥ / /

موافقة مجلس الجامعة
٢٠٠٥ / /

موافقة مجلس الكلية
٢٠٠٥ / /

إهداء

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

شكر

شكراً لله...وحمداً وثناءً ... وإجلالاً وتعظيماً على أن من علينا إتمام هذه الدراسة مرضاة 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 الدكتوراة بل هو أستاذى لفترة طويلة أعتز بها كثيراً منذ فترة البكالوريوس و التى شكلت منهجى البحثى و أثرت على إختيارى لمجال دراستى فقد كنت حقيقة أتمنى أن أشرف بالتلمذ على يديه. أتمنى من الله أن أكون عند حسن ظنه بى وسأظل التلميذة التى تطلب التوجيه والمشورة منه دائماً.

كذلك 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 البعد 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 الإقتصاد 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 حييت أثابه الله عنى خير الجزاء ، ثم أكرمنى بتفضله 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 إعتماًداً على قدرتى فى التعامل مع الحاسب الآلى وذلك تحت رعايته وتوجيهه .

كما أتوجه بالشكر للزميلة الفاضلة حنان عبد العظيم المدرس المساعد بقسم المحاسبة بالكلية 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 شكرى وإمتنانى للعاملين فى نظم المعلومات بهيئة سوق المال وأخص بالذكر الأستاذ سعيد عزام فى تعاونيه المتميز بإمداد الباحثة بالبيانات اللازمة .

فهرس المحتويات

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

فهرس المحتويات

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

الصفحة	المسلسل	الموضوعات
٦٣		٤- دراسات تناولت المعلومات التي يحتاجها المتعاملون وتأثيرها على أسعار الأسهم
٦٤		- الدراسات التي تؤكد أهمية قيمة 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
		ملخص الفصل الثاني
٧٦		الفصل الثالث: إختبار فروض البحث وبناء
٨٠		النموذج المقترح
		- مقدمة
٨١		- المحور الأول: إستخدام إختبار An Event Study
٨٩		- المحور الثاني: التحليل الإحصائي بإستخدام الانحدار المتعدد
٩٠		- المحور الثالث: النموذج المقترح
١٠٠		

فهرس المحتويات		
<u>الصفحة</u>	<u>الموضوعات</u>	<u>المسلسل</u>
	<p>الفصل الرابع:</p> <p>- النتائج والتوصيات</p> <p>- النتائج</p> <p>- التوصيات</p> <p>المراجع:</p>	

قائمة الجداول

المسلسل	الصفحة
(١)	سعر الطرح وسعر الإقفال لأسهم شركات المطاحن
(2)	جدول بيان بتطور سوق الأوراق المالية في الفترة من ١٩٩٩ حتى ٢٠٠٤.....
(٣)	جدول يوضح أسهم العينة وتوزيعها حسب القطاعات المختلفة.....
(٤)	جدول يوضح تصنيف اتجاه التعاملات حسب الأسلوب المستخدم
(٥)	يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج كيلي
(٦)	يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج هولدن، سابراهمانيام
(٧)	جدول يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج برنهاردت، مياو
(٨)	جدول يوضح إفتراضات ومخرجات نموذج أدميتو، بفيلر
(٩)	جدول يوضح نتائج إختبار An Event Study لحدث إفصاح الشركات عن توزيع أرباح
(١٠)	جدول يوضح نتائج تطبيق الانحدار المتعدد (معنوية المتغيرات المستقلة) للفرض الثاني
(١١)	جدول يوضح المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المستخدمة في إختبار الفرض الثالث
(١٢)	جدول يوضح معنوية المتغيرات المستقلة ودرجة تأثيرها على سعر السهم
(١٣)	مقارنة نماذج إستراتيجيات المتعاملين (IT) وأوجه الاختلاف فيما بينها .
(١٤)	جدول يوضح حركة التعامل على سهم الحديد والصلب المصرية خلال ١٢ إسبوع

قائمة الأشكال

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

قائمة الأشكال

الصفحة	المسلسل
٥٠	(١٥)
٧٧	

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

مقدمة

يحظى موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية وتصميمه وتحليل خصائصه بإهتمام كبير فى الفكر المالى الحديث ، إلا إنه من الموضوعات التى شغلت العديد من الباحثين مؤخراً هو إستراتيجية المتعاملين وكيفية إتمام عملية التسعير نفسها ، وما هى العناصر المحددة لتحركات الأسعار ، وكيف يمكن من خلالها رفع مستوى كفاءة السوق .

ويعرف كل من **Copland and Weston (١٩٨٨)** السوق الكفاء بأنه ذلك السوق الذى 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 .
- وفى ضوء ذلك يمكن القول أن رفع كفاءة سوق الأوراق المالية فى مصر يتوقف على مقومين أساسيين هما :

١- توافر المعلومات بما يحقق الشفافية . خاصة بعد أن أثبتت الدراسات أهمية وقيمة محتوى المعلومة ونوعها وتوقيت الحصول عليه وكذلك دورها ليس فقط فى تصنيف مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بل وتصنيف المتعاملين فيه من حيث نوع المعلومات التى لديهم ومن ثم التأثير على قراراتهم ، كما برزت أهمية عنصر المعلومات بوضوح فى ظل إسقاط أهم الإفتراضات التى بنيت عليها نظريات تسعير الأصول الرأسمالية وما تبعها من نظريات أخرى بنيت عليها – وهو إفتراض تماثل المعلومات ، فقد أثبتت العديد من الدراسات عدم موضوعية هذا الإفتراض فى الواقع العملى وألقت الضوء على أهمية دراسة تأثير عدم تماثل المعلومات على العديد من القضايا الهامة فى 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 الحقيقية للورقة المالية وتحديد أسعارها السوقية الحالية والمرتبقة ، وترجمة ذلك فى تعاملاتهم مما ينعكس على حركة الأسعار وسرعة تعديلها، وبما يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية .

ويتمثل محور إهتمام هذا البحث فى تقديم نموذج مقترح يتحقق من خلاله ترشيد قرارات المتعاملين بما يحقق تعظيم منفعتهم ويرفع مستوى كفاءة السوق خاصة وأن التجربة المصرية فى هذا المجال ما زالت ناشئة حديثاً ويفتقر المتعاملون فيها إلى خبرة الممارسة نتيجة حداثة التجربة وقصر عمرها الزمنى نسبياً