



جامعة المنصورة
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

أثر القيمة السوقية لأسهم الإكتتاب العام على سيولتها في البورصة المصرية

د/ ناجي محمد فوزي خشبة
أستاذ إدارة الأعمال المساعد
كلية التجارة - جامعة المنصورة

د/ جاد الرب عبد السميع حساتين
أستاذ إدارة الأعمال المساعد
كلية التجارة - جامعة المنصورة

السيد على أحمد محمد
أخصائي تسويق
مصانع عقل للصناعات المغذية للسيارات

تمهيد:

تعنى سيولة الأسهم المتداولة في البورصة أو ما يطلق عليها السيولة الخارجية بسهولة التسويق أي إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة المالية، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق (عبد الحافظ، ٢٠٠٠).

وتكون الورقة المالية سهلة التسويق إذا اتصف سوق تداولها بثلاث سمات (هندي، ١٩٩٥) هي:

- ١- العمق Depth ويقصد به استمرارية وجود أوامر بيع وشراء على الورقة المالية؛ وهذا يؤدي إلى استقرار الأسعار بدرجة كبيرة من عملية لأخرى.
- ٢- الاتساع Breadth ويقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء على الورقة المالية مما يحقق استقراراً نسبياً في سعر الورقة المالية.
- ٣- سرعة الاستجابة Resiliency ويقصد بها أن أي خلل محتمل في العرض والطلب يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار مما يقلل فرصة تردد حامل الورقة

في بيعها، كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق.

ويختلف توافر هذه السمات من ورقة لأخرى مما جعل سيولة أسهم الاكتتاب العام في البورصة المصرية تتنوع بين أسهم ذات سيولة عالية وأسهم ذات سيولة منخفضة وأخرى عديمة السيولة.

وحتى الآن لا توجد جهة مسؤولة عن توفير السيولة للأسهم في البورصة المصرية. قد لا يكون من المتوقع أن تنتهي مشاكل السيولة بوجود صانع السوق، لأن المؤسسات المالية بداية لن تقدم على ممارسة نشاط صانع السوق makers market إلا لسهم ذا مستوى

سيولة فوق المتوسط وبهامش يتناسب مع المخاطر التي يتعرض لها مثل تعرض سعر

الورقة لتقلبات حادة من عمالية لأخرى، وهذا التقلب في ظل ضحالة السوق (احتفاظ صانع

السوق بالورقة لفترة زمنية طويلة)، وصغر حجم التعامل النهائي على الورقة، وكبير

المتطلبات المالية اللازمة للقيام بدور صانع السوق يؤدي إلى كبر احتمال تعرض صانع

السوق لخسائر قد تكون كبيرة لا يعوضها ارتفاع الهامش الذي يتقاضاه.

أولاً : الدراسات السابقة

وتنقسم إلى مجموعتين فرعيتين:

١- مجموعة الدراسات السابقة المرتبطة بالقيمة السوقية للمنشأة،

٢- مجموعة الدراسات السابقة المرتبطة بالقيمة السوقية للسهم.

١- الدراسات السابقة المرتبطة بالقيمة السوقية للمنشأة (قيمة العدد الكلي لأسهم المنشأة)

في دراسة "كوبر وزملائه (Cooper et. al,1985) تم ترتيب المنشآت التي تداول أسهمها

في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية والسوق غير المنظمة، ثم تصنيفها في عشر

مجموعات حسب القيمة السوقية الكلية لتلك الأسهم [عدد الأسهم المصدرة × القيمة

السوقية لأخر سعر إقبال للسهم] وكان الفرض محل الاختبار هو أن المنشآت التي تنقسم

بضخامة قيمتها السوقية، تكون قادرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون أن يطرأ على

سعر السهم تغيير كبير (وهو ما تعبر عنه نسبة السيولة) وذلك مقارنة مع أسهم المنشآت

التي تنقسم بصغر القيمة السوقية لمجموع أسهمها وبين نسبة السيولة، كما كشفت الدراسات

كذلك عن سيولة أفضل للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك - التي يتميز المنشآت المسجلة فيها بالضخامة - مقارنة بتلك المتداولة في البورصة الأمريكية ونفس النتيجة السابقة توصلت إليها دراسة كل من "فoster و فسوانان" (Foster & Viswanathan, 1991) و "رول" (Roll, 1984) وكذلك توصل إلي نفس النتيجة دراسات أخرى لكل من "أميهود ومندلسون" (Amihud & Mendelson, 1991)، "بيجانو ورونييل" (Pagano & Roell, 1996) حيث أرجعت تلك الدراسات نفس النتيجة إلي الشفافية أي توفر المعلومات بسرعة وبدون تكلفة كبيرة في حالة المنشآت كبيرة الحجم عنها في المنشآت صغيرة الحجم، إلا أن دراسة "ستول و إلي" (Stoll & Whaley, 1983) أرجعت سبب النتيجة إلي أن تكلفة المعاملات تكون ذات علاقة عكسية مع حجم المنشأة .

وفي دراسة (Dirk et al, forthcoming) حول اختلافات السيولة بين الشركات ذات التداول العام كثيفة الأصول الثابتة سواء في أستراليا، وقارة أوروبا، والمملكة المتحدة والولايات المتحدة على الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٥. وتقاس السيولة بسرعة التداول والتي تقاس بالنسبة المئوية المتداولة للأسهم القائمة في فترة معينة. بتثبيت سعر سهم الشركة، رأس المال السوقي، ملكية الداخلين، وعائد التوزيعات، نجد اختلافات هامة في السيولة بمرور الوقت وعبر بلدان / قارات، فعند مقارنة سرعة التداول عبر البلدان عبر الزمن، نجد تلك أسهم الملكية العامة أصحبت سائلة أكثر، وعند تحليل المقطع العرضي لسيولة أسهم الملكية العامة وبغض النظر عن الزمن فإن عوامل الحجم المنشأة وتركيب الملكية والسعر لهم تأثير على السيولة. فالحجم يؤثر السيولة دائماً، بينما السيولة تنقص كالنسبة المئوية من ارتفاع سعر إغلاق السهم. بالإضافة، نجد اختلافات هامة بين شركات الملكية العامة والعيئة التحكيمية للشركات ذات الملكية غير العامة.

٢- الدراسات السابقة المرتبطة بالقيمة السوقية للسهم

أسفرت دراسة "كوانج" (Kwang, 1972) لأثر نشاط حركة تداول الكميات الكسرية على نشاط السوق واستقرار الأسعار عن وجود تأثير لهذا التداول على خاصيتي نشاط السوق

واستقرار الأسعار، وهذا مفيد من الناحية الاقتصادية لأن كلا الخاصيتين يحقق سيولة السوق، وقد اهتمت الدراسة بالوصول إلي: مدى أهمية حجم الكميات الكسرية، وكيفية نقلها، وتحديد نمط الكميات الكسرية مع التحركات السعرية.

إلا أن الدراسة اعتمدت في قياسها للسيولة على حجم التداول والتغير السعري وما يرتبط بهذا المقياس من سلبيات.

وبعد الوصول إلي هذه النتيجة التي تدعم العلاقة العكسية بين متوسط الملكية ونسبة السيولة كان من الضروري البحث عن إجابة مقنعة لسؤال آخر مؤداه: مدى استمرار تحقق هذه العلاقة مع العوامل التي من شأنها إحداث تغير في متوسط الملكية مثل اشتقاق السهم، وكانت الإجابة على هذا السؤال في دراسة خرجت بنتائج غير متوقعه، وقد قام بهذه الدراسة " توماس" (Thomas,1979) عن أثر اشتقاق الأسهم على السيولة لاختبار فرض بين العديد من المستثمرين مؤداه أن اشتقاق السهم طريقة مفيدة لضبط سعره بالنسبة لمدى السيولة، وقد كشفت الدراسة عن أن السيولة تنخفض عادة بعد اشتقاق الأسهم، وقد تمت الدراسة على البيانات الأسبوعية خلال أحد عشر عام عن اشتقاق الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.

ويرجع اختلاف نتائج هذه الدراسة عن سابقتها إلي أنه كان من المتوقع أن يحدث اشتقاق السهم ارتفاعا في السيولة لأن زيادة عدد الأسهم يتوقع له أن يخفض متوسط الملكية بما يحدثه اشتقاق السهم من تخفيض في السعر يجذب فئات الدخل المنخفض، إلا أن نتائج البحث أظهرت انخفاضاً في السيولة سببه الزيادة في أتعاب السمسرة واتساع هامش السهم عقب الاشتقاق في بورصة نيويورك، ويؤكد صحة هذا التفسير نتائج الدراسة التي أجراها "ماكنيكولاس ودرافيد" (Monichols & Dravid,1990) في بورصة نيويورك أيضاً، حيث كشفت الدراسة عن استمرارية وجود ارتفاع جوهرى لمعدل دوران السهم للمنشآت التي قامت باشتقاق أسهمها لفترة طويلة، مقارنة بالمنشآت التي لم تجر اشتقاقاً لأسهمها وبعد فهل يمكن اعتبار أي تخفيض في القيمة السوقية عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم

ذو اثر إيجابي على سيولة السهم ؟ الإجابة موضحة في بحث (Michael & Carole,2005)

الذي أجري للإجابة على سؤال "هل تخفيضات في الحد الأدنى لفروق الأسعار tick sizes تؤثر على سيولة الأسهم في البورصة الاسترالية؟" وقد أظهرت النتائج أن الانخفاض في الحد الأدنى لفروق الأسعار وإن كان يؤدي في العموم إلى زيادة السيولة إلا أن هذه النتيجة ليست عالمية، فعندما خفض سوق الأوراق المالية الاسترالي الحد الأدنى لفروق أسعار الأسهم حدث تحسين كبير في سيولة الأسهم ذات الحد الأدنى المرتفع نسبياً لفروق الأسعار، بينما الأسهم ذات الحد الأدنى الصغيرة نسبياً لفروق الأسعار وبأحجام تداول صغيرة تدل التجربة على انخفاض السيولة.

ثانياً : مشكلة البحث

للتعرف على مشكلة الدراسة قام الباحث بدراسة إستكشافية لحساب ورصد سيولة أسهم الإكتتاب العام عن الفترة من ٢٠٠٦/٦/١ إلى ٢٠٠٦/٦/٢٩، وقد استقرت الدراسة عن مجموعة من الظواهر أهمها:

أ- صعوبة تسويق نسبة ٦٣% من أسهم الإكتتاب العام^(١)، وتأتي هذه الصعوبة من ضالة الكمية المطلوبه أو غياب جانب الطلب مع كبر الكميات المعروضه للبيع؛ وصعوبة التسويق تعنى طول فترة عدم تداول هذه الأسهم لمدة قد تصل إلى شهر، وانخفاض معدل تداولها لمدى قد يقترب جداً من الصفر؛ أما النسبة فتعنى أن احتمال تساع السوق أقل من احتمال ضيق السوق نتيجة لإنتظار حملة الأسهم ضعيفة السيولة فرصة للتخلص منها تمهيداً للخروج النهائي من سوق لا ضمان فيه لإستمرار التعامل على أى ورقة.

ب- إن معظم صناديق الإستثمار حتى ذات النمو الرأسمالي لا تشتمل على الأسهم ضعيفة التداول، هذا هو الوضع الحالي أما الوضع المرغوب فيه والمقترض فهو أن تكون

(١) محسوب اعتماداً على التقرير الأسبوعي لهيئة سوق المال عن الفترة من ٦/١ إلى ٢٩/٦/٢٠٠٦.

جميع الأسهم فى السوق الثانوى سهلة التسويق ، وبكلمات أخرى فإنه من المستهدف أن تكون جميع الأسهم فى السوق الثانوى سائله ومتساوية فى مدى سيولتها وهذا الهدف يبرره أحد فروض السوق الكفاء : " سوق الأسهم تكون سائلة وفيها يكون أى سهم بديل كامل لأى سهم آخر فى السوق " .

(Robert,1994) "the stock market is liquid and stocks are close substitutes".

ت- إن السعر لا يعبر عن وضع الشركة (إنخفاض كفاءة التسعير) لأنه لا يجرى عليه تداول إلا على فترات طويلة تكون حالة الشركة تغيرت فيها كثيراً مما يجعل السعر السابق لا يعبر بدرجة كبيرة جداً عن قيمة الشركة .

وبالنظر الى الظواهر السابقة يمكن تحديد مشكلة البحث فى ضعف سيولة معظم أسهم الاكتتاب العام فى البورصة المصرية الناشئة من تغيرات القيمة السوقية له ، وهذه الأسهم ، وعادة تتزوج سمات حامليها .

ثالثاً : فروض البحث

لا يوجد أثر معنوي للقيمة السوقية للسهم على سيولة السهم.

ومن هذا الفرض تتحدد الفروض الفرعية التالية:-

١/١- لا يوجد أثر معنوي للقيمة السوقية للسهم MVH على نسبة سيولة السهم \hat{L} .

$$H_0: \hat{L} \neq MVH$$

٢/١- لا يوجد أثر معنوي للقيمة السوقية للشركة MVC على نسبة سيولة السهم \hat{L} .

$$H_0: \hat{L} \neq MVC$$

٣/١- لا يوجد أثر معنوي للقيمة السوقية الحرة للشركة FMVC على نسبة سيولة السهم \hat{L} .

$$H_0: \hat{L} \neq FMVC$$

٤/١- لا يوجد أثر معنوي لعدد أسهم الورقة المالية NS على نسبة سيولة السهم \hat{L} .

$$H_0: \hat{L} \neq NS$$

٥/١- لا يوجد أثر معنوي لعدد أسهم التداول الحر FNS على نسبة سيولة السهم $\hat{\lambda}$.

$H_0: \hat{\lambda} \neq FNS$

رابعاً : أهداف الدراسة

وأنه على ضوء عرض الدراسات السابقة ، وعلى ضوء تلمسنا للفجوة البحثية من خلال هذا العرض والتحليل ، فإنه هدف الدراسة هو دراسة أثر القيمة السوقية لأسهم الاكتتاب العام وسمات حاملها على سيولتها في البورصة المصرية ، بما قد يسهم في زيادة (أو السيطرة على) سيولة الأسهم القائمة وبخاصة غير النشطة أو الأسهم المقرر طرحها للاكتتاب العام و الذي يمكن تحقيقه من خلال الأهداف الفرعي التالية :-

- ١- وضع مقياس لسهولة تسويق الورقة يتلافى عيوب المقاييس الحالية.
- ٢- تحديد القيمة الاسمية التي يجب أن يكون عليها السهم، وكذلك تحديد الإجراءات التي تجعل سعر السهم غير بعيد عن قيمته الاسمية.
- ٣- تحديد الحد الأدنى الذي يجب أن يكون عليه رأس المال المدفوع.

خامساً : أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من :-

(أ) الأهمية العملية

ترجع الأهمية العلمية لهذه الدراسة الى العوامل التالية :

- ١- دراسة أثر القيمة السوقية لأسهم الاكتتاب العام وسمات حاملها على سيولتها في البورصة المصرية.
- ٢- وضع مقياس لسهولة تسويق الورقة يتلافى عيوب المقاييس الحالية.

(ب) الأهمية التطبيقية

يمكن الاستفادة من نتائج هذه الدراسة في:

١- زيادة التداول ويستفيد منها المؤسسات العاملة في هذا المجال .

٢- المساهمة في تصور الكيفية التي يمكن بها تغطية عمليات الإكتتاب في الأوراق المالية لأنه إذا خرجت مشكلة تسويق السهم من حسابات المستثمرين فإن هذا من شأنه أن يحدث رواجاً في سوق الإصدار .

وتحقيق البندين (١ ، ٢) يؤدي الى إرتقاء السوق المصرى الى رتبه أعلى بين الأسواق المالية لأن مؤشر حجم السوق في الدولة يقاس بقيمة الأوراق المالية المتداولة في الدولة مقسوما على قيمة إجمالي الدخل القومي للدولة .

٣- المساهمة في تصور الكيفية التي يمكن بها خفض مدة حيازة السهم .

سائسا : منهج البحث

(أ) أسلوب البحث

البحث يعتمد على الأسلوبين: الإستنباطي (لقياس الظاهرة بعموميات نظرية "فرض السوق الكفاء")، و الإستقرائي (في بناء فروض البحث بالاعتماد على استقراء مجموعته من الخلاصات العامة Conclusion).

(ب) مجتمع وعينة البحث

(١) مجتمع الدراسة

مجتمع الدراسة هو أسهم الطرح العام بنسبة ٣٠% فأكثر ، ويتكون من أسهم الإكتتاب العام المسجلة في الجدول الرسمي (أ) ويبلغ عددها ١٠٥ شركة،

(٢) عينة البحث

(١-٢) لتحديد حجم العينة قام الباحث بتصنيف مجتمع البحث تنازليا حسب السيولة النسبية ،

وخلص الباحث الى تقسيم الأوراق الى مجموعتين :

سيولة المجموعة	نسبة أسهمها إلى السوق	نصيبها من سيولة السوق
أعلى من متوسط السوق	٠,٠٨١	٠,٩٦٦
أقل من متوسط السوق	٠,٩١٩	٠,٠٣٤

(٢-٢) تم إختيار العينة من مجتمع البحث بحيث تمثل السيولة وتوزيع أسهم الورقة المالية كشرط أول كما تمثل أيضا قطاعات السوق كشرط ثان . حيث تم أخذ عينة منتظمة بعد ترتيب مجتمع البحث تنازليا حسب القيمة السوقية لأسمال الشركات فكانت العينة كما يلي:-

- ١- أوراسكوم تليكوم القابضة
- ٢- المصرية للاتصالات
- ٣- المصرية لخدمات التليفون المحمول
- ٤- المجموعة المالية هيرمس القابضة
- ٥- السويس للأسمنت
- ٦- سيدي كرير للبتروكيماويات
- ٧- أوراسكوم للفنادق والتنمية
- ٨- البنك الأهلي سوستيه جنرال
- ٩- الإسكندرية للزيوت المعدنية
- ١٠- أبوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية
- ١١- النساجون الشرقيون
- ١٢- الساس من أكتوبر للتنمية والاستثمار
- ١٣- أسمنت بورتلاند طرة المصرية
- ١٤- البنك الوطني المصري
- ١٥- مدينة نصر للإسكان والتعمير
- ١٦- مصر الجديدة للإسكان والتعمير
- ١٧- أسمنت سيناء
- ١٨- المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي
- ١٩- الدلتا الصناعية - إيدىال
- ٢٠- القناة للتوكيلات الملاحية
- ٢١- أسمنت العامرية
- ٢٢- الإسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)
- ٢٣- النصر للملابس والمنسوجات - كابو
- ٢٤- غاز مصر
- ٢٥- أوراسكوم هولنج للفنادق
- ٢٦- الإسكندرية لتداول الحاويات
- ٢٧- البويات والصناعات الكيماوية - باكين
- ٢٨- بنك التمويل المصري السعودي
- ٢٩- الإسكندرية للاستثمار العقاري
- ٣٠- الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
- ٣١- الإسكندرية لأسمنت بورتلاند
- ٣٢- القاهرة للدواجن
- ٣٣- البنك الوطني للتنمية
- ٣٤- شيبسى للصناعات الغذائية
- ٣٥- ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية
- ٣٦- الشمس للإسكان والتعمير
- ٣٧- بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
- ٣٨- مصر للفنادق - هيلتون
- ٣٩- المصرية للأغذية بسكو مصر
- ٤٠- القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية
- ٤١- العامة للصوامع والتخزين

- ٤٢- الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية
٤٣- مطاحن ومخابز شمال القاهرة
٤٤- مصر للأسواق الحرة
٤٥- مطاحن مصر العليا
٤٦- الكابلات الكهربائية المصرية
٤٧- القاهرة للإسكان والتعمير
٤٨- سماد مصر (إيجيفرت)
٤٩- القاهرة للزيوت والصابون
٥٠- التعمير والاستشارات الهندسية
٥١- المصرية لصناعة النشا والجلوكوز
٥٢- اكزو مصر للشدات والسقالات المعدنية
٥٣- النصر للأعمال المدنية
٥٤- مطاحن ومخابز الإسكندرية
٥٥- مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والحيرة
٥٦- النيل للكبريت والمسكن الخشبية الجاهزة
وقد تم تحليل، باستخدام العينة مرتين : مرة بكاملة العينة وأخرى بعد استبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية (لا يمكن تحييد أثرها على السهم) ، والشركات التي تم استبعادها هي : سماد مصر (إيجيفرت) - المصرية لصناعة النشا والجلوكوز - النيل للكبريت والمسكن الخشبية الجاهزة - الشمس للإسكان والتعمير - الكابلات الكهربائية المصرية - القاهرة للإسكان والتعمير - القناة للتوكيلات الملاحية - النصر للملابس والمنسوجات (كابو) - الإسكندرية للغزل والنسيج (سبييتالكس).

(ج) مصادر البيانات

- (١) بورصتى القاهرة والأسكندرية للأوراق المالية: قسم بحوث وتطوير السوق.
(٢) مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي .
(٣) شركة مصر لنشر المعلومات EGD.
(٤) شبكات المعلومات المالية - mistnews.com - mubasher.net - egyptse.com.
(٥) الدراسات والأبحاث السابقة والدوريات والمراجع.

(د) الأساليب الإحصائية المستخدمة في إختبار الفروض :

أسلوب تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis لقياس معنوية العلاقة بين المتغيرات التي يحتويها الفرض وعلاقة التأثير بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع .

وفيما يلي عرض لنتائج الدراسة التطبيقية للتحقق من صحة فروض الدراسة ، وذلك على النحو التالي :

أ - اختبار الفرض الرئيسي
الفرض الرئيسي هو فرض عدمي ينص على أنه : "لا يوجد أثر للقيمة السوقية للسهم وبين سيولة السهم." والذي يشتق منه الفروض الفرعية التالية :

١/١ لا يوجد أثر للقيمة السوقية للسهم على نسبة سيولة السهم .

٢/١ لا يوجد أثر للقيمة السوقية للشركة على نسبة سيولة السهم .

٣/١ لا يوجد أثر للقيمة السوقية الحرة للشركة على نسبة سيولة السهم .

٤/١ لا توجد أثر لعدد أسهم الورقة المالية على نسبة سيولة السهم .

٥/١ لا توجد أثر لعدد أسهم التداول الحر للورقة المالية على نسبة سيولة السهم .

وللتحقق من مدى صحة هذه الفروض اعتمد الباحث على أسلوب تحليل الانحدار وأسفرت الدراسة على ما يلي (عرض لتحليل كل فرض فرعي على حدي) :-

٥ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ١/١
هو فرض عدمي ينص على أنه : "لا يوجد أثر للقيمة السوقية للسهم على نسبة سيولة السهم." وأسفرت الدراسة على تحليل الانحدار المبين في جدول ١

جدول ١ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ١/١

Regression Statistics	
Multiple R	0.247
R Square	0.061
Adjusted R Square	0.044
Standard Error	19.502
Observations	56.000

	Df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1.000	1339.373	1339.373	3.522	0.066
Residual	54.000	20536.893	380.313		
Total	55.000	21876.266			

	Coefficients	Standard	t Stat	Pvalue	Lower	Upper 95%

		Error			95%	
Intercept	11.951	3.377	3.539	0.001	5.180	18.722
X Variable 1	-0.071	0.038	-1.877	0.066	-0.147	0.005

ومن بيانات جدول ١ يتضح:-

- ١- معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أكبر من F المعنوية.
 - ٢- وجود أثر معنوي للمتغير للقيمة السوقية للسهم على نسبة سيولة السهم حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = 0,061$ بما يعنى أن $0,061$ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع تفسره القيمة السوقية للسهم وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى لا يشملها نموذج الانحدار الحالي.
 - ٣- وجود علاقة عكسية معنوية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة السيولة لأن إشارة معامل انحدار المتغير المستقل سالبة في تحليل الانحدار الحالي.
- وقد أسفر تحليل الانحدار بعد استبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية عن جدول ٢

جدول ٢ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ١/١ بعد إسبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية

Regression Statistics						
Multiple R	0.250					
R Square	0.063					
Adjusted R Square	0.042					
Standard Error	1.397					
Observations	47.000					
	Df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1.000	5.871	5.871	3.008	0.090	
Residual	45.000	87.838	1.952			
Total	46.000	93.709				
	Coefficients	Standard Error	t Stat	Pvalue	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	1.031	0.276	3.742	0.001	0.476	1.586
X Variable 1	-0.005	0.003	-1.734	0.090	-0.011	0.001

ويتضح من جدول ٢ أن :-

- ١- معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أكبر من F المعنوية.

٢- وجود أثر معنوي للمتغير للقيمة السوقية للسهم على نسبة سيولة السهم حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = 0,063$ بما يعنى أن $0,063$ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع تفسره القيمة السوقية للسهم وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى لا يشملها نموذج الانحدار الحالي.

٣- وجود علاقة عكسية معنوية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة السيولة لأن إشارة معامل انحدار المتغير المستقل سالبة في تحليل الانحدار الحالي.

٤- يمكن صياغة العلاقة على النحو التالي :-

$$\hat{L} = 1.03114 - 0.0049 MV + e$$

حيث أن \hat{L} هي نسبة السيولة المقدرة \leq صفر، وأن e هي خطأ التقدير ، وأن MV هي القيمة السوقية للسهم ، ويتضح من المعادلة أن أقصى قيمة سوقية للسهم في المتوسط حوالي ٦ جنية تقريبا لتحقيق نسبة سيولة ١٠٠% تقريباً.

✓ وتتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج الدراسة التي أجراها "ماكنيكولاس ودرافيد"

(McNichols & David, 1990) ففي بورصة نيويورك والتي كشفت عن استمرارية

وجود ارتفاع جوهري لمعدل دوران أسهم المنشآت التي قامت بتخفيض قيمتها الاسمية

وبالتالي السوقية عن طريق الاشتقاق .

٥ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ٢/١

هو فرض عدمي ينص على أنه : "لا يوجد أثر للقيمة السوقية للشركة على نسبة سيولة السهم ."

وأسفرت الدراسة على تحليل الانحدار المبين في جدول ٣ .

جدول ٣ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ٢/١

Regression Statistics	
Multiple R	0.119
R Square	0.014
Adjusted R Square	-0.004
Standard Error	19.984
Observations	56.000

	Df	SS	MS	F	Significance F
--	----	----	----	---	----------------

ومن بيانات جدول ٥ يتضح ما يلي:-

- ١- معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أكبر من F المعنوية.
- ٢- وجود أثر معنوي للمتغير القيمة السوقية الحرة للشركة على نسبة سيولة السهم حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = 0.0296$ بما يعنى أن ٠,٠٢٩٦ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع تفسره القيمة السوقية الحرة للشركة وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى لا يشملها نموذج الانحدار الحالي.
- ٣- وجود علاقة عكسية معنوية بين القيمة السوقية الحرة للشركة ونسبة السيولة لأن إشارة معامل انحدار المتغير المستقل سالبة في تحليل الانحدار الحالي ، وترجع هذه النتيجة المخالفة للتوقع النظري إلي وجود ارتباط بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة السوقية لرأس المال الحر للشركة والتي تتضح من تحليل الارتباط لبيانات القيمة السوقية ورأس المال الحر

يوضح تحليل الارتباط المبين بجدول ٦ : أن قوة الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة السوقية الحرة للشركة أثر على العلاقة بين القيمة السوقية الحرة للشركة ونسبة السيولة.

جدول ٦ : تحليل الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة السوقية لرأس المال الحر

Correlation	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	0.531807	1

وللتخلص من الارتباط قام الباحث باستبعاد الشركات التي فسي طرفي الترتيب حسب رأس المال فكان نتيجة تحليل العلاقة بين نسبة السيولة ورأس المال الحر كما بجدول ٧ :-

جدول ٧ : تحليل الفرض الفرعي ٣/١ بعد استبعاد المقدرات التي على طرفي الترتيب حسب رأس المال الحر

Regression Statistics	
Multiple R	0.410
R Square	0.168
Adjusted R Square	0.141

Standard Error	4.687					
Observations	33.000					
	Df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1.000	137.599	137.599	6.264	0.018	
Residual	31.000	681.000	21.968			
Total	32.000	818.599				
	Coefficients	Standard Error	t Stat	Pvalue	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	-0.061	1.231	-0.049	0.961	-2.572	2.450
X Variable 1	9.63E-09	3.85E-09	2.503	0.018	1.78E-09	1.75E-08

ومن بيانات جدول ٧ يتضح أن :-

- ١- معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أكبر من F المعنوية.
- ٢- وجود أثر معنوي لمتغير القيمة السوقية الحرة للشركة على نسبة سيولة السهم حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = 0,168$ بما يعنى أن ١٦,٨% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع تفسره القيمة السوقية الحرة للشركة وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى لا يشملها نموذج الانحدار الحالي.
- ٣- وجود علاقة طردية معنوية بين القيمة السوقية الحرة للشركة ونسبة السيولة لأن إشارة معامل انحدار المتغير المستقل موجبة في تحليل الانحدار الحالي .
- ٤- يمكن صياغة العلاقة على النحو التالي

$$\hat{L} = -0.0607547347 + 9.630896682E-09 X + e$$

حيث أن \hat{L} هي نسبة السيولة المقدرة \leq صفر، وأن e هي خطأ التقدير، وأن X هي قيمة رأس المال السوقي حر التداول، ويتضح من المعادلة أن أدنى قيمة لرأس المال السوقي حر التداول للسهم تحقق نسبة سيولة ١٠٠% هي (١٠٠١٤٠٠,٧٩٩) (ج).

✓ وتتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج الدراسة التي أجراها "كوير وزملائه (Cooper et. al,1985) والتي كشفت عن المنشآت التي تتسم بضعامة قيمتها السوقية تكون قادرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون أن يطرأ على سعر السهم تغير كبير (وهو ما تعبر عنه نسبة السيولة) وذلك مقارنة مع أسهم المنشآت التي تتسم بصغر

القيمة السوقية لمجموع أسهمها كما تتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج دراسات كل من "فوستر و فسوانانسان" (Foster & Viswanathan, 1991) و "رول" (Roll, 1984) "أميهود ومندلسون" (Amihud & Mendelson, 1991)، "بيجانو و رونيل" (Pagano & Roell, 1996).

✓ ويرجع الباحث سبب وجود علاقة عكسية معنوية بين نسبة السيولة وبين رأس المال السوقي حر التداول (والمخالفة للدراسات السابقة والتوقع النظري) إلى تباين القيمة السوقية لأسهم العينة نتيجة تباين القيمة السوقية لأسهم المجتمع، مما يعني أن العلاقة الطردية والمعنوية لا تتحقق في السوق المصري إلا تحت فرضية تساوي أو تقارب القيمة السوقية لجميع الأسهم في السوق وكذلك فرضية كفاءة التسعير؛ ويؤكد صحة هذا التصور أنه عندما كانت القيمة السوقية للأسهم في السوق متقاربة قبل عام ١٩٩٩ كانت العلاقة معنوية وطرديّة شبة تامة بين القيمة السوقية للأسهم ونسبة السيولة.

✓ يستخلص من الفرضين السابق والحالي عدم وجود نص قانوني يحدد في الإكتتاب أو في التداول نسبة الأسهم الحرة إلى أسهم المنشأة، ويكون هذا النص مستند إلى أساس علمي يهدف لتحقيق سيولة أسهم المنشأة؛ كما يكشف عن عدم وجود نص يجبر الشركات المسجلة في السوق على ألا تتجاوز القيمة السوقية للسهم سقف معين تقدره الأبحاث العلمية بحيث تكون هذا السقف دافع للسيولة فلا يحدث أن يكون الارتباط طردي تارة وعكسي تارة أخرى بين قيمة أسهم التداول الحر للشركة والقيمة السوقية للسهم فتكون القيمة السوقية معيقة لدخول مستثمرين جدد في الشركات الكبرى تارة وتكون جاذبة بشدة تارة أخرى بعشوائية قد لا تخلص الممارسات الضارة بالمتعاملين في السوق.

○ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ٤/١ هو فرض عدمي ينص على أنه: "لا يوجد أثر لعدد أسهم الورقة المالية على نسبة سيولة السهم". وأسفرت الدراسات العلمية على تحليل الاتحاد المبرهن في جدول

جدول ٨ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ٤/١

Regression Statistics						
Multiple R	0.074					
R Square	0.005					
Adjusted R Square	-0.013					
Standard Error	20.073					
Observations	56.000					
	Df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1.000	119.158	119.158	0.296	0.589	
Residual	54.000	21757.108	402.909			
Total	55.000	21876.266				
	Coefficients	Standard Error	t Stat	Pvalue	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	8.523	2.903	2.936	0.005	2.703	14.342
X Variable 1	-6E-09	1.11E-08	-0.544	0.589	-2.8E-08	1.62E-08

ومن بيانات جدول ٨ يتضح عدم معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أقل من F المعنوية ، وفيما يلي تحليل للعلاقة بعد استبعاد الشركات التي تآثر تداولها بوجود معلومات أساسية عليها والتي أسفرت عن جدول ٩

جدول ٩ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ٤/١ بعد استبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية

Regression Statistics						
Multiple R	0.201					
R Square	0.041					
Adjusted R Square	0.019					
Standard Error	3.774					
Observations	47.000					
	Df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1.000	27.090	27.090	1.902	0.175	
Residual	45.000	640.988	14.244			
Total	46.000	668.079				
	Coefficients	Standard Error	t Stat	Pvalue	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0.962	0.596	1.614	0.114	-0.239	2.162
X Variable 1	2.91E-09	2.11E-09	1.379	0.175	-1.3E-09	7.16E-09

ومن بيانات جدول ٩ يتضح

- ١- معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أكبر من F المعنوية.
- ٢- وجود أثر معنوي لعدد الأسهم على نسبة سيولة السهم حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = 0.041$ بما يعنى أن ٤.١% من التغير الذي يحدث في المتغير

التابع يفصره عدد الأسهم وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى لا يشملها نموذج الانحدار الحالي.

٢- وجود علاقة طردية معنوية بين عدد الأسهم ونسبة السيولة لأن إشارة معامل انحدار المتغير المستقل موجبة في تحليل الانحدار الحالي كما هو متوقع لأنه علي فرض تساوي القيمة الاسمية لجميع الأسهم فإن زيادة عدد الأسهم يعني زيادة رأس المال .

✓ وتتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج الدراسة التي أجراها "كوبر وزملائه (Cooper et. al,1985) والتي كشفت عن المنشآت التي تتسم بضخامة قيمتها السوقية [عدد الأسهم المصدره x القيمة السوقية لأخر سعر إقبال للسهم] تكون قادرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون أن يطرأ على سعر السهم تغير كبير (وهو ما تعبر عنه نسبة السيولة) كما تتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج دراسات كل من "فوستر و فوانانسان" (Foster & Viswanathan,1991) و "رول" (Roll,1984) "أميه سود ومندلسون" (Amihud & Mendelson,1991) ، "بيجانو ورونييل" (Pagano & Roell,1996).

✓ أن المهم في تحليل هذا الفرض هو تحليل العينة بعد استبعاد أسهم الشركات التي تآثر تداولها بورود معلومات جديدة تؤثر على قيمة السهم

✓ أن متغير عدد أسهم التداول الحر للورقة المالية أكثر تفسير للتغير في نسبة السيولة وهذا ما يوضحه الفرض التالي.

o فيما يتعلق بالفرض الفرعي ٥/١

هو فرض علمي ينص علي أنه : "لا يوجد أثر لعدد أسهم التداول الحر للورقة المالية على نسبة سيولة السهم ."

وأسفرت الدراسة علي تحليل الانحدار المبين في جدول ١٠

جدول ١٠ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ٥/١

Regression Statistics						
Multiple R	0.049					
R Square	0.002					
Adjusted R Square	-0.016					
Standard Error	20.103					
Observations	56.000					
	Df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1.000	52.241	52.241	0.129	0.721	
Residual	54.000	21824.025	404.149			
Total	55.000	21876.266				
	Coefficients	Standard Error	T Stat	Pvalue	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	8.376	2.971	2.819	0.007	2.419	14.333
X Variable 1	-1.7E-08	4.59E-08	-0.360	0.721	-1.1E-07	7.55E-08

ومن بيانات جدول ١٠ يتضح عدم معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أقل من F المعنوية، وقد أسفر تحليل الانحدار للعلاقة بعد استبعاد الشركات التي تأثر تداولها بوجود معلومات أساسية عليه عن جدول ١١

جدول ١١ : تحليل الانحدار للفرض الفرعي ٥/١ بعد استبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية

Regression Statistics						
Multiple R	0.448					
R Square	0.201					
Adjusted R Square	0.183					
Standard Error	3.445					
Observations	47.000					
	Df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1.000	134.160	134.160	11.307	0.002	
Residual	45.000	533.918	11.865			
Total	46.000	668.079				
	Coefficients	Standard Error	T Stat	Pvalue	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0.453	0.559	0.810	0.422	-0.673	1.579
X Variable 1	2.67E-08	7.95E-09	3.363	0.001584	1.07E-08	4.27E-08

ومن بيانات جدول ١١ يتضح

- ١- معنوية نموذج الانحدار حيث أن F المحسوبة أكبر من F المعنوية.
- ٢- وجود أثر معنوي للمتغير لعدد أسهم التداول الحر للورقة المالية على نسبة سيولة السهم حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = 0.201$ بما يعنى أن

٠,٢٠١ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع يفسره عدد أسهم التداول الحر للورقة

المالية وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى لا يشملها نموذج الانحدار الحالي.

٣- وجود علاقة طردية معنوية بين لعدد أسهم التداول الحر للورقة المالية ونسبة السيولة

لأن إشارة معامل انحدار المتغير المستقل موجبة في تحليل الانحدار الحالي .

٤- ولاحظ أن القوة التفسير لعدد أسهم التداول الحر للورقة المالية قوية جداً وأقوي من

تفسير متغير عدد الأسهم للتغير في نسبة السيولة ، وعليه يعتبر عدد الأسهم الحرة

أفضل من عدد الأسهم في التنبؤ بنسبة السيولة ، لذا يمكن صياغة المعادلة التالية

$$\hat{L} = 0.453 + 2.67E-08 NFS + e$$

حيث أن \hat{L} هي نسبة السيولة المقدرة \leq صفر، وأن e هي خطأ التقدير ، وأن NFS

هي عدد الأسهم حرة التداول ، والمعادلة توضح أن الحد الأدنى لعدد الأسهم الحرة =

٢٠,٤٧٨,٨٨٠ سهم لتحقيق نسبة سيولة ١٠٠% علي فرض أن باقي المتغيرات لا

تأخذ قيم معينة للسيولة .

✓ وتتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج الدراسة التي أجراها "كوير وزملانه

(Cooper et. al,1985) والتي كشفت عن المنشآت التي تتسم بضخامة قيمتها السوقية

[عدد الأسهم المصدرة x القيمة السوقية لآخر سعر [إقبال للسهم] تكون قادرة على

استيعاب الصفقات الكبيرة دون أن يطرأ على سعر السهم تغير كبير (وهو ما تعبر عنه

نسبة السيولة) كما تتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج دراسات كل من "فوستر و

فسوانانسان" (Foster & Viswanathan,1991) و "رول" (Roll,1984) "أميهود

ومندلسون" (Amihud & Mendelson,1991) ، "بيجانو ورونييل" (Pagano &

. Roell,1996)

✓ تتوافق نتائج تحليل هذا الفرض مع نتائج الدراسة التي أجراها "أسوجافي وزملاؤه" (Assogbavi et. al, 1995) عن أثر نسبة المضاربة بالنسبة لعدد الأسهم القائمة على

حجم التداول والسعر

✓ أن المهم في تحليل هذا الفرض هو تحليل العينة بعد استبعاد أسهم الشركات التي تأثر

تداولاً بورود معلومات جديدة تؤثر على قيمة السهم

ملخص النتائج والتوصيات:

(١) ملخص النتائج:

✓ ٠ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ١/١

✓ أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عما يلي:

١- اختلاف نتائج تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة السيولة فيل استبعاد

الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية عن نتائج تحليل العلاقة بعد استبعاد الشركات

المرتبطة بمعلومات أساسية.

٢- وجود علاقة عكسية معنوية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة السيولة حيث أثبتت النتائج

الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = ٠,٠٦٣$ بما يعنى أن $٠,٠٦٣$ من التغير الذي

يحدث في المتغير التابع تفسره القيمة السوقية للسهم وأن النسبة الباقية تخضع

لمتغيرات أخرى.

٣- يمكن صياغة العلاقة على النحو التالي :-

$$\hat{L} = 1.03114 - 0.0049 MV + e$$

حيث أن \hat{L} هي نسبة السيولة المقدرة \leq صفر، وأن e هي خطأ التقدير ، وأن MV هي

القيمة السوقية للسهم ، ويتضح من المعادلة أن أقصى قيمة سوقية للسهم في المتوسط

حوالي ٦ جنية تقريباً لتحقيق نسبة سيولة ١٠٠% تقريباً.

٠ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ٢/١

أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عما يلي:

١- لم تختلف نتائج تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للشركة ونسبة السيولة كثيراً قبل إسبوعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية عن نتائج تحليل العلاقة بعد إسبوعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية.

٢- قبول الفرض العدمي: بعدم وجد أثر معنوي للقيمة السوقية للشركة على نسبة سيولة السهم، بسبب عدم وجود قاعدة تحدد نسبة عدد أسهم الإكتتاب العام المسجلة في البورصة الحرة إلى عدد الأسهم غير الحرة التداول.

٣- الحاجة إلى بحث العلاقة بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للشركة عند مستويات مختلف من نسبة القيمة السوقية للأسهم غير الحرة إلى القيمة السوقية للشركة (أقل من ١٠%، ١٠% ≤ ٣٠%، ٣٠% ≤ ٥٠%، أكبر من ٥٠%).

٥ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ٣/١

أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عما يلي:

١- اختلاف نتائج تحليل العلاقة بين القيمة السوقية الحرة للسهم ونسبة السيولة قبل إسبوعاد الشركات التي على طرفي الترتيب حسب رأس المال الحر عن نتائج تحليل العلاقة بعد إسبوعاد الشركات التي على طرفي الترتيب حسب رأس المال الحر.

٢- رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود علاقة طردية معنوية بين القيمة السوقية الحرة للشركة ونسبة السيولة حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = ٠,١٦٨$ بما يعنى أن ٠,١٦٨ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع تفسره القيمة السوقية الحرة للشركة وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى.

٥ فيما يتعلق بالفرض الفرعي ٤/١

أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عما يلي:

١- اختلاف نتائج تحليل العلاقة بين عدد الأسهم ونسبة السيولة قبل إسنبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية عن نتائج تحليل العلاقة بعد إسنبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية.

٢- رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود علاقة طردية معنوية بين عدد الأسهم ونسبة السيولة ، حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = ٠,٠٤١$ ، بما يعنى أن $٠,٠٤١$ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع يفسره عدد الأسهم وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى.

٥/١ فيما يتعلق بالفرض الفرعي

أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عما يلي:

١- اختلاف نتائج تحليل العلاقة بين عدد أسهم التداول الحر للورقة المالية ونسبة السيولة قبل إسنبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية عن نتائج تحليل العلاقة بعد إسنبعاد الشركات المرتبطة بمعلومات أساسية.

٢- رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود علاقة طردية معنوية بين عدد أسهم التداول الحر للورقة المالية ونسبة السيولة حيث أثبتت النتائج الإحصائية أن معامل التحديد $R^2 = ٠,٢٠١$ ، بما يعنى أن $٠,٢٠١$ من التغير الذي يحدث في المتغير التابع يفسره عدد أسهم التداول الحر للورقة المالية وأن النسبة الباقية تخضع لمتغيرات أخرى

(٢) التوصيات

(أ) توصيات مرتبطة بالأهداف

(١) وضع مقياس لسهولة تسويق الورقة المالية .

إنتهى الباحث إلي المقياس التالي لنسبة السيولة الخارجية : " تقاس نسبة السيولة الخارجية بحاصل ضرب كل من معدل التداول ومدى العمق ومدى الاتساع وقوة ثبات السعر معا أو

صفر عندما يكون أعلى سعر = أدنى سعر. ، وقد كشف مقياس نسبة السيولة الخارجية عن الحاجة لمزيد من الشفافية وعن عدة متطلبات لرفع كفاءة مفردات قياس السيولة :-

○ فيما يختص بسهولة قياس السيولة يوصي الباحث بزيادة الشفافية من خلال نشر البيانات التالية كجزء من أجزاء الميزانية وفي السجل الخاص بكل شركة على موقع البورصة والمحدث ما بين لحظيا ويوميا على حسب طبيعة البيانات :-

١- أسماء أعضاء مجلس الإدارة الحاليين وملكياتهم مفردة وإجمالية.

٢- الملكيات الإستراتيجية وأسماء أصحابها .

٣- ملكية المؤسسات (مفصلة إلى مصرية وعربية وأجنبية).

٤- عدد حملة أسهم الورقة المالية وملكياتهم مفردة ثم مفردة ومفصلة إلى مصريين وعرب وأجانب.

٥- القيمة الاسمية والقيمة الدفترية وفقا لآخر ميزانية.

٦- عدد الأسهم الحالي - عدد أسهم الخزينة - عدد الأسهم المناظر لشهادات الإيداع الدولية.

٧- عدد ونسبة الأشخاص الحاضرين في الجمعية العامة السابقة ثم عدد ونسبة الأسهم الحاضرة في الجمعية العامة السابقة.

٨- الأحداث المالية خلال سنة.

٩- نسبة التداول الحر ، ونسبة السيولة ورتبة السيولة.

○ فيما يختص برفع كفاءة مفردات قياس السيولة يوصي الباحث بالآتي :-

١- إلغاء كافة أشكال الضرائب المفروضة على التداول وكل التكلفة الثابتة المفروضة

على العملية ومما أقصده هنا هو إلغاء ضريبة الدمغة المفروضة على كل عملية ..

٢- أن تكون عمولة للسمسرة متناسبة عكسيا مع السيولة وتحدد نسبة العمولة شهريا لكل

ورقة حسب الأداء السابق والمتوقع لنسبة السيولة، فعدم جعل العمولة متناسبة عكسيا

مع السيولة قد يجعل مؤسسات السمسرة تتخصص في الأسهم عالية السيولة مما يزيد

الأسهم ضعيفة السيولة ضعفا، واقترح أن تكون عمولة السمسرة كما يلي :-

- الأسهم فائقة السيولة (نسبتها أكبر من ٣٠٠%) عمولة السمسرة لها ٠,١%
 - الأسهم ذات السيولة القوية (نسبتها أكبر من ٢٠٠% وأقل من ٣٠٠%) عمولة السمسرة لها ٠,١٥%
 - الأسهم معتدلة السيولة (نسبتها أكبر من ١٠٠% وأقل من ٢٠٠%) عمولة السمسرة لها ٠,١٦%
 - الأسهم ضعيفة السيولة (نسبتها أكبر من ٥٠% وأقل من ١٠٠%) عمولة السمسرة لها ٠,١٨%
 - الأسهم عديمة السيولة (نسبتها أقل من ٥٠%) عمولة السمسرة لها ٠,٢%
- ٣- أن تكون عمولة السمسرة قطعية، و غير قابلة للتفاوض، وبنسبة من قيمة الصفقة فإن كانت قيمة العمولة أكبر من الحد الأقصى للعمولة يرحد الفرق للإنفاق على أنشطة رفع كفاء السوق .
- ٤- يوجه رصيد صندوق رفع الكفاءة للإنفاق على البنود التالية :-

- دعم مجانية البث المباشر لشاشة البورصة بسرعة عالية عبر الإنترنت
- دعم مجانية معرفة الأرصدة وتجميد الأرصدة لحضور الجمعيات العامة للشركات وخلافة عبر الإنترنت .
- تحمل تكاليف قيد واستمرار قيد الأسهم نيابة عن الشركات.
- تحمل تكاليف التوزيعات نيابة عن المساهمين .

(ب) توصيات بحثية

- تحديث هذه الدراسة بعد تطبيق كامل توصياتها .
- بحث العلاقة بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للشركة عند مستويات مختلف من نسبة القيمة السوقية للأسهم غير الحرة إلى القيمة السوقية للشركة (أقل من ١٠%، ١٠%، ٣٠% ≤ ٣٠% ، أكبر من ٥٠%) .
- بحث العلاقة بين نسبة السيولة وملكية المستثمر الإستراتيجية في مجتمع مكون من جميع أسهم الشركات التي بها مستثمر إستراتيجي

- بحث العلاقة بين نسبة السيولة و ملكية العاملين في مجتمع مكون من جميع أسهم الشركات التي يمتلك العاملين فيها أسهم.
- بحث العلاقة بين نسبة السيولة و ملكية الأجانب في مجتمع مكون من جميع أسهم الشركات التي يمتلك الأجانب فيها أسهم.

المراجع

أولا : المراجع العربية

أ- الكتب

بازرعه، محمود صادق ، بحوث التسويق للتخطيط والرقابة واتخاذ القرارات التسويقية، (القاهرة : دار النهضة العربية ، ١٩٨٠) ، ص ٢٩٨ .

عبد العزيز، عمر عبد الجواد و بلعربى، عبد الحفيظ ، مقدمة في الطرق الإحصائية ، (القاهرة : دار زهران للنشر والتوزيع ، ١٩٩٩) ، ص ١٢٤ .

هندي ، منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، (الإسكندرية : منشأة المعارف، ١٩٩٥) ، ص ص ٤٩٤-٥٧٥ .

ب- الأبحاث

عبد الحافظ ، السيد البدوي ، "السيولة ومعدلات العائد علي الأسهم العادية." ، مجلة آفاق جديدة ، مكتبة كلية التجارة - جامعة المنوفية ، ٨ (يناير ، ٢٠٠٠) ، ص ١٨٠ .

حمدي زعرب و صباح شراب ، "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية _دراسة تطبيقية_" ، مجلة الجامعة الإسلامية - سلسلة الدراسات الإنسانية، ١٥ (يونيه، ٢٠٠٧) ، ص ص ٥٥٧-٥٧٩ .

Foreign References

ثانياً: المراجع الأجنبية

A- Books

- Reilly, Frank K., & Brown, Keith C., **Investment Analysis And Portfolio Management**. 5th ED. (Chicago: Dryden Press, 1996), P. 466.
- Reilly, Frank K., **Investment Analysis and Portfolio Management**, 2nd ED. (Chicago: Dryden Press, 1985), PP. 62-63.

B- Working Paper

- Abdel Shahid, Shahira, "Does Ownership Structure affect firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market.", Working Paper Series, Cairo and Alexandria Stock Exchange (CASE), (January. 2003), PP. 1-19. Available at : http://download.egyptse.com/download/research_papers/does%20ownership%20affect%20firm%20value.pdf
- Fraser, D., & Groth, J., "Listing and the Liquidity of Bank Stocks." , Working Paper, Texas A&M University, (August, 1993), P.9.

C- Articles in Journals

- Aitkena, Michael & Carole, Comerton-Fordeb, "How should liquidity be measured ?." , **Pacific-Basin Finance Journal** , 11 (January, 2003) 1, P. 45.
- Amihud, Y. & Mendelson, H., "Volatility, Efficiency and Trading : Evidence From the Japanese Stock Market." , **Journal of Finance**, 46 (Dec., 1991), P. 1774.

- Anderson, Hamish D.; Cooper, Sapphire & Prevost, Andrew K., "Block Trade Price Asymmetry and Changes in Depth: Evidence from the Australian Stock Exchange." , *The Financial Review*, 2 (May, 2006) P. 247.
- Anshuman, V. Ravi & Kalay, Avner, "Can splits create market liquidity? Theory and evidence." , *Journal of Financial Markets*, 5(January, 2002)1, PP. 83-125.
- Asciglu, N. A.; McInish, T. H. & Wood, R. A., "Merger Announcements And Trading." , *The Journal of Financial Research*, 25 (Summer, 2002) 2, P. 263.
- Assogbavi, T.; Khoury N. , & Yourougou, P., "Short interest and the asymmetry of the price-volume relationship in the Canadian stock market." , *Journal of Banking and Finance*, 19 (Nov. 1995), P. 1341.
- Black, Fischer. "Noise." , *The Journal of Finance*, (Tuly. 1986), P. 529.
- Brockman, Paul & Chung, Dennis Y., "Cross-listing and firm liquidity on the stock exchange of Hong Kong." , *Managerial Finance Journal*, 25(1999)1, PP. 64 – 88.
- Cooper, S. Kerry; Groth, John C. & Avera, William E., "Liquidity, Exchange Listing and Common Stock Performance." , *Journal of Economics and Business*, 17 (Feb., 1985) , P.10.
- Datar, Vinay T.; Naik, Narayan Y. & Radcliffe, Robert, "Liquidity and stock returns: An alternative test." , *Journal of Financial Markets* , 1(August,1998)2, PP. 203-219.
- Diamond, D. & Verrecchia, R., "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital." , *journal of Finance*, 46(sept., 1991), P.325.
- Easley, David; Kirffer, Nicholas M.; O'hara, Maureen & Parerman, Joseph B. "Liquidity , Information , and Infrequently Traded Stock." , *Journal of Financial Markets*, (September. 1996), P. 1405.

- Edmister, Robert; Graham, A. Steven & Pirie, Wendy, "Excess returns of index replacement stocks : Evidence of liquidity and substitutability." , *Journal of Financial Research*, (1994) , P. 333.
- Eleswarapu, Venkat & Krishnamurti, Chandrasekar , "Liquidity, stock returns and ownership structure: an empirical study of the BSE." , *Journal of Finance*, 5(July, 1995), P. 40.
Available at: <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/9507/9507005.pdf>
- Foster, F. & Viswanathan, S., "Variations in Trading Volume, Return Volatility and Trading Costs : Evidence on recent price Formation Models." , *The Journal of Finance*, 48 (March, 1991), P. 188.
- Frost, Carol Ann; Gordon, Elizabeth A. & Hayes, Andrew F., "Stock Exchange Disclosure and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges." , *Journal of Accounting Research*, 44 (June, 2006) 3, PP.437-484.
- Karpoff, Jonathan M., "A Theory Of Trading Volume." , *The Journal of Finance*, (December, 1986), P. 1087.
- Kempf, Alexander & Korn, Olaf, "Market Depth. And Order size." , *Journal of Financial Markets*, 2(February, 1999), P. 29.
- Kerry Cooper, S.; Groth, John C. & Avera, William E., "Liquidity, Exchange Listing and Common Stock Performance." , *Journal of Economics and Business*, 17 (Feb., 1985) , P.10.
- Kwang, Wu Hsiu , "Odd-Lot trading in the Stock -Market and its impact." , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7 (Jan., 1972), P.1321 .
- Lakonishok J. & Vermaelen, T., "Tax-induced Trading Around Ex-Dividend Days." , *Journal of Financial Economics*, 16(1980), PP. 305-317.

- Pagano, M. & Roell, A., "Transparency and Liquidity. A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading." , **Journal of Finance**, 51 (June, 1996), P.579.
- Palomio, Frederic. "Noise Trading in Small Markets." , **The Journal of Finance**, (September, 1996), P. 1537.
- Pettit, R., "Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency." , **The Journal of Economics**, 27(Dec, 1972), PP. 995-1000.
- Pham, Peter K.; Kalev. Petko S. & Steen, Adam B., "Underpricing, stock allocation, ownership structure and post-listing liquidity of newly listed firms." , **Journal of Banking & Finance**, 27 (2003) 5, P.919.
- Raggazzi, G., "On the Relation Between Ownership Dispersion and Firm Market Value." , **Journal of Banking and Finance**, 5 (1981), P. 268.
- Roll, Richard, "A simple Implicit Measure of the Bid - Ask Spread in An Efficient Market." , **Journal of Finance**, 39 (Sept., 1984), P. 1130 .
- Rubin, Amir, "Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity." , **Journal of Financial Markets**, 2007 Forthcoming. Available at: http://www.sfu.ca/~arubin/JFM_2006074.pdf
- Stoll, R. & Whaley, E., "Transaction Costs and the Small Firm Effect." , **Journal of Financial Economics**, 12 (June, 1983), P.57.
- Tabak, Benjamin Miranda, "The random walk hypothesis and the behaviour of foreign capital portfolio flows: the Brazilian stock market case." , **Applied Financial Economics**, 13 (May, 2003) 5 , P. 369.

- Tarawneh, Medhat Ibrahim, "The impact of equity ownership specifications on the performance of omani corporations 1998 – 2002." , **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, 1(2005) 2, P.77.
- Thomas, Copeland "Liquidity Changes Following Stock Splits." , **Journal of Finance**, 34 (March, 1979), P. 115.
- Watts, R., "Comments of the impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation." , **Journal of Business**, 49 (Jan, 1976), PP. 97-100.