

## أثر التضخم وسعر إعادة الخصم على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم " دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية "

أيهاب عزت فهمي عمر

المشرفين

أ.د/ نادر ألبير فانوس د/ بسمة مدحت محمد فرحات

### ملخص الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار ما إذا كان المؤشر العام للتضخم وسعر إعادة الائتمان والخصم يؤثران على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم وتم قياس الإختلاف من خلال إيجاد الفجوة السعرية بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم وقد تم إستخدام البيانات التي تم جمعها للعينة الدراسة المكونة من ٢٤ شركة مسجلة بالبورصة المصرية وذلك في الفترة من عام ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٨ وتوصلت الدراسة إلى وفقاً لنتائج التحليل الإحصائي هناك أثر ذو دلالة إحصائية للمؤشر العام التضخم وسعر إعادة الخصم يؤثران على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم. **الكلمات الإفتتاحية:** المؤشر العام للتضخم، سعر إعادة الائتمان، الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

### Abstract :

This paper aims at examining the impact of inflation rate and discount rate on stock mispricing. Stock mispricing is measured by the difference between the market value and intrinsic value of stock. This has been conducted using a sample of 24 companies are listed at the Egyptian exchange during the period from 2002 to 2018. Results indicate there are a significant effect of inflation rate and discount rate on stock mispricing.

**Keywords:** inflation rate, discount rate, mispricing.

### مقدمة الدراسة :

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبرى في جميع الدول المتقدمة منها والنامية خاصة في ظل الاقتصاد الحر وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية لما لها من آثار مختلفة على الاستثمار وبالتالي على النمو الاقتصادي ويُعد استقرارها مقياساً لنجاح السياسات المالية والنقدية في مواجهة التحديات والأزمات المختلفة.

حيث تلعب الصدمات المالية ( المؤشر العام للتضخم وسعر الخصم) دوراً في أداء سوق الأوراق المالية، حيث أن الصدمة المالية إما أن تكون موجبة أو سالبة، فالصدمة المالية الموجبة تؤدي الى رفع أداء ومؤشرات سوق الأوراق المالية، بينما تؤدي الصدمة المالية السالبة الى تدهور أداء ومؤشرات سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل، وهذا ما يسمى بالأزمات الاقتصادية أو المالية التي ترتفع مع قوة تأثير الصدمة مما ينتج حالة من عدم التماثل في السوق.

لذا شهدت سوق الأوراق المالية العالمية في نهاية عام ٢٠١٦ واحدة من أصعب الصدمات المالية وهي تعويم سعر الصرف مما تسبب في ارتفاع اسعار السلع والخدمات ومن ثم انخفاض القوي الشرائية ثم عقب ذلك سياسية البنك المركزي في رفع وتخفيض سعر الفائدة وقد ، أدت هذه الإجراءات الى حدوث أزمة اقتصادية، صاحبها ركود وانكماش اقتصادي مفاجئ، كما أثرت على الأسواق المالية العالمية عن طريق مشاعر الخوف والهلع التي انتابت المستثمرين، الناجمة عن توقف العديد من القطاعات الاقتصادية.

وفي ظل غياب كفاءة السوق التي تعد أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً للمستثمرين في زيادة عملية الإستثمار في السوق وكذلك يؤدي إلي دخول مستثمرين جدد وبالتالي تحقيق اهداف السوق ولكن مع وجود

سوق اوراق مالية غير كفاء ولايقدم اي معلومات عن القيم الحقيقية للأوراق المالية مع عدم توافر خبرة لأغلبية المستثمرين في سوق الأوراق المالية كل هذا أدى إلي ارتفاع أسعار الأسهم عن قيمها الحقيقية والعكس صحيح ومن هنا هدفت الدراسة إلي دراسة أثر المؤشر العام للتخضم وسعر إعادة الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وجاءت مبررات إختيار الموضوع وذلك للربط بين الجانب السلوكي والمالي .

### ثانياً: مشكلة الدراسة

حيث تتمثل مشكلة الدراسة مع ارتفاع الاسعار وانخفاض القوي الشرائية والاتجاه الي رفع سعر عائدة الائتمان والخصم من قبل البنك المركزي لتنشيط حركة القروض والودائع أدي ذلك إلي وجود فجوة سعرية بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم ومن ثم يمكن عرض الإشكالية المطروحة من خلال إختيار عينة من الأسهم الأكثر إختلافاً بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم في الفترة من عام ٢٠١٤ إلي ٢٠١٨ كما موضح في الجدول الآتي:-

جدول رقم (١) التخضم وسعر إعادة الخصم والإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم (٢٠١٤ - ٢٠١٨)

م	السهم	العام	سعر الإغلاق للسهم في ٣١ ديسمبر	القيمة العادلة للسهم	عدد الأسهم (بالآلف)	المؤشر العام للتخضم	سعر إعادة الخصم	الاختلاف قيمة %
		2014	1.14	9.88	233,560	10.07%	8.75%	-88.50%
		2015	1.26	10.56	255,575	10.37%	9.25%	-88.10%
		2016	1	11.28	255,575	13.81%	١٢.25%	-91.10%
	البنك المصري الخليجي	2017	0.88	12.1	314,796	29.51%	17.25%	-92.70%
1	(EGBE)	2018	0.62	18.1	342,802	14.40%	17.25%	-96.60%
		2014	12.08	24.21	450,000	10.07%	8.75%	-50.10%
		2015	7.9	55.89	450,000	10.37%	9.25%	-85.90%
		2016	15.49	54.68	450,000	13.81%	١٢.25%	-71.70%
	النساجون الشرقيون للسجاد	2017	16.59	85.22	450,000	29.51%	17.25%	-80.50%
2	(ORWE)	2018	6.97	169.07	443,405	14.40%	17.25%	-95.90%

أثر التضخم وسعر إعادة الخصم على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم " دراسة تطبيقية ...

أيها جيه محرز فهمي عمر

-81.40%	-42.37	8.75%	10.07%	69,302	52.04	9.67	2014	
-92.80%	-86.08	9.25%	10.37%	69,302	92.79	6.71	2015	
-74.40%	-25.39	١٢.25%	13.81%	69,302	34.13	8.74	2016	
-47.20%	-15.4	17.25%	29.51%	72,767	32.64	17.24	2017	المالية والصناعية
-82.50%	-44.36	17.25%	14.40%	72,767	53.8	9.44	2018	المصرية (EFIC) 3
-47.20%	-10.65	8.75%	10.07%	1,707,072	22.57	11.92	2014	
-74.00%	-18.26	9.25%	10.37%	1,707,072	24.68	6.42	2015	
-67.20%	-24.08	١٢.25%	13.81%	1,707,072	35.83	11.75	2016	المصرية
-62.60%	-22.47	17.25%	29.51%	1,707,072	35.89	13.42	2017	للاتصالات
-47.00%	-11.25	17.25%	14.40%	1,707,072	23.93	12.68	2018	(ETEL) 4

المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات التداول والقوائم المالية المنشورة.

يلاحظ من الجدول رقم (١) ارتفاع المؤشر العام للتضخم وسعر إعادة الخصم ومن ثم انعكاس ذلك على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم ونجد ذلك حيث تتراوح قيم المؤشر العام للتضخم السابق ذكرها بين ١٠.٠٧% إلى ٢٩.٥١% بينما تتراوح قيم سعر إعادة الخصم بين ٨.٧٥% إلى ١٧.٢٥% مما انعكس ذلك على أن أصبحت نسبة الإختلاف تتراوح بين نسبة سالبة ٤٧% إلى ٩٦.٦% وهي هذا يدل على تضخم الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم ومن خلال ملاحظة ظواهر المشكلة المتمثلة في النتائج التي توصلت إليها في الجدول السابق يمكن صياغة الدراسة في التساؤل البحثي الآتي:

هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمؤشر العام للتضخم وسعر إعادة الخصم على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ؟

ثالثاً: الدراسات السابقة

تعدد الدراسات المتعلقة المؤشر العام للتضخم وسعر الخصم (الصددمات المالية) والإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم حيث تناول العديد من الباحثين هذه المتغيرات وقد تم مراعاة ترتيب هذه الدراسات من الأقدم إلى الأحداث من حيث سنة النشر.

### ١. الدراسات المتعلقة بالمتغيرات المستقلة ( للمؤشر العام للتضخم وسعر إعادة الخصم )

دراسة "عادل منصور، مصطفى أحمد، (٢٠١٧)" تناولت هذه الدراسة تأثير الصدمات المالية الموجبة والسالبة على تباين أسعار الاغلاق لسوق العراق ودمشق للأوراق المالية بناءً على بيانات أسعار الاغلاق اليومية من الفترة ٢٠١٣ حتى ٢٠١٦، حيث تبين ان أسعار الاغلاق لكلا السوقين قد تأثرت بالصدمات السالبة، إلا أن أسعار الاغلاق لسوق دمشق أقل تأثراً (تباين) بالصدمات السالبة من أسعار الاغلاق في سوق العراق وذلك لان سوق دمشق هو سوق مالي صغير حديث النشأة يحوي على عدد قليل من الشركات.

دراسة (S. Sathyanarayana & Prof. Sudhindra Gargesa, 2018) تناولت هذه الدراسة العلاقة بين التضخم وعائدات الأسهم من خلال اختبار مجموعة من المؤشرات من أسواق الأسهم العالمية (الهند - النمسا - بلجيكا - كندا - الصين - فرنسا - ايرلندا - تركيا - اندونيسيا - اليابان - المكسيك - اسبانيا - البرازيل)، حيث تبين أن هناك علاقة كبيرة بين عوائد الأسهم والتضخم لمؤشرات الأسهم (الأسترالية - والبلجيكية - والكندية - والصينية - والفرنسية - والاييرلاندية) حيث يمكن للشركات أن تأخذ هذا دليلاً على تعديل أرباحها عن طريق رفع الأسعار حيث يمكن استخدام سياسة انكماشية لتقليل أرباحها عن طريق رفع الأسعار حيث يمكن استخدام سياسة انكماشية لتقليل المعروض من النقود من خلال خفض سعر الفائدة على سندات الخزانة وزيادة معدلات الفائدة (سياسة سعر البنك) وزيادة نسبة الاحتياطي النقدي مما يقلل قدرة الإقراض للبنوك.

دراسة (Kishorsinh N. Chavda, 2018) تناولت هذه الدراسة تحليل أثر الناتج المحلي الإجمالي على عوائد سوق الأسهم في الهند باستخدام مؤشر BSE Sensex الهندي، حيث تبين أن دور سوق الأوراق المالية مؤشر BSE Sensex الهندي هو لأحد أهم العوامل المؤثرة في الناتج المحلي الإجمالي والعكس صحيح لذلك توجد علاقة إيجابية

بين المتغيرين وعليه تقوم الحكومة الهندية الحفاظ على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي والسيولة في سوق الأوراق المالية الأولية والثانوية والمشتقات.

## ٢. الدراسات المتعلقة بالمتغير التابع ( سوء التسعير )

هدفت دراسته (Pantzalis & Park, 2014) إلى دراسة التأثير بين الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم على القرارات الإستثمارية بإستخدام عينة من الشركات الصينية وذلك في الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١١ وكانت نتائج الدراسة هي تأثير تكاليف الوكالة على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم حيث نجد ان الخيارات تمنح الوكالة حق من حقوق الملكية مما يؤدي الي قيام الوكلاء الي تقييم الشركة بقيمة اعلي من قيمتها ومن ثم يظهر الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

واشارات دراسة (Bonaimé & Öztekin Warr, 2014) إلى تقييم دوافع الشركات في إعادة شراء الأسهم حيث تمتلك الشركة هيكل رأس المال ولها أسهم من الممكن أن تكون مسعرة بقيمة أعلي من قيمتها او قيمة أقل من قيمتها وذلك بالتطبيق على شركة SDC في الفترة من ١٩٩٠ الي ٢٠١٠ وقياس الإختلاف من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم على القيمة العادلة للسهم وكانت النتائج الدراسة هي انة سياسة اعادة شراء الاسهم تكون صالحة في حالة انخفاض قيمة الشركة عن القيمة العادلة وذلك لتصحيح عملية التسعير للسهم بعكس في حالة ارتفاع قيمة الشركة لا تصلح سياسية اعادة شراء الاسهم حيث تصبح اكثر تكلفة واقل فائدة.

واشارات دراسة (Mustapha, 2017) إلى البحث بين الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم في محافظ الأسهم وعلاقة هذا الإختلاف بحجم الإستثمار من خلال اخذ متوسط العوائد اليومية لأسهم مختارة من أربعة أسواق أفريقية (جنوب أفريقيا ونيجيريا ومصر والمغرب) في الفترة من ٥ يناير ٢٠١٠ الي ٣٠ ديسمبر ٢٠١٥ وكانت نتائج الدراسة هي وجود إختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم بشكل عابر في عائدات المحافظ للأسهم

الأفريقية بغض النظر عن مستويات السيولة والتقلب في الشركة بالإضافة إلى يؤدي الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم إلى سحب الاستثمارات الكبيرة في المحافظ ذات الحجم الكبير في الوقت نفسه حيث يعتبر هذا الاختلاف أقل أهمية في المحافظ الصغيرة ومتوسطة الحجم.

من خلال المطالعة على بعض الدراسات السابقة، تبين أن هناك إهتمام قوي بموضوع الصدمات المالية المتمثلة في المؤشر العام للتخضم وسعر الخصم حيث يشكل كلاً المؤشر العام للتخضم وسعر الخصم تأثير على الإقتصاد المصري لذا تم دراسة أثر التخضم وسعر إعادة الخصم على الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

#### رابعاً: فروض الدراسة.

بعد الرجوع إلى مشكلة الدراسة، وبعض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، يُمكن صياغة فرض واحد رئيسي على النحو التالي:

**الفرض الاول: "لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمؤشر العام للتخضم على الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم".**

حيث أنه المتغير المستقل هو مؤشر التخضم والمتغير التابع هو الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

#### ويتم التعبير عنها من خلال المعادلة التالية

$$Mis_{it} = \beta_0 + \beta_1 Inf_t + u_{it}$$

حيث أنه

$Mis_{it}$  ← الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم للشركة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Inf_t$  ← مؤشر التخضم خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$u_{it}$  ← الخطأ العشوائي الناتج من عملية الإنحدار.

أثر التضخم وسعر إعادة الخصم على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم " دراسة تطبيقية ...

أيماجه محرز فهمي عمر

الفرض الثاني: "لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لسعر إعادة الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم".

حيث أنه المتغير المستقل هو سعر إعادة الخصم والمتغير التابع هو الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

ويتم التعبير عنها من خلال المعادلة التالية:

$$Mis_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dis_t + u_{it}$$

حيث أنه

$Mis_{it}$  ← الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم للشركة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

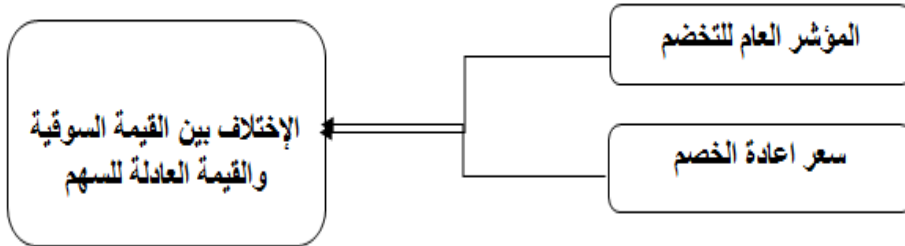
$Dis_t$  ← سعر الائتمان والخصم خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$u_{it}$  ← الخطأ العشوائي الناتج من عملية الإنحدار.

خامساً: متغيرات الدراسة

شكل رقم (١) متغيرات الدراسة

متغير مستقل متغير تابع



المصدر: من إعداد الباحث.

وبما أن هناك نوعان أساسيان من المتغيرات هما المتغير المستقل والمتغير التابع فإن هذا الجزء يتضمن شرحاً لمقاييس متغيرات الدراسة.



## ١. المتغيرات المستقلة: المؤشر العام للتخضم وسعر الخصم

أ. المؤشر العام للتخضم: المؤشر العام للتخضم لجمهورية مصر العربية وتم الإستعانة بالتقارير المنشورة علي موقع البنك المركزي المصري لحصر المؤشرات من عام ٢٠٠٢ إلي عام ٢٠١٨.

ب. سعر إعادة الخصم: سعر إعادة الخصم المحدد من خلال البنك المركزي المصري وتم الإستعانة بالتقارير المنشورة علي موقع البنك المركزي المصري لحصر المعدلات من عام ٢٠٠٢ إلي عام ٢٠١٨.

## ٢. المتغير التابع: الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم

ينشأ الإختلاف نتيجة الفجوة السعرية بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم (Chen, et al., 2009) ومن ثم قام الباحث بالإعتماد علي المعادلة الآتية:

$$\text{نسبة الإختلاف} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{القيمة العادلة للسهم}}{\text{القيمة العادلة للسهم}}$$

### حيث أنه

أ. القيمة السوقية للسهم هي سعر الاغلاق اليومي في آخر السنة المالية بتاريخ ٣١ ديسمبر.

ب. القيمة العادلة للسهم.

اولاً: مفاهيم أساسية: أن قيمة الشركة (وكذلك القيمة لحملة الأسهم) تعتمد علي تفاعل عنصرين أولهما، التدفق النقدي وثانيهما تكلفة التمويل، ونلقي المزيد من الضوء علي هذين العنصرين لحساب القيمة العادلة للسهم.

١. التدفق النقدي (Frank (2003): إن الإعتماد علي المفهوم المباشر للتدفق النقدي (صافي الارباح بعد الضريبة+الإهلاك) ويمكن أن يكون مضللاً، لأنه لايعكس التدفقات النقدية الجارية الضرورية للبقاء في المستقبل ومن هنا ظهرت ثلاث

مفاهيم للتدفق النقدي، وهي التدفق النقدي الناتج عن أنشطة التشغيل، التدفق النقدي الحر، والتدفق النقدي الحر للملكية.

١-١ التدفق النقدي التشغيلي: ويمكن تقديره من خلال المعادلة التالية:

التدفق النقدي التشغيلي = الإيرادات النقدية - التكاليف التشغيلية النقدية - الضرائب.

= (الإيرادات النقدية - التكاليف التشغيلية) (١ - معدل الضريبة) + الإهلاك.

= ربح التشغيل بعد الضريبة + الإهلاك

إن ربح التشغيل بعد الضريبة يقصد به الربح قبل خصم الفوائد وبعد خصم الضريبة، أما ربح التشغيل النقدي بعد الضريبة، فيقصد به الربح المحاسبي قبل خصم الإهلاك والفوائد، أما ربح التشغيل بصفة عامة فهو الربح قبل خصم الفوائد والضرائب.

ويعتبر مفهوم التدفق النقدي التشغيلي، مفهوماً جوهرياً لخدمة القرارات التي تراعي بعد الزمن، من ثم نجدة شائعاً في تحليل قرارات الإستثمار طويل الأجل، والقرارات التي تتصل بتحديد المستوي الأمثل للإستثمار في الذمم والمخزون، والسعي نحو تحديد قيمة المنشأة.

١- ٢ التدفق النقدي الحر للشركة (Gitman (2009): ويمكن تقديره من خلال المعادلة التالية:

التدفق النقدي الحر للشركة = Free Cash Flow (FCF) = التدفق النقدي التشغيلي قبل الفوائد والضرائب - صافي الإستثمار في الأصول الثابتة - صافي الإستثمار في الأصول المتداولة.

### حيث أنه

صافي الإستثمار في الأصول الثابتة = التغير في الأصول الثابتة + الإهلاك  
صافي الإستثمار في الأصول المتداولة = التغير في الأصول المتداولة - التغير في حسابات الدائنين والمستحقات

٢. المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (معامل الخصم): تعبر تكلفة رأس المال، عن المتوسط المرجح لتكاليف مصادر التمويل طويلة الأجل، فإذا نظرنا إلي هيكل رأس مال المنظمة، علينا أولاً معرفة تكلفة كل مصدر منفرد من المصادر طويلة الأجل علي حدة (أي تكلفة الملكية وتكلفة المديونية) ومن خلال معرفة الأهمية النسبية لكل مصدر من بين إجمالي المصادر طويلة الأجل يمكننا ترجيح تكلفة كل مصدر بالوزن النسبي له في الهيكل، توصلنا إلي التكلفة الشاملة أو المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

$$\left\{ \frac{\text{قيمة المديونية}}{\text{قيمة المنشأة}} * \text{تكلفة التمويل} \right\} * (1 - \text{معدل الضريبة}) + \left\{ \frac{\text{قيمة الملكية}}{\text{قيمة المنشأة}} * \text{تكلفة الملكية} \right\} = \text{معامل الخصم}$$

$R_m$ : تمثل نسبة التغير في المؤشر العام للسوق وقام الباحث بالاعتماد علي مؤشر Egx30 باعتبار المؤشر العام للسوق.

٣. قيمة الشركة بنهاية فترة النمو (القيمة المتبقية)

٣.١ التدفقات النقدية الحرة المخصومة: حيث تمثل القيمة العادلة للأسهم هي مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية وتقاس من خلال المعادلة الآتية (Brigham (2013).

$$IV = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+r)^\infty}$$

حيث أنه

IV ← القيمة العادلة للأسهم.

FCF ← التدفق النقدي الحر للشركة.

$r$  ← تكلفة التمويل او معامل الخصم.

وتحدد  $FCF_{\infty}$  من خلال (Behr et al.,2018)

$$FCF_{\infty} = \frac{FCF_n(1 + g)}{(WACC - g)}$$

حيث أنه

$FCF_n$  ← التدفق النقدي في نهاية فترة التوقع

$WACC$  ← تكلفة التمويل او معامل الخصم.

$g$  ← معدل النمو ( تم الإعتماد على متوسط الناتج المحلي الأجمالي اخر عشر سنوات).

٣.٢ **طريقة الدخل المتبقي:** هي طريقة لتقييم حقوق الملكية تستند إلى فكرة أن قيمة أسهم الشركة تساوي القيمة الحالية للدخل المتبقي المستقبلي مخصوصاً بالتكلفة المناسبة لحقوق الملكية حيث تمثل تكلفة حقوق الملكية هي معدل العائد الذي يطلبه المساهم للإستثمار في الأعمال التجارية وتقاس من خلال المعادلة الآتية (Schoon (2005).

$$IV = B_0 + \sum_{t=1}^N \frac{RI_1}{(1+re)^1} + \frac{RI_2}{(1+re)^2} + \frac{RI_3}{(1+re)^3} + \dots$$

$$RI_t = Et - (ROE-r) \times B_{t-1}$$

حيث أنه

$IV$  ← القيمة العادلة للأسهم.

$RI_1$  ← الدخل المتبقي خلال فترة زمنية معينة.

$Et$  ← صافي الربح خلال فترة زمنية معينة.

$B_{t-1}$  ← القيمة الدفترية لحقوق الملكية خلال فترة زمنية معينة.

$B_0$  ← القيمة الدفترية لحقوق الملكية في بداية الفترة.

re ← معدل العائد علي حق الملكية.

ROE ← تكلفة الملكية ( العائد المتوقع علي الملكية ).

سادساً: أهمية وأهداف الدراسة.

- يستمد هذا البحث أهميته نظرا للاهتمام بالتغيرات الاقتصادية والسياسية والتي لها اثر علي اسعار الاسهم ومن ثم تتمثل أهمية الدراسة في إختبار معنوية العلاقة بين المؤشر العام التخضم و سعر إعادة الخصم و الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.
- كما تهدف هذه الدراسة إلي اختبار صحة اوخطاء فرضية البحث من خلال تحديد مدي اثر المؤشر العام التخضم و سعر إعادة الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة

وقد تناولت الدراسة مجتمع الدراسة متمثل في EGX30 وعينة حيث تتكون عينة الدراسة من ٢٤ شركة ويعود إختيار هذه العينة لأسباب مرتبطة بتوافر البيانات وتكلفتها وفيما يلي الشركات والبنوك التي تمثل عينة الدراسة وهي :

جدول رقم (٢) حجم العينة

م	السهم	رمز	القطاع	تاريخ القيد
1	البنك التجاري الدولي (مصر)	COMI	بنوك	٠٢-فبراير-٩٥
2	بنك فيصل الاسلامي المصرية بالجنية	FAIT	بنوك	٠٧-يونيو-٩٥
3	بنك كريدي اجريكول مصر	CIEB	بنوك	٠٣-يوليه-٩٦
4	بنك قطر الوطني الاهلي	QNBA	بنوك	٠٣-يوليه-٩٦
5	البنك المصري الخليجي	EGBE	بنوك	١٧-نوفمبر-٨٣
6	النساجون الشرقيون للسجاد	ORWE	منسوجات و سلع معمرة	١٤-ديسمبر-٩٤
7	جولدن تكس للاصواف	GTWL	منسوجات و سلع معمرة	٠٧-أبريل-٩٢
8	المالية و الصناعية المصرية	EFIC	كيمياويات	١٠-مارس-٩٦
9	كفر الزيات للمبيدات والكيمياويات	KZPC	كيمياويات	٠١-أغسطس-٩٦

أثر التضخم وسعر إحصاء الخصم على الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم " دراسة تطبيقية ...

أيضاً بحزبته فهمي عمر

م	السهم	رمز	القطاع	تاريخ القيد
10	المصرية للاتصالات	ETEL	إتصالات	٢٩-ديسمبر-٩٩
11	المصريين للأسكان والتنمية والتعمير	EHDR	العقارات	٠٣-أغسطس-٩٤
12	المتحدة للأسكان والتعمير	UNIT	العقارات	١٤-ديسمبر-٩٤
13	الشمس للأسكان والتعمير	ELSH	العقارات	١٢-سبتمبر-٩٥
14	شركة غاز مصر	EGAS	مرافق	٠٧-أبريل-٩٢
15	السويس للأسمنت	SUCE	التشييد ومواد البناء	٠٨-فبراير-٩٥
16	اسمنت سيناء	SCEM	التشييد ومواد البناء	٠٣-يوليه-٠٠
17	اكرومصر للشدات والسقالات المعدنية	ACRO	التشييد ومواد البناء	١٥-سبتمبر-٨٢
18	الدلتا للسكر	SUGR	أغذية ومشروبات	٠٧-أبريل-٩٢
19	القاهرة للدواجن	POUL	أغذية ومشروبات	٠٥-نوفمبر-٩٥
20	المنصورة للدواجن	MPCO	أغذية ومشروبات	٠٢-فبراير-٩٥
21	اسيوط الاسلامية الوطنية للتجارة والتنمية	AITG	موزعون وتجار تجزئة	١٨-يناير-٩٦
22	المصريه لمدينة الانتاج الاعلامي	MPRC	إعلام	٢٦-سبتمبر-٩٩
23	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية	PHTV	سياحة وترفيهية	١٨-فبراير-٩٧
24	الشركة المصرية للمنتجات السياحية	EGTS	سياحة وترفيهية	١٠-فبراير-٩٩

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع البورصة المصرية.

### ثامناً: التحليل الوصفي لبيانات الدراسة.

لاختبار متغيرات الدراسة، اعتمد الباحث على تقدير قيم المتوسط لانه يمثل جميع القيم التي حسب منها، والانحراف المعياري والقيم العليا والقيم الدنيا وفيما يلي نتائج الاحصاء الوصفي لعينة الدراسة.

أثر التخضم وسعر إعادة الخصم على الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم " دراسة تطبيقية ...

أيضاً بحمدكم فهدى محمد

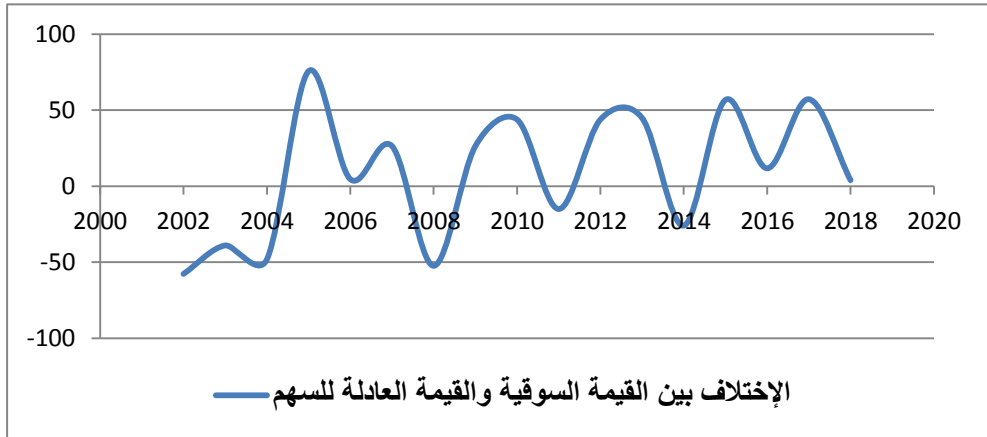
جدول (٣) نتائج الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ حتى ٢٠١٨

المتغيرات	اقل قيمة	أكبر قيمة	المتوسط	الانحراف المعياري
الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم	٧٩.٦-	٦٣٦.٣	١٧.٢٨	١٤٣.٣
مؤشر التخضم	٢.٧٤٠	٢٩.٥١٠	١٠.٩٧١	٦.١١٤
سعر إعادة الخصم	٨.٥٠٠	١٧.٢٥٠	١٠.٤٤١	٢.٧١٤

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 7 .

يوضح الجدول رقم (٥) نتائج الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة حيث بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر التخضم هو ١٠.٩٧% وذلك بانحراف معياري ٦.١% في حين بلغ المتوسط الحسابي ١٠.٤% بانحراف معياري ٢.٧١٤% مما أدى ذلك إلي ارتفاع الوسط الحسابي بالاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم إلي ١٧.٢٨% بانحراف معياري ٦٣٦.٣%.

شكل رقم (٧) الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠١٨



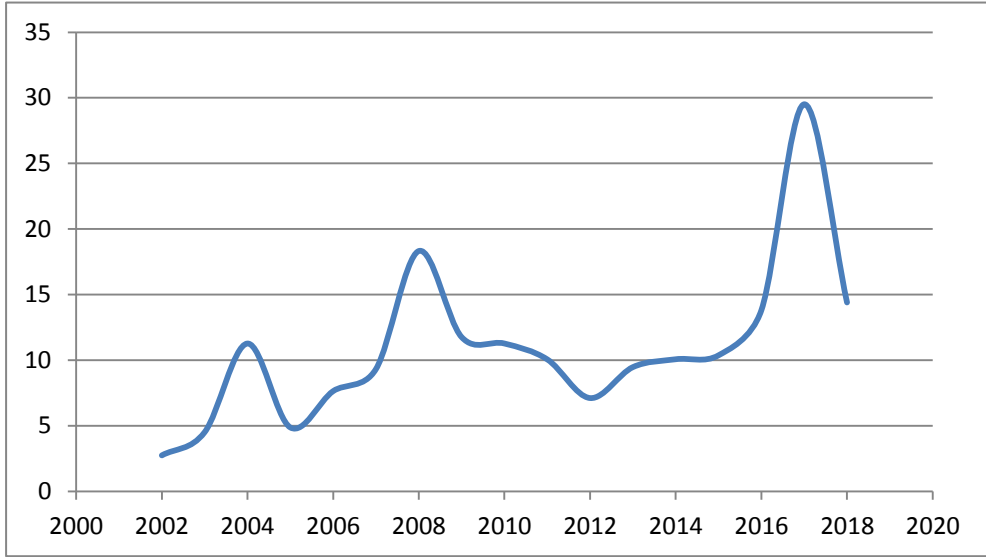
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

أثر التضخم وسعر إحداه الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم " دراسة تطبيقية ...

أيها جبه محزنه فهمي عمر

يتضح من شكل رقم (٧) يوضح إتجاه الوسط الحسابي للإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم من عام ٢٠٠٢ إلي عام ٢٠١٨.

شكل رقم (٨) مؤشر التضخم من عام ٢٠٠٢ إلي عام ٢٠١٨

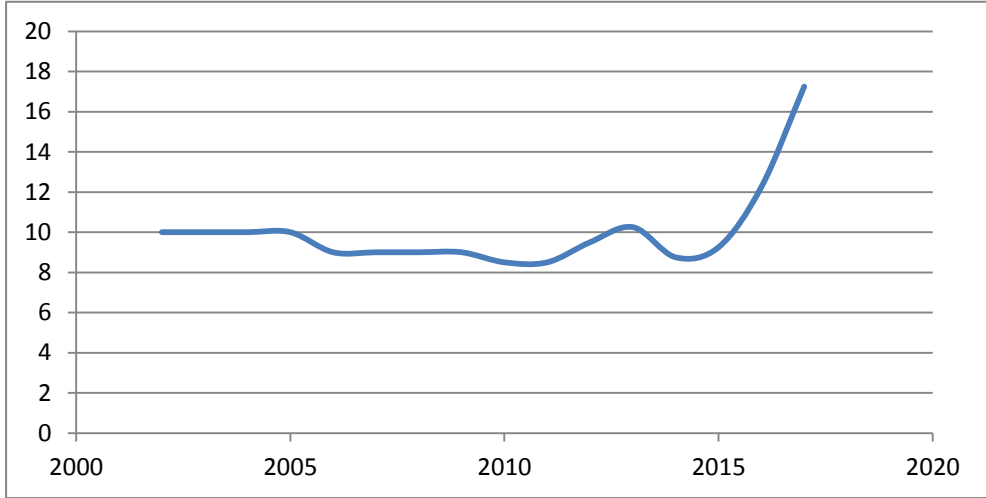


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد علي موقع [www.macrotrends.net](http://www.macrotrends.net).

وبالإشارة إلي مؤشر التضخم الموضح بالشكل رقم (٨) بلغ متوسطه ١٠.٩٧١ بانحراف معياري (٦.١١٤) الموضح، ونلاحظ ارتفاع وانخفاض من عام ٢٠٠٢ إلي ٢٠٠٩ ثم مرحلة انخفاض من عام ٢٠١٠ إلي ٢٠١٥ ثم مرحلة إرتفاع من عام ٢٠١٦ إلي عام ٢٠١٨ وقد يرجع ذلك إلي حركة الطلب والعرض من جانب المنتجين والمستهلكين.



شكل رقم (٩) سعر إعادة الخصم من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع البنك المركزي المصري.

يتضح من الشكل رقم (٩) إلى ارتفاع سعر إعادة الخصم في السنوات الأخيرة حيث بلغ متوسطه (١٠.٤٤١) بانحراف معياري (٢.٧١٤)، ونلاحظ وجود ثبات في الفترة من ٢٠٠٢ حتى ٢٠٠٥ ثم انخفاض في الفترة من ٢٠٠٦ حتى ٢٠١٥ يليه فترة ارتفاع من ٢٠١٦ حتى ٢٠١٨ قد يرجع ذلك إلى سياسات البنك المركزي في تحديد سعر الفائدة وتشجيع الإستثمار.

#### تاسعاً: الاختبارات المستخدمة

##### ١. اختبار ملائمة البيانات للتحليل الاحصائي وتحري دقة النموذج في تقدير المعالم

قام الباحث باختبار مدى ملائمة البيانات، من اختبار اعتدالية توزيع البيانات واختبار ظاهرة الارتباط الذاتي ديرين واتسون (Durbin-Watson)، واختبار عدم ثبات التباين Heteroscedasticity test والجداول التالية توضح ذلك:-

جدول (٤) اختبار اعتدالية توزيع البيانات

Jarque-Bera test	معامل الالتواء	معامل التفلطح	المتغيرات
١.٢٠٥	٠.٦٩٩	16.288	الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم
١٤.٢٧١	١.٥٩٩	4.77	مؤشر التخضم
١٤.٦٠٨	١.٩٤٤	3.676	سعر إعادة الخصم

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 7.

يظهر من اختبار جارك- بيررا ملاءمة بيانات الدراسة وذلك من خلال اختبار اذا ماكانت العينة لديها التواء وتفلطح مطابق للتوزيع الطبيعي أم لا ويتضح من بيانات الجدول رقم (٦) عدم معنوية الاختبار للمتغير سوء تسعير السهم الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم ومؤشر التخضم وسعر إعادة الخصم مما يدل على اتباع المتغيرات التوزيع الطبيعي.

## ٢. اختبار سكون المتغيرات

لكي تقوم بتقدير معاملات النموذج خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠١٨) يجب اختبار سكون السلاسل الزمنية المستخدمة Stationary، وللحكم على درجة السلسلة الزمنية للمتغيرات تم استخدام اختبار جذر الوحدة Unit Root Test مثل اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) حيث يجري الاختبار كالاتي:

أ- الفرض العدمي  $H_0$  : عدم سكون المتغيرات (أي بها جذور وحدة).

ب- الفرض البديل  $H_1$  : سكون المتغيرات (ليس بها جذور وحدة).

ج- يكون الحكم بناء على القيمة المطلقة لاختبار (ADF) المحسوبة، فإذا كانت القيمة أقل من القيمة الحرجة Critical Value فذلك يعني قبول الفرض العدمي بعدم الاستقرار وذلك يعني أن السلسلة تعاني من جذور الوحدة ويجب حلها باستخدام طريقة الفروق، والجدول التالي يوضح اختبار ديكي فولر الموسع لكل متغير

والفرق الأول، حيث اخذ في الاعتبار وجود ثابت واتجاه.

جدول رقم (٥) اختبار جذور الوحدة لسكون السلاسل الزمنية

### Augmented Dikey-Fuller (ADF) Unit Root Tests

القيمة الحرجة Critical value			leg	قيمة اختبار ديكي فولر الموسع ADF	المتغير	
%١٠	%٥	%١				
٢.٦٨١	٣.٠٨١	٣.٩٥٩	١	٠.٠٧١٤	بدون فرق	الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم
٢.٧٢٩	٣.١٧٥	٤.٢٠٠		*٣.٨٣٦	بفرق	
٢.٦٨١	٣.٠٨٧	٣.٩٥٩	١	١.٤٤٦	بدون فرق	مؤشر التضخم
٢.٦٩٠	٣.٠٩٨	٤.٠٠		٦.٧٧٤	بفرق	
٢.٦٩٠	٣.٠٩٨	٤.٠٠	١	٠.٩٥٣	بدون فرق	سعر إعادة الخصم
٢.٧٠١	٣.١١٩	٤.٠٥٧		٤.٧٠٠	بفرق	

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 7 : \* دالة عند ٠.٠٥ \*\* دالة عند ٠.٠١ .  
على ضوء نتائج الاختبار نلاحظ أن مستوى المتغيرات غير ساكن، وتطبيق الاختبارات على الفرق الثاني للمتغيرات كشفت نتائج الاختبار عن رفض الفرض العدمي بوجود جذور وحدة وعليه يمكن الاستنتاج بأن السلاسل الزمنية غير ساكنة المستوى ولكنها ساكنة الفرق ومن هنا استطاع الباحث أن يجري مراحل الانحدار المتعدد لبناء النموذج مع الوضع في الاعتبار أن السلاسل الزمنية غير ساكنة المستوى ولكنها ساكنة الفرق.

### ٣. اختبار القدرة التنبؤية للنموذج .

تم اختبار القدرة التنبؤية للنموذج من خلال دراسة مدى اختلاف القيم المقدرة من النموذج عن القيم الفعلية، وذلك باستخدام اختبار (T) Paired Sample Test، فإذا جاءت فروق جوهرية دل ذلك على ضعف القدرة التنبؤية للنموذج والعكس صحيح، وعند إجراء الاختبار وجد عدم وجود فرق معنوي بينهم حيث بلغت "ت" = ٠.٠٠ مما يدل على عدم وجود فرق بين القيم المقدرة والقيم الفعلية مما يؤكد قوة القدرة التنبؤية للنموذج.

## عاشراً: إختبارات الفروض.

إختبار صحة الفرض القائل لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر التضخم على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم .

لإختبار فرض الدراسة قام الباحث باستخدام معامل الارتباط البسيط وتحليل الانحدار المتعدد، حيث من خلال معامل الارتباط البسيط يتم تحديد وجود علاقة من عدمها واتجاهها ومن خلال تحليل الانحدار المتعدد يتم معرفة أثر المتغير المستقل مؤشر التضخم على المتغير التابع الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم والجداول التالية توضح ذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$Mis_{it} = \beta_0 + \beta_1 Inf_t + u_{it}$$

حيث أنه

$Mis_{it}$  ← الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم للشركة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Inf_t$  ← مؤشر التضخم خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$u_{it}$  ← الخطأ العشوائي الناتج من عملية الإنحدار

جدول (١١): انحدار مؤشر التضخم على الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم

قيمة اختبار (F test)	معامل التحديد المعدل ( $R^2$ )	معامل الارتباط الكي	قيمة اختبارات (t test)	معامل $\beta$ الانحدار	
**١٦.٣٥	٠.٦٥٧	٠.٨٣٧	**٤.٨٦	٨٦.٦٥-	الثابت
			*٢.١٥	٣.٣٩	مؤشر التضخم

المصدر: اعداد الباحث في ضوء تحليل بيانات الدراسة \* : دالة عند ٠.٠٥ \*\* دالة عند ٠.٠١

اختبار صحة الفرض القائل لا يوجد أثر ذو دلالة لسعر الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

لاختبار فرض الدراسة قام الباحث باستخدام معامل الارتباط البسيط وتحليل وتحليل الانحدار المتعدد، حيث من خلال معامل الارتباط البسيط يتم تحديد وجود علاقة من عدمها واتجاهها ومن خلال وتحليل الانحدار المتعدد يتم معرفة اثر المتغيرات المستقلة سلوك القطيع وسعر الخصم على المتغير التابع الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم والجدول التالية ويتضح ذلك من المعادلة الآتية.

$$Mis_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dis_t + u_{it}$$

حيث أنه

$Mis_{it}$  ← الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم للشركة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Dis_t$  ← سعر الانتمان والخصم خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$u_{it}$  ← الخطاء العشوائي الناتج من عملية الإندار .

جدول (١٢): انحدار سعر الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم

معامل التحدد المعدل ( $R^2$ )	معامل الارتباط الكي	قيمة اختبارات (t test)	$\beta$ معامل الانحدار	
٠.٦٣٨	٠.٨٢٧	*٤.٣٢١	١٠٩.٨٠٨-	الثابت
**١٥.٠٩٤		١.٨٩٧	٥.٨٣٦	سعر الخصم

المصدر: اعداد الباحث في ضوء تحليل بيانات الدراسة \* :دالة عند ٠.٠٥ . \*\* :دالة عند ٠.٠١ . يتضح من الجدول رقم (١٢) وجود علاقة ارتباطية دالة إحصائياً بين الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم وسعر الخصم إذ بلغ معامل الارتباط الكلي (٠.٨٢٧) عند مستوي دلالة ٠.٠١ ونجد أنه (سعر الخصم) يؤثر على

الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم ومما سبق اتضح عدم صحة فرض الدراسة القائل لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسلوك القطيع في وجود سعر الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم .

### حادي عشرًا: نتائج الدراسة .

- يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمؤشر العام للتخضم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.
- يوجد أثر ذو دلالة احصائية لسعر اعادة الخصم علي الإختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم.

### لمراجع

#### اولاً: المراجع باللغة العربية

منصور، عادل – أحمد، مصطفى، (٢٠١٧)، الصدمات المالية وأثرها على تباين سعر الاغلاق لسوقي العراق ودمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية التجارة والاقتصاد، العدد ١٨ .

#### ثانياً: المراجع باللغة الاجنبية

- BenSaïda, A. (2017). Herding effect on idiosyncratic volatility in US industries. *Finance Research Letters*, 23, 121-132., pp.1-29.
- Bonaimé, A. A., Öztekin, Ö., & Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200.
- Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C. (2013). Financial Management: Theory & Practice. *Cengage Learning*. p505.
- Chaffai, M., & Medhioub, I. (2018). Herding behavior in Islamic GCC stock market: a daily analysis. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.

- Chang, E.C., Cheng, J.W., & Khorana, A. (2000). An Examination Of Herd Behavior In Equity Markets: An International Perspective. *Journal Of Banking And Finance*, 24, Pp.1651–1679.
- Chen, C. R., Lung, P. P., & Wang, F. A. (2009). Mispricing and the cross-section of stock returns. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(4), 317-349.,P1.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?. *Financial Analysts Journal*, 51(4), 31-37., p32-33.
- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2009). Principles of managerial finance. *Pearson Higher Education AU*. P115.
- Kishorsinh N. Chavda, 2018, Analysis of Impact of Gross Domestic Products (GDP) on Stock Market Returns in India, **Research in international Business**.
- Munkh-Ulzii, B. J., McAleer, M., Moslehpour, M., & Wong, W. K. (2018). Confucius and herding behaviour in the stock markets in China and Taiwan. *Sustainability*, 10(12), 4413.
- Mustapha, S. A. (2017). Stock (mis) pricing and Investment Dynamics in Africa. Evidence from African Equities. *African Development Bank Working Paper Series*, (278).
- Pantzalis, C., & Park, J. C. (2014). Agency costs and equity mispricing. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43(1), 89-123.
- S. Sathyanarayana & Prof. Sudhindra Gargesa, 2018, An Analytical Study of the Effect of Inflation on Stock Market Returns, **Research in International Business and Finance**.

Schoon, N. (2005). Residual income Models and the valuation of conventional and Islamic Banks. *Degree of Doctor of Philosophy*, School of Management of Surrey, P26.

## E. Websites

- <http://www.cbe.org.eg>.
- <https://www.investing.com>.
- <https://www.mubasher.info/countries/eg>.
- <https://www.egx.com.eg>.