

## السياسة النقدية وكفاءة سوق الأوراق المالية المصري

ماهر عبد الرازق عبد الرازق عبد العزيز

### الملخص:

تسعى هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين السياسة النقدية ودورها في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٥. وقد استخدم الباحث سلسلة زمنية وتطبيق النموذج المقترح بإستخدام برنامج SPSS. وتوصلت الدراسة إلى أن سعر الفائدة هو أكثر المتغيرات المتعلقة بالسياسة النقدية تأثيراً على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري.

### Abstract:

This study seeks to investigate the relationship between monetary policy and its role in achieving efficiency of the Egyptian Financial market during the period from 2000 to 2015. The researcher used a time series and applied the proposed model using the SPSS program. The study concluded that the interest rate is the most variable related to monetary policy impact on the efficiency of the Egyptian Financial market

### المقدمة:

اهتم الاقتصاديون بالسياسات النقدية واختلفت وجهات نظرهم ما بين أن يكون دور هذه السياسة غير مباشر كما في الاتجاهات الكينزية أو ذات دور مباشر كما في اتجاهات المدرسة النقدية، ومن ثم يكون لها الوزن الأكبر فيما بين حزمة السياسات الاقتصادية، والتي تستخدم لتحقيق الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية الكلية من خلال تأثيرها على متغيرات الاقتصاد الكلي مثل التضخم وحجم التوظيف واجمالي الناتج القومي الحقيقي. وتعد سوق الأوراق المالية من القنوات الهامة لنشر السياسة النقدية في الاقتصاد، وسعر الفائدة كأحد أدوات السياسة النقدية يؤثر على تلك

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزيز

السوق التي تتسم عادة بعدم الاستقرار خاصة في الدول النامية، ومنها مصر. لذا يلخص الباحث مشكلة الدراسة في هذين السؤالين:-

١. هل تتأثر مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية بمتغيرات السياسة النقدية؟
٢. هل يمكن أن يكون لمتغيرات السياسة النقدية دور ملحوظ في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية؟

### هدف البحث :

- ١- التعرف على ماهية الأسواق المالية بصفة عامة والمصرية بصفة خاصة.
- ٢- التعرف على دور السياسة النقدية في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية.
- ٣- الوصول إلى أكثر متغيرات السياسة النقدية تأثيراً على سوق الأوراق المالية.
- ٤- الوصول إلى نتائج ربما تساعد متخذي القرار في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية.

### فرضية البحث :

تفترض الدراسة أنه يوجد تأثير للسياسة النقدية على متغيرات سوق الأوراق المالية في مصر بشقيها الأولي والثانوي.

### حدود البحث:

١. **حدود زمانية:** تسعى هذه الدراسة الى محاولة التوصل الى معرفة مدى تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٢.
٢. **حدود مكانية:** يتم التطبيق في مصر.

### خطة البحث:

تم تقسيم هذا البحث لتحقيق أهداف الدراسة إلى الآتي:

**أولاً:** تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية المصري

**ثانياً:** التحليل القياسي.

## أولاً: تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية المصري

كانت البورصة المصرية تمثل خامس أنشط بورصة في العالم أثناء حقبة الأربعينات ، ونتيجة لما شهدته مصر خلال الستينات من عمليات تأميم لعدد من الشركات المصرية دخلت البورصة المصرية في مرحلة تباطؤ في الأداء إلى أن بدأت الحكومة في تطبيق منظومة شاملة للإصلاح الاقتصادي و الخصخصة كان من شأنها صدور قانون سوق رأس المال المصري عام ١٩٩٢ و هو القانون الذي فتح الباب - وما تبعه من لوائح و قرارات - مجدداً لإعادة النشاط للبورصة المصرية التي شهدت عاماً تلو الآخر إضافة أنشطة جديدة ومؤسسات عديدة تعمل في مختلف تخصصات سوق المال إلى أن أصبح سوق المال المصري من أقوى أنشطة الأسواق في المنطقة ومن أكثرها عمقاً و اكتمالاً للبنية التشريعية و المؤسسية والتكنولوجية وتطبيقاً للمبادئ والمعايير الدولية الحاكمة لأسواق المال، و قد بلغ عدد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ٧١٦ شركة بنهاية عام ٢٠١٥ مرخص لها بمزاولة عدد ٨٠٣ نشاط

تشمل مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر مؤشرات كل من سوق الإصدار وسوق التداول، وهو ما سيتم تناوله خلال فترة الدراسة:

## أ- مؤشرات سوق الإصدار:

يساهم سوق الإصدار النشط في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، من خلال دوره في تشجيع الادخار وتحويله إلى استثمارات طويلة الأجل، وبالتالي فإنها تساعد الشركات في الحصول على مصدر مستمر لتمويل توسعاتها الاستثمارية، وإيجاد مصدر اخر بديل للاقتراض من البنوك. وبملاحظة البيانات المتاحة يمكن تتبع تطور سوق الإصدار من خلال توضيح كل من إصدارات الأسهم والسندات: الإصدارات الجديدة من الأسهم تشمل إصدارات الأسهم الجديدة للشركات الجديدة(أسهم التأسيس) أو أسهم زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل، وهو ما يتضح من الجدول رقم (١):

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزيز

جدول (١) التطور السنوي لإجمالي إصدارات الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية:

(القيمة بالمليون جنيه)

السنة	إجمالي قيمة إصدارات الأسهم
٢٠٠٠	١٧٠٦٠,٦
٢٠٠١	١٤٤٤٣,٣
٢٠٠٢	١٥٣٣٥,٥
٢٠٠٣	١٨٧٩٥,٩
٢٠٠٤	٢١٣٥٤,٧
٢٠٠٥	٣٦٩٨٣,٧
٢٠٠٦	٩٨٠٥٧,٨
٢٠٠٧	١٠٤٦٦٦
٢٠٠٨	٨٠٩٦٢
٢٠٠٩	٦٥٨٠,٢
٢٠١٠	٨٨٧٤٢
٢٠١١	٤٣٨١٥
٢٠١٢	٤١٩٨٥
٢٠١٣	٣٨٤٣٠
٢٠١٤	٤١٠٦٠
٢٠١٥	٧٩١١٧

المصدر :- تقارير البورصة المصرية السنوية ، أعداد مختلفة.

يتضح من بيانات الجدول (١) أن إجمالي قيمة الإصدارات اتجهت للانخفاض خلال السنوات (٢٠٠٢-٢٠٠٠) لتبلغ حوالي ١٧٠٦٠,٦ و ١٤٤٤٣,٣ و ١٥٣٣٥ مليون جنيه على الترتيب، وفي عام ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ اتجهت للارتفاع لتبلغ حوالي ١٨٧٩٥,٩ ، ٢١٣٥٤,٧ مليون جنيه على التوالي وهذا قد يرجع ذلك إلى التأثير بقرار تحرير سعر صرف الجنيه المصري، ثم اتجهت للتحسن مرة أخرى في الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧، حيث ٣٦٩٨٣,٧ ، ٩٨٠٥٧,٨ ، ١٠٤٦٦٦ مليون جنيه على

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

الترتيب، نتيجة توفر ثقة كبيرة من جانب المستثمرين العرب والأجانب بالبورصة المصرية، ثم إنخفضت بعد ذلك خلال أعوام ٢٠٠٨، ٢٠٠٩، ٢٠١٠ حيث بلغت قيمة الإصدارات الأولية للأسهم ٨٠٩٦٢، ٦٥٨٠٢، ٨٨٧٤٢ مليون جنيه على التوالي. حيث أثرت أحداث الأزمة العالمية على إقتصادات العالم ومن بينها الإقتصاد المصري، مما يعنى انخفاض مساهمة سوق الأوراق المالية فى تمويل مشروعات جديدة، وضعف الطاقة الاستيعابية للسوق، وعدم القدرة على استقطاب المدخرات وتحويلها الى إستثمارات مالية. ويتضح خلال السنوات ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣ حدث هبوط فى قيمة اصدارات الأسهم بشكل كبير حيث بلغت ٤٣٨١٥، ٤١٩٨٥، ٣٨٤٣٠ مليون جنيه على الترتيب نتيجة أحداث ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، وتوقف أعمال البورصة خلال تلك الفترة.

بالنسبة لإصدارات السندات فقد بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات حوالى ٧,٧ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٦) وقد مثلت نحو ٣,٣% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال نفس الفترة. حيث يتضح أن اصدار السندات إتسم بالتدنى خلال فترة الدراسة، حيث يتضح من الجدول رقم(٢) أن نسبة إصدارات سندات الشركات كانت ضئيلة خلال فترة الدراسة بالمقارنة بإصدارات سندات الحكومة حيث إرتفعت بشكل طفيف خلال الفترة (٢٠٠٣ - ٢٠٠٥)، ثم إنخفضت بعد ذلك كما يتضح من الجدول رقم(٢) حيث بلغت ٣% عام ٢٠٠٨.

بالنسبة للسندات الحكومية يتضح من الجدول رقم (٢) إرتفاع نسبتها عن سندات الشركات حيث من المعروف أن تلجأ بعض الدول الى الاقتراض المحلى عن طريق إصدار سندات حكومية أو أذون خزانة يتم تداولها فى سوق المال نظرا لحاجة هذه الدول للأموال النقدية، إما لتمويل مشروعات البنية التحتية، أو تمويل مشروعات تنموية مباشرة أو غيرها من المشروعات الحيوية، التى تقوم عليها عملية التنمية الاقتصادية للدولة. وتتمتع هذه السندات بدرجة كبيرة من الجاذبية حيث أن عائدها يتمتع بالإعفاء الضريبي وتضائل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله، وأيضا لها دور فى تنشيط عملية التداول.

جدول (٢) قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات والحكومة خلال فترة الدراسة:

(القيمة بالمليون جنيه)

السنة	قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات	قيمة الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية	إجمالي قيمة إصدار سندات الشركات والحكومة	**	**
٢٠٠٠	٣٩٢	٣٠٠٠	٣٣٩٢	٣	٩٧
٢٠٠١	٨١٠	١٤٢٠٠	١٥٠١٠	٥	٩٥
٢٠٠٢	٥٠٠	١٤٤٠٠	١٤٩٠٠	٣	٩٧
٢٠٠٣	٣٨٥٠	١٤٨٠٠	١٨٦٥٠	٢٠	٨٠
٢٠٠٤	١٤٠٠	١٤٨٠٠	١٦٢٠٠	٩	٩١
٢٠٠٥	٤٩٠٠	٢٨٥٠٠	٣٣٤٠٠	١٥	٨٥
٢٠٠٦	٧٩٩	١٦٠٠٠	١٦٧٩٩	٥	٩٥
٢٠٠٧	٤٠٠٠	٥٧٦٠٠	٦١٦٠٠	٦	٩٤
٢٠٠٨	٢٣٠٠	٥٨٥٢	٨١٥٢	٣	٩٧
٢٠٠٩	-	٩٢٦٠٠	-	-	١٠٠
٢٠١٣	١٨٠٦	٢٨٧٧٧.٣	٢٨٧٩١	-	-

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات - التقرير السنوي للبنك المركزي ، أعداد مختلفة.

\*\* تم الحساب بواسطة الباحث .

ب- تطور مؤشرات سوق التداول في مصر:

بشكل عام، حتي يمكن التعرف على مدى تطور سوق التداول في سوق الأوراق المالية، يتم الإشارة إلى بعض المؤشرات منها:

- دراسة مؤشر حجم السوق.
- دراسة مؤشر سيولة السوق.
- دراسة مؤشر تركيز السوق.

## ١- مؤشر حجم السوق:

يعد كبر حجم السوق مؤشرًا إيجابيًا على نشاط التداول في سوق الأوراق المالية، ويمكن التعبير عن اتساع حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:

أ- نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ب- عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية

### أ- نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي:

يعرف رأس المال السوقي بأنه القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة، أي أنه مجموع القيمة السوقية للأسهم المقيدة، ويقصد برسمة البورصة Capitalization متوسط السعر السوقي للسهم مضروبًا في عدد الأسهم المقيدة بالبورصة. وتعد من المؤشرات الرئيسية لقياس نمو نشاط سوق الأوراق المالية، ومعرفة مدى التطور في الحجم النسبي لسوق الأوراق المالية.

يوضح الجدول التالي إرتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية ١١٩,٧٨ مليار عام ٢٠٠٠، ثم حدث هبوط طفيف عام ٢٠٠١ إلى ١١١,٣ مليار جنيه وذلك كرد فعل طبيعي لحالة الركود الاقتصادي التي بدأت منذ منتصف عام ١٩٩٩ وإنعكس ذلك على سوق الأوراق المالية، من خلال ضعف إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركات، ثم أخذت قيمة رأس المال السوقي الاتجاه التصاعدي خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) لتصل إلى ٧٦٨ مليار جنيه بمتوسط معدل نمو سنوي حوالى ٤٢%. ثم هبطت إلى ٤٧٣,٧ مليار جنيه عام ٢٠٠٨، كما يتضح من بيانات جدول رقم (٣) ثم إنخفض رأس المال السوقي إلى ٤٩٩,٦ ، ٤٨٨,٦ مليار جنيه عامى ٢٠٠٩، ٢٠١٠ على التوالي. ثم انخفض بشكل كبير في عام ٢٠١١ حيث بلغ ٢٩٣,٦ مليار جنيه، ثم ارتفع مرة أخرى إلى ٤٢٧ مليار عام ٢٠١٣.

جدول (٣) تطور رأس المال السوقي (رسمة البورصة) في مصر (٢٠٠٠-٢٠١٥):

( القيمة بالمليون جنيه )

السنة	رأس المال السوقي	معدل النمو السنوى %
٢٠٠٠	١١٩٧٧٨	٦,٦٣
٢٠٠١	١١١٣٣٣	٧,٠٥-
٢٠٠٢	١٢٢٠١٤	٩,٦

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

السنة	رأس المال السوقى	معدل النمو السنوى %
٢٠٠٣	١٧١٩٩٢	٤١
٢٠٠٤	٢٣٣٨٨٧	٣٦
٢٠٠٥	٤٥٦٢٧٨	٩٥,١
٢٠٠٦	٥٣٣٩٨٧	١٧
٢٠٠٧	٧٦٨٢٧٦	٤٣,٨٧
٢٠٠٨	٤٧٣٧٣٨	٣٨,٣٤-
٢٠٠٩	٤٩٩٦١٣	٥,٤٦
٢٠١٠	٤٨٨٢٠٩	٢,٢-
٢٠١١	٢٩٣٦١٥	٣٩,٩-
٢٠١٢	٣٣٩٣٥١	١٥,٦
٢٠١٣	٤٢٧٠٠٠	٢٥,٨
٢٠١٤	٥٠٠٠٠٠	١٧,٠٩
٢٠١٥	٤٣٠٠٠٠	١٤-

المصدر : - موقع البورصة المصرية. مركز دعم واخذ القرار، رئاسة الوزراء .

- معدل النمو السنوى محسوب بواسطة الباحث .

أما بالنسبة لتطور نسبة رأس المال السوقى فى سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلى الإجمالى خلال فترة الدراسة (٢٠٠٠-٢٠١٣)، يتضح ارتفاع قيمة مؤشر نسبة رأس المال السوقى إلى الناتج المحلى الإجمالى من ٣٥,٢% عام ٢٠٠٠ إلى ١٠٠% تقريباً عام ٢٠٠٧. ويعنى ارتفاع قيمة هذا المؤشر زيادة قدرة السوق على المساهمة في تعبئة رأس المال اللازم لتحقيق النمو الاقتصادى من خلال توفير التمويل اللازم للشركات المقيدة في السوق. وبالأخص الشركات الصناعية، مما يساعد على نمو القطاع الصناعى. وترجع الزيادة المطردة في رأس المال السوقى منذ التسعينات إلى الاهتمام بتطوير التشريعات والقوانين المشجعة والمحفزة للسوق، بالإضافة إلى زيادة نشاط الخصخصة حيث تم طرح مزيد من أسهم شركات قطاع الأعمال العام. ومن الملاحظ أن نسبة رأس المال السوقى إلى الناتج المحلى الإجمالى كما يتضح من بيانات جدول (٤) أنها أظهرت إتجاهاً عاماً للارتفاع خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٤ ولكن ذلك لم يمنع من تراجع هذه النسبة عام ٢٠٠٠ وخلال الفترة (٢٠٠٠- ٢٠٠٢)، ثم أخذت إتجاهاً تصاعدياً متواصلأ اعتباراً من عام



ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

٢٠٠٣ مع قفزة كبيرة خلال الفترة (٢٠٠٤ - ٢٠٠٧) ثم هبطت تلك النسبة خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٠). بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية. ثم هبطت بشكل أكبر خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٣).

جدول (٤) تطور نسبة رأس المال السوقي الى الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠١٥):

(القيمة بالمليون جنية)

السنة	رأس المال السوقي	الناتج المحلي الاجمالي	النسبة %
٢٠٠٠	١١٩٧٧٨	٣٤٠١٠٠	٣٥,٢
٢٠٠١	١١١٣٣٣	٣٥٨٧٠٠	٣١
٢٠٠٢	١٢٢٠١٤	٣٧٨٩٠٠	٣٢,٢
٢٠٠٣	١٧١٩٩٢	٤١٧٥٠٠	٤١,٢
٢٠٠٤	٢٣٣٨٨٧	٤٨٥٠٠٠	٤٨,٢
٢٠٠٥	٤٥٦٢٧٨	٥٣٨٥٠٠	٨٤,٧
٢٠٠٦	٥٣٣٩٨٧	٦١٧٧٠٠	٨٦,٤
٢٠٠٧	٧٦٨٢٧٦	٧٤٤٨٠٠	١٠٠,٠٣
٢٠٠٨	٤٧٣٧٣٨	٨٩٥٥٠٠	٥٢,٩
٢٠٠٩	٤٩٩٦٠٠	١٠٤٢٢٠٠	٤٧,٩
٢٠١٠	٤٨٨٦٠٠	١٢٠٦٧٠٠	٤٠,٥
٢٠١١	٢٩٣٦١٥	١٣٠٩٩٠٦,٨	٢٢,٤
٢٠١٢	٣٣٩٣٥١	١٤٧٣٢٦,١	٢٣
٢٠١٣	٤٢٧٠٠٠	١٩٦٤٨٨٨,٧	٢١,٧
٢٠١٤	٥٠٠٠٠٠	٢١٣٤٦٢٠	٢٥,٤
٢٠١٥	٤٣٠٠٠٠	٢٥٤٣٦٩٨,٢	١٦,٩

المصدر :- موقع البورصة المصرية . مركز دعم واتخاذ القرار ، رئاسة الوزراء .

- البنك المركزي المصري ، المجلة السنوية، أعداد مختلفة .

- وزارة المالية، التقرير المالي الشهري، أعداد مختلفة.

ب- عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري:

يتم قياس مؤشر الحجم النسبي لسوق الأوراق المالية من خلال تتبع عدد الشركات المسجلة، حيث بلغت عدد الشركات المسجلة في عام ٢٠٠٠ نحو ١٠٣٦

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

شركة حيث بلغ عدد الشركات المتداول أوراقها ٦٥٩ شركة أي بنسبة ٦٤% من إجمالي الشركات المقيدة. وفي عام ٢٠٠١ بلغ عدد الشركات المسجلة نحو ١٠٧٠ شركة، تمثلت عدد الشركات المتداول أوراقها ٦٤٣ شركة أي بنسبة ٦٠%. وبلغت في عام ٢٠٠٢ عدد الشركات المسجلة نحو ١١٣٦ شركة، تمثلت عدد الشركات المتداول أوراقها ٦٧١ شركة أي بنسبة ٥٩% من إجمالي الشركات المقيدة. ثم حدث انخفاض في عدد الشركات المقيدة خلال الفترة ما بين (٢٠٠٢-٢٠٠٧) ليصل إلى حوالي ٦٥٦ شركة في عام ٢٠٠٦، ثم انخفض إلى ٥٥٥ شركة في عام ٢٠٠٧، ثم انخفض إلى ٣٧٧ شركة في عام ٢٠٠٨، ثم انخفض إلى ٣٣٣ شركة في عام ٢٠٠٩، ثم انخفضت إلى ٢١٢ شركة في عام ٢٠١٣، كما يتضح من بيانات الجدول رقم (٥):

جدول (٥) عدد الشركات المقيدة والمتداولة في سوق الأوراق المالية المصري (٢٠١٥-٢٠٠٠):

السنة	عدد الشركات المقيدة بالبورصة	عدد الشركات المتداولة بالبورصة	نسبة الشركات المتداولة إلى الشركات المقيدة %*
٢٠٠٠	١٠٣٦	٦٥٩	٦٤
٢٠٠١	١٠٧٠	٦٤٣	٦٠
٢٠٠٢	١١٣٦	٦٧١	٥٩
٢٠٠٣	١١٢٢	٥٤٠	٤٨
٢٠٠٤	٨٠٠	٥٠٣	٦٣
٢٠٠٥	٧٦٧	٤٤١	٥٧
٢٠٠٦	٦٥٦	٤٠٧	٦٢
٢٠٠٧	٥٥٥	٣٣٧	٦١
٢٠٠٨	٣٧٣	٣٢٢	٨٥
٢٠٠٩	٣٠٦	٢٨٩	٨٧
٢٠١٠	٢١٢	٢١١	٩٨
٢٠١١	٢١٣	٢٠٤	٩٥,٨
٢٠١٢	٢١٣	٢٠٤	٩٥,٨
٢٠١٣	٢١٢	٢٠٦	٩٧,١
٢٠١٤	٢١٤		
٢٠١٥	٢٢٢		

### \* حساب العمود الأخير بواسطة الباحث.

علاوة على ماسبق، يعتبر عدد الشركات في السوق المصري مؤشراً جيداً عن حجم السوق، حيث يسمح بقيد الشركات المغلقة(العائلية) التي لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام والتي يحتفظ ملاكها بما في حوزتهم من أوراق مالية دون عرضها للتداول، ومثل هذه الشركات تعطي مؤشراً مضللاً عن حجم السوق، حيث يجب أن يقاس فقط بالعدد الفعلي للشركات التي تتداول به، حيث بلغ عدد الشركات المتداولة في أعوام ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٨، ٢٠٠٩، ٢٠١٠، ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣ نحو ٤٠٧، ٣٣٧، ٣٢٢، ٢٨٩، ٢١١، ٢٠٤، ٢٠٤، ٢٠٦ على التوالي.

حيث مثلت نسبة الشركات المتداولة من إجمالي الشركات المقيدة عام ٢٠٠٦ نحو ٦٢%، وعام ٢٠٠٧ نحو ٦١%، وعام ٢٠٠٨ نحو ٨٥%، وعام ٢٠٠٩ نحو ٨٧%، وعام ٢٠١٠ نحو ٩٨%، وعام ٢٠١١ نحو ٩٥,٨% وعام ٢٠١٣ نحو ٩٧,١%. وبالتالي كل هذا يؤدي إلى ضيق نطاق السوق وضعف حركة التعامل عليها، وذلك على عكس الشركات ذات الاكتتاب العام التي تساعد على توسيع نطاق السوق، نظراً لأنها تقوم على اجتذاب مدخرات صغار المدخرين الذين يسعون إلى الاستفادة من العائد الذي تدره الأوراق المالية من إرتفاع قيمة الورقة المالية في السوق.

### ٢- مؤشر سيولة السوق:

يتم دراسة هذا المؤشر من خلال دراسة تطور قيمة التداول السنوى في مصر خلال الفترة (٢٠٠٠- ٢٠١٣)، حيث بلغت قيمة الأوراق المالية المتداولة حوالي ٥٣,٤٠٦ مليار جنيه مصري عام ٢٠٠٠، ثم انخفضت هذه القيمة في الفترة ما بين (٢٠٠١-٢٠٠٣) لتصل إلى ٢٧,٨ مليار جنيه مصري فى نهاية عام ٢٠٠٣. ثم أخذت قيمة الأوراق المالية المتداولة في الزيادة من حوالى ٤٢,٣ مليار جنيه مصري عام ٢٠٠٤ إلى ٣٦٣,٥ مليار جنيه مصري عام ٢٠٠٧، ثم بلغت قيمة الأوراق المالية المتداولة ٥٢٩,٦، ٤٤٨,٢، ٣٢١,٤ مليار جنيه فى نهاية أعوام ٢٠٠٨، ٢٠٠٩، ٢٠١٠ على الترتيب، وانخفضت قيمة الأوراق المالية المتداولة إلى ١٤٨,٢ مليار بسبب أحداث ثورة ٢٥ يناير كما يتضح من بيانات الجدول رقم (٦).

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

جدول (٦) حجم وقيمة التداول السنوى فى البورصة المصرية (٢٠٠٠-٢٠١٣):

السنة	قيمة التداول السنوى (القيمة بالمليون جنيه)	قيمة التداول السنوى إلى الناتج المحلى الاجمالى
٢٠٠٠	٥٣٤٠٦	١٥,٧
٢٠٠١	٣١٦٧٤	٩,٥
٢٠٠٢	٣٤١٨٨	٩,٧
٢٠٠٣	٢٧٧٨٣	٧,١١
٢٠٠٤	٤٢٣٧٣	٩,٣
٢٠٠٥	١٦٠٣٣٢	٣١,٦
٢٠٠٦	٢٨٧٠٩٠	٤٩,٣
٢٠٠٧	٣٦٣٥٢٦	٥١,١
٢٠٠٨	٥٢٩٦٢٤	٦١,٩
٢٠٠٩	٤٤٨٢٦٠	٤٥,١
٢٠١٠	٣٢١٣٦٠	٢٧,٩
٢٠١١	١٤٨٢٤٦	١١,٣
٢٠١٢	١٨٥٠٣٠	١٢,٥
٢٠١٣	١٦٢٠٠٠	٨,٢
٢٠١٤	٢٩١٠٠٠	١٣,٦
٢٠١٥	٢٤٨٠٠٠	٩,٧

المصدر: موقع البورصة المصرية، مركز دعم واتخاذ القرار ، رئاسة الوزراء

٣- مؤشر تركيز السوق:

يعد مؤشر EGX30 أحد المؤشرات التى تستخدم لمعرفة درجة تركيز سوق المال. ويوضح الجدول التالى تطور هذا المؤشر فى السوق المصرى.

جدول (٧) تطور مؤشر البورصة الرئيسي EGX٣٠ :

السنة	مؤشر EGX٣٠
٢٠٠٠	٧١٥,٧٣
٢٠٠١	٤٩٠,٠٥
٢٠٠٢	٤٩٢,٨٥
٢٠٠٣	١١٥٥,٥١
٢٠٠٤	٢٥٨٨
٢٠٠٥	٦٤٢٥
٢٠٠٦	٦٩٧٣,٤١
٢٠٠٧	١٠٥٤٩,٧٤
٢٠٠٨	٤٥٩٦
٢٠٠٩	٦٢٠٩
٢٠١٠	٧١٤٢
٢٠١١	٣٦٢٢
٢٠١٢	٥٤٦٢
٢٠١٣	٦٧٨٢,٨٤
٢٠١٤	٨٩٢٦,٥٨
٢٠١٥	٧٠٠٦,٠١

المصدر: تقارير البورصة السنوية، أعداد مختلفة.

**ثانياً: التحليل القياسي**

النموذج الأول: قياس العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ورأس المال السوقي في سوق الاوراق المالية:

يتمثل مؤشر رأس المال السوقي في قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية. ويستخدم هذا المؤشر عند عدد من المراقبين للأسواق المالية باعتباره مؤشر لتطور نشاط السوق وتوسعه.

بالنسبة للتحليل القياسي فقد اعتمدت الدراسة على تحليل السلاسل الزمنية من خلال نموذج تحليل الإنحدار وتحليل علاقة الارتباط من خلال التطبيق بواسطة برنامج (SPSS) لدراسة أثر متغيرات السياسة النقدية كمتغير مستقل على رأس المال

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزيز

السوقى فى البورصة كمتغير تابع والذى يتمثل فى رسملة البورصة، خلال فترة الدراسة حيث يتم قياس أثر متغيرات السياسة النقدية كمتغيرات مستقلة على نشاط سوق الأوراق المالية كمتغير تابع من خلال برنامج ( SPSS ) ومحاولة الباحث فى النهاية التوصل إلى النتائج الهامة من الدراسة.

ويتمثل النموذج المراد منه تقدير العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية فى مصر فى الصورة الخطية التالية:

$$Y1 = \alpha_0 + \alpha_1x1 + \alpha_2x2 + \alpha_3x3 + \alpha_4x4 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

ويمكن تعريف المتغيرات نموذج الدالة الخطية الموضح أعلاه على النحو التالي:

### المتغير التابع :

Y1 : تعبر عن رأس المال السوقى المعبر عن نشاط سوق الأوراق المالية فى مصر.

### المتغيرات المستقلة:

x1 سعر الفائدة على الودائع:

x2 سعر صرف الدولار:

x3 حجم الائتمان:

x4 معدل التضخم:

وتتمثل معلمات النموذج فى  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ . والمتغير العشوائى القياسى:  $\varepsilon_t$

تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى ( *OLS the Method of Ordinary Least Squares* ) فى النموذج من خلال المعادلة الخطية التى تتضمن محاولة جعل مجموع مربع انحرافات القيم الحقيقية  $Y_i$  عن القيم التقديرية  $Y_i$  أقل ما يمكن، أى جعل مجموع مربعات الأخطاء العشوائية عند نهايتها الصغرى، لما تتصف به من إعطائها أفضل التقديرات الخطية غير المتحيزة *Best Linear unbiased Estimators (BLUE)*، عن طريق الاعتماد على برنامج ( SPSS ) مختصراً ل ( *Statistical Package for Social Sciences* ). وبالتطبيق على برنامج SPSS، تم التوصل إلى نتائج جيدة لمعنوية النموذج بالكامل حيث بلغت قيمة F نحو ( ١٢.٨٩٢ ) وتساوى قيمة احتمالية معنوية F نحو ( ٠.٠٠ )، مما يعنى ان النموذج معنوى بالكامل. وكذلك النموذج لم يعانى من وجود مشاكل قياسية حيث عادة ما تعانى السلاسل الزمنية من مشكلة الارتباط الذاتى بشكل عام، ويبين ذلك أن قيمة اختبار درين واتسون بلغت نحو

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

(D.W = 3.052). كما أن قيمة الخطأ المعياري Standard Error لمعاملات المتغيرات المختلفة منخفض. ويوضح الجدول (٨) القيمة المقدرة لمعاملات هذا النموذج.

### جدول رقم (٨)

نتائج تقدير أثر المتغيرات المستقلة علي رأس المال السوقي المتغير التابع (Y)

قيمة p- Value	اختبار T- test	قيمة المعاملات	المتغيرات المستقلة
٠,٠١٤	٢.٩٥٨-	.582-	سعر الفائدة على الإيداع
٠,٠٦٨	٢,٠٤٣	0.543	سعر الصرف
٠,٠٠٨	٣,٢٩٥	3.710	لو حجم الائتمان
٠,٢٠	١,٣٧٢-	0.236 -	معدل التضخم

المصدر: بناء علي مخرجات البرنامج الاحصائي (SPSS).

وكانت قيم:

F12.892, sig F = 0.000 , D.W= 3.052

adj R<sup>2</sup> = 0.799 , R<sup>2</sup> = .866

يوضح الجدول السابق أن رأس المال السوقي يتأثر بالمتغيرات المستقلة التي يشملها النموذج وكلها ذات تأثير معنوي عليه بإستثناء معدل التضخم. وعلاوة على ذلك يبين الجدول أيضا أن كلا من سعر الفائدة على الإيداع ومعدل التضخم ذات تأثير سلبي على رأس المال السوقي للبورصة وهو مايتفق مع بينه الباحث في الإطار النظري عن طبيعته تلك العلاقة. كما يوضح الجدول أيضا أن كلا من سعر الصرف وحجم الائتمان ذات تأثير إيجابي على رأس المال السوقي للبورصة المصرية وهو مايتفق أيضا مع النظرية الإقتصادية ومع ماوضحه الباحث في الفصول السابقة. يضاف إلى ذلك أن ٨٦.٦% من التغير في رأس المال السوقي يرجع إلى المتغيرات التي يشملها النموذج كما توضحه R<sup>2</sup> مما يعنى أن النموذج جيد. وبالإضافة لماسبق يستشف الباحث من الجدول السابق مايلي:

١- تشير النتائج الاحصائية بأنه يوجد تأثير معنوي لسعر الفائدة على الودائع على المتغير التابع رأس المال السوقي في البورصة. إذ أن قيمة ت المحسوبة (-2.958=t) ،

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزيز

وقيمة معنوية احتمالية ت (0.014) = P-Value ، وقد بلغت قيمة معامل سعر الفائدة على الايداع نحو (-0.582) وبالتالي يتضح أن تغيرات سعر الفائدة بمقدار الوحدة فإن ذلك سوف يؤدي الى انخفاض رأس المال السوقي في سوق الاوراق المالية بمقدار 0.582 من الوحدة، حيث يتضح أن ارتفاع سعر الفائدة يدفع الافراد الى توجيه أموالهم الى البنوك للاستفادة من ارتفاع سعر الفائدة، مما يدفع أيضا الأفراد الى بيع ما في حوزتهم من أوراق مالية، وبالتالي تنخفض أسعارها في سوق الاوراق المالية.

٢- تشير النتائج إلي أن معامل سعر صرف الدولار يؤثر معنويا على رأس المال السوقي في سوق الاوراق المالية.

٣- تبين من خلال تلك النتائج أن معدل التضخم السنوى لا يؤثر معنويا معنوى على رأس المال السوقي في سوق الاوراق المالية.

٤- تشير النتائج إلي أن معامل حجم الائتمان تؤثر معنويًا على رأس المال السوقي في سوق الاوراق المالية، إذ بلغت قيمة ت المحسوبة (t=3.295) وقيمة معنوية احتمالية ت (0.08) = P-Value ، وقد بلغت قيمة معامل حجم الائتمان نحو (3.710). وبالتالي يتضح أن حدوث تغير في حجم الائتمان بنسبة ١% سيؤدي الى حدوث تغير في رأس المال السوقي بنسبة 3.710% .

بالتالى يتضح بشكل مختصر من نتائج التحليل أن هناك تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة مثل سعر الفائدة على الايداع لمدة ٣ شهور وسعر الصرف وحجم الائتمان على رأس المال السوقي في البورصة كمتغير تابع بينما تأثير معدل التضخم غير معنوى على رأس المال السوقي.

### النموذج الثانى: قياس العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وقيمة التداول السنوى فى سوق الاوراق المالية:

يعرف إجمالى قيمة التداول السنوى بأنه قيمة الأوراق المالية التى يتم بيعها أو شراؤها فى البورصة. أى هو عبارة عن حاصل ضرب عدد الأوراق المالية التى تم التداول عليها فى سعر التداول لكل ورقة مالية، وهو يعبر عن مدى نشاط سوق الأوراق المالية، وكذلك يعبر عن سيولة السوق حيث يمكن قياس مستوى سيولة السوق من خلال مؤشرين هما نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلى الإجمالى وقيمة التداول كنسبة من رأس المال السوقي، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رأس المال السوقي، إذ يعكس الأخير حجم السوق.



ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

بالنسبة للتحليل القياسي فقد اعتمدت الدراسة على تحليل الإنحدار المتعدد وتحليل علاقة الارتباط من خلال التطبيق بواسطة برنامج (SPSS) لدراسة أثر متغيرات السياسة النقدية كمتغيرات مستقلة علي قيمة التداول السنوي كمتغير تابع والذي يتمثل في إجمالي قيمة التداول السنوي، والذي يعبر عن نشاط السوق خلال فترة الدراسة حيث يتم التحليل القياسي من خلال برنامج ( SPSS ) ومحاولة الباحث في النهاية التوصل إلى النتائج الهامة من الدراسة.

ويتمثل النموذج المراد منه تقدير العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وقيمة التداول السنوى في مصر في الصورة الخطية التالية:

$$\text{LOGY1} = \alpha_0 + \alpha_1x1 + \alpha_2x2 + \alpha_3\text{LOGX3} + \alpha_4x4 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

ويمكن تعريف المتغيرات نموذج الدالة الخطية الموضح أعلاه علي النحو التالي:

#### المتغير التابع :

Y1 : تعبر عن قيمة التداول السنوى في سوق الأوراق المالية.

#### المتغيرات المستقلة:

X1 : سعر الفائدة علي الابداع Deposit interest rare

X2 : سعر الصرف EP-USD Exchange rate

X3 : معدل الائتمان Banks total credit volume

X4 : معدل التضخم Inflation rate

تتمثل معلمات النموذج في  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ . والمتغير العشوائي في النموذج  $\varepsilon_t$  وقد تم الاعتماد علي طريقة المربعات الصغرى ( OLS the Method of Ordinary Least Squares) في النموذج من خلال المعادلة الخطية التي تتضمن محاولة جعل مجموع مربع انحرافات القيم الحقيقية  $Y_i$  عن القيم التقديرية  $Y_i$  أقل ما يمكن، أي جعل مجموع مربعات الأخطاء العشوائية عند نهايتها الصغرى، لما تتصف به من إعطائها أفضل التقديرات الخطية غير المتحيزة Best Linear unbiased Estimators (BLUE) عن طريق الاعتماد علي برنامج ( SPSS ) مختصراً ل (Statistical Package for Social Sciences). وبالتطبيق على برنامج SPSS، وتوصلت الدراسة الي النتائج التي يوضحها الجدول التالي.

## جدول رقم (٩)

نتائج تقدير أثر المتغيرات المستقلة على قيمة التداول السنوي في البورصة كمتغير التابع (Y1)

قيمة p- Value	اختبار T- test	قيمة المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.042	2.334	-0.577	Interest rate
0.982	0.023	0.008	Exchange rate
0.108	1.764	2.492	حجم الائتمان
0.184	0.040-	-0.009	Inflation rate

المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي (SPSS).

وكانت قيم:

$$F = 7.455, \text{ sig } F = 0.004, \text{ D.W} = 2.4$$

$$\text{adj } R^2 = .683, R^2 = .788$$

يوضح الجدول السابق أن النموذج ككل معنوي حيث بلغت قيمة  $F$  نحو (7.455) وتساوى قيمة احتمالية معنوية  $F$  نحو (0.004)، مما يعني ان النموذج معنوي بالكامل، وكذلك النموذج لم يعاني من وجود مشاكل قياسية حيث عادة ما تعانى السلاسل الزمنية من مشكلة الارتباط الذاتي بشكل عام، وبين ذلك أن قيمة اختبار درين واتسون بلغت نحو (2.4)  $(D.W = 2.4)$ ، كما أن قيمة الخطأ المعياري *Standard Error* لمعاملات المتغيرات المختلفة منخفض. كما يوضح الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المعدل  $R^2$  يساوى (0.683)، أي أن 68.3% من التغيرات التي تحدث في قيمة التداول السنوي يرجع إلى المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج وأن 31.7% من التغيرات في قيمة التداول السنوي في البورصة يرجع إلي أثر المتغير العشوائي. وبالإضافة لماسبق يستشف الباحث من الجدول السابق مايلي:

١- يوجد تأثير معنوي لسعر الفائدة على الودائع على المتغير قيمة التداول السنوي في البورصة. إذ أن قيمة  $t$  المحسوبة (2.334)  $(t=2.334)$ ، وقد بلغت قيمة معامل سعر الفائدة على الايداع نحو (-0.577) مما يدل على أن العلاقة بينهما علاقة عكسية حيث تغيرات سعر الفائدة بمقدار الوحدة سوف تؤدي الى انخفاض قيمة التداول السنوي في سوق الاوراق المالية بمقدار 0.577 من الوحدة، حيث يتضح أن ارتفاع سعر الفائدة يدفع الافراد الى توجيه أموالهم الى البنوك للاستفادة من ارتفاع

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

- سعر الفائدة، مما يدفع أيضا الأفراد الى بيع ما فى حوزتهم من أوراق مالية، وبالتالي تنخفض أسعارها فى سوق الاوراق المالية.
- ٢- تشير النتائج إلى أن معامل سعر صرف الدولار ليس له تأثير معنوي على قيمة التداول السنوى فى سوق الاوراق المالية.
- ٣- تبين من خلال النتائج أن معدل التضخم السنوى ليس له تأثير معنوى على قيمة التداول السنوى فى سوق الاوراق المالية.
- ٤- تشير النتائج إلى أن معامل حجم الائتمان لا تؤثر معنويًا على قيمة التداول السنوى فى سوق الاوراق المالية.

### النموذج الثالث: قياس العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر *EGX30* فى سوق الاوراق المالية:

يمثل مؤشر *EGX30* مقياسا جيدا لنشاط السوق المالية لأنشط ٣٠ شركة فى السوق ، وتعتبر السيولة هي المعيار الأهم فى اختيار الثلاثين شركة المكونة لهذا المؤشر، ويعتمد اختيار الشركات فيه على قيمة التداول بالنسبة للشركات المكونة لهذا المؤشر، ولقد تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية (المتغيرات التفسيرية) على مؤشر *EGX30* بسوق الاوراق المالية، وبالنسبة للتحليل القياسى فقد اعتمدت الدراسة على تحليل السلاسل الزمنية من خلال نموذج تحليل الإنحدار وتحليل علاقة الإرتباط من خلال التطبيق بواسطة برنامج (*SPSS*) لدراسة أثر متغيرات السياسة النقدية كمتغير مستقل ومؤشر *EGX30* خلال فترة الدراسة حيث يتم قياس أثر متغيرات السياسة النقدية كمتغيرات مستقلة على مؤشر *EGX30* فى سوق الأوراق المالية كمتغير تابع من خلال برنامج (*SPSS*) ومحاولة الباحث فى النهاية التوصل إلى النتائج الهامة من الدراسة.

يتمثل النموذج المراد منه تقدير العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية فى مصر فى الصورة الخطية التالية:

$$Y_2 = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \alpha_3 x_3 + \alpha_4 x_4 + \epsilon_t \dots \dots \dots (3)$$

ويمكن تعريف المتغيرات فى نموذج الدالة الخطية الموضح أعلاه على النحو التالي:

#### المتغير التابع :

$Y_2$  : تعبر عن مؤشر *EGX30* فى سوق الأوراق المالية فى مصر.

#### المتغيرات المستقلة:

سعر الفائدة على الودائع:  $x_1$

سعر صرف الدولار:  $x_2$   
 حجم الائتمان الكلي بالبنوك:  $x_3$   
 معدل التضخم:  $x_4$

وتتمثل معاملات النموذج في  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ . والمتغير العشوائي  $\varepsilon_t$

تم الاعتماد علي طريقة المربعات الصغرى ( *Ordinary OLS the Method of Least Squares* ) في النموذج من خلال المعادلة الخطية التي تتضمن محاولة جعل مجموع مربع انحرافات القيم الحقيقية  $Y_i$  عن القيم التقديرية  $\hat{Y}_i$  أقل ما يمكن، أي جعل مجموع مربعات الأخطاء العشوائية عند نهايتها الصغرى، لما تتصف به من إعطائها أفضل التقديرات الخطية غير المتحيزة *Best Linear unbiased Estimators* (BLUE)، عن طريق الاعتماد علي برنامج (SPSS) مختصراً ل ( *Statistical Package for Social Sciences* ). وبالتطبيق على برنامج SPSS، تم التوصل إلى نتائج جيدة لمعنوية النموذج بالكامل حيث بلغت قيمة  $F$  نحو (8.607) وتساوى قيمة احتمالية معنوية  $F$  نحو (0.002)، مما يعنى ان النموذج معنوى بالكامل، وكذلك النموذج لم يعانى من وجود مشاكل قياسية حيث عادة ما تعانى السلاسل الزمنية من مشكلة الارتباط الذاتى بشكل عام، وببين ذلك أن قيمة اختبار درين واتسون بلغت (  $D.W = 2.296$  )، كما أن قيمة الخطأ المعياري *Standard Error* لمعاملات المتغيرات المختلفة منخفض، ويوضح الجدول (10) القيم المقدرة لهذا النموذج ومعاملات إحصائية  $t$  المصاحبة لتلك القيم وقيمة معنوية النموذج  $F$ ، وأخيراً قيمة معامل التحديد  $R^2$ .

جدول رقم (10) نتائج تقدير أثر المتغيرات المستقلة علي مؤشر  $EGX30$  في سوق الأوراق المالية كمتغير التابع (Y2)

المتغيرات المستقلة	قيمة المعاملات	اختبار T- test	قيمة p- Value
سعر الفائدة على الابداع	- .704	3.016-	.013
سعر الصرف	-0.013	0.506	.062
حجم الائتمان الكلي بالبنوك	1.115-	-0.836	0.423
معدل التضخم	-.261	1.283-	.228

المصدر: بناء علي مخرجات البرنامج الاحصائي (SPSS).

وكانت قيم:

$$F = 8.607, \text{ sig } F = 0.002, \text{ D.W} = 2.296$$

$$\text{adj } R^2 = .717, R^2 = .811$$

تشير المعلمات المقدرة في المعادلة السابقة إلى معاملات مؤشر  $EGX30$  في السوق بدلالة قيمة معاملات المتغيرات المفسرة للنموذج كسعر الفائدة على الودائع وسعر صرف الدولار وحجم الائتمان الكلي ومعدل التضخم في الاقتصاد المصري، إذ يوضح الجدول (٣-٣) أن النموذج لا يعاني من وجود مشاكل إحصائية أو قياسية، ويبلغ عدد المعلمات المقدرة في النموذج ٤ معلمات، كما تحققت المعنوية الإحصائية لعدد من المعلمات، وقد تبين من نتائج القياس أن معامل التحديد المعدل  $R-2$  يساوي  $(0.717)$ ، أي أن 71.7% من التغيرات التي تحدث في مؤشر  $EGX30$  يرجع إلى المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج وأن 28.3% من التغيرات في مؤشر  $EGX30$  في البورصة يرجع إلى أثر المتغير العشوائي.. أما بالنسبة لنتائج إحصائية  $t$  للمتغيرات المستقلة، تشير نتائج الجدول السابق أن سعر الفائدة على الودائع ذو تأثير معنوي على مؤشر  $EGX30$  في البورصة المصرية وهو ما توضحه إحصائية  $t$  حيث بلغت  $(-3.016)$  ومعنويتها بلغت  $(p\text{-Value}=0.013)$ . أما باقي المتغيرات مثل حجم الائتمان الكلي ومعدل التضخم، أظهرت بيانات التحليل أنها ذات تأثير غير معنوي على مؤشر  $EGX30$ .

وبالتالي سيتم إيضاح نتائج إحصائية اختبار  $t$  و  $P\text{-Value}$  لمعادلة النموذج، كما سيتم إيضاح العلاقات التبادلية بين المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج والمتغير التابع، واختبار فرضيات الدراسة علي النحو الآتي:

١. تشير النتائج الإحصائية بأنه يوجد تأثير معنوي لسعر الفائدة على الودائع على المتغير التابع مؤشر  $EGX30$  في البورصة، إذ أن قيمة  $(t=3.016)$ ، وقيمة  $(P\text{-Value}=0.013)$  وبالتالي يتضح أن تغيرات سعر الفائدة ذات تأثير معنوي على مؤشر  $EGX30$  في سوق الأوراق المالية.
٢. تشير النتائج إلى أن مقدرات معامل سعر صرف الدولار ذو تأثير معنوي إحصائياً على مؤشر  $EGX30$ ، إذ أن قيمة  $(t=0.506)$  وقيمة  $(P\text{-Value}=0.062)$ ، بالرغم من أن النتائج أظهرت وجود علاقة سلبية بين سعر

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

الصرف وحجم التداول السنوى، حيث بلغت قيمة معامل سعر الصرف (0.013)، وهذا يعني أنه كلما زاد سعر الصرف بمقدار الوحدة فإن ذلك سوف يؤدي إلي انخفاض حجم التداول السنوى بمقدار 0.013. حيث أن ارتفاع قيمة الدولار أمام الجنيه المصرى يعنى انخفاض قيمة الجنيه، مما يدفع المستثمرين للتخلص من العملة المحلية التى يمتلكونها وتحويلها الى موجودات مالية (ومنها الأسهم) وبالتالي ارتفاع أسعارها، وفى نفس الوقت انخفاض قيمة الجنيه نتيجة ارتفاع قيمة الدولار من شأنه أن يزيد القدرة التنافسية للشركات المصرية وزيادة الصادرات من السلع ومن ثم زيادة أرباحها، مما يزيد أسعار الأسهم الخاصة بها، الأمر الذى يفسر العلاقة العكسية بين سعر الصرف وحجم التداول فى سوق الأوراق المالية.

٣. تبين من خلال تلك النتائج أن تأثير معدل التضخم السنوى غير معنوى على حجم التداول السنوى فى سوق الاوراق المالية.

٤. تشير النتائج إلي أن مقدرات معامل حجم الانتماء الكلى ذات تأثير غير معنوى إحصائياً على مؤشر EGX30.

### ثالثاً: الخاتمة

تناول البحث أثر متغيرات السياسة النقدية على كفاءة سوق الأوراق المالية بالتطبيق على مصر، حيث تعد سوق الأوراق المالية أداة مهمة فى الاقتصاد تستطيع أن تسهم فى تدفق المدخرات من الوحدات ذات الفائض المالى إلى الوحدات ذات العجز المالى. واعتمدت الدراسة على التحليل الإقتصادى الوصفى فى الجزء النظرى من الدراسة، بجانب التحليل القياسى لتفسير تلك العلاقة. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ١- اتضح من نتائج التحليل القياسى إلى تأثير متغير سعر الفائدة على الايداع لمدة ٣ شهور على نشاط سوق الاوراق المالية فى مصر. حيث بينت الدراسة أن هناك تأثير معنوى وسلبى لسعر الفائدة على الايداع لمدة ٣ شهور على رأس المال السوقى فى البورصة المصرية، وأيضاً ذو أثر سلبى ومعنوى على قيمة التداول السنوى فى البورصة وعلى مؤشر EGX 30.

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزیز

٢- في ضوء نتائج القياس السابقة يتضح أن سعر الفائدة يعد من أكثر المتغيرات تأثيراً على نشاط سوق الأوراق المالية من خلال تأثيره على المتغيرات التابعة في النماذج الثلاث محل القياس وهي رأس المال السوقي وقيمة التداول السنوى ومؤشر *EGX30*. ومن ثم يمكن أن تساهم السلطات النقدية في تحقيق استقرار وتنشيط سوق الأوراق المالية بناء على نتائج القياس السابقة من خلال الاعتماد على أداة سعر الفائدة، حيث لسعر الفائدة على الودائع لمدة ثلاثة شهور أثر سلبي ومعنوي على كل مؤشرات سوق الاوراق المالية، ومن ثم لكي يتم تنشيط و زيادة فاعلية سوق الاوراق المالية يجب العمل على تخفيض معدلات الفائدة في البنوك، حيث تعد أسعار الفائدة الاسمية في البنوك المصرية مرتفعة بالمقارنة بالدول الأخرى، مع ضرورة ملاحظة ان أسعار الفائدة الحقيقية في مصر تقترب من المعدلات السالبة في معظم الفترات، وذلك راجع الى الإرتفاعات الكبيرة لمعدلات التضخم في بعض السنوات. ومن ثم لكي يمكن تخفيض سعر الفائدة في مصر يجب في البداية العمل على تخفيض معدل التضخم في مصر، مع مراعاة تحقيق الإستقرار في أسعار الفائدة أيضاً حيث تؤدي التقلبات في أسعار الفائدة المحلية إلى خلق درجة كبيرة من عدم التأكد وحدث خسائر كبيرة للسندات المالية طويلة الأجل وهو ما قد ينتج عنه إنهيار المؤسسات المالية حائزة السندات. وبالتالي فإن هناك حاجة ملحة في الأجل القصير والمتوسط لمحاولة السيطرة على هيكل سعر الفائدة من خلال تفعيل الدور الرقابي للبنك المركزي على البنوك واتباع البنك المركزي لسياسة الالزام في خفض أسعار الفائدة على الودائع و أسعار الفائدة على الاقراض والتي غالباً ما تعمل البنوك على عدم تخفيضها سعياً لزيادة مقدار المصاريف الادارية حيث أن الفرق بين معدلات الفائدة للاقراض ومعدلات الفائدة للايداع في مصر أعلى من المعدل العالمي، وذلك لتشجيع الشركات على تنفيذ الخطط الاستثمارية من ناحية وتوفير رؤوس الاموال للمستثمرين من ناحية أخرى.

٣- أشارت نتائج القياس إلي أن سعر صرف الدولار يؤثر معنوياً وعكسياً على مؤشر *EGX30* في سوق الاوراق المالية، وهذا يفسره وجود تشوهات في سوق الصرف الأجنبي بسبب ارتفاع قيمة الدولار أمام الجنيه المصري مما يعنى انخفاض قيمة الجنيه، مما يدفع المستثمرين التخلص من العملة الوطنية

ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزيز

وتحويلها إلى أصول مالية وبالتالي ارتفاع أسعارها. وفي نفس الوقت انخفاض قيمة الجنيه أما م الدولار مما يزيد القدرة التنافسية للشركات المصرية وزيادة الصادرات من السلع ومن زيادة أرباحها، مما يزيد أسعار السهم الخاصة بها. الأمر الذى يفسر العلاقة العكسية بين سعر الصرف وحجم التداول فى سوق الأوراق المالية.

لذا يجب العمل على الآتى:

١- لا بد من العمل على التنسيق بين البنك المركزى كجهة مسؤولة عن تنفيذ أهداف السياسة النقدية، وسوق الأوراق المالية، وهيئة سوق المال، وباقي الجهات الحكومية المسؤولة عن تحقيق ورسم السياسات الإقتصادية العامة للدولة. بالعمل على وضع هدف تنشيط سوق الأوراق المالية من الأهداف الرئيسية للبنك المركزى، لأنها جزء من سوق المال الذى يجذب شريحة كبيرة من صغار المستثمرين.

٢- العمل على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية من خلال الاهتمام بالسياسات الإقتصادية المناسبة وخاصة السياسة النقدية، بالإضافة الى ضرورة توافر المعلومات بصورة واضحة ودقيقة وسريعة من اجل الحد من الشائعات التى تؤدى الى تقلبات غير مبررة يستفيد منها كبار المستثمرين على حساب صغار المستثمرين.

**المراجع:-**

**أولاً: المراجع العربية**

١. أبو العيون، محمود: " تطورات السياسة النقدية فى جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية "، دراسة قدمت إلى الإجتماع السنوى السادس والعشرين لأمانة مجلس محافظى المصارف المركزية و مؤسسات النقد العربية، صندوق النقد العربى، أبو ظبى، ٢٠٠٤.
٢. الأسرج، حسين عبد المطلب: " تحليل أداء السياسة النقدية خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠٤ "، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، عدد ٥.
٣. البنك المركزى المصرى، المعهد المصرفى المصرى، مفاهيم مالية، العدد الثانى، ٢٠٠٥.



ماهر محمد الرازق محمد الرازق محمد العزيز

٤. البواب، سيد: "برامج التثبيت والتكيف الهيكلي لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي محاورها . تحليلها . تأثيرها" ، معهد التخطيط القومي مركز التوثيق والنشر ، الطبعة الثانية ، ٢٠٠٢ .
٥. الجزيري، خيرى حسن: " كفاءة الأسواق المالية : بحث في الأسس النظرية مع التطبيق على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية " ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد ٤٣ ، ١٩٩٣ .
٦. حنفي، محمد حسين: "انعكاس مخاطر الائتمان المصرفي بالبنوك التجارية على توجيه النشاط الإقتصادي فى مصر "رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ٢٠٠٤ .
٧. حيدر، فاخر عبد الستار: " التحليل الإقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج إقتصادي " ، دار المريخ ، الرياض ، ٢٠٠٢ .
٨. خليل، سامى: "النظريات والسياسات النقدية والمالية " ، الكتاب الثانى ، شركة كاظمة للنشر و التوزيع ، بدون سنة .
٩. زكى، رمزى: " التضخم والتكيف الهيكلى فى الدول النامية " ، دار المستقبل العربى ، القاهرة ، ١٩٩٦ .
١٠. السقا، محمد إبراهيم " فعالية السياسة النقدية فى الدول النامية " مجلة كلية العلوم الإدارية ، جامعة الكويت، ٢٠٠٣ .
١١. عوض، سامح حمدان: " دور سوق الأوراق المالية في تمويل استثمارات الشركات المساهمة في مصر " رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ٢٠٠٣ .
١٢. الغندور، أحمد "حول السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي المصري " سلسلة أوراق بحثية ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية العدد ١٠ . ٢٠٠٠
١٣. محمد، ماهر أحمد صلاح الدين: " السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية : دراسة مقارنة " رسالة دكتوراة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، ٢٠٠٥ .
١٤. معهد التخطيط القومي، الكتاب السنوي، ٢٠٠٧ .

## ثانياً: المراجع الاجنبية

1. Aga, M. & Kocaman , B.: "An Empirical Investigation of the Relationship between Inflation, P/E Ratios and Stock Price Behaviors Using a New Series Called Index-20 for Istanbul Stock Exchange". International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 ,2006.

2. Arts, Ph. and Sawyer, M.: "New Consensus" New Keynesianism and Economic of the "Third way" on International Conference on New Keynesianism Economic, Berlin German 28-29 Oct, 2002.
3. Balke, N. & Wohar, M.: "What Drives Stock Prices? Identifying the Determinants of Stock Price Movements", southern Economic Journal, 73(1), 2006.
4. Bernstein, A. and Monet, C.: "Monetary Policy in a Channel System "CESIFO Working" Paper No.1929, 2007 .
5. Christos Ionannidis, Alexandros Kontonikas: "The Impact of Monetary Policy on Stock Price". Journal of policy Modeling, July 2007.
6. Darrat, A. F.: "On Fiscal Policy and the Stock Market". Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 20, No. 3, Part 1, Aug 1988.
7. Durham, J. B. : "The effect of Monetary Policy on Monthly and Quarterly Stock Market Returns : Cross- Country Evidence and Sensitivity Analysis" Finance and Economics Discussion. Washington: Board Governors of the Federal Reserve System, 2001.
8. Durham, J.B. : " The effect of Monetary Policy on Monthly and Quarterly Stock Market Returns : Cross- Country Evidence and Sensitivity Analysis " Finance and Economics Discussion series 2001-42. Washington: Board Governors of the Fedral Reserve System  
<http://www.federalReserve.gov/pubs/feds/2001/2000142/200142pap.pdf>
9. Ehrmann, M. and Fratzscher, M.: "Taking Stock : Monetary Policy Transmission to Equity Markets ". Journal of Money credit and Banking, Vol. 36, No.4, Aug 2004.
10. Farinha, L. and Marques, C.: "The Bank Lending Channel of Monetary Policy: Identification and Estimation using Portuguese micro bank data" the Conference on "Monetary Policy Transmission in the Euro-Area" held in Frankfurt, December 18-19, 2001.
11. Jensen, Gerald R., Jeffery M. Mercer: "Security Markets And Information Content of Monetary Policy Turning Points", The

- Quarterly Review of Economics and Financial. www.Elsevier.com , 2006.
12. Kandil, Mgda: "The Symmetric Of Exchange Rate Fluctuation: Theory & Evidence from Developing Countries", IMF, working, paper, no. 184, 2000.
  13. Krugman, P.: "What happened to Asia?", Retrieved December 20, 2017 from <http://Web.mit.edu/Krugman/www/DISINTER.html>, 2012.
  14. Lithman, O. K. E. Money Supply and Stock Prices. 2012
  15. Longstaff, F. A. " The subprime credit crisis and contagion in financial markets. Journal of financial economics, 97(3), 436-450. 2010
  16. Marquis, M.: "Monetary Theory and Policy" West Publishing Company, St Paul, Mn, 1996.
  17. Maskay, B. . Analyzing the effect of change in Money supply on stock prices. The park place economist, 15(1), 72-79. 2007
  18. Meltzer, A.H. "Information Sticky-Prices and Macroeconomic Foundation" Review Federal Reserve Bank of St Louis, Vol. 77 No.3, May/June, 1995.
  19. Mishkin, S. Frederic,: "The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy ", NBER WORKING PAPER SERIES, No 8617 , Dec 2001.
  20. Moursi, Tarek: "Effects of Some Recent Changes in Egyptian Monetary Policy: Measurement and Evaluation", Working Paper, IDSC, April 2007.
  21. Roberto Rigobon, Brian sack: "Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock market". NBER, WP, NO 8350, 2001.
  22. Sellen, Gordon H.: "Expectation and the Monetary Policy Transmission Mechanism", Federal Reserve Bank, Economic Review, fourth quarter, 2004.