

أولا : المشكلة موضوع البحث :

يصف الطبيب الدواء للمريض ، وهو يعتقد أن للدواء آثارا ايجابية تتمثل في شفاء المرض الذي يوصف من أجله ، الا أنه في كثير من الأحوال نجد أن الدواء ، كما ان له آثارا ايجابية ، فانه قد يكون له آثار سلبية ، تتمثل في أمراض جديدة ، قد تكون أعتى وأخطر من المرض الاصلى الذى وصف الدواء من أجله . وبهذا المفهوم نستطيع ان نبلور مشكلة هذا البحث .

فكما ان لرفع اسعار الفائدة على الودائع فى البنوك التجارية ، آثار ايجابية تتمثل فى تشجيع المدخرات ، وتوجيه جزء من الدخل كان سيخص للاستهلاك او الاكتناز الى الادخار ومن ثم الاستثمار ، فان لهذا الرفع آثار جانبية - سلبية - تتمثل فى عدم اتجاه الافراد والهيئات الى اتخاذ قرارات باستثمار جزء من أموالهم فى اوراق مالية - خصوصا اذا لم يرتفع العائد من هذه الاوراق كما ارتفع العائد على الودائع فى البنوك التجارية - فضلا عن اتخاذهم قرارات بتمصفية ما يمتلكون اصلا من هذه الاوراق المالية ببيعها فى بورصة الاوراق المالية ، الأمر الذى يؤدي الى انخفاض اسعارها . مما يؤدي فى النهاية الى عزوف الأفراد عن الاكتتاب فى الاوراق المالية التى تصدرها شركات المساهمة ، الأمر الذى يضر هذه الشركات فى مآزق مالية خطيرة .

أثر التغيرات فى أسعار الفائدة على قيمة الأوراق المالية فى البورصة

دكتور ناجي خمسيه
كلية التجارة - جامعة المنصورة

مقدمة :

تشمل على عرض موجز للموضوعات التالية :

- (١) المشكلة موضوع البحث .
- (٢) أهداف البحث .
- (٣) أهمية البحث .
- (٤) حدود البحث .
- (٥) فروض البحث .
- (٦) منهج البحث .

ويمكننا أن نتلمس ابعاد هذه المشكلة اذا لاحظنا
 أن الجهاز المصرفي المصري في الآونة الأخيرة ، يقوم ببيع
 أسعار الفائدة على المدخرات ، وذلك تشجيعا للأسر
 على ايداع أموالهم في المصارف ، وهذا لمختلف أنواع
 المدخرات ، وتسير سياسة الحولة المالية في نفس
 هذا الاتجاه حيث تعفي بعض أنواع المدخرات من بعض
 أنواع الضرائب وأحيانا من معظم أو كل أنواع الضرائب .

وليس شمة اعتراض على ذلك ، فتشجيع المدخرات يساهم
 إلى زيادتها ، وبعد ذلك ضرورة هامة من ضرورات التنمية .

إلا أن رفع أسعار الفائدة على مختلف الأوجه
 الادخارية ، يؤدي بدوره إلى اعداد أثر عكسي على سوق
 المال (البورصة) وسوق المال بطبيعتها تنمى بحساسية
 شديدة لكل ما حولها من متغيرات ، فاستثمار
 بإعادة حساب العائد على أمواله في ضوء المتغيرات
 الاقتصادية .

فمتدما بعد الاستثمار في وعاء ادخاري يعني نسبة
 فائدة أكبر ، فانه يسارع ببيع مدخراته في الوقت
 الذي يفرض فيه ، لكي يطمئن التوجه القوي السائد
 بحيث له فائدة أكبر .

وهذا ما حدث في سوق الأوراق المالية في مصر ، فبعد
 انصر المصارف فيها بشكل مأساوي وتوقف بيع
 الأوراق المالية بكرة في أسواقها ، وعلى الرغم من
 ارتفاع أسعار الأوراق المالية بكرة بمرور

المتنامية بالدولار الأمريكي ، فإن هذه المددات تسببت
 واجت منافسة قوية من قبل الأوعية الادخارية الأجنبية .
 بعد قرارات زيادة العائد عليها بما يفوق تلك المددات
 المنتشرة ، الأمر الذي أدى إلى انقراض أسعار فائدة
 المددات عن أسعار امدارها .

ولا شك أن ظروف الأزمات عن استثمار مواطني
 الأوراق المالية (أسهما كانت أو مددات) بعد مسس
 الظواهر غير الإيجابية ، أن ذلك سوف ينعكس سلبا
 على الشركات المساهمة وهي عند التنمية الاقتصادية
 ويعتبر أمام العديد من المشاكل التي قد يوقى فسيح
 التخارج إلى استثمارها ومن هنا بدأنا نلاحظ
 التراجع .

شباب: أهمية الترشيد :

معروف أن دفع الاقتصاد القومي في طريق النمو قسري
 مختلف المجالات ، من أهم العوامل التي يعتمدها
 ونموها في أي مجتمع تطبق ، ولذا كان الترشيد
 المعنى بترشيد في الإدارة الجيدة هو أساس
 الترشيد الاقتصادي ، فبدون الرشيد لا يمكن
 من أي مجتمع بلده النمو والازدهار في وقت

في سبيل تقديم قيم مضافة جديدة للاقتصاد المصري يساعد
بلا شك في تقديم الحلول لهذه المشكلة ، ومن هنا
تأتى أهمية هذا البحث .

فلو أننا تمدينا لمشكلة هذا البحث ، وحاولنا
ان نتمور الحلول الملائمة لها ، لشجعنا الافراد على
استثمار اموالهم في الأوراق المالية (اسهما وسندات)
مما يؤدي الى تقوية المراكز المالية للشركات المساهمة ،
وحثها على التقدم والنمو وزيادة الانتاج ، ومن الجدير
بالذكر هنا اننا لا نهدف بذلك الى سحب مدخرات الافراد
من الأوعية الادخارية الاخرى ووضعها في أوراق هـ
الشركات المالية او سنداتنا ولكننا نهدف في المقام
الاول جذب مدخرات جديدة اليها لتتسع محالات الاستثمار
مما يؤدي في النهاية الى النهوض بالاقتصاد القومي بوجه
عام .

اما عن الصادرات فمن الواضح ان النمو الذي حدث فيها
لم يكن يلاحق النمو الذي حدث في الواردات خلال هذه
الفترة . فقد ارتفعت فيه صادراتنا السلعية من ٧٠٨٩
مليون جنيه في عام ١٩٧٣ الى ٢٦٩٧ مليون جنيه في
عام ١٩٨٠ ، ولهذا فان حصيلة صادراتنا بعد ان كانت
تغطي ما نسبته ٦٤٪ من اجمالي وارداتنا ، انخفضت هذه
النسبة الى ٥١٪ في عام ١٩٨٠ ، وهذا يشير اولا وأخيرا
الى عدم كفاية الانتاج المصري لمواجهة المخرج الملازم
من الدوران في هذه المشكلة ، فمزيد من شركات المساهمة
يعنى مزيدا من الانتاج يعنى تقريبا لحدة هذه المشكلة . =

بنسبة اكبر من زيادة الصادرات (١) الأمر المترتب على
نقص الانتاج عموما وعدم كفايته ، فان اي جهد يبذل

(١) من المعلوم ان عجز الميزان التجاري يشير الى حقيقة
هامة مؤداها ، ان طلبنا على منتجات العالم الخارجى
اكبر من طلب العالم الخارجى على منتجاتنا ، اذ تسدل
البيانات المتاحة على ان عجز الميزان التجارى المصرى
قد قفز من ٤٠٤٣ مليون جنيه في عام ١٩٧٣ الى
٢٦٠٧٣ مليون جنيه في عام ١٩٨٠ (طبقا لبيانات البنك
المركزى المصرى) الأمر الذى يدل على ان حجم هـ
العجز قد تزايد بنحو ستة مرات ونصف خلال هذه الفترة .

وفيما يتعلق بالواردات ، فمن الثابت انها قد
سجلت نموا هائلا وغير عادى ، اذ ارتفعت قيمتها
من ١١١٣٢ مليون جنيه في عام ١٩٧٣ الى ٥٣٠٤٤ مليون
جنيه في عام ١٩٨٠ ، مما يعنى انها قد تزايدت بأكثر
من أربعة مرات ونصف خلال هذه الفترة ، وكان مرد ذلك
هو تزايد اعتمادنا على العالم الخارجى في تدبير
الغذاء . ويكفى في هذا المدد ان نعلم ان قيمة
وارداتنا الغذائية قد ارتفعت من ٣٥١٦ مليون جنيه في
عام ١٩٧٣ الى ١٥٦٦٤ مليون جنيه في عام ١٩٨٠ ، مما
يعنى انها قد تزايدت بما يقل قليلا عن اربعة مرات
ونصف خلال هذه الفترة (طبقا لتقديرات البنك المركزى
المصرى) . =

مختلف الأوراق المالية المتداولة في هذه البورصة (١).

وترتيباً على ذلك سوف يقوم الباحث باختيار أربعة من شركات المساهمة التي تتداول أوراقها في بورصة الأوراق المالية في مصر، وذلك كعينة - عمدية - للشركات المساهمة المصرية، لكي يتعرف على آثار التغير في أسعار الفائدة على الودائع في البنوك التجارية على القيم الخاصة بالأوراق المالية لهذه الشركات.

(1) Lawrence S. Ritter and William L. Silber, Principles of Money, Banking, and Financial Markets, Basic Books, Inc., Publishers, New York, 1974.

- Stephen F. Leroy, "Interest Rates and the Inflation Premium" Monthly Review of the Federal Reserve Bank of Kansas City (May, 1973).
- Karl Brunner and Allan H. Meltzer "Mr. Hicks and the Monetarists," Economics (February 1973).
- Thomas Sargent, "Anticipated Inflation and Nominal Interest" Quarterly Journal of Economics (May 1972).

ثالثاً : أهداف البحث :

يمكن تحديد أهداف هذا البحث فيما يلي :

(١) قياس أثر التغير في أسعار الفائدة على الأوعية الادخارية - على قيم الأوراق المالية في البورصة - لبعض شركات المساهمة .

(٢) قياس آثار التغير في قيم الأوراق المالية - لبعض شركات المساهمة - على متطلبات التمويل ومصادره وتكلفتها .

(٣) وضع التصورات الممكنة لعلاج مشكلة البحث .

رابعاً : حدود البحث :

يتفق كثير من كتاب الادارة المالية على أن العوامل التي تؤثر في تحديد قيم الأوراق المالية في البورصة ، تؤثر - تقريباً - بنفس القدر على

يشرف من : د. رمزي زكي ، دراسات في أزمة مصر الاقتصادية ، مع استرراتيجية مقترحة للاقتصاد المصري في المرحلة القادمة ، مطبوعات مكتبة مدبولي ، لاطعة الأولى ، يونيو ١٩٨٢ ، ص ٢١ .

والملاحظ باستعراض الاطار السابق ان القطاعات التى
تمثلها هذه الشركات تعد قطاعات قليلة بالقياس الى
مجموعة القطاعات التى تكون فى مجموعها الاقتصاد القومى
لمصر ، والملاحظ ان القطاعات التى تشمل عليها
الشركات التى تتداول اسهمها والبورصة تكاد تنحصر فى
القطاعات التالية :

- (١) قطاع السياحة والفنادق والنقل والاراضى العقارية .
- (٢) قطاع الصناعات الغذائية والتبريد .
- (٣) قطاعات الصناعات الكيماوية والسوق .
- (٤) قطاع الغزل والنسيج .
- (٥) قطاع المناجم والتعدين والبتترول .
- (٦) قطاع الصناعات الدوائية .

- (٣١) القومية لانتاج الاسمنت .
- (٣٢) الحديد والصلب المصرية .
- (٣٣) مصانع الصلب المتحدة .
- (٣٤) الاسكندرية للبتترول .
- (٣٥) هوكست الشرقية .
- (٣٦) فايزر - مصر .
- (٣٧) سويس فارما .

وسوف يحاول الباحث ان يختار هذه الشركات حسب
اقدمية تداول اوراقها فى بورصة الاوراق المالية ففى
مصر ، وذلك من خلال استعراض الاطار الذى يتضمن الشركات
فى تداول اوراقها فى بورصة الاوراق المالية فى مصر (١) .

(١) فيما يلى الاطار الذى يشتمل على هذه الشركات :

- (١) الاسكندرية للملاحة والاعمال البحرية .
- (٢) الاسماعيلية لنقل البضائع .
- (٣) مصر للفنادق (هيلتون) .
- (٤) اراضى الدقهلية .
- (٥) اراضى كفر الزيات .
- (٦) العقارية المصرية .
- (٧) اراضى كفر الشيخ .
- (٨) اسلام باشا العقارية .
- (٩) المتحدة للاسكان والتعمير .
- (١٠) القاهرة للاسكان والتعمير .
- (١١) الشمس للاسكان والتعمير .
- (١٢) مصر للالبان والاعذية .
- (١٣) صناعة التبريد .
- (١٤) الشرقية للسيارات .
- (١٥) انجلو اجيبشيان موتورز .
- (١٦) النصر لصناعة المحولات (الماكو) .
- (١٧) مصر لصناعة الكيماويات .
- (١٨) الصناعات الكيماوية (كيما) .
- (١٩) العامة لصناعة الورق (راكتا) .
- (٢٠) النصر للغزل والنسيج (دمياط) .
- (٢١) الدقهلية للغزل والنسيج .
- (٢٢) النصر للغزل ببورسعيد (بورتكس) .
- (٢٣) النصر للملابس والمنسوجات (كابو) .
- (٢٤) الاسكندرية للغزل والنسيج .
- (٢٥) الشرقية للكتان والقطن .
- (٢٦) العربية والمنتحة للغزل والنسيج .
- (٢٧) العربية للسجاد والمفروشات .
- (٢٨) الاهلية للغزل والنسيج .
- (٢٩) النصر لانتاج الحراريات والفخار (سورناجا) .
- (٣٠) العامة لمنتجات الخزف والميذى .

وانه لكي تكون العينة المختارة من خلال الاطار السابق عينة جيدة فانه ينبغي علينا ان نأخذ في اعتبارنا العوامل التالية :

- (١) ان تتضمن العينة معظم القطاعات التي تمثلها الشركات المكونة للاطار العام لمجتمع البحث .
- (٢) ان يحدث ترجيح بخصوص اختيار الشركات المؤثرة على الاقتصاد القومي تأثييرا ملحوظا .

الا انه ينبغي ايضا ان نأخذ في الاعتبار ضرورة تكامل البيانات الخاصة بالشركات التي يمكن اختيارها ضمن عينة البحث .

ومن هنا جاء اختيار الباحث لأربعة شركات تمثل الى حد كبير اطار مفردات المجتمع عموما ، وقد حرص الباحث على ان تمثل هذه الشركات اربع قطاعات مختلفة وذلك على النحو التالي :

- (١) شركة الحديد والصلب المصرية .
- (٢) شركة الاسكندرية للغزل والنسيج .
- (٣) شركة الصناعات الكيماوية المصرية (كيما) .
- (٤) الشركة المصرية لصناعة الورق (راكتا) .

ولا شك ان اختيار الفترة الزمنية التي يغطيها البحث الميداني تعد من اهم العوامل التي يمكن عن طريقها الوصول الى تحقيق اهداف الدراسة ، وذلك ان اختيار فترة تتميز باحداث خاصة يمكن ان يكون

اختيار غير موفق لانها يمكن ان تعتبر فترة متحيرة .

كذلك لو اخترنا فترة تتميز بالركود النسبي لدراسة ظاهرة في مجال معين يتميز بالحركة السريعة والتغيير المستمر لمعطيات متغيراتها .

ومن هنا كان لابد للباحث ان يعطي عناية خاصة لاختيار الفترة التي سوف تتطلبها الدراسة الميدانية .

ولقد قام الباحث باستعراض الفترات المختلفة التي مرت على بورصة الاوراق المالية منذ انشائها في مصر واستعرض أهم الأحداث التي مرت بها بورصة الاوراق المالية في مصر ، واتضح له بجلاء ان الفترة التي تمثلها السنوات العشر الاخيرة (من ١٩٧٢ الى ١٩٨١) تعد من الفترات التي تميزت بمجموعة كبيرة من المتغيرات الرئيسية والهامة التي مرت ببورصة الاوراق المالية في مصر .

فقد عاصرت هذه الفترة احداثا هامة ومؤثرة على نشاط البورصة سواء كان هذا التأثير لزيادة نشاطها او معوقا لها وللنشاط فيها ، وقد شاهدت هذه الفترة بالفعل مرحلتين الازدهار والكساد ثم الازدهار مرة اخرى في نشاط البورصة في مصر .

ولا شك ان عديدا من المتغيرات قد تخلفتها هذه الفترة المختارة ، وبالتالي انعكست على نشاط البورصة

سادسا : منهج البحث :

سوف يعتمد الباحث في سبيله لاتمام هذا البحث على الاسلوبين المكتبي والميداني .

ففيما يتعلق بالأسس النظرية للبحث ، سوف يراجع الباحث ما جاء بالمراجع العلمية المختلفة التي تعرضت بالبحث والتحليل لموضوعات البورصات وبورصات الأوراق المالية على وجه الخصوص ، وتلك التي تعرضت بالبحث والتحليل لموضوع الأوراق المالية عموما ، والعوامل المؤثرة عليها ، ثم سوف يحاول الباحث اخضاع ما جاء بهذه المراجع لخدمة موضوع بحثه .

وفيما يتعلق بالدراسة التطبيقية ، سوف يحدد الباحث الاطار الكامل الذي يتضمن الشركات المساهمة التي تتداول اوراقها في بورصة الأوراق المالية في مصر ، وسوف يختار الباحث - عمدا - بعضا من هذه الشركات - كما اشار الى ذلك في حدود البحث - لتكون محلا لدراسته التطبيقية .

وسوف يكون منهج البحث في هذه النقطة معتمدا على فكرة الاسس القياسية في التطبيق وتعتمد هذه الفكرة على ان التغييرات في النشاط الاقتصادي عموما يمكن شرحها ، وبالتالي تقييمها ، بواسطة مجموعة من العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية . وهذه الطريقة تقيم النشاط الاقتصادي في الماضي ، وتضع أساسا للتنبؤ والتخطيط للمستقبل ، باستخدام معادلات رياضية

فدفعته للزيادة في مرحلة معينة (بداية الفترة) شمم دفعته مرة اخرى للنكوص والانعكاس (في منتصف الفترة) وأخيرا شاهدت نهاية الفترة روجا جديدا للبورصة أشرق قرارات الانفتاح الاقتصادي والاتجاه نحو التخلص التدريجي من آثار القيود التي كبلت الاقتصاد المصري ابان مرحلة التحول الاشتراكي .

وبناء على ذلك فقد اختار الباحث الفترة من ١٩٧٢ الى ١٩٨١ لتغطية الدراسة الميدانية سواء في الشركات محل الدراسة او في البورصة المصرية .

خامسا : فروض البحث :

يمكن اجمال فروض هذا البحث فيما يلي :

- (١) ان هناك عوامل هامة ذات تأثير في تحديد قيم الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية .
- (٢) ان اهم العوامل التي تؤثر في تحديد قيم الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية هو اسعار الفائدة على الاوعية الادخارية الأخرى وأهمها الودائع بالبنوك التجارية .
- (٣) ان التغير في اسعار الفائدة على الاوعية الادخارية ، يؤدي الى تغير معاكس في اسعار الأوراق المالية في البورصة .

الفصل الأول

أهم العوامل المؤثرة في تحديد
قيم الأوراق المالية في البورصة

" ويختبر الباحث في هذا الفصل الفرض الأول من فرض

البحث وهو :

ان هناك عوامل هامة ذات تأثير في تحديد قيم
الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية".

تمهيد

أجمعت معظم المراجع (١) - التي توافرت للباحث - ان هناك
اربع عوامل رئيسية تؤثر في تحديد قيم الأوراق المالية فمن

- (1) Karl Brunner , Allan Meltzer, James Tobin,
Paul Dnvidson , Don Patinkin, and Milton
Friedman " Asyposiumon Friedman's Theoreticid
Framework," Journal of Political Economy
(September/ October 1972).
- William L.Silber, " Monetary Policy Effective-
ness : The Case of a Positively-Sloped is
Curve," Journal of Finance (December 1971).
- Milton Friedran , " A Monetary Theory of Nominal/
Income," Journal of Political Economy (March/
April 1971).
- James Tobin and Leonard Ross, " Livingwith
Inflation " National Bureau of Books (May, 1971).

تعتبر عن معظم العلاقات بين مختلف المتغيرات للظاهرة
محل الدراسة .

ولضمان هذه المتغيرات في احسن صورة رياضية لها،
فان الباحث سوف يسعى الى اعداد نموذج رياضية لها،
معادلة رياضية ، بحيث يمكنه من خلاله وصف المتغيرات
في الفترة الماضية طبقا لحدوثها ، تمهيدا لتحليلها
احصائيا .

وترتيبها على ذلك فان هذا البحث سوف يحتوى على
الفصول التالية :

الفصل الأول :

أهم العوامل المؤثرة في تحديد قيم الأوراق المالية
في البورصة .

الفصل الثاني :

نبذة عن الشركات المختارة للتطبيق .

الفصل الثالث :

البيانات المستخدمة في البحث الميداني .

الفصل الرابع :

نتائج البحث الميداني .

ثم يختم الباحث بحثه بعرض لأهم التوصيات

ولا شك ان المستثمر عندما يختار احد الاوراق المالية لشراءها انما يختارها لاعتقاده ان الشركة التي تصدر هذه الورقة ذات مركز مالي قوى ، وان سياساتها تشير الى احتمال تحقيقها لقدر من الارباح يراه مناسباً . بل يراه افضل من اى عائد اخر قد تحققه ورقة مالية اخرى ، والا كان اختارها واشتراها لى يستثمر امواله من خلالها (١) .

ولا شك أيضا ان ارتباطا قويا بين سعر الورقة المالية فى سوق الاوراق المالية وبين الارباح التى توزعها هذه الورقة ، فكلما كانت الارباح التى توزعها الورقة كبيرة كلما زاد الاقبال عليها ، وزيادة الاقبال على شراء ورقة معينة ، مع ثبات الكمية المعروضة منها يودى بالطبيعة الى ارتفاع سعرها . وعلى العكس من ذلك فان انخفاض الارباح التى توزعها الورقة ، مع ثبات الكمية المعروضة منها يودى بالطبيعة الى انخفاض سعرها .

ويتفق الباحث تماما مع من يرى ان عرض الاوراق المالية فى سوق الاوراق المالية يعد عرضا عديم المرونة ، خصوصا فى الاجل القصير فالمعروض من

(1) William L. Silber and Murray E. Polakoff, " The Differential Effect of Tight Money: an Econometric Study , " Journal of Finance (March 1970) .

البورصة وهى :

- (١) ربح السهم - او السند .
- (٢) اجمالى الصفقات التى تعقد فى البورصة التى يتداول فيها الورقة المالية .
- (٣) الظروف الاقتصادية العامة التى تحيط بعمليات تداول الورقة - ولقد اشارت بعض المراجع الى ان ذلك يترجم لعنصر " الزمن " .
- (٤) اسعار الفائدة على الأوعية الادخارية الاخرى .

أولا : ربح السهم كعامل مؤثر فى تحديد قيمة الورقة المالية :

ان المستثمر عموما يهتم ان يستثمر امواله بحيث تحقق له اعلى عائدا ممكنا ، وهو فى سبيل ذلك يختار ابتداء بين ان يستثمر امواله فى شراء اسهم وسندات وأوراق مالية عموما ، او ان يدخرها فى وحدات الجهاز المعرفى ، والمستثمر الذى يكون لديه قدر اكبر من حب المخاطرة ، يتجه بطبيعته الى بورصة الاوراق المالية ، حيث يعتقد انه يمكنه الحصول على عائد مناسب لـ امواله من خلال استثمارها فى شراء أوراق مالية .

عند هذا الحد وبالتالي فان الطلب على الورقة يقل ، وهكذا يعود سعرها للانخفاض مرة اخرى حتى يستقر حول سعرها الاسمي (١) .

ولا شك ان الربح الذي تصرفه الشركات كعائد على الاسهم يرتبط ارتباطا وثيقا بسياساتها التي تتبعها بشأن توزيع الارباح (٢) .

ومن هنا يمكن القول بأن ربح الورقة العالية يعد عاملا من العوامل التي تؤثر في تحديد قيمة هذه الورقة .

ثانيا: اجمالي المقفات في البورصة كعامل مؤثر في تحديد قيمة

الورقة المالية بها :

لا تتحد قيم الاوراق المالية في البورصة نتيجة لعوامل خاصة بها ، او بالشركة التي اصدرتها فحسب ، ولكن هناك عوامل كثيرة كمية وغير كمية ، يكون لها ايضا الاثر الكبير في تحديد قيم الاوراق المالية

(1) Milton Friedman , " A Theoretical Framewok for Monetary Analysis," Journal of Political Economy (March/ April , 1970) .

(2) William L.Silber , " Fiscal Policy in Is-Im Analysis : A Correction," Journal of Money Credit and Banking (November 1970) .

الاسهم لا يمكن ان يتجاوز عدد الاسهم المصدرة (١) .

فاذا توقع الافراد ان ارباح الورقة المالية التي يمتلكونها سوف تنخفض في المستقبل فانهم يعرضون وريقتهم للبيع ، قبل ان يحدث ما سبق ان توقعوه من انخفاض ارباحها . فاذا زادت الكمية التي تعرض من هذه الورقة زيادة كبيرة ، ولم يزد الطلب في الحاضر المقابل بنفس القدر ، فلا شك ان سعر الورقة المالية سوف يهبط في سوق الاوراق المالية مما قد يعزى بعض المستثمرين في شراؤها لكي يستفيدوا من شراء ورقة مالية بسعر رخيص الامر الذي يحدث زيادة في الطلب لكي تعود الاسعار مرة اخرى للاستقرار نحو القيمة الاسمية للورقة المالية .

وعلى العكس من ذلك فكلما توقع الافراد ان ارباح الورقة المالية التي يمتلكونها سوف ترتفع في المستقبل ، فانهم يدخلون في البورصة مشتريين لهذه الورقة ، ومن هنا يزيد الطلب على هذه الورقة ، ومع ثبات الكمية المعروضة منها ، يرتفع سعرها ، وبأخذ سعرها في الارتفاع الى القدر الذي لا يتناسب فيه هذا السعر مع العائد المتوقع منها ، الامر الذي يوقف السعر

(1) David I. Fand , " Some Issues in Monetary Economics : Fiscal Policy Assumptions and Related Multipliers," Federal Resevre Bank of Stlouis Review , New York (Junnary 1970)

وينبغي ان يلاحظ الرقم الخاص باجمالي الصفقات في البورصة مقارنا بالارقام السابقة ، حتى يكون التحليل في نطاق من الموضوعية .

والمنطق يدعون للاعتقاد بأن تفاعل القوانين الاقتصادية يحدث أثره في تحديد قيم الأوراق المالية في البورصة . فلو زاد عرض الأوراق المالية في البورصة مع ثبات الطلب ، فإن اسعارها تميل الى الانخفاض ، وعلى العكس من ذلك اذا زاد الطلب عليها مع ثبات العرض فإن اسعارها تميل الى الارتفاع .

ومن ناحية اخرى فان زيادة ارقام اجمالي الصفقات في البورصة تعنى ان النشاط الاجمالي للبورصة يتجه الى الزيادة ، وهذا يشير الى الانتعاش في سوق المال وهذا يعكس في الحقيقة صورة صادقة لطبيعة الاقتصاد الذي تتحرك من خلاله سوق الأوراق المالية (١) .

على انه من الاهمية ان نذكر ان اجمالي الصفقات في البورصة يمكن ان يزيد نتيجة لزيادة الأوراق المالية التي تتداول فيها ، ويمكن ان تكون الزيادة نتيجة لزيادة الصفقات التي تحدث لنفس الأوراق الموجودة بها ولا شك ان الحالة الاولى تعد افضل في القياس من الحالة الثانية .

(1) William Gibson, " In Terest Rates and

المتداولة بها . ويعد حجم النشاط في البورصة والصفقات في اجمالي الصفقات في البورصة ، من اهم العوامل الكمية .

والمنطق في البداية يدعون للاعتقاد بصحة الفكرة ، حيث ان البورصة المتميزة في نشاطها تتميز بفرصة مواتية للمتعاملين فيها لأن زيادة النشاط قد يخلق مخاطر الاستثمار فيها فيدفع المستثمرين للتعامل في البورصة وزيادة النشاط تؤثر بالطبيعة على تحديد قيم الأوراق المالية وتحدث فيها اتجاهها نحو الصعود .

ولا شك ان تحليل الرقم الخاص باجمالي الصفقات في البورصة ينبغي الا يكون سطحيا ، ولذلك ينبغي ان يؤخذ في الاعتبار عند تحليله العوامل التالية : (١)

- (١) اجمالي عدد الاسهم الخاصة بكل شركة تتداول اسهمها رسميا في البورصة .
- (٢) اجمالي عدد الشركات التي تتداول اسهمها في البورصة .
- (٣) اجمالي عدد السندات التي تتداول في البورصة .
- (٤) القيم الاسمية لهذه الاسهم والسندات .
- (٥) متوسطات القيم السوقية لهذه الاسهم والسندات .

(1) Roger W. Spencer and William P. Yohe;
" The Crowding Ont' of Private Expenditures
by Fiscal Policy Actions," Federal Reserve
Bank of St. Louis Review (October 1970) .

الزمن كعامل مؤثر في تحديد قيمة الورقة المالية :

لا شك ان الزمن يعد من اهم المتغيرات المستقلة الذي تؤثر على قيمة الورقة المالية في بورصة الاوراق المالية ، بل اننا لو نظرنا نظرية متعمقة لوجدنا ان الزمن يعد متغيرا مستقلا يؤثر في جميع المتغيرات التي تحدث في اي مجال من المجالات .

والزمن كمتغير مستقل يمكن ان يتضمن جميع المتغيرات التي يمكن ان تحدث على الظاهرة محل البحث فتؤثر في مسارها خروجا عندما ندرك بالتحديد حقيقة هذه المتغيرات ومدى قدرتها وقوتها في التأثير على الظاهرة محل البحث (1).

فاذا كنا قد قلنا فيما سبق ان الارباح التي توزع للورقة المالية في نهاية العام تعد من المتغيرات المستقلة الهامة التي تحدث تأثيرها على قيمة الورقة المالية في البورصة ، واذا كنا ايضا قد ذكرنا ان اجمالي الصفقات في البورصة تعد هي الاخرى من المتغيرات المستقلة التي تؤثر في تحديد قيمة الورقة المالية ، فهل نكون

ثالثا :

كذلك فان الرقم الخاص باجمالي الصفقات في البورصة يمكن ان يعكس حقائق متباينة حيث يمكن ان يكون دليلا على الانتعاش كما سبق ان ذكرنا ، ويمكن ايضا ان يكون دليلا على الانكماش والاكتماش الاقتمسادي ، اذا تصورنا ان الافراد يبيعون اسهمهم في البورصة لكي يستثمروا اموالهم بايداعها في الجهاز المصرفي على سبيل المثال .

بيد انه يمكن القول بأن بيع الافراد لأسهمهم لا بد ان يقابله شراء لها من افراد اخرين وبالتالي يمكن ان يعد ذلك دليلا على الانتعاش الاقتصادي ، الا ان المشترين قد يكونوا من الجهاز المصرفي ، او من البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة حيث يمكن ان تدخل وحدات الجهاز المصرفي مشتريين في سوق الاوراق المالية لكي تزيد من النقد المتداول في المجتمع ، وقد تدخل في سوق الاوراق المالية بائعة عندما تريد ان تقلل من كميات النقد المتداول لدى الافراد ، كتخطيط مسبق لمواجهة اثار التضخم ومصاربته .

ومن هنا يمكن القول بأن اجمالي الصفقات التي تعقد في البورصة يعد ايضا من العوامل التي تؤثر في قيمة الورقة المالية .

(1) David E.W. Laidler , The Demand For Money : Theories and Evidence (International Textbook Company, 1969) .

לשנת ה'תשס"ב
ה'תשס"ב

ה'תשס"ב
ה'תשס"ב

ה'תשס"ב
ה'תשס"ב

ה'תשס"ב
ה'תשס"ב

ה'תשס"ב
ה'תשס"ב

- (3) ה'תשס"ב
- (4) ה'תשס"ב
- (5) ה'תשס"ב
- (1) ה'תשס"ב

الفصل الثاني

نبذة عن الشركات المختارة كمحل
للتطبيق (١)

أولا : شركة الحديد والصلب المصرية :

وتمثل هذه الشركة أهمية خاصة بالنسبة للاقتصاد المصري عموما فهي من اولى الشركات المساهمة التي ساهم فيها الافراد كعمل قومي ، ولا شك انه من الاهمية بمكان ان نذكر ما لهذه الشركة من دور بارز في اقتصادنا القومي كقاعدة اساسية للتصنيع الثقيل وكنموذج للشركات التي تنبني بجهد صغار المساهمين ، ولا شك ايضا اننا لا نستطيع انكار ما لهذه الشركة من اهمية كبيرة فيما يتعلق بالارياح الاجتماعية التي تحققها والتي تتمثل في تدريب العديد من المهندسين والعمال وتشغيلهم وتحضير المنطقة المحيطة بها والتي كانت الى عهد قريب بعيدة الى حد كبير من اى تيارات حضارية .

(١) كل المعلومات والبيانات الواردة في هذه النبذة منقولة من الكتيبات التي أصدرتها هذه الشركات في مناسبات مستترة .

وتمثل شركة الحديد والصلب المصرية من ناحية اخرى نموذجا فريدا للشركات ذات المسؤولية الاجتماعية ، الامر الذي ينعكس دائما على ربحيتها وبالتالي على اسعار اسهمها في بورصة الاوراق المالية .

ولقد تعرضت هذه الشركة لتغييرات كثيرة ومشكلات عديدة فيما يتعلق بأرباحها وسعر اسهمها مما دعى الحكومة الى ضمان حد ادنى لأرباحها ، كما دفعها الى تقرير امكانية استبدال اسهمها بملوك وعاء ادخاري آخر .

كل ذلك قد دعى الباحث لان يختار هذه الشركة ضمن العينة التي أجرى عليها الدراسة الميدانية .

ثانيا : شركة الاسكندرية للغزل والنسيج :

وتعد هذه الشركة من الشركات المتميزة في قطاع الغزل والنسيج ، حيث تعرضت هذه الشركة لعدد من المشكلات التي كادت ان توقف من سير العمل بها بيد ان ادارة الشركة استطاعت في فترة وجيزة ان تتجاوز تلك المشكلات بل وان تدفع الشركة دفعا لتحقيق انتاجية كبيرة ، الامر الذي أدى الى تحقيقها لربحية كبيرة ايضا ، وفي الحقيقة فان معظم الباحثين كانوا يختارون شركة المحلة الكبرى للغزل والنسيج عندما يبحثون في قطاع الغزل والنسيج - الامر الذي يجعلنا نبحث في حال المشكلات

الباحث لاختيارها ضمن العينة .

الشركة المصرية لصناعة الورق (راكنا) :

رابعا :

وقد تعتمد الباحث باختياره لهذه الشركة ان يسير في نفس الخط الذي يتمثل في الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية ، حيث تعد شركة راكتنا من هذه الشركات التي تقوم بمسؤولية اجتماعية كبيرة ، تتمثل في انتاج الورق اللازم لصناعة (كراريس) الطلبة لبيعها بسعر يكاد يقترب من سعر التكلفة .

وبصفة عامة يمكن القول بأن الباحث قد سحب عينته بطريقة تحكيمية وذلك لان طبيعة هذا البحث كما اشار الباحث في البداية تمكن من سحب العينة بهذا الطريق .

ومن هذا نستطيع ان نستنتج ان اختيار اى من الشركات التي يتضمنها اطار المجتمع لا يحدث اختلافا في طبيعة النتائج التي يمكن ان نتوصل اليها ، وانما قد اختار الباحث هذه الشركات لمجرد التحليل العلمى للنتائج النظرية .

شركة المحلة بصفة خاصة ، ولو استعرضنا الشركات التي تعمل في مجال الغزل والنسيج والتسويق تتداول اوراقها في بورصة الاوراق المالية لوجدنا شركة الاسكندرية للغزل والنسيج على رأس هـ الشركات .

شركة الصناعات الكيماوية المصرية (كيما) :

ثالثا :

وتعد هذه الشركة ايضا نموذجا للشركات التي تقوم بمسؤولية اجتماعية كبيرة حيث تنتج هذه الشركة الاسمدة التي تعد العصب الرئيسى للزراعة في مصر ، ولا نستطيع ان ننكر على الاطلاق مساهمة قطاع الزراعة من اهمية في اقتصادنا القومي ، هذا وان شركة الصناعات الكيماوية المصرية كيما تتعرض في الاخرى لظروف خاصة تجعلها من الشركات الجديرة بالبحث والدراسة ، حيث تزيد خسارة هذه الشركة كلما زادت انتاجيتها على عكس ما يقتضيه حدوثه من زيادة ارباحها نتيجة زيادة انتاجها .

ويرجع هذا ان تلك الشركة تسعر الدولـة منتجاتها بسعر بعد اقل من التكلفة الحقيقية لتلك المنتجات ، الامر الذى يحدث خسارة للشركة ، تزيد هذه الخسارة كلما زادت انتاجية الشركة ، مما دعى الحكومة الى دعم الشركة للخروج بها من دائرة الخسارة المستمرة .

ولقد كانت تلك الظروف الخاصة التي تتحرك من خلالها شركة كيما من المفريات التي أغرت

الفصل الثالث

البيانات المستخدمة في البحث الميداني

ابتداءً يشير الباحث ان تقييمه لتأثير العوامل المستقلة على اسعار الاوراق المالية للشركات المختارة ، سيبنى اساسا على افتراض وجود عدة متغيرات مستقلة ، قد تكون لها علاقة بالمتغير التابع وهو سعر الورقة المالية .

وبناء على هذا الافتراض فان البيانات التي ستسوف يستلزمها البحث لتقييم هذه العوامل وتقييم تأثيرها على اسعار الاوراق المالية في بورصة الاوراق المالية في مصر ستكون على النحو التالي :

- (1) متوسط قيمة الورقة المالية لكل شركة من الشركات الاربعة المختارة .
- (2) الارباح المنصرفة لكل ورقة من الاوراق المالية الخاصة بالشركات الاربعة المختارة .
- (3) متوسط سعر الفائدة لجنه واحد وديعة سنة (الاربعية الادخارية الاخرى) .
- (4) اجمالي الصفقات في بورصة الاوراق المالية في مصر .

كل ذلك خلال سلسلة زمنية قدرها شهور سنوات من سنة ١٩٧٢ حتى سنة ١٩٨١ ، وسوف يعرض الباحث ايضا بيانات سنوية كسنة اساسية .

(١) متوسط قيمة الورقة المالية خلال السنة

(٩٢)

شركة المناصات الكيماوية (كيما)	شركة الحديد والمب المعمرية	شركة الاسكندرية للغزل والنسيج	الشركة العامة لصناعة الورق (راكتا)
١٤٥	١٠٢	٢٢٤	١٤٦
١٩٤٥	١١١	٢٠٣	١٦٩
٢١٢	١١٨	٢٣٠	١٦٨
٢٥٣	١٢٩	١٣٠	٢٢٧
٢٦٨	١٢٩	١٥١	٢٥٨
٢٥١	١٤٢	١٦٢	٣٠٨
٢٨١	١٥٢	١٨١	٢٤٢
٢٥٧	١٧٠	٢٧٣	٤٠٢
٢٨٨	١٦٤	٣٨٨	٣٨٨
٢٤٠	١٧٥	٢٤١	٣٣١
٢١١	١٨٧	٢٣٥	٢٨٣

مصدر : من اعداد الباحث نتيجة استعراضه لبيانات بورصة الاوراق المالية في مصر

البيانات المختارة ، الارقام بالقروش .

(٢) الأرباح المنصرفة للورقة خلال السنة

شركة الصناعات الكيمياوية (كيما)	شركة الحديد والصلب المصرية	شركة الاسكندرية للغزل والنسيج	الشركة العربية لصناعة الورق (راكوتا)	السنة
١٩٨	٤٧	٢١٥	٧١	١٩٧١
١٩٨	٤٧	١٨٣	١٤٩	١٩٧٢
١٨٣	٤٧	٢٠٩	١٥٧	١٩٧٣
١٨٢	٤٧	صفر	١٥	١٩٧٤
١٠٥	٤٧	١٠٤	١٨٣	١٩٧٥
٤٥	٤٤	٩٨	١٧٤	١٩٧٦
١٠٦	٤٤	٩٧	١٧٢	١٩٧٧
٩	٤٣	٩	١٧	١٩٧٨
٩٤	٤٣	١٧٥	٢٦٣	١٩٧٩
١٢٨	٤٣	٢١١	٢٢٩	١٩٨٠
١٦٧	٤٢	٢٣٥	٢٢	١٩٨١

المصدر: من اعداد الباحث، الأرقام بالقروش.

(٣) متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد (وديعة سنة) واجمالي الصفقات
في بورصة الأوراق المالية بمصر نسبة مئوية

بآلاف الجنيهات

اجمالي الصفقات في البورصة	متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة سنة	السنة
١٠٦٦١٣	٥٤	١٩٧١
٩٨٦٩٠	٥٤	١٩٧٢
٨٦٤١٤	٥٦	١٩٧٣
٨١٧٣٢	٥٧	١٩٧٤
٦١١٢١	٥٧	١٩٧٥
٧٣٦٩١	٥٧	١٩٧٦
١٠٢٦١٤	٥٩	١٩٧٧
١٦٨٧٩٣	٥٩	١٩٧٨
٢٦٤٤١٥	٥٩	١٩٧٩
٢٩٨٤١٦	٦٨	١٩٨٠
٣٣٤٩٧٥	٧١	١٩٨١

المصدر: من اعداد الباحث، ولم يدخل في هذه الأرقام الصفقات الخاصة
بالسنوات والأوراق المالية بالعملات الاجنبية

(٢) الأرباح المضمومة للورقة خلال السنة

السنة	الشركة العربية لمصنعة الورق (راكستا)	شركة الإسكندرية للغزل والنسيج	شركة الحديد والصلب المصرية	شركة المناسبات الكيماوية (كيما)
١٩٧١	٧	٢١	٤٠	٤٠
١٩٧٢	١٤	١٨	٤٠	٤٠
١٩٧٣	١٥	٢٠	٤٠	٤٠
١٩٧٤	١٥	مقر	٤٠	٤٠
١٩٧٥	١٨	٤٠	٤٠	٤٠
١٩٧٦	١٧	٩	٤٠	٤٠
١٩٧٧	١٧	٩	٤٠	٤٠
١٩٧٨	٢١	١٧	٤٠	٤٠
١٩٧٩	٢٢	٢١	٤٠	٤٠
١٩٨٠	٢٣	٢١	٤٠	٤٠
١٩٨١	٢٣	٢٣	٤٠	٤٠

المصدر : من اعداد الباحث ، الارقام بالقروش .

(٣) متوسط سعر الفائدة لجنبه واحد (وديعة سنة) واجمالي المصفاة بسنوات الجنيهات

السنة	متوسط سعر الفائدة لجنبه واحد وديعة سنة	اجمالي المصفاة في البورصة
١٩٧١	٤	١٠٦ ٦١٣
١٩٧٢	٤	٩٨ ٦٩٠
١٩٧٣	٦	٨٦ ٤١٤
١٩٧٤	٧	٨١ ٧٣٣
١٩٧٥	٧	٦١ ١٢١
١٩٧٦	٧	٧٣ ٦٩١
١٩٧٧	٩	١٠٢ ٦١٤
١٩٧٨	٩	١٦٨ ٧٩٣
١٩٧٩	٩	٢١٤ ٤١٥
١٩٨٠	٨	٢٩٨ ٤١٦
١٩٨١	٧	٢٣٤ ٩٧٥

المصدر : من اعداد الباحث ، ولم يدخل في هذه الارقام المصفاة الخام بالسنوات والاوراق المالية بالعمليات الاجنبية

وسوف يستعرض الباحث خلال هذا الفصل النشاطات التي توصل اليها في محاولاته لمعرفة تأثير العوامل المستقلة على اسعار الاوراق المالية للشركات محل الدراسة وذلك باستخدام المعادلات الرياضية ، تلك المعادلات التي استخدمها الباحث في سبيل الوصول اليها ، برنامجا قام بتشغيله على الحاسب الآلى (الكمبيوتر) الخاص بمعهد الاحصاء بجامعة القاهرة (١) .

وقد كانت فكرة الباحث الأساسية - والتي قام مخطط البرامج بالمعهد بترجمتها الى برنامج اعدل لتشغيل على الحاسب الآلى (بلغة الفورتران) ان اسعار الاوراق المالية في مصر قد جاءت في سنوات التقييم ، كانعكاس طبيعي لتأثير المتغيرات المستقلة التي رأى الباحث انها تؤثر على اسعار الاوراق المالية .

ولكى يتعرف الباحث على القدر من التغيير الذي حدث في اسعار الاوراق المالية للشركات المختارة سنة لسنة ، والذي يمكن ارجاعه وتفسيره عن طريق التغيير الذي حدث في المتغيرات المستقلة المختارة ، فقد كان عليه ان يحصل على معادلة الانحدار المتعدد، التي يظهر فيها الارتباط بين المتغير التابع (وهو سعر الورقة المالية) وبين المتغيرات المستقلة الاخرى التي اعتقد الباحث انها هي التي يمكن ان تؤثر في اسعار الاوراق المالية .

(١) قام باعداد البرنامج - مشكورا - بالاشتراك مع الباحث السيد الدكتور عبد الهادي نبيه احمد ، المدرس بمعهد الاحصاء ، جامعة القاهرة .

(١) لم يتحلل في هذا الجدول الصفيقات الخاصة بالسندات و الاوراق المالية بصفتها الاجنبية .

الرقم	الصفحة	الصفحة
١٠٦٦١٣	١٩٧١	١٩٧١
٩٨٩٦٠	١٩٧٢	١٩٧٢
٨٦٤١٤	١٩٧٣	١٩٧٣
٨١٨٣٣	١٩٧٤	١٩٧٤
٦١١٢١	١٩٧٥	١٩٧٥
٧٣٢٦٩١	١٩٧٦	١٩٧٦
١٠٢٦١٤	١٩٧٧	١٩٧٧
١٦٨٧٩٣	١٩٧٨	١٩٧٨
٢٦٤٣١٥	١٩٧٩	١٩٧٩
٢٨٨٤١٦	١٩٨٠	١٩٨٠
٣٤٩٧٥	١٩٨١	١٩٨١

وقد اعتبر الباحث الزمن متغيرا مستقلا واعطى لبياناته الارقام من ١ الى ١٠ على الترتيب من سنة ١٩٧٠ حتى سنة ١٩٧٩ وبالتالي فقد ظهر لديه المتغير الرابع وهو الزمن ، وقد رمز الباحث لهذه المتغيرات الأربعة بالرموز التالية :

س ١ ، س ٢ ، س ٣ ، س ٤

هذا وان الباحث قد اعتبر الزمن متغيرا مستقلا ، ليس لأنه متغير في حد ذاته ولكن لأنه يعتبر ممثلا لعدد من المتغيرات التي تؤثر على الظاهرة محل بحثه ، وهي اسعار الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في مصر ، تلك المتغيرات التي قد تكون نوعية او كمية لها صفة الانتظام عبر الزمن ، ذلك ان عدم أخذها في الاعتبار قد يؤثر على النتائج المستخرجة ، وكان يقتضى ان توجد طريقة معينة قد يدخلها الباحث في الدراسة ، واحدى هذه الطرق هي أن يؤخذ متغير جديد يعبر عن هذه المتغيرات المنتظمة التي يكون لها اتجاه معين او مسار زمني معين ، وقد جرى معظم الاقتصاديين القياسيين على اعتبار الزمن مقيسا بوحدات مناسبة وسيلة للتعبير عن هذه المتغيرات .

وعلى ذلك فان التقييم الذي سوف يقيم به الباحث لأسعار الأوراق المالية الخاصة بالشركات محل البحث سوف يبني على معادلات الانحدار المتعدد لكل شركة من هذه الشركات ، والتي سوف تظهر تأثير كل من المتغيرات المستقلة السابقة على الظاهرة محل البحث وهي اسعار الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في مصر .

وهنا واجهت الباحث مشكلة كيفية اختيار المتغيرات الممكن اعتبارها متغيرات مستقلة ، تؤثر على اسعار الأوراق المالية ، فقد كان امام الباحث كثير من المتغيرات وقد كان من الضروري ان يستقر الباحث على عدد من هذه المتغيرات التي يمكن اعتباره مستقلة تؤثر على اسعار الأوراق المالية .

ولذلك فقد قام الباحث بعمل برنامج آخر على الحاسب الآلى يستطيع من خلاله ان يبعد المتغيرات التي يوجد بينها ارتباط وضما في متغير واحد ، وقد أدخل الباحث للحاسب الآلى بيانات كالمتغيرات الخاصة فسنوات التقييم ، وأظهرت النتائج أن هناك ثلاث متغيرات فقط ليس بينها ارتباط قوى ، هي التي أشرت على اسعار الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في مصر ، تلك المتغيرات هي :

- (١) الأرباح الموزعة للورقة المالية .
- (٢) حجم الصفقات في البورصة عموما .
- (٣) متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة .

ثم ظهرت امام الباحث بعد ذلك مشكلة اخرى ، هي ان البيانات والارقام التي أراد ان يستخدمها ارقام مسلسلة زمنية وكان عليه - لتكون حساباته صحيحة احصائيا - ان يخلص تلك الارقام من أثر الاتجاه العام ، او ان يأخذ الزمن في اعتباره كمتغير مستقل اخر .

سوف يذكر الباحث معادلة الانحدار المتعدد التي استخرجت بواسطة الحاسب الآلى لكل ورقة مالية ، والتي تظهر تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع الذى سيكون فى كل مرة سعر هذه الورقة فى بورصة الاوراق المالية فى مصر .

سوف يحلل الباحث هذه المعادلة ويظهر ما تعنيه من ارتباط بين المتغير الذى حدث فى سعر كـ ل ورقة مالية والتغير الذى حدث فى كل — المتغيرات المستقلة فى فترة البحث .

سوف يظهر الباحث مصفوفة الارتباط التى تظهر الارتباط بين المتغير التابع وكل متغير مستقل على حدة .

وطبيعى ان يشير الباحث فى كل معادلة الى معامل التحديد الخاص بها بالقدر الذى يظهر مدى نجاح المتغيرات المستقلة فى تفسير التغير الذى حدث فى المتغير التابع والمعروف ان معامل التحديد احصائيا يأخذ قيمة بين الصفر والواحد الصحيح .

وترتيباً على ذلك ، فان هذا الفصل سوف يشتمل على المباحث التالية :

اولاً :

ثانياً :

ثالثاً :

الفصل الرابع

نتائج البحث الميدان

" وفيه سوف يختبر الباحث الغرضين الثانى والثالث من فروض هذا البحث وهما :

- (١) ان أهم العوامل التى تؤثر فى تحديد قيم الاوراق المالية فى بورصة الاوراق المالية وهى اسعار الفائدة على الأوعية الادخارية الاخرى، وأهمها الودائع بالبنوك التجارية .
- (٢) ان التغير فى اسعار الفائدة على الأوعية الادخارية يؤدي الى تغير معاكس فى اسعار الاوراق المالية فى البورصة " .

تمهيد :

سوف يتبع الباحث الطريقة التالية لعرض نتائجه :

المبحث الأول

نتائج تقييم أثر المتغيرات المستقلة
على

أحجار اسهم الشركة العامة
لصناعة الورق (راکتا) فـ
سنوات التقييم المختارة

كانت معادلة الانحدار المتعدد التي أظهرت تأثير
المتغيرات المستقلة والتي يرمز لها بالرموز س١ ، س٢ ، س٣ ،
س٤ على الترتيب ، على المتغير التابع وهو سعر الورق
المالية في سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

سعر سهم الشركة العامة لصناعة الورق (راکتا) فـ
بورصة الأوراق المالية في مصر يساوي :

6125	
+	4م (الأرباح المنصرفة للورقة خلال السنة)
-	8620 (متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة)
-	10 (اجمالي الصفقات في بورصة الأوراق المالية في مصر)
+	246 (الزمن)

المبحث الأول :

النتائج الخاصة بالشركة العامة لصناعة الورق (راکتا)

المبحث الثاني :

النتائج الخاصة بشركة الاسكندرية للفلز والنسيج .

المبحث الثالث :

النتائج الخاصة بشركة الحديد والملب المصرية .

المبحث الرابع :

النتائج الخاصة بشركة المصناعات الكيماوية (كيما) .

ويلاحظ من العرض السريع لمعادلة الانحدار المتعدد معامل التحديد ومصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض وبينها وبين المتغيرات التابعة بعضها مايلي :

أولاً : ان معامل التحديد قد جاء كبيراً الى حد ما (٨٢) فهو يكاد يقترب من الواحد الصحيح ، وهذا يشير الى ان التغير الذي حدث في المتغير التابع (هو سعر الورقة المالية الخاصة بالشركة المصرية للورق اکتا) يمكن بفترة ثقة كبيرة ان يفسر عن طريق التغير الذي حدث في المتغيرات المستقلة المذكورة (الاربعة المنصرفة للورقة خلال السنة ، متوسط سعر الفائدات في لجنه واحد وديعة لمدة سنة ، اجمالي الصفقات في بورصة الاوراق المالية بمصر ، الزمن) .

ثانياً : ان اكبر قيمة للمتغيرات المستقلة جاءت للمتغير المستقل الثاني وهو متوسط سعر الفائدة لجنه واحد وديعة لمدة سنة .

وهذا يعني ان هذا المتغير يعتبر بالنسبة لهذه الورقة من اهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في تحديد قيمتها .

ثالثاً : ان معامل المتغيرين المستقلين (الثاني والثالث) متوسط سعر الفائدة لجنه واحد وديعة لمدة سنة ، اجمالي صفقات في لجنه واحد ، قد جاء سالبين ، ويمكن

$$ص = ٦١٢٥٠ + ٥٤ س١ - ٨٦٢٠ س٢ + ٣ س٣ + ٣٤٤ س٤$$

وذلك بمعامل تحديد قدره ٨٢

وكانت مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض ، وبينها وبين المتغير التابع (سعر سهم الشركة في بورصة الاوراق المالية في مصر) على النحو الذي يظهر في الجدول التالي :

ص	٤ س	٣ س	٢ س	١ س
٥٨	٨٢	٨٣	٦٣	-
١٨	٧٢	٨٤	-	٢ س
٤٦	٨٦	-	٨٤	٣ س
٧٤	-	٨٦	٧٢	٤ س
-	٧٤	٤٦	١٨	ص

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض ، وبين المتغير التابع (قيمة سهم الشركة المصرية للورق اکتا) .

المبحث الثاني

نتائج تقييم أثر المتغيرات المستقلة
على
أسعار أسهم شركة الاسكندرية
للغزل والنسيج في سنوات التقييم المختارة

كانت معادلة الانحدار المتعدد التي أظهرت تأشير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهو سعر الورقة المالية في سوق الاوراق المالية ، على النحو التالي :

سعر سهم شركة الاسكندرية للغزل والنسيج في بورصة الاوراق المالية في مصر يساوي :

	٨٣٠ر٥	
-	٤ر٤	(الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة) .
-	١٣٩ر٨	(متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة) .
+	١ر٢	(اجمالي المصفقات في بورصة الاوراق المالية في مصر) .
+	٨ر٥	(الزمن) .

$$ص = ٨٣٠ر٥ - ٤ر٤ س ١ - ١٣٩ر٨ س ٢ + ١ر٢ س ٣ + ٨ر٥ س ٤$$

متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة ، اجمالي المصفقات في بورصة الاوراق المالية (ان بورصة القيمة الكبيرة الموجبة الخاصة بثابت المعادلة وبالتالي ينتج تأثير المتغيرين المستقلين الاخرين (الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، الزمن) .

رابعاً: ان اكبر ارتباط قد جاء بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض قد جاء بين س ٣ ، س ٤ (اجمالي المصفقات في البورصة والزمن) .

وهذا في الحقيقة يمثل أمراً منطقياً ، فكما مر الزمن وزادت الارقام المعطاء لمعاملاته في أرقام السلسلة الزمنية التي تكون منها معادلة الانحدار المتعدد ، كلما زاد اجمالي المصفقات في البورصة أو قل .

خامساً: كان اكبر ارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع هو الارتباط بين (س ٤ ، س) الزمن وتقييمه الاوراق المالية في مصر .

وهذا يعني ان عنصر الزمن (وهو الذي يمثل باقي العناصر المستقلة والمتغيرات المستقلة التي قد يكون الباحث لم يأخذها في الاعتبار) هو العنصر المؤثر الكبير على قيمة السهم الذي يملكه الشركة .

وهذا يعني ان هناك عوامل هامة (تعمل جنباً الى جنب مع العوامل المستقلة المختارة) تؤثر هي الاخرى على سعر هذه الشركة في بورصة الاسكندرية .

ويلاحظ من العرض السريع لمعادلة الانحدار المتعدد، ومعامل التحديد ومصنوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض وبينها وبين المتغير التابع لما يلي :

أولاً : ان معامل التحديد قد جاء كبيراً الى حد ما (٦٨) وهذا يشير الى ان التغير الذي حدث في المتغير التابع (وهو سعر الورقة المالية الخاصة بشركة الاسكندرية للغزل والنسيج) يمكن ان يفسر عن طريق التغير الذي حدث في المتغيرات المستقلة المذكورة (الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة ، اجمالي الصفقات في بورصة الاوراق المالية بمصر الزمن) .

ثانياً : ان اكبر قيمة للمتغيرات المستقلة جاءت للمتغير المستقل الثاني وهو متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة .

وهذا يعنى ان هذا المتغير يعتبر بالنسبة لهـذه الورقة من اهم المتغيرات التي تؤثر في تحديد قيمتها .

ثالثاً : ان معامل المتغيرين المستقلين الذين جاء بالسالب (الاول والثاني) (الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، ومتوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة) يمكن لهما عندما تم ضربهما في قيمتهما المناظرة (- ٤٤) x الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة - ١٣٩٨ x متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة .

وكانت مصنوفة معاملات الارتباط بين المتغيرين المستقلة بعضها البعض ، وبينها وبين المتغير التابع (وهو سعر سهم الشركة في البورصة) والذي يرمز له بالرمز (ص) ، على الذي يظهره الجدول التالي :

ص	٤ س	٣ س	٢ س	١ س
١٨	٣٣	٦٢	٥٠	-
٤٤	٨٦	٨٧	-	٥٠
٦٧	٨٦	-	٨٧	٦٢
٦٤	-	٨٦	٨٦	٣٣
-	٦٤	٦٧	٤٤	١٨

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض ، وبين المتغير التابع (قيمة سهم شركة الاسكندرية للغزل والنسيج)

المبحث الثالث

نتائج تقييم أثر المتغيرات المستقلة
على

أسعار أسهم شركة الحديد والصلب المصرية
في سنوات التقييم المختارة

كانت معادلة الانحدار المتعدد التي أظهرت تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهو سعر الورق المالية في سوق الأوراق المالية، على النحو التالي :

سعر سهم شركة الحديد والصلب المصرية في بورصة الأوراق المالية =

$$\begin{aligned}
 & 263 \text{ ار } \\
 & - 381 \text{ ار } \\
 & + 4 \text{ ار } \\
 & \text{لمدة سنة ()} \\
 & - 1 \text{ ار (اجمالي الصفقات في البورصة)} \\
 & + 7 \text{ ار (الزمن)}
 \end{aligned}$$

$$= 233 - 381 \text{ ار } 1 + 4 \text{ ار } 2 - 1 \text{ ار } 3 + 7 \text{ ار } 4$$

وبذلك يتم تحديد قدره 98

وكانت مصهوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وبينها وبين المتغير التابع (ص) على النحو

بشأن المعادلة وبالتالي يتضح تأثير المتغير المستقلين الآخرين (اجمالي الصفقات في البورصة والزمن) .

رابعاً: ان اكبر ارتباط قد جاء بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض قد جاء بين ٢ ، ٣ (متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة و اجمالي الصفقات في البورصة) .

وهذا في الحقيقة يمثل أمراً منطقياً ، فكلمة زادت اسعار الفائدة التي يعطيها الجهاز المصرفي، لجأ المستثمرين الى بيع أوراقهم في بورصة الأوراق المالية وايداع أموالهم في الجهاز المصرفي بسعر الفائدة المرتفع والمتفتح بمزايا هذا الايداع من اعفاء من الضرائب وعدم تحمل مخاطر الاستثمار، وهذا يؤدي الى زيادة حجم الصفقات في بورصة الأوراق المالية تبعاً وشراء .

ثانيا : ان اكبر قيمة للمتغيرات المستقلة جاءت للمتغير المستقل الاول وهو قيمة الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، وهذا يعنى ان هذا العامل يعتبر اهم العوامل المؤثرة فى قيمة الورقة .

ثالثا : ان معاملى المتغيرين المستقلين اللذين جاءا بالسالب (الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، اجمالى الصفقات فى البورصة) يمكن لهما عندما يتم ضربهما فى قيمتيهما المناظرة (- ٢٨٧٪ الارباح المنصرفة للورقة - ٠.١٪ اجمالى الصفقات فى البورصة) ان يعوضا القيمة الكبيرة الموجبة الخاصة بثابت المعادلة وبالتالي يتفح تأثير المتغيرين المستقلين الآخرين (متوسط سعر الفائدة لجنه واحد وديعة لمدة سنة والزمن) .

رابعا : ان الارتباط جاء عكسيا بين (الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة) ومتوسط سعر الفائدة لجنه واحد وديعة لمدة سنة واجمالى الصفقات فى البورصة والزمن ومتوسط قيمة الورقة خلال السنة بين س ١ ، س ٢ ، س ٣ ، س ٤ ، ص .

وهذا فى الحقيقة يمثل نتيجة غريبة ، فعلى حين يتصور أنه كلما زادت متوسطات سعر الفائدة لجنه واحد وديعة لمدة سنة فى وحدات الجهاز المصرفى زادت معها قيمة الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة (هذا هو منطق الامور) نجد ان الذى يحدث هو العكس تماما فكلما يزيد متوسط اسعار الفائدة على

س	٤ س	٣ س	٢ س	١ س	س
١ س	-	-	-	-	١ س
٢ س	٧٣-	٧٩-	٧٣-	-	٢ س
٣ س	٧٩-	٨٧	-	٨٧	٣ س
٤ س	٩٤-	٨٦	٨٦	٨٦	٤ س
ص	٩٥-	٨٤	٨٤	٨٤	ص

ويلاحظ من العرض السريع لمعادلة الانحدار المتعدد ومعامل التحديد ومصفوفة الارتباط ما يلى :

اولا : ان معامل التحديد جاء كبيرا (٩٧٨) فهو قريب جدا من الواحد الصحيح وهذا يعنى ان التغير الذى يحدث فى المتغير التابع (وهو سعر الورقة المالية الخاصة بشركة الحديد والصلب المصرية فى سوق الاوراق المالية) يمكن بفترة ثقة كبيرة ان يفسر عن طريق التغير الذى حدث فى المتغيرات المستقلة المذكورة (الارباح المنصرفة للورقة المالية خلال السنة ، متوسط سعر الفائدة لجنه واحد وديعة لمدة سنة ، اجمالى الصفقات فى البورصة ، الزمن) .

الودائع في البنوك والجهاز المصرفي ... تنخفض قيمة الأرباح المعطاة للورقة المالية الخاصة بشركة الحديد والصلب المصرية... وهذه الصورة من الارتباط العكسي قد تفسر لنا بالفعل إلى أي مدى يعان المساهمون في هذه الشركة (التي يفترض كونها شركة عملاقة) .

ومن الغريب أيضا أن الارتباط العكسي بين الأرباح المنصرفة للورقة خلال السنة ومتوسط اجمالي الصفقات في البورصة ، فعلى حين يتصور أنه كلما زادت الصفقات في البورصة ، كلما دل ذلك على الانتعاش ، وبالتالي تزيد الأرباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، نجد أن العكس تماما هو الذي يحدث ، لأننا نجد الارتباط عكسي بين اجمالي الصفقات في البورصة وقيمة الأرباح المنصرفة للورقة المالية .

ويستطيع الباحث أن يرجع ذلك إلى التطور الذي حدث في بورصة الأوراق المالية وزيادة حجم الصفقات بها خلال مرحلة الانفتاح الاقتصادي ، لم يأت بآثاره بعد ، خصوصا وأن الأسهم الخاصة بشركة الحديد والصلب على وجه الخصوص ، تتعرض لمجموعة كبيرة من المشكلات سوف نذكر أهمها في نهاية تقييمنا لها . أي أنها تمثل بالفعل فعا خاصا وفريدا .

الشيء الوحيد الذي يعطى انعكاسا طبيعيا هو العلاقة الموجودة بين الزمن والأرباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، فنحن نرى أن الارتباط بينهما هو

وهذا يسير مع المنطق السائد الآن في بورصة الأوراق المالية ، فهناك في بورصة الأوراق المالية اتجاه غريب الآن نحو تقليل الأرباح الموزعة بمرور الزمن ، دون أن يأخذ المديرون في الاعتبار الزيادات الكبيرة التي تعطيها البنوك التجارية للودائع فيها ، فمناصفة الأوعية الادخارية الأخرى أصبحت كبيرة جدا ، الأمر الذي كان ينبغي أن يؤخذ في الاعتبار عند تقدير الأرباح الموزعة ، خصوصا في شركة الحديد والصلب المصرية ، حيث يحس المساهمون بالانتماء إلى هذه الشركة ويحسون أنها قد بنيت بأموال مغار المساهمين .

ولا شك أن تفاعل هذه المتغيرات يعطى انعكاسا طبيعيا أيضا في العلاقة بين الأرباح الموزعة للورقة خلال السنة ومتوسط قيمة الورقة المالية في سوق الأوراق المالية بمصر ، فمن الطبيعي أن يأتى الارتباط هنا ارتباطا عكسيا ، لأن المساهمون يحسون أن الإجراءات التي تتخذ لرفع قيمة التعميمات لهم (وهم يسمونها تعويضات وليست أرباحا) إنما هي إجراءات مؤقتة ستزول حتما ، وبالتالي فإنهم يعرفون أرباحهم للبيع وبالتالي تنخفض أسعارها رغم أن المنطق كان يدعونا لأن نعتقد بالعكس ، فكلما زادت الأرباح المعطاة للورقة ، كنا نتوقع أن ترتفع قيمتها في سوق الأوراق المالية ، لكن كما ذكر الباحث ، فإن المساهمون الذين يملكون هذه الورقة يتصورون أن هذه مسألة مؤقتة ، وتعد فرصة مواتية لهم لعرض أسهمهم في سوق الأوراق المالية متخذين من مسألة زيادة الانتاج (نسبيا) هذه فرصة مواتية لكي يفروا

المبحث الرابع

نتائج تقييم أثر المتغيرات المستقلة
على

اسعار أسهم شركة الصناء
الكيمائية المصرية (كيما)
سنوات التقييم المختارة

كانت معادلة الانحدار المتعدد التي أظهرت تأثير
المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهو سعر الورقة
المالية في سوق الأوراق المالية ، على النحو التالي :

سعر سهم شركة الصناء الكيمائية المصرية (كيما)
في بورصة الأوراق المالية في مصر يساوي :

	٩٦٠
(الأرباح المنصرفة للورقة خلال السنة)	+ ٦٧٨
(متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة)	- ١٦٦٩٧
(اجمالي الصفقات في بورصة الأوراق المالية في مصر)	- ٤٨
(الزمن)	+ ٥٠٠٧

$$س = ٩٦٠ + ٦٧٨ س١ - ١٦٦٩٧ س٢ - ٤٨ س٣ + ٥٠٠٧ س٤$$

الآخرين على الشراء وبالتالي يزيد عرض الأسهم في
سوق الأوراق المالية وبناء على ذلك ينخفض سعرها.

ان اقوى ارتباط قد جاء بين المتغير التابع
(متوسط قيمة الورقة خلال السنة وبين المتغير
المستقل الرابع (وهو الزمن) وهذا يشير الى
الحقيقة الى انه توجد كثير من العوامل التي
يستطيع الباحث تحديدها كميا تدخل في التأثير ،
وتؤثر على قيمة الورقة المالية في سوق
الأوراق المالية هذه العوامل يمكن ان يقال عنها
أنها عوامل غير كمية ، لكن الزمن وهو متغير
ثابت وضعه الباحث خصيصا ليؤدى هذه المهمة قد
أظهر تأثير هذه العوامل غير الكمية .

خامسا :

وكانت مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض ، وبينها وبين المتغيرات في مصر (على النحو الذي يظهر الجدول التالي :

٥	٤ س	٣ س	٢ س	١ س
١٠٠	٤٠	٢٤	١٨	-
١٠٠	٨٦	٨٧	-	١٨
١٠٠	٨٦	-	٨٧	٢٤
١٠٠	٨٦	-	٨٦	٤٠
١٠٠	-	٨٦	١٠٠	٢٠
-	-	-	-	-

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض ، وبين المتغير التابع (قيمة سهم شركة المصناعات الكيماوية المصرية كيما) .

ويلاحظ من العرض السريع لمعادلة الانحدار المتعدد ، ومعاملات التحديد ومصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض وبين المتغير التابع لما يلي :

أولاً : ان معامل التحديد قد جاء كبيراً الى حد ما (٧٦٪) وهذا يشير الى ان التغير الذي حدث في المتغير التابع يشير الى ان التغير الذي حدث في المتغير التابع (وهو سعر الورقة المالية الخاصة بشركة المصناعات الكيماوية المصرية كيما) يمكن بفترة ثقة كبيرة ان يفسر عن طريق المتغير الذي حدث في المتغيرات المستقلة المذكورة (الارباح المنصرفة للورقة خلال السنة ، متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة ، اجمالي الصفقات في بورصة الاوراق المالية بمصر ، الزمن) .

ثانياً : ان اكبر قيمة للمتغيرات المستقلة جاءت للمتغير المستقل الثاني وهو متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة .

وهذا يعني ان هذا المتغير يعتبر بالنسبة لهذه الورقة من اهم المتغيرات التي تؤثر في تحديد قيمتها .

ثالثاً : ان اكبر ارتباط قد جاء بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض قد جاء بين س ٢ ، س ٣ (متوسط سعر الفائدة لجنيه واحد وديعة لمدة سنة وجمالي الصفقات

وهكذا نتحقق صحة الفرضين الثاني والثالث من

فروض البحث وهما :

- (١) ان اهم العوامل التي تؤثر في تحديد سعر الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية هو أسعار الفائدة على الأوعية الإدخارية الأخرى، وأهمها الودائع بالبنوك التجارية .

- (٢) ان التغير في أسعار الفائدة على الأوعية الإدخارية يؤدي الى تغير معاكس في أسعار الأوراق المالية في البورصة .

وبناء على ما تقدم في الفصلين السابقين ، فإن الباحث يستطيع ان يضع التوصيات التالية والتي يتصور انها يمكن ان تساهم في حل مشكلة البحث .

وهذا في الحقيقة يمثل أمرا منطقيًا ، فكلما زادت أسعار الفائدة التي يعطيها الجهاز المصرفي لأموالهم في الجهاز المصرفي في البورصة وإيداع الأيداع من إعفاء الضرائب وعدم تحمل مخاطر الاستثمار وهذا يؤدي الى زيادة حجم الصفقات في بورصة الأوراق المالية والعكس صحيح تماما فكلما قلت الصفقات من الجهاز المصرفي لجأ المستثمرين الى سحب الأموال وشراء الأوراق المالية بغية التمتع بالأرباح الموزعة من الأوراق المالية التي تعطى ربحا أكبر من سعر الفائدة .

وهذا يفسر لنا هذا الارتباط القوي بين سعر الفائدة وإجمالي الصفقات في البورصة .

ومما سبق يتضح ان التغير في أسعار الفائدة على الأوعية الإدخارية يؤدي الى تغير معاكس في أسعار الفائدة على الأوراق المالية في السوق وقد اتضح ذلك جليا مما يلي:

- (١) جاء معامل هذا المتغير المستقل (سعر الفائدة المستقلة) تأثيرا على ثلاثة أوراق (أكبر المتغيرات)
- (٢) جاء هذا المعامل ذو إشارة سالبة وهذا يعني ان تأثيره جاء عكسيا .

صندوق توفير البريد ، وهيئة التأمينات والمعاشات وهيئة التأمينات الاجتماعية بالاحتفاظ بنسبة من ودائعها تستثمر في اسهم وسندات متداولة وسندات متداولة في البورصة . ولا يمكن زيادة حجم التعامل ولتشجيع الافراد على استثمار مدخراتهم في الاوراق المالية .

فانه قد يكون من المناسب ان تقوم البنوك بدور حقيقي ، وانشاء اجهزة امناء استثمار على غرار جهاز امناء الاستثمار بالبنك الاهلي ، يكون مهمته توجيه الاستثمارات كما يتعين انشاء جهاز استثمار في البورصة يقوم بمهمة تقديم النصح والاستشارة للمساهمين حول الاسهم المتداولة والاكتتابات الجديدة .

ثالثا : يمكن ان يكون للجهاز المصرفي دورا كبيرا في تنشيط حركة التعامل في البورصة بأن يقوم هذا الجهاز بما يلي :

(١) تيسير شروط الاقراض بضمان الاوراق المالية ، بأن ترفع نسبة الاقراض الى ٧٠ ٪ من القيمة السوقية للاسهم ، بينما هي حاليا في حدود ٤٠ ٪ او ٥٠ ٪ على اكثر تقدير وحسب مركز الشركة المالي وجهة انتمائها ، كأن تكون من شركات القطاع العام المختلطة ، التي يسهم فيها القطاع الخاص مع القطاع العام او شركات القطاع الخاص .

التوصيات

أولا : ان تسرع الشركات المساهمة بالاهتمام بتوزيعات الارباح على أسهمها ، حتى تصبح متقاربة مع اسعار الفائدة العالوية على المدخرات فسي البنوك ، وان تبدأ الشركات من الآن في اعلان ذلك ، وخاصة بعد الغاء الحد الاقصى لتوزيعات الارباح المنصرفة لاسهمهم ، والذي ظل محسودا بنسبة ١٥ ٪ ، حتى يشعر المساهمين ان قرار الغاء الحد الاقصى لتوزيعات الارباح قد حقق الهدف منه ، وحتى لا تؤثر مخريات الادخار بالبنوك وفوائد الودائع على حركة التعامل بالبورصة ، وحتى لا يتجه المستثمرون الى تصفية محافظهم وخاصة في الاوراق التي يقل الربح الموزع لها عن عوائد الاستثمار في الوعية الاخرى ، وتكون نتيجة ذلك ان عروض البيع تتم بسعر اقل من القيمة الحقيقية للاسهم ، او حتى من القيمة الاسمية مقابل التخلص منها) .

ثانيا : ان يبحث القطاع المصرفي امكان تحريك محافظ اوراقه المالية ، بهدف مساندة سوق المال ، وموازنة الاسعار ، للعمل على استقرارها ، والحد من اتجاهات المضاربة ويطالب خبرات المال بالسماح لشركات التأمين باعادة تكوين محافظها من الاوراق المالية ، كما كان متبعها من قبل ، وكذا السماح للهيئات الادخار

اهدار سندوات حكومية جديدة بسعر فائدة مرتفع نسبيا ومعفاة الضرائب .

ويرى الباحث ان تقوم الشركات المساهمة باصدار سنداتها الخاصة لتمويل نشاطها بذلك من الدولة على ان يصدر قرار باعفاء هذه السندات من الضرائب اسوة بالسندات الحكومية والودائع المصرفية ، كذلك يشترط ان يكون سعر الفائدة هو السعر السائد في الاسواق العالمية للقروض طويلة الاجل .

اعفاء توزيعات الارباح السنوية العينية او النقدية من ضريبة ايرادات القيم المنقولة اسوة بالاوعية الادخارية اكتفاء بغرض ضريبة الارباح التجارية والصناعية على ناتج اعمال الشركة .

وان هذا الاقتراح قد لا يتماشى مع النظم الضريبى ، حيث ان الارباح المحتجزة فقط هى التى تخضع لضريبة الارباح التجارية والصناعية بينما الارباح المنصرفة تخضع لضريبة القيمة المنقولة وبالتالي فليس هناك ازدواج ضريبية بالنسبة للارباح المنصرفة . فالارباح الصافية تخضع لاحدى الضريبتين فقط وليس للاثنتين معا ولذلك يوصى الباحث بأن تعفى نسبة من الارباح المنصرفة من ضريبة القيم المنقولة وتواجهها توازى متوسط الفائدة على المدخرات المختلفة المعفاة من الضرائب ، كأن تعفى نسبة من

ناسا :

ناسا :

تخفيض سعر الفائدة المدينة على القروض بالاراق المالية ، وذلك بتخفيض سعر القروض بالمدينة التى تحملها البنوك على القروض التجارية ومنها الاقراض بضمان الوراق المالية .

لدى البنك المركزى بتكوين " محافظ متحركة البنوك مشترية لالوراق المالية المختلفة " بمعنى ان تدخل المتداوله فى سوق الوراق المالية المختلفة تجد البنوك ان الاسعار انخفضت انخفضا ليس لها مبرر قياسا الى المركز المالى للشركة او نشاطها الجارى وعلى ان تتدخل هذه البنوك بائحة مستشعرت ان اسعار بعض الاسهم قد تجاوزت القيمة الذاتية للسهم المحصوبة على اساس نشاط الشركة الجارى ، ومركزها المالى والارباح التى تصرفها ومستقبلها فى السوق .

وبهذا التصرف تساعد البنوك السوق المالية وتوازن كلتى العرض والطلب .

رابعا :

تشجيع شركات التأمين للدخول ثانية كمشترى لجزء من احتياطياتها فى تكوين محافظ لالوراق المالية كذلك الامر بالنسبة لمناقب توفير البريد ، فضلا عن هيئة التأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية التى تشكو من انهيار التأمينات الاستثمارية نتيجة لايذاء حملة ايراداتها فى صندوق الاستثمار القومى بفائدة وصلت الى ٧ ٪ .

وبالتالى لا تحمل شركات الاموال بأعباء الخدمات الاجتماعية المركزية والمطلبة التى تصل الى ١٥ ٪ من الارباح المنصرفة لان فى ذلك فرض ضريبة اضافية على نشاط محدد وهو نشاط شركات الاموال . بينما جميع الانشطة الاخرى معفاة من هذا الالتزام والعدالة تقتضى المساواة فى هذا المبدأ .

وهكذا يكون الباحث قد حقق اهداف هذا البحث والتى كانت قد تمثلت فيما يلى :

- (١) قياس آثار التغيير فى اسعار الفائدة على الأوعية الادخارية على قيم الاوراق المالية فى البرمجة - لبعض شركات المساهمة - وقد قيست .
- (٢) قياس آثار التغيير فى قيم الاوراق المالية - لبعض الشركات المساهمة - على متطلبات التمويل ومصادره وتكلفته بها وقد قيست .
- (٣) وضع التصورات الممكنة لعلاج مشكلة البحث ، ولعل هذه التوصيات السابق سردها تشير الى هذه التصورات .

الارباح المنصرفة فى حدود ٦ ٪ من قيمة الاسمية من الضريبة ، فاذا صرفت الشركة ارباح اكثر من هذه النسبة يخضع الفائض للضريبة وبذلك تعامل الأوعية الادخارية والاستثمارات بنفس المستوى من حيث التمتع بالاعفاء الضريبي .

وبديهي ان اعفاء نسبة من الارباح المنصرفة من الضريبة النوعية سيغنيها ايضا من فرياد الابرار العام وفى ذلك عدالة بين المدخ والمستثمر .

سابعاً :

يوصى الباحث بضرورة اعادة النظر بالنسبة للموجة للخدمات المركزية والمحلية والباءة لا يرى جوى من تجديد ٥ ٪ من الارباح فى شـراء سندات حكومية بينما الشركات تحتاج الى سيولة نقدية وتقتضى من البنوك بالفائدة المرتفعة ، كما ان تجديد ٥ ٪ من الارباح الصافية تجديد الأرباح هى من حق المساهمين يتمرفون فيها كبقما شـاروا وذلك يرى الباحث ان يتم تعديل البنء (٥) من القانون رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤ ليصير توزيع الأرباح الصافية على النحو التالى :

(أ)

٩٠ ٪ للمساهمين .

(ب)

١٠ ٪ للمعاملين نقداً وبدون حد اقسى .