

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم

" دراسة تطبيقية على البورصة المصرية مؤشر EGX 100 "

أ.د. عيبر محمد عبد الخالق

أستاذ الإقتصاد بكلية الإدارة والتكنولوجيا
الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري
جمهورية مصر العربية

abeer_abdelkhalek@yahoo.com

أ.د. خالد مصطفى قاسم

أستاذ الإقتصاد بكلية الإدارة والتكنولوجيا
الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري
جمهورية مصر العربية

dr.khaledkassem@gmail.com

أ.وائل محمد علي بركات

ماجستير إدارة الأعمال
الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري
جمهورية مصر العربية

waelbarakat48@gmail.com

ملخص البحث

تهدف الدراسة إلى التعرف على مدى قوة العلاقة وتقييم تأثير متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في (التضخم، التغير في أسعار الفائدة، التغير في سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي الغير مباشر) على متغيرات الدراسة التابعة وهي (عوائد الأسهم) ببورصة الأوراق المالية المصرية المتمثلة في مؤشر EGX 100 في الفترة من 2011 إلى 2022 الأساس، وارتكزت مشكلة الدراسة في الاجابة على التساؤل الرئيسي: هل يوجد تأثير لمتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الاسهم في البورصة المصرية؟ وتأتي أهمية الدراسة من خلال محاولة إيجاد العلاقة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم في البورصة المصرية المتمثلة في حركة التغير في اسعار الأسهم في ظل مؤشر EGX 100 ومعرفة ما اذا كان لمعدل التضخم والتغير في أسعار الفائدة والتغير في أسعار الصرف والاستثمار الأجنبي الغير مباشر تأثير على عوائد الاسهم في بورصة الاوراق المالية، وتتميز الدراسة الحالية باستخدام المتغيرات الاربعة معاً فضلاً عن تحليلها كل على حده باستخدام نموذج الإنحدار البسيط والتدريجي والمتعدد وليس بشكل منفرد، كما تتميز تلك باستخدام مؤشر EGX 100 وهو مؤشر سعري متساوي الأوزان ويعكس التغيرات السعرية بدقة لعدد 100 شركة تمثل جميع قطاعات الاقتصاد المصري وذلك على خلاف الدراسات السابقة التي تناولت مؤشر EGX 30 الموزون بالقيمة والذي يعطي نتائج مضللة عن حركة الأسعار بالبورصة كنتيجة لأختلاف حجم الشركات، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية: يوجد علاقة غير معنوية بين معدل التضخم وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100، وانه يوجد علاقة معنوية بين سعر الفائدة وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100، وأنه يوجد علاقة معنوية بين سعر الصرف وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100، كما انتهت الدراسة على وجود علاقة غير معنوية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100، كما أوضحت نتائج اختبارات الدراسة أنه لم يكن هناك تأثير معنوي للتضخم والاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغير مستقل على مؤشر EGX100 لكنه عند دمج كل المتغيرات المستقلة معاً قد أصبح لها تأثير معنوي مما أدى إلى قبول الفرض الرئيسي للدراسة.

الكلمات الدالة

ممارسات إدارة الموارد البشرية الخضراء، سُلوک المواطنة التنظيمية الموجهة بالبيئة، الدعم التنظيمي المدرك، قطاع الصحة.

¹ تم تقديم البحث في 2023/10/2، وتم قبوله للنشر في 2023/11/14.

(1) المقدمة

تعد أسواق الأوراق المالية أداة فاعلة في تمويل العديد من المشاريع، وتمثل عصب الحياة الاقتصادية للعديد من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء حيث أصبحت الأصول المالية ذات دور فعال في تنمية الاقتصاد الوطني مما يتيح للأفراد فرصاً متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما يتيح للمنشأة المعنية مصادر تمويل متنوعة (أسهم، سندات، أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو، كل هذا من شأنه أن يؤثر إيجاباً على الاقتصاد القومي وكذلك على مستوى معيشة الأفراد (خليل، 2015).

وتشير العديد من الأدبيات إلى أن الأسواق المالية هي المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي العام، وأن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية عموماً، لاسيما النقدية منها، والتي تنتهجها السلطات النقدية. ومن هنا تبرز أهمية دراسة أسواق الأوراق المالية بصفة عامة، وأسواق الأسهم خاصة لمعرفة طبيعة حركة الأسعار، وتحديد المتغيرات المؤثرة عليها وصولاً إلى فهم أعمق لآلية عمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها وتأثرها بالفروع الأخرى للاقتصاد

كما شهدت أسواق رأس المال تطوراً كبيراً في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في البلدان النامية والمتطورة على حد سواء، كما حظيت باهتمام الباحثين والمستثمرين كونهما تشكل عنصراً هاماً في الحياة الاقتصادية، وهنا لابد من الإشارة إلى أن المفكرين الاقتصاديين يجمعون على وجود نظريتين بارزتين حول حركة أسعار الأسهم، وتفسير آلية الارتباط بين المستوى العام للأسعار ومختلف المتغيرات الاقتصادية. تعرف النظرية الأولى باسم النظرية التقليدية التي تعتمد على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم، وذلك عن طريق دراسة العوامل التي من شأنها التأثير على أرباح المنشآت ومن ثم التأثير على التوزيعات السنوية للأسهم، أما النظرية الثانية فهي تعرف باسم نظرية الثقة والتي اشتقت اسمها من التغيرات الحاصلة على ثقة المستثمرين في أسهم المنشأة، وهو ما يؤدي إلى الإحجام أو الإقبال على الشراء أو البيع، وهو بدوره ما يؤثر على الاتجاهات العامة للأسعار في السوق المالي (عرموش، 2014).

مما لا شك أن المتغيرات الاقتصادية تعكس المؤشرات العامة للاقتصاد بشكل عام، وهي بمثابة أداة لقياس أداء مختلف القطاعات الاقتصادية وتقييمها، وتقييم أداء الاقتصاد بصفة كلية، وتسمح كذلك بالتنبؤ المستقبلي للاقتصاد بحيث تتيح دق ناقوس الإنذار المبكر لتشغيل الخطط البديلة لمواجهة وتسيير المخاطر للنهوض بالاقتصاد قبل وصوله لمرحلة يصعب فيها التعامل مع تلك المخاطر. وتعدد المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على عوائد مؤشرات بورصة الأوراق المالية، وتتمثل تلك المتغيرات في (التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والاستثمار الأجنبي الغير مباشر).

ويعد تحليل متغيرات البيئة الاقتصادية الكلية أحد أبرز المعطيات التي تؤخذ في الاعتبار أثناء صياغة القرارات الاستثمارية المختلفة وتكوين المحافظ المالية. وتعتبر دراسة المتغيرات الاقتصادية السابق ذكرها ومدى علاقته بعوائد الأسهم من أهم متغيرات الاقتصاد الكلي التي تؤخذ بعين الاعتبار في الأسواق المالية.

وتعد ظاهرة التضخم من أهم العقبات والتحديات التي تواجه سياسات التنمية في العالم، وهو ما يدعو

القائمين على رسم السياسات الإنمائية إلى تبني إجراءات متعددة للحد من تأثيراتها وانعكاساتها السلبية على الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. ذلك أن الضغوط التضخمية الحادة تحدث اختلالات في مؤشرات الأداء الاقتصادي على المستوى الكلي. وهو ما يجعل مواجهة التضخم أحد الأولويات العامة التي تضعها الحكومات والسلطات النقدية ضمن أهم الأهداف لسياساتها الاقتصادية الكلية بهدف الحفاظ على قيمة العملة المحلية، ومستوى الرفاهية التي يحصل عليها الأفراد، وذلك من خلال ضمان استقرار المستوى العام للأسعار. لذلك يعتبر التضخم من أهم المؤشرات الاقتصادية والنقدية التي تعكس قوة الأداء الاقتصادي للدولة ككل (محمد، 2019).

كذلك، يعد سعر الفائدة أحد أهم المؤشرات التي تستخدم لتحليل حركة واتجاه الاقتصاد الكلي، وتستخدمه السلطات النقدية كجزء من أدواتها التي يمكن من خلالها تنظيم السيولة والعرض النقدي داخل الاقتصاد، وذلك لما لسعر الفائدة من أثر على الأنشطة والقطاعات الاقتصادية المختلفة. وتختلف توجهات السلطة النقدية ومستهدفاتها فيما يتعلق بالتغيرات في أسعار الفائدة وفقاً لأولويات السياسة النقدية في الدولة ومتطلباتها. وتؤثر التغيرات في سعر على كل من حجم واتجاهات الاستثمار، بالإضافة إلى تأثيرها في القرارات الاقتصادية للدولة، ارتباطاً بمدى قوة القطاع الخاص ودوره في كل من النشاط الاقتصادي وعوائد الأسهم في سوق المال (حسين، 2017).

من ناحية أخرى، يهدف سعر الصرف إلى تحقيق بيئة ملائمة لجذب الإستثمار، وتعبئة الإذخار الوطني للحفاظ على قيمة العملة الوطنية من التدهور ومن الصدمات الممكن أن تتعرض إليها من خلال استخدام أدوات سياسة سعر الصرف كتخفيض قيمة العملة أو الرفع منها لتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات الذي يمثل المرآة الحقيقية لأداء الإقتصاد الوطني والأداة في تحقيق ونجاح عملية التنمية الاقتصادية في ظل التغيرات والتحولت الكبيرة والمتشابكة التي أصبح يشهدها العالم، لذلك فإن أي تغيير يحدث على سعر الصرف له تأثير كبير على حركة أسعار الأسهم.

وتسعى الدول النامية- وعلى غرار باقي دول العالم- إلى القيام بالعديد من الإصلاحات الاقتصادية، وتطبيق عدد من الإجراءات من أجل التكيف مختلف التحديات العالمية، وكان من بينها إنشاء أسواق الأوراق المالية فيها. ومن أجل مواكبة التطورات الحاصلة على الساحة مع الاقتصادية العالمية فقد أقدمت حكومات هذه الدول جاهدة على ربط أسواق أوراقها المالية بالأسواق العالمية، وذلك بعد تبني سياسة العولة المالية لتطوير وتفعيل أسواق أوراقها المالية بعدما أصبحت هذه الأخيرة تلعب دوراً هاماً على الساحة العالمية كمركز لاستقطاب الأموال الدولية من خلال الاستثمار الأجنبي غير المباشر في هذه الأسواق، والذي كان له الدور الكبير في ازدهار الكثير من بورصات العالم، ومن بينها البورصة المصرية (طرايش، 2019).

(2) مشكلة الدراسة

تعود نشأة بورصة الأوراق المالية في مصر بداية من بورصة الاسكندرية عام 1883، ثم بورصة القاهرة في عام 1903. وفي عام 1907 احتلت بورصتي الاسكندرية والقاهرة المركز الخامس عالمياً. وقد بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 250 شركة في 2023/2/1 بقيمة سوقية بلغت حوالي 1.044 ترليون جنيه.

ويبلغ إجمالي عدد المكودين بالبورصة المصرية 500 ألف عميل تمثل 0.5% فقط من عدد السكان، وعدد المكودين الممتلكين للأسهم في الشركات المقيمة بالبورصة 383 ألفاً، منهم 337 ألف متعامل بنسبة 88% يمتلكون محافظ بقيمة 3.4 مليار جنيه بمتوسط قيمة المحفظة 10000 جنيه. كذلك فإن 56% أي حوالي 215 ألف متعامل يمتلكون محافظ أقل من 50000 جنيه مصري بقيمة إجمالية 263 ألف جنيه بمتوسط قيمة المحفظة 1220 جنهماً مصرياً، فضلاً عن 253 ألف متعامل بمحافظ أقل من 10000 جنيه مصري بإجمالي 540 مليون جنيه مصري حيث يبلغ متوسط قيمة المحفظة 2140 جنهماً مصرياً (شركة مصر للمقاصه والحفظ المركزي، 2022/11/28).

ويؤثر ذلك سلباً على مستوى أحجام التداول، وانخفاض مستويات أسعار الأسهم قياساً على المراكز المالية للشركات وأحجام الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

وبينما بلغ معدل التضخم الأساسي في ديسمبر 2022 نسبة 24.4% علي أساس سنوي، ارتفع التغيير في سعر الفائدة من فبراير 2022 إلى فبراير 2023 بنحو 55.2%. كما بلغ التغيير في سعر الصرف من يناير 2022 إلى يناير 2023 حوالي 100%. ورغم زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر خلال الفترة المشار إليها، إلا أنه ما زالت هناك مخاطر ومعوقات يتعرض لها الاستثمار الأجنبي غير المباشر تؤدي إلى هروب هذا الإستثمار ومن ثم الحد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية. وفي ظل ضعف التنسيق بين السلطات النقدية وهيئة الرقابة المالية والبورصة ربما يتم اتخاذ بعض القرارات التي من شأنها التأثير علي المتغيرات الأساسية للاقتصاد الكلي ومنها معدل التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، والاستثمار الأجنبي غير المباشر مما يؤثر إيجاباً أو سلباً على الاستثمارات في البورصة، ومن ثم أسعار الأسهم للشركات المقيمة بها.

ومن ثم تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة علي التساؤلات الآتية:

التساؤل الرئيسي: ما هو أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم في البورصة المصرية؟
التساؤلات الفرعية:

- ما هو أثر معدل التغيير التضخم علي عوائد الأسهم في البورصة المصرية؟
- ما هو أثر معدل التغيير الفائدة السائد على عوائد الأسهم في البورصة المصرية؟
- ما هو أثر معدل التغيير في أسعار الصرف على عوائد الأسهم في البورصة المصرية؟
- ما هو أثر معدل التغيير في تدفقات الاستثمار الأجنبي على عوائد الأسهم في البورصة المصرية؟

(3) أهداف وأهمية الدراسة

تهدف الدراسة إلي تحليل العلاقة بين التغيرات في أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية مقاسة بقيمة مؤشر EGX100 كمتغير تابع، والتغيرات في كل من معدل التضخم، سعر الفائدة، أسعار الصرف، الاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغيرات مستقلة للدراسة، وذلك خلال الفترة (2011- 2022) وتمثلت أهمية الدراسة في (أهمية نظرية - أهمية عملية) على النحو التالي:

الأهمية العلمية: تتميز الدراسة بتحليل العلاقة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في البورصة المصرية وفقاً لمستويين مختلفين بحيث يتم قياس أثر المتغيرات المستقلة معاً، فضلاً عن قياس أثر كل منها منفرداً حيث اقتصرت الدراسات السابقة على تحليل كل متغير بمعزل عن باقي المتغيرات. كما تتميز الدراسة باستخدام مؤشر EGX 100 كمتغير تابع، وهو مؤشر سعري متساوي الأوزان يعكس التغيرات السعرية بدقة لعدد 100 شركة تمثل كافة قطاعات الاقتصاد المصري متمثلة في كل من: قطاع الصناعة، قطاع الاتصالات، قطاع الخدمات، قطاع العقارات، قطاع السياحة، قطاع الأغذية، والقطاع المصرفي. وذلك بخلاف الدراسات السابقة التي تناولت مؤشر EGX 30 الموزون بالقيمة، والذي قد يعطي نتائج مضللة بشأن حركة الأسعار بالبورصة نتيجة لاختلاف أحجام الشركات. وتزداد أهمية الدراسة في ظل ندرة الدراسات التي تناولت أثر المتغيرات الاقتصادية على البورصة المصرية استناداً إلى مؤشر EGX 100 خلال الفترة المشار إليها، والتي شهدت تغيرات غير مسبوقة في تلك المتغيرات انعكاساً للتقلبات السياسية، ومن ثم الاقتصادية الحادة خلال تلك الفترة على نحو يدعو إلى المساهمة في إثراء الموضوع البحثي من خلال الدراسة الحالية.

الأهمية العملية: تقدم الدراسة الحالية عدد من النتائج والتوصيات التي من شأنها تحسين جودة القرارات الاقتصادية بصفة عامة، وفي القلب منها القرارات الاستثمارية وزيادة فعاليتها في رفع كفاءة الأداء في البورصة المصرية. كذلك يمكن الاستفادة من نتائج من قبل الجهات الرقابية الحكومية، وخاصة هيئة الرقابة المالية كونها الجهة المخولة قانونياً بمراقبة أداء سوق الأوراق المالية المصرية، وذلك من خلال إزالة الغموض بشأن طبيعة العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية والنماذج القياسية كونها من بين التقنيات الكمية الهامة في التحليل الإقتصادي التي تساعد في اتخاذ القرارات ورسم السياسات.

(4) الدراسات السابقة

(1-4) الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين معدل التضخم والعائد على الأسهم في سوق

الأوراق المالية

- دراسة قادري (2017) بعنوان "أثر التضخم على عوائد الأسهم، حالة بورصة عمان خلال الفترة 2011-2015"، والتي تناولت أثر التضخم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة المشار إليها. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام الأساليب الإحصائية وبرنامج "Eviwes9" وفق معطيات الدراسة لاختبار أثر المتغير المستقل (معدل التضخم)، وعوائد

الأسهم كمتغير تابع. وقد شملت هذه الدراسة البيانات الشهرية لمعدلات التضخم وعوائد الأسهم من 12 شركات مدرجة في بورصة عمان، وتوصلت إلى العديد من النتائج، من أهمها اختلاف النظريات المفسرة لأثر التضخم على عوائد الأسهم باختلاف المدارس الفكرية، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعوائد الأسهم حيث أن لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05% وفقاً لنماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية. أيضاً أظهرت نتائج اختبار Housman للمفاضلة بين النماذج أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب لدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم، وذلك للخصوصية التي تتميز بها الشركات المدرجة حيث أظهرت نتائج تقدير النموذج وجود علاقة طردية معنوية بين التضخم وعوائد الأسهم.

- دراسة مطر وبتال (2017) بعنوان "أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية". وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من خلال استخدام منهجية الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة Autoregressive distributed lag model في تحليل أثر التضخم على قطاعات سوق العراق للأوراق المالية باستخدام البيانات الشهرية للفترة 2005-2015. ومن أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة ارتفاع مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية بعد تطبيق نظام التداول الإلكتروني عام 2009 من خلال زيادة عدد جلسات التداول وارتفاع عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول، وكذلك ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، فضلاً عن صغر حجم سوق العراق للأوراق المالية وانخفاض نسبة مشاركة سوق العراق للأوراق المالية في الناتج المحلي الإجمالي، إذ بلغت أعلى مشاركة بنسبة (4.8%) عام 2015، وبلغت أدنى مشاركة بنسبة (1.4%) عام 2008، وهذا يدل على تدني مستوى مشاركة السوق في الناتج المحلي الإجمالي، وتدني سيولة سوق العراق للأوراق المالية، وتذبذب معدلات التضخم للفترة 2005-2015 إذ بلغ معدل التضخم (53.2%) عام 2006 ثم انخفض ليصل إلى (0.6%) عام 2009. وكان لأسعار الوقود الأثر الواضح في ارتفاع وانخفاض معدلات التضخم، ثم يرتفع مرة أخرى ليصل إلى (6.1%) عام 2012 ثم ينخفض ليصل إلى (14%) عام 2015، إذ يؤدي هذا التذبذب غير المنتظم إلى انعكاسات سلبية على أداء سوق العراق للأوراق المالية. وقد أظهرت نتائج التحليل القياسي وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد أسهم كل من القطاع المصرفي وقطاع التأمين وقطاع الاستثمار والقطاع السياحي) وفقاً لاختبار ARDL.

- وهناك علاقة طویل الأجل بين التضخم وعوائد أسهم القطاع المصرفي للفترة (2005-2015) ما يعني قبول فرضية الدراسة، والتي تنص على وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2005-2015، وهذه النتيجة تؤكد أن الأسهم لا تعد وسيلة تحوط ضد التضخم في الأجل الطویل في سوق العراق للأوراق المالية.

- دراسة عبد الرحمن (2021) بعنوان "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة" التي تناولت قياس أثر مكونات مخاطر البلد الاقتصادية على عائد مؤشر السوق في البورصات العربية الحدودية في كل من بورصة البحرين، الأردن، الكويت، المغرب، عمان، تونس ولبنان، استناداً إلى بيانات سنوية للفترة 2007-2017، وذلك بتطبيق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية بالاعتماد على المؤشرات الفرعية لمخاطر

البلد الاقتصادية الصادرة في الدليل الدولي للمخاطر البلد ICRG. وقامت هذه الدراسة بقياس أثر مكونات مخاطر البلد على عوائد مؤشر السوق في البورصات العربية الحدودية باعتبارها أسواقاً فتيّة تستقطب المستثمرين المحليين والأجانب، وهذا خلال الفترة الزمنية 2007-2017، باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية. وخلصت الدراسة إلى أن منهجية تصنيف مخاطر البلد وفق الدليل الدولي لمخاطر البلد ICRG يعتمد على الأثر الذي يعكسه المكون الفرعي لمخاطر البلد على المتغيرات أو العوامل الاقتصادية، السياسية، أو الاجتماعية لأي بلد في العالم دون استثناء، حيث يرتبط المكون ذو الأثر الإيجابي وتصنيف مخاطره بعلاقة عكسية، فكلما كان الأثر إيجابياً تكون المخاطر منخفضة. أما المكون ذو الأثر السلبي فيرتبط بتصنيف مخاطره بعلاقة طردية، فكلما ارتفع الأثر السلبي للمكون كلما كان تصنيف مخاطره عالياً. ومن ثم تم قبول الفرضية بالنسبة لمكونات مخاطر البلد الاقتصادية لكل من التضخم ونصيب الفرد من الدخل الإجمالي لوجود تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية على عوائد مؤشرات السوق. في حين تم رفض الفرضية بالنسبة لباقى مكونات مخاطر البلد الاقتصادية. وتم استنتاج أن مخاطر التضخم لها تأثير معنوي طردي على عوائد مؤشر السوق في البورصات العربية الحدودية محل الدراسة، وهذه العلاقة ترجع للتأثير المباشر للتضخم على قيمة النقود وأسعار الصرف التي تشكل القيمة الحقيقية للعوائد. كما أن لمخاطر نصيب الفرد من الدخل الإجمالي تأثير معنوي عكسي على عوائد مؤشر السوق حيث أن انخفاض تصنيف المخاطر يدل على ارتفاع نصيب الفرد من الدخل الإجمالي، والذي يعد من العوامل المساعدة والمشجعة للأفراد للبحث عن الفرص الاستثمارية، من بينها استثمار أموالهم في البورصات سعياً للحصول على المزيد من العوائد لتحقيق الثروة والرفاهية. ويفسر هذان المكونان لمخاطر البلد الاقتصادية التغير في عوائد مؤشر السوق بنسبة ضعيفة جداً 18.77%. ويرجع ذلك إلى جود أسباب ومتغيرات أخرى تؤثر على عوائد مؤشر السوق، والتي يرجح أن تعود لمخاطر البلد السياسية والمالية وحتى سلوكيات المستثمر، حيث أن فترة الدراسة شهدت العديد من الأحداث السياسية والأزمات المالية والاقتصادية. كأزمة الرهون العقارية 2008، والثورات العربية في تونس، والاحتجاجات العارمة والمحدودة في كل من البحرين، الأردن، المغرب، عمان، الكويت ولبنان سنة 2011، وكذا التذبذب وانهيار أسعار النفط المتكرر خلال الفترة موضوع الدراسة.

- دراسة النجار (2022) بعنوان "قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي في فلسطين". تناولت مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم، ومعدل الفائدة السائد في السوق) على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين (مؤشر القدس، مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي). واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي ومنهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL خلال الفترة ما بين 2008 و2018. وأظهرت نتائج الدراسة اختبار السكون للسلاسل الزمنية لبعض متغيرات الدراسة (التضخم، معدل الفائدة، عوائد مؤشر قطاع الاستثمار، عوائد مؤشر قطاع التأمين، عوائد مؤشر قطاع البنوك، عوائد مؤشر قطاع الخدمات، عوائد مؤشر القطاع الصناعي) أنها غير ساكنة عند المستوى الأصلي وفقاً لاختبار (KPSS)، ولكنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول لها. وأظهرت السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر القدس أنها ساكنة عند المستوى الأصلي حسب

اختبار KPSS، كما أظهر اختبار الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة أن قيم متغيرات الدراسة مرتبطة ذاتياً ببعضها البعض، أي أن قيم متغيرات الدراسة هي ليست متغيرات عشوائية. أظهرت نتائج الدراسة أيضاً وجود أثر سلبي للتضخم على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لاختبار ARDL، حيث مع زيادة معدل التضخم 1% يؤدي إلى انخفاض عوائد مؤشر القدس بمقدار 19% تقريباً، وأن هناك توازن طويل الأجل بين التضخم وعائد مؤشر القدس خلال الفترة من 2008 وحتى عام 2018. كما تبين من نتائج التحليل الإحصائي وجود أثر سلبي للتضخم على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية داخل بورصة فلسطين مع وجود توازن طويل الأجل بين التضخم وعوائد مؤشرات تلك القطاعات خلال الفترة المذكورة. أيضاً كان هناك أثر سلبي لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لاختبار ARDL، حيث أن زيادة معدل الفائدة 1% يؤدي إلى انخفاض عوائد مؤشر القدس بمقدار 1.8%. وأوصت الدراسة الجهات الحكومية في فلسطين بضرورة اتباع سياسة اقتصادية واضحة، واستغلال كافة أدوات السياسة المالية والنقدية بهدف تخفيض معدلات التضخم، والتأثير إيجاباً على عوائد مؤشرات الأسهم، مما يحفز الاستثمار غير المباشر داخل بورصة فلسطين.

(2-4) دراسات سابقة للعلاقة بين سعر الفائدة والعائد على الأسهم في سوق الأوراق المالية

(1-2-4) دراسة (2014) Chirehir بعنوان:

“The Relationship between Interest Rates and Stock prices; Studied in a Multivariate Model “

أوضحت الدراسة أن التغيرات في أسعار الفائدة لها تأثيرات متنوعة على الوضع الاقتصادي في أي دولة. وقد تنعكس آثار أسعار الفائدة على أسعار الأسهم إما بشكل إيجابي أو سلبي. وقد تم إجراء دراسة تطبيقية على دولة كينيا حيث يهتم صانعو السياسات والعلماء، وحتى الأفراد بفهم العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة، وذلك بهدف دراسة نوعية ارتباط التغيرات في أسعار الفائدة (ممثلة بالمتوسط المرجح لأسعار الإقراض من قبل المصارف التجارية في كينيا، وأسعار الأسهم (الموثقة بمؤشر بورصة نيويورك 20 ببعضها البعض بالنسبة لكينيا خلال الفترة من أكتوبر 2002 وحتى سبتمبر 2012. وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية من اتجاهين بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم.

(2-2-4) دراسة (2015) Chen بعنوان:

“ The Interacation Between Interest Rates and Stock Returns; A Comparison Between China and Us “.

استندت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين أسعار الفائدة والتغيرات في أسعار الأسهم في دراسة مقارنة بين الصين والولايات المتحدة الأمريكية، حيث نوقشت العلاقة بين السياسة النقدية ممثلة في تغيير سعر الفائدة، وسوق الأوراق المالية منذ السبعينات. ونظراً لأن سوق الأسهم الصينية قد شارك في النمو السريع للاقتصاد الصيني، فإن تحديد العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في الصين أصبح أكثر جاذبية، حيث اعتمدت

الدراسة على استخدام نماذج الانحدار الذاتي للبيانات في الصين وفي الولايات المتحدة كدراسة مقارنة، بالإضافة إلى تحليل التباين حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إحصائية إيجابية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في الصين بشكل أكبر من العلاقة بين الفائدة وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة مما يدل على أن فعالية أسعار الفائدة على أسعار الأسهم في الصين أكثر فاعلية كأداة للسياسة النقدية للتأثير على أسعار الأسهم في أمريكا.

(3-4) الدراسات السابقة للعلاقة بين سعر الصرف والعائد على الأسهم في سوق الأوراق المالية

- دراسة عبد الجواد (2020) بعنوان "تأثير سعر الصرف على أداء سوق الأسهم في مصر"، والتي استهدفت اختبار أثر التغيرات في أسعار الصرف، ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي الموزع بفترات إبطاء ذي اختبار الحدود كمدخل للتكامل المشترك، بالإضافة إلى النموذج المعمم للانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات تباين حد الخطأ. وباستخدام بيانات شهرية لمتغيرات الدراسة في الفترة من يناير 2000 إلى فبراير 2020. وبعد إجراء اختبارات السكون للسلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة اعتماداً على اختبار ديكي فولر الموسع ADF واختبار فيليبس بيرون PP، جاءت نتيجة الاختبارين لتبين وجود اختلاف في درجة استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة وتراوحها بين الصفر والواحد الصحيح. وتبين من نتائج التقديرات وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من سعر الصرف ومعدل التضخم إلى مؤشر أداء سوق الأسهم في مصر EGX30. وجاءت إشارة المعلمة المقدرية لكل منهما موجبة، بما يعكس التأثير الطردي لسعر الصرف، ومعدل التضخم على هذا المؤشر. وأوضحت نتائج تقدير معلمة تصحيح الخطأ في نموذج ECM أن مدة تصحيح الخلل بين وضع الأجل القصير في مؤشر الأداء، وتوازن الأجل الطويل تبلغ خمسة أشهر تقريباً إذ بلغت المعلمة المقدرية نحو (-0.213). وتبين من نتائج اختبار عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي نمطية تقلبات عوائد سوق الأسهم المصرية.

- دراسة الجنائفي، عبد الحكيم، (2021) بعنوان: "تأثير مخاطر أسعار الصرف في عوائد الأسهم - دراسة تحليلية في عينة من أسهم الشركات في العراق وماليزيا". واستعرضت الدراسة عدد من المشاكل التي تعرض للاستثمارات- وخاصة الدولية - لمخاطر أسعار الصرف، حيث أن هذه المخاطر تؤثر على أسعار الأوراق المالية المسعرة بالعملة المحلية عند تحويلها إلى العملات الأجنبية، مما يستدع أن يأخذ المستثمرون فيها بنظر الاعتبار هذه المخاطر عند اختيار موجوداتهم الاستثمارية. وقد هدفت الدراسة إلى تحليل عوائد ومخاطر أسهم الشركات المدرجة ضمن المؤشرات المختارة بعملتها الأساسية وإجراء الاختبارات الإحصائية لبيانات 20 شركة مدرجة في سوقين ماليين، ولمدة زمنية مدتها 52 أسبوع امتدت خلال الفترة الزمنية من 2019/7/1 الي 2020/6/30. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات، وأبرزها تلك التي أظهرتها نتائج الاختبار الإحصائي بعدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لمخاطر أسعار الصرف العملات المختلفة مقابل الدولار على عوائد أسهم الشركات عينة البحث. ولكن أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمخاطر أسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي في مخاطر أسهم الشركات المتداولة في سوقين ماليين وهي العراق وماليزيا.

(4-4) الدراسات السابقة للعلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والعائد على الأسهم في سوق الأوراق المالية

- دراسة الحاج (2021) بعنوان "جدلية العلاقة بين متغيرات السوق المالي والاستثمار الأجنبي المباشر - دراسة قياسية على السوق المالي في قطر خلال الفترة (1994-2019)". استعرضت الدراسة طبيعة العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والاستثمار الأجنبي المباشر. ولتحقيق هذا الغرض تم إسقاط الدراسة على سوق الأوراق المالية لدولة قطر خلال الفترة الممتدة بين 2004 و2019 حيث تم استخلاص متغيرات الدراسة من التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالي، والمتمثلة في القيمة السوقية، حجم التداول، المؤشر العام، عدد الصفقات، عدد الشركات المتداولة، الاستثمار الأجنبي المباشر. وباستخدام نماذج الانحدار توصلت الدراسة إلى أن حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سوق قطر للأوراق المالية تتأثر إيجابياً بحجم القيمة السوقية للشركات المدرجة والمساهمة في البورصة، حيث أن ارتفاع القيمة السوقية للبورصة يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة، أي هناك علاقة طردية بين المتغيرين، ويعود ذلك إلى تطبيق قانون الاستثمار الذي شجع دخول الاستثمارات الأجنبية، والارتقاء بمستويات الإفصاح والشفافية، وتطوير قانون الشركات. كما تتأثر حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سوق قطر للأوراق المالية بصورة إيجابية بحجم تداول الأسهم والسندات في البورصة ليرتبط حجم الاستثمار بعلاقة طردية مع حجم التداول، حيث أن ارتفاع حجم تداول الأسهم والسندات بالشركات المدرجة بالسوق المالي، من خلال تدفق أوامر البيع والشراء خلال جلسات التداول، يؤدي إلى ارتفاع حجم التداولات. كما أن زيادة التركيز على تداول الشركات يؤدي إلى ارتفاع حجم الصفقات المبرمة مما يؤدي إلى إقبال المستثمرين على تلك الشركات. وبالتالي زيادة جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة. ذلك أن مؤشر حجم التداول يعتبر مؤشراً جيداً على مستوى نشاط السوق المالية ودرجة سيولتها. كما أن حجم التداول يعطى مؤشرات هامة بشأن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل، ومن ثم يساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه. ووفقاً لنتائج الدراسة أيضاً، تتأثر حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سوق قطر للأوراق المالية بصورة إيجابية بالمؤشر العام في بورصة قطر حيث يرتبط حجم الاستثمار بعلاقة طردية مع المؤشر العام للبورصة. وبين المؤشر العام للبورصة مدى كفاءة السوق المالية والفرص الاستثمارية المتاحة. وفي حين أن حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سوق قطر للأوراق المالية لا تتأثر بعدد الصفقات في البورصة، إلا أنها تتأثر بصورة إيجابية بعدد الشركات المدرجة والمساهمة في البورصة، حيث يرتبط حجم الاستثمار الأجنبي المباشر بعلاقة طردية مع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي. ذلك أن عدد الشركات المدرجة تبين حجم السوق، ومدى جاذبيته للمستثمرين الجدد. وكلما زاد حجم السوق المالي بعدد الشركات المدرجة، كلما زاد من ثقة المستثمرين الأجانب في الاستثمار. وبناءً على ما سبق، أوصت الدراسة بالعمل على تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتيسير إجراءات الاستثمار الأجنبي المباشر في السوق على نحو يساهم في تحسين الأداء وتطوير آليات السوق المالي ورفع كفاءته.

- دراسة التيمي (2021) بعنوان "تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في قيمة وحجم ومقدار التداول في السوق المالي". تناولت الدراسة مزايا الاستثمار الأجنبي المباشر FDI على مستوى العالم من خلال توظيف رأس المال الأجنبي لخدمة عملية التنمية الاقتصادية. ومع زيادة نفوذ هذا النوع من الاستثمار في اقتصاديات الدول النامية والناشئة سعت الدراسة إلى إخضاع الأسواق المالية للتحليل المفصل لاستخلاص مدى تأثير الاستثمار الأجنبي في أسواقها المالية، ونوع العلاقة التي تربطها بها من خلال كل من حجم التداول، وقيمة التداول، وحجم الصفقات بعد أن اعتبر الاستثمار المالي بالأسهم بنسبة 10% نوع من أنواع الاستثمار المباشر مما يسمح للمتغير المستقل ببسط سطوته على التعامل في السوق المعني. ومن أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة توضيح أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على السوق المالي العراقي، وقيمة التداول تحديداً رغم أن العراق لا يمتلك سوقاً مالياً فاعلاً على مستوى الاقتصاد الوطني. وهذا الأمر يعد مؤشراً يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار حول حركة رأس المال الأجنبي على المستوى الاقتصادي كتوصية مهمة يجب إيلاؤها الأهمية المناسبة.

(5) الإطار النظري والمفاهيمي للدراسة

(1-5) سوق الأوراق المالية في مصر ومؤشرات البورصة المصرية

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق المالية في العالم. ويرجع تاريخ بدء سوق الأوراق المالية في مصر إلى القرن التاسع عشر، وتحديداً عام 1883 حيث أنشأت بورصة الإسكندرية، وتبعها إنشاء بورصة القاهرة عام 1903 وتسمى حالياً "البورصة المصرية"، حيث وصل عدد الشركات المقيدة في البورصة عام 1907 إلى عدد 228 شركة برأس مال سوقى قدرة 91 مليون جنيه تقريباً (فهييم، 2016).

مؤشرات البورصة المصرية والعوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

توجد عوامل عديدة يمكنها التأثير على عرض وطلب السهم في السوق، وهي متفاوتة من حيث قوتها وتأثيرها من عامل لآخر. ويمكن تقسيم تلك العوامل إلى قسمين: العوامل الخارجية، والعوامل الداخلية.

أولاً: **العوامل الخارجية:** وهي العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم بصفة عامة، ولا علاقة لها بأداء المنظمة المصدرة للسهم، ومنها:

- **العوامل السياسية:** أى مستثمر يرغب في شراء سهم معين في بورصة معينة في بلد معين يجب أن ينظر إلى الوضع السياسي لتلك البلد. فالدولة التي لا تتمتع باستقرار سياسي لا يمكن أن تكون عامل جذب لرؤوس الأموال للاستثمار فيها، بل سوف تهرب منها رؤوس الأموال للخارج ومن ثم يؤدي ذلك إلى انهيار سوقها المالي وانخفاض أسعار الأسهم (فهييم 2016).

- **العوامل الاقتصادية:** وفقاً لدراسة (سركسيان، 2010)، فإن السياسات الاقتصادية للدولة لها أثر كبير على أسعار الأسهم، ويتمثل ذلك في عدة عوامل من أهمها:

- **سعر الفائدة:** إن الارتفاع في أسعار الفائدة من شأنه أن يخفض مستوى التوسع للقطاعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض أرباحها وينعكس سلباً على أسعار الأسهم. ومن جهة أخرى، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى توجه رؤوس الأموال من الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى الاستثمار في البنوك بفائدة مرتفعة ومعدل مخاطرة أقل، ومن هنا فإن المعروض من الأسهم سوف يزيد عن الطلب مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.
- **معدل التضخم:** لارتفاع معدل التضخم أثر سلبي على أسعار الأسهم، وذلك لأن ارتفاع أسعار السلع يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها مما يقلل من أرباح الشركات المنتجة لها، وبدوره يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات.
- **سعر الصرف:** انخفاض سعر الصرف يدفع المستثمر في الأوراق المالية التي يحصل منها على أرباح بالعملة ذات السعر المنخفض إلى بيع الأوراق المالية وشراء أوراق مالية بعملة ذات سعر صرف مرتفع يربح منه.
- **حجم الناتج المحلي:** فالإعلان عن زيادة حجم الناتج المحلي له أثر إيجابي، مما يزيد التفاؤل بشأن المستقبل وبدوره يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها.
- **السياسة النقدية:** وهي الوسائل التي تمارسها الدولة البنك المركزي لكي تتحكم في المعروض من النقود، فزيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يؤدي إلى الانتعاش في أسواق الأوراق المالية.
- **عوامل خاصة بالقطاع الذي تعمل فيه المنظمة:** يمكن أن يتأثر قطاع معين في البورصة دون أن تتأثر باقي القطاعات وذلك نتيجة عدة أسباب، مثل التغير في أسعار المواد الخام لصناعة معينة، والذي يتأثر به قطاع تلك الصناعة دون القطاعات الأخرى.
- **أزمات اقتصادية عالمية:** تؤدي الأزمات الاقتصادية العالمية التي تحدث في دولة ما أو مجموعة من الدول إلى آثار سلبية على أغلب دول العالم، ولكن بنسب متفاوتة.
- **الشائعات:** للشائعات أثر كبير على أسعار الأسهم سواءً إيجابياً أو سلبياً، وخاصة في أوساط المستثمرين.
- **ثانياً: العوامل الداخلية:** وهي العوامل التي تخص أداء المنظمة المصدرة للسهم. ورغم إن العوامل الخارجية السالف ذكرها تؤثر على أداء المنظمات بصفة عامة، إلا أنه قد يتفاوت التأثير من منظمة لأخرى. فالمستثمر الذي يرغب بشراء سهم معين لا ينظر إلى العوامل الخارجية بقدر ما يهتم أداء المنظمة. ومن هنا يمكننا أن نسرد العوامل الداخلية الخاصة بالمنظمة التي تؤثر على أسعار أسهمها في البورصة (سركسيان، 2010).
- **المعلومات عن المنظمة المصدرة:** لهذه المعلومات تأثير كبير على أسعار الأسهم، فالسعر يتحرك صعوداً وهبوطاً ليعكس الأخبار الإيجابية والسلبية حول المنظمة المصدرة للسهم.
- **المعلومات المحاسبية:** للمعلومات المحاسبية للمنظمة دور مهم وأثر كبير على سعر السهم، فمنها يمكن لأي مستثمر أن يكون على اطلاع على المركز المالي للمنظمة ومعرفة مدى قوة مركزها، ويكون على دراية بتوزيعات

الأرباح وربحية السهم للفتترات السابقة فكلما كانت المعلومات واضحة ودقيقة ومبشرة كلما زاد الطلب على أسهم تلك المنظمة.

- الإدارة القوية: كلما كان مدير أو مجلس إدارة المنظمة في مستوى ممتاز وقوي، ويحظى بثقة المستثمرين في إدارة المنظمة كلما زاد الطلب على أسهم تلك المنظمة.

وبالتالي يعد المؤشر مرآة تعكس أداء سوق الأوراق المالية، حيث أن المؤشر يقيس أداء أكبر الشركات تداولاً داخل السوق، ومن ثم فإن المؤشر يعكس الوضع العام داخل السوق إذا ما كان هذا الاتجاه صعوداً أو هبوطاً.

وتضم البورصة المصرية عدد ثمانية مؤشرات، وهي مؤشر القطاعات، ومؤشر النيل، ومؤشر ستاندربورز مصر.

EGX100, EGX 50, EGX 70, EGX 30 & EGX 20 (فهييم، 2016).

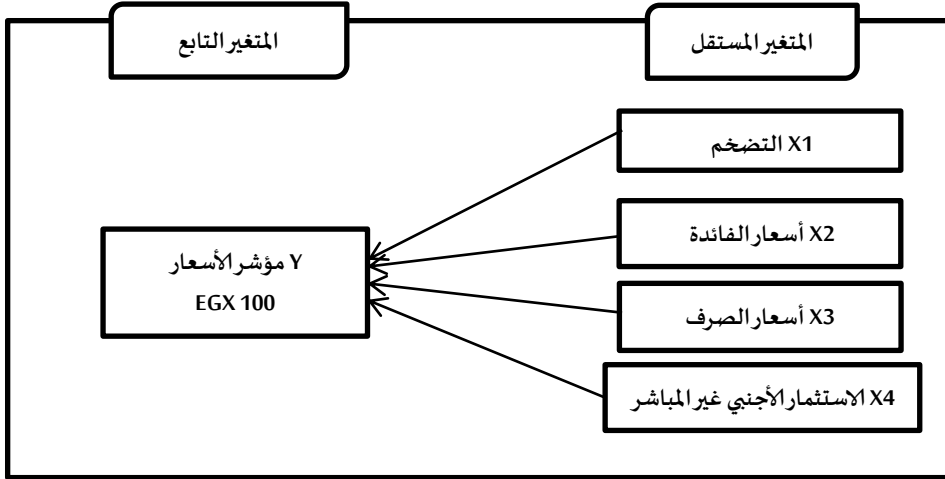
وتعتمد الدراسة في منهجيتها على قياس أثر التضخم، وسعر الصرف، وسعر الفائدة، على التغيير في أسعار الأسهم بالتطبيق على مؤشر EGX100 في سوق الأوراق المالية في مصر.

مؤشر EGX 100

تم تدشين البورصة المصرية للمؤشر السعري EGX 100 في 2 أغسطس 2009، بهدف تحديث وتنوع مؤشرات السوق المصرية لتوفير أدوات ذات مجال سعري أوسع أمام المستثمرين لمتابعة السوق. يقيس المؤشر أداء المائة شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري متضمنة الشركات الـ 30 الأنشطة المكونة لمؤشر EGX30، والشركات الـ 70 المكونة لمؤشر EGX70، حيث تم الاعتماد على مؤشر EGX100 في الدراسة الحالية كونه يقوم على إيضاح التغيير السعري في أهم الشركات المدرجة في البورصة، ويجمع بين الشركات الكبرى والمتوسطة والصغيرة، ولذلك فإنه أكثر شفافية لرسم التغيير الحاصل في البورصة.

(6) نموذج الدراسة

يوضح الشكل التالي رقم (1) نموذج متغيرات الدراسة، وينقسم إلى متغيرات مستقلة ومتغير تابع على النحو التالي :



شكل 1: نموذج متغيرات الدراسة

المصدر: إعداد الباحث بناءً على المطالعة الأدبية للدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة

(7) الفجوة البحثية

- تم الاستفادة من نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بالإطار النظري، وتحديد المتغيرات المستقلة والتابعة، وصياغة الفرضيات الخاصة بموضوع الدراسة. وما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة ما يلي:
- أنها تناولت متغيرات الاقتصاد الكلي الأربعة معاً وهي التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وتأثيرها على التغير في أسعار الأسهم في البورصة المصرية. أيضاً شملت فترة الدراسة عملية التغير من نظام التعويم المدار لسعر الصرف إلى النظام المرن لسعر الصرف.
- تغطي فترة الدراسة فترة زمنية شهدت تغيرات حادة، وسريعة، ومتتالية في كل من معدلات التضخم، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، خاصة في الثلاث سنوات الأخيرة، وبما يساعد بشكل كبير وقوي في استخلاص نتائج حقيقية ومعبرة بشكل دقيق عن تأثير تلك العوامل على عوائد الأسهم، وهو ما لم يتحقق في الدراسات السابقة.
- من أهم ما يميز الدراسة الحالية استخدام مؤشر EGX 100، وهو مؤشر سعري متساوي الأوزان بخلاف ما استخدمته الدراسات السابقة.

(8) الإطار المنهجي للدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة وتحقيق أهدافها، استند الباحث إلى المنهج الوصفي لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة في ضوء البيانات المتاحة بشأن فترة الدراسة والتي تم تجميعها من التقارير الصادرة عن بورصة الأوراق المالية المصرية ونشرات البنك المركزي المصري وهي سلاسل بيانات شهرية خلال الفترة (2011-2022)، حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على وصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز، ويتم من خلال القيام بالمسح الشامل، الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة، لتفسيرها والوقوف على دلالاته. كما تم اعتماد المنهج التاريخي في استعراض الدراسات السابقة، أما طبيعة الدراسة الحالية فهي دراسة تطبيقية تحليلية. وتم إعداد بيانات المتغير المستقل (التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي غير المباشر) والمتغير التابع (مؤشر EGX100) على أساس شهري من عام 2011 حتى 2022 بإجمالي عينة 144 مفردة حيث تم الحصول على البيانات من مصادرها الرسمية والمعلنة على الموقع الإلكتروني لكل من البنك المركزي المصري والبورصة المصرية.

ولكي يتمكن الباحث من الوصول إلى نتائج اختبار الفرضيات، تم استخدام الأدوات الإحصائية لقياس العلاقة بين المتغيرين. ووفقاً لأدوات القياس الاقتصادي تم اختبار مدى تشتت البيانات المتعلقة بالمتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وذلك بهدف اختبار الاستقرار وفحص المخاطر التي تتعرض لها تلك المتغيرات. ومن خلال اختبارات الانحدار البسيط والمتعدد تم التوصل إلى معادلة الانحدار للنموذج على النحو التالي:

$$Y = a + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \dots + e$$

(9) مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية من الفترة 2011 إلى 2022 وتتمثل عينة الدراسة في مؤشر EGX100 السعري متساوي الأوزان والمكون من 100 شركة تمثل جميع قطاعات الاقتصاد المصري. وتغطي بيانات الدراسة السلسلة الشهرية خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2011 - 2022 م لعوائد مؤشر EGX 100 استناداً إلى التقارير الشهرية الصادرة عن بورصة الأوراق المالية، والبنك المركزي المصري خلال الفترة المشار إليها.

(10) فروض الدراسة

الفرضي الرئيسي: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم في البورصة المصرية.

وينقسم إلى أربعة فروض فرعية:

- الفرض الفرعي الأول: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في التضخم وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100.

- الفرض الفرعي الثاني: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في أسعار الفائدة وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100.
- الفرض الفرعي الثالث: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في أسعار الصرف وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100.
- الفرض الفرعي الرابع: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100.

(11) نتائج التحليل الإحصائي

لاختبار فروض الدراسة المشار إليها، تم الإستعانة بالبيانات المتاحة لمتغيرات الدراسة، والموضحة في الجدول رقم (1) بالملاحق الإحصائي، والتي تم الحصول عليها من موقع البنك المركزي المصري cbe.org.eg وموقع البورصة المصرية egx.com.eg.

وفيما يتعلق ببيانات عام 2011، والتي شهدت مرحلة من التقلبات السياسية تضمنت تغيرات استثنائية في البيانات على مستوى الاقتصاد الكلي بسبب حالة عدم الاستقرار، لم يتم استبعاد بيانات ذلك العام من الدراسة الإحصائية حيث لوحظ تحرك مؤشر EGX100 بين مستوى 900 نقطة هبوطاً، و1600 نقطة صعوداً في الفترة من 2011 وحتى 2014. ويشير ذلك إلى أن الأحداث السياسية في هذا العام لم يكن لها تأثيرات حادة تبرر استبعاد بياناتها من الدراسة.

أيضاً، لم يتم إستبعاد بيانات فترة جائحة كورونا من الدراسة حيث جاء تأثيرها السلبي على مؤشر EGX100 في شكل هبوط في الفتره من ديسمبر 2019 من مستوى 2700 نقطة إلى مستوى 1600 نقطة في ابريل 2020 بنسبة هبوط بلغت 17% من قيمة المؤشر استردهم صعوداً في يونيو 2020 عند مستوى 2700 نقطة مره أخرى، وواصل بعدها الصعود أعلى من هذا المستوى فأصبحت الجائحه ذات تأثير صفري على المؤشر في المحصله.

(1-11) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

جدول 1: توزيع بيانات متغيرات الدراسة

| المتغيرات | N | Kolmogorov-Smirnov test | Sig |
|------------------------------------|-----|-------------------------|-------|
| التضخم (X1) | 144 | 0.126 | 1.223 |
| سعر الفائدة (X2) | 144 | 0.091 | 1.436 |
| سعر الصرف (X3) | 144 | 0.112 | 1.269 |
| الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) | 144 | 0.085 | 1.429 |
| EGX100 (Y) | 144 | 0.072 | 1.553 |

يوضح جدول (1) أن توزيع بيانات متغيرات الدراسة كانت موزعة طبيعياً، حيث بلغت قيمة (Sig) لجميع متغيرات الدراسة قيم أكبر من (0.05) كذلك قيم اختبار (K-S) لجميع المتغيرات قيم أقل من (5) مما يبين ملائمة نموذج الدراسة للأساليب الإحصائية المستخدمة.

(2-11) نموذج الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

جدول 2: تحليل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع

| | مؤشر EGX100 (Y) | | N |
|---|---------------------|-----------------|-----|
| | Pearson Correlation | Sig. (2-tailed) | |
| التضخم (X ₁) | 0.025 | 0.762 | 144 |
| سعر الفائدة (X ₂) | 0.304** | <0.01** | 144 |
| سعر الصرف (X ₃) | 0.806** | <0.01** | 144 |
| الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X ₄) | -0.093 | 0.268 | 144 |

r: Pearson coefficient

*: Statistically significant at 0.05

** : Statistically significant at 0.01

يتضح من جدول (2) أنه لا يوجد ارتباط بين المتغير (X₁) معدل التضخم مع المتغير التابع (Y) مؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01، ويوجد ارتباط إيجابي بين المتغير (X₂) سعر الفائدة والمتغير التابع (Y) مؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01. أي أن الزيادة في سعر الفائدة تتوافق مع الزيادة في مؤشر EGX100، ويوجد ارتباط إيجابي قوي بين المتغير (X₃) سعر الفائدة و المتغير التابع (Y) مؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01. أي أن الزيادة في سعر الصرف تتوافق بشدة مع الزيادة في مؤشر EGX100، ولا يوجد ارتباط بين المتغير (X₄) الاستثمار الأجنبي غير المباشر مع المتغير التابع (Y) مؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01.

(3-11) نموذج اختبار الانحدار المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

جدول 3: تحليل الانحدار الخطي لمؤشر EGX100 (الفرض الفرعي الأول) (ن = 144)

| Variable | Unstandardized Coefficients | | t-test | |
|----------------------------|-----------------------------|--------------------|----------|---------|
| | Coefficient | Std. Error | T | P |
| C | 2047.884 | 83.202 | 24.613** | <0.01** |
| (X ₁) التضخم | 1935.524 | 6370.882 | 0.304 | 0.025 |
| R Square | 0.001 | Mean dependent var | | 2064.12 |
| Adjusted R Square | -0.006 | S.D. dependent var | | 762.86 |
| Std. Error of the Estimate | 765.3 | R | | 0.025 |
| Sum Squares resid | 83165427.9 | | | |
| F | 0.092 | | | |
| P | 0.762 | | | |

أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين بين التضخم (X₁) ومؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01.

معامل الارتباط (R): تشير نتيجة معامل الارتباط إلى ارتباط ضعيف جداً غير معنوي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.025) بين التضخم (X1) كمتغير مستقل ومؤشر EGX100 كمتغير تابع.

معامل التحديد (R^2): بلغت قيمة معامل التحديد (0.001)، مما يشير إلى أن التضخم (X1) يفسر 0.1% من أي تغيير يطرأ على مستوى EGX100، أي أنها لا تفسر بشكل كبير التغير في المؤشر EGX100 أما عن النسبة الغير مفسرة، فيمكن إرجاعها إلى الخطأ العشوائي أو متغيرات مستقلة أخرى لم تؤخذ في الاعتبار. وهو ما يفسر أن متغير التضخم (X1) له تأثير ضعيف علي النموذج

اختبار معنوية EGX100 في نموذج الانحدار: تم استخدام اختبار F لاختبار معنوية المتغير التضخم (X1) حيث بلغت قيمته (0.092)، وذلك عند فترة ثقة 95%، وهي أقل من F الجدولية (1.85) مما يشير إلى ضعف جودة نموذج الانحدار.

اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة: باستخدام اختبار T نجد أن (X1) ليس له تأثير معنوي حقيقي على مؤشر EGX100، وذلك عند مستوى ثقة 95% حيث بلغت قيمة اختبار T المحسوبة 0.304، وهي أقل من قيمة T الجدولية 1.975.

معادلة النموذج: تتمثل معادلة نموذج الانحدار في الآتي:

$$EGX100 (Y) = 2047.884 + X1. 1935.524$$

جدول 4: تحليل الانحدار الخطي لمؤشر EGX100 (الفرض الفرعي الثاني) (ن = 144)

| Variable | Unstandardized Coefficients | | t-test | |
|----------------------------|-----------------------------|--------------------|---------|---------|
| | Coefficient | Std. Error | T | P |
| (Constant) | 1277.476 | 215.977 | 5.915** | <0.01** |
| سعر الفائدة (X2) | 6775.924 | 1785.169 | 3.796** | <0.01** |
| R Square | 0.092 | Mean dependent var | | 2064.12 |
| Adjusted R Square | 0.086 | S.D. dependent var | | 762.86 |
| Std. Error of the Estimate | 729.43 | R | | 0.304 |
| Sum Squares resid. | 75553872.5 | | | |
| F | 14.407** | | | |
| P | <0.001** | | | |

أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة (X2) ومؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01

معامل الارتباط (R): تشير نتيجة معامل الارتباط الموجبة إلى وجود ارتباط إيجابي ضعيف معنوي، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.304) بين سعر الفائدة (X2) كمتغير مستقل ومؤشر EGX100 كمتغير تابع.

معامل التحديد (R^2): بلغت قيمة معامل التحديد (0.092)، مما يشير إلى أن سعر الفائدة (X2) يفسر 9.2% من أي تغيير يطرأ على مستوى EGX100. أي أنها تفسر بشكل ضعيف التغير في المؤشر EGX100 أما عن النسبة الغير مفسرة فيمكن إرجاعها إلى الخطأ العشوائي أو متغيرات مستقلة أخرى لم تؤخذ في

الاعتبار، وهو ما يفسر أن المتغير سعر الفائدة (X2) لا يفسر النموذج بشكل قوي، وبالتالي يمكن أن يكون ذو تأثير ضعيف .

اختبار معنوية EGX100 نموذج الانحدار: تم استخدام اختبار F لاختبار معنوية سعر الفائدة (X2) حيث بلغت قيمته (14.407)**، وذلك عند مستوى معنوية 99% وعند مستوى معنوية 95%، وهي أكبر من F الجدولية (1.85) مما يشير إلى جودة نموذج الانحدار.

اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة: باستخدام اختبار T نجد أن سعر الفائدة (X2) له تأثير معنوي حقيقي على مؤشر EGX100، وذلك عند مستوى ثقة 95% حيث بلغت قيمة اختبار T المحسوبة 3.796** وهي أكبر من قيمة T الجدولية 1.975

معادلة النموذج: تتمثل معادلة نموذج الانحدار في الآتي :

$$EGX100(Y) = 1277.476 + X2. 6775.924$$

جدول 5: تحليل الانحدار الخطي لمؤشر EGX100 (الفرض الفرعي الثالث) (ن = 144)

| Variable | Unstandardized Coefficients | | t-test | |
|----------------------------|-----------------------------|--------------------|----------|----------|
| | Coefficient | Std. Error | T | P |
| (Constant) | 655.206 | 94.742 | 6.916** | <0.001** |
| (X3)سعر الصرف | 11510.585 | 709.832 | 16.216** | <0.01** |
| R Square | 0.649 | Mean dependent var | | 2064.12 |
| Adjusted R Square | 0.647 | S.D. dependent var | | 762.86 |
| Std. Error of the Estimate | 453.3 | R | | 0.806 |
| Sum Squares resid | 29181312.6 | | | |
| F | 262.957** | | | |
| P | <0.01** | | | |

أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف (X3) ومؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01 .

معامل الارتباط (R): تشير نتيجة معامل الارتباط الموجبة إلى وجود ارتباط إيجابي قوي معنوي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.806) بين سعر الصرف (X3) كمتغير مستقل ومؤشر EGX100 كمتغير تابع، معامل التحديد (R²): بلغت قيمة معامل التحديد (0.649) مما يشير إلى أن سعر الصرف (X3) يفسر 64.9% من أي تغيير يطرأ على مستوى EGX100 أي أنها تفسر بشكل كبير التغيير في المؤشر EGX100 أما عن النسبة الغير مفسرة من المتغير التابع، فيمكن إرجاعها إلى الخطأ العشوائي أو متغيرات مستقلة أخرى لم تؤخذ في الاعتبار، وهو ما يفسر أن متغير سعر الصرف (3X) يفسر النموذج بشكل قوي، وبالتالي يعتبر ذو تأثير قوي على النموذج .

اختبار معنوية EGX100 نموذج الانحدار: تم استخدام اختبار F لاختبار معنوية سعر الصرف (X3) حيث بلغت قيمته (262.957)**، وذلك عند مستوى معنوية 95%، وهي أكبر من قيمة F الجدولية (1.85) مما يشير إلى جودة نموذج الانحدار.

اختبار معنوية متغير مستقل (X3): باستخدام اختبار T نجد أن سعر الصرف (X3) له تأثير معنوي حقيقي على مؤشر EGX100، وذلك عند مستوى ثقة 99% حيث بلغت قيمة اختبار T المحسوبة 16.216** وهي أكبر من قيمة T الجدولية 1.975 .

معادلة النموذج: تتمثل معادلة نموذج الانحدار في الآتي:

$$EGX100 (Y) = 655.206 + X3.11510.585$$

جدول 6: تحليل الانحدار الخطي لمؤشر EGX100 (الفرض الفرعي الرابع) (ن = 144)

| Variable | Unstandardized Coefficients | | t-test | |
|------------------------------------|-----------------------------|--------------------|----------|---------|
| | Coefficient | Std. Error | T | P |
| (Constant) | 2062.319 | 63.539 | 32.457** | <0.01** |
| (X4) الاستثمار الأجنبي غير المباشر | -0.046 | 0.042 | 1.113 | 0.268 |
| R Square | 0.009 | Mean dependent var | | 2064.12 |
| Adjusted R Square | 0.002 | S.D. dependent var | | 762.86 |
| Std. Error of the Estimate | 762.2 | R | | -0.093 |
| Sum Squares resid | 82500405.5 | | | |
| F | 1.238 | | | |
| P | 0.268 | | | |

أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) ومؤشر EGX100 عند مستوى معنوية 0.01 .

معامل الارتباط (R): تشير نتيجة معامل الارتباط إلى وجود ارتباط ضعيف حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-) (0.093) بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) كمتغير مستقل ومؤشر EGX100 كمتغير تابع،

معامل التحديد (R²): بلغت قيمة معامل التحديد (0.009) مما يشير إلى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) يفسر 0.9% من أي تغيير يطرأ على مستوى EGX100. أي أنها لا تفسر بشكل كبير التغيير في المؤشر EGX100 أما عن النسبة غير المفسرة، فيمكن إرجاعها إلى الخطأ العشوائي أو متغيرات مستقلة أخرى لم تؤخذ في الاعتبار، وهو ما يفسر أن متغير الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) لا يفسر النموذج وبالتالي له تأثير ضعيف على النموذج .

اختبار معنوية EGX100 نموذج الانحدار: تم استخدام اختبار F لاختبار معنوية الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) حيث بلغت قيمته (1.238) وذلك عند مستوى ثقة 95% وهي أقل من F الجدولية (1.85) مما يشير إلى ضعف جودة نموذج الانحدار.

اختبار معنوية المتغير مستقل (X4): باستخدام اختبار T نجد أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر (X4) ليس له تأثير معنوي حقيقي على مؤشر EGX100، وذلك عند مستوى ثقة 95% حيث بلغت قيمة اختبار T المحسوبة 1.113 وهي أقل من قيمة T الجدولية 1.975 .

معادلة النموذج: تتمثل معادلة نموذج الانحدار في الآتي:

$$EGX100 (Y) = 2062.319 + X4.- 0.046$$

جدول 7: تحليل الانحدار الخطى لمؤشر EGX100 (الفرض الرئيسي)
نموذج اختبار الانحدار المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

| Variable | Coefficient | Std. Error | T | P |
|------------------------------------|-------------|--------------------|----------|----------|
| (Constant) | 1324.043 | 115.740 | 11.440** | <0.001** |
| (X1) التضخم | -13842.526 | 3215.265 | 4.305** | <0.001** |
| (X2) سعر الفائدة | -9704.408 | 1315.391 | 7.378** | <0.001** |
| (X3) سعر الصرف | 16215.166 | 825.439 | 19.644** | <0.001** |
| (X4) الاستثمار الأجنبي غير المباشر | 0.051 | 0.023 | 2.239* | 0.027* |
| R Square | 0.769 | Mean dependent var | | 2064.12 |
| Adjusted R Square | 0.762 | S.D. dependent var | | 762.86 |
| Std. Error of the Estimate | 372.07 | R | | 0.877 |
| Sum Squares resid | 19242767.6 | | | |
| F | 115.534** | | | |
| P | <0.001** | | | |

يشير جدول (8) إلى نتائج الاختبارات الاحصائية لنموذج الدراسة، والذي اشتمل على 4 متغيرات مستقلة وهي: (التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي غير المباشر) ومتغير تابع واحد وهو المؤشر EGX100 حيث أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.01.

معامل الارتباط (R): تشير نتيجة معامل الارتباط الموجبة إلى وجود ارتباط إيجابي قوي معنوي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.877) بين المتغيرات المستقلة والمؤشر EGX100 كمتغير تابع.

معامل التحديد (R^2): بلغت قيمة معامل التحديد (0.769) مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر 76.9% من أي تغيير يطرأ على مستوى EGX100. أي أنها تفسر بشكل كبير التغيير في المؤشر EGX100 أما عن النسبة الغير مفسرة، فيمكن إرجاعها إلى الخطأ العشوائي أو متغيرات مستقلة أخرى لم تؤخذ في الاعتبار، وهو ما يفسر أن المتغيرات المستقلة عند تداخلها مع بعض في النموذج بشكل قوي تؤثر تأثيراً قوياً على النموذج.

اختبار معنوية EGX100 نموذج الانحدار: تم استخدام اختبار F لاختبار معنوية متغيرات النموذج ككل حيث بلغت قيمته (115.534**)، وذلك وعند مستوى ثقة 95%، وهي أكبر بشكل كبير جداً من F الجدولية (1.85) مما يشير إلى جودة نموذج الانحدار.

اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة: باستخدام اختبار T نجد أن المتغيرات المستقلة لها تأثير معنوي حقيقي على مؤشر EGX 100، وذلك عند مستوى ثقة 99% حيث بلغت 11.44 وهي أكبر من قيمة T الجدولية 1.975 .

ويتضح من ذلك النموذج أنه توجد علاقة إيجابية معنوية بين المتغيرات عند مستوى معنوية أقل من 0.01 ، وهو مقبول إحصائياً للأخذ بنتائج معادلة الانحدار.

حيث تم التوصل إلى أنه لا توجد علاقة إيجابية معنوية بين معدل التضخم وبين مؤشر EGX100 عند مستوى أقل من 5% حيث أدى التضخم إلى انخفاض القيم الحقيقية لأرباح الشركات متأثرة بنسب التضخم المرتفعة، وبالتالي انخفاض القيم الحقيقية للتوزيعات النقدية التي تقوم هذه الشركات بتوزيعها على المستثمرين بأسهم هذه الشركات. وعلى هذا النحو لم تعد هذه الأسهم جاذبة للاستثمار من قبل المستثمرين على الرغم من انخفاض المستويات السعريه لها حيث أن قيمة أصول هذه الشركات تزداد مع ارتفاع قيم التضخم، والتي من المفترض أن تعكس هذه القيم .

وتوصلت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين سعر الفائدة وبين مؤشر EGX100 عند مستوى معنوية أقل من 5% ومستوى معنوية أقل من 0.001. ويمكن تفسير ذلك على ثلاثة أوجه: الأول، أن ارتفاع سعر الفائدة ساهم في توفير السيولة الكبيرة في البنوك المصرفية، والتي بدورها قد قامت بعملية شراء للأوراق المالية. والثاني، توسع البنوك في عملية منح القروض للمستثمرين لشراء الأوراق المالية. أما الثالث، فإن سياسة معدلات الفائدة المرتفعة، والتي تبناها البنك المركزي المصري كان الهدف منها السيطرة على معدلات التضخم المرتفعه. لذا لم تكن جاذبه للمستثمرين حيث أنها قد تتحول إلى فوائد سالبه مع معدلات التضخم التي قد تفوق الفوائد البنكيه. أدى ذلك إلى توجه المستثمرين إلى الاستثمار في الأوراق المالية مما ساعد على زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها.

وقد تم التوصل إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين سعر الصرف ومؤشر EGX100 عند مستوى معنوية أقل من 0.05 ومستوى معنوية أقل من 0.01 حيث أن ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وانخفاض قيمة الجنيه المصري شجع المستثمرين الأجانب على الدخول إلى سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى شريحة من المستثمرين المصريين أيضاً حيث أدى انخفاض سعر العملة نتيجة التعويم المتكرر للجنيه المصري الذى كان من أبرزهم تعويم نوفمبر 2016 ، وما تلاه مما جعل الأسهم المصرية أرخص من قبل التعويم وبنسب كبيره جعل الأسهم جاذبه أكثر للاستثمار فيها مع تدنى قيمها.

وقد تم التوصل إلى وجود علاقة معنوية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر EGX100 عند مستوى معنوية أقل من 0.05 ومستوى معنوية أقل من 0.01 في ظل العلاقة بين المتغيرات المستقلة الأخرى (التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف) مع المتغير المستقل الآخر وهو الاستثمار الأجنبي غير المباشر على المتغير التابع وهو مؤشر EGX100 مما أدى إلى ظهور العلاقة الإيجابية بينه وبين المتغير التابع بالرغم من أن ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وانخفاض قيمة الجنيه المصري والتقلبات الكبيرة في معدلات التضخم وسعر الصرف دفع المستثمرين الأجانب إلى الخروج من سوق الأوراق المالية خوفاً من تحقيق خسائر ناتجة عن تقلبات سعر الصرف أو التضخم المرتفع أكبر من العوائد المتوقع تحققها من الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر ولكن كان للاستثمار الأجنبي غير المباشر دوراً في نجاح نموذج الدراسة للتأثير على عائد الأسهم مؤشر EGX100.

وبالتالي فإن البيانات الإحصائية تثير إلى أن المتغيرات المستقلة التي اعتمدت عليها الدراسة ممثلة في معدل التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف والاستثمار الأجنبي غير المباشر تفسر 0.769 من المتغير التابع مؤشر

EGX100 وهو ما يتضح من نتيجة اختبار معامل التحديد. أيضا يشير معامل التحديد المعدل أن القوة التفسيرية للتباين بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مقدارها 0.762 عند مستوى تباين قدره 115.534** ويتضح أن قيمة T المحسوبة عند المتغيرات المستقلة أكبر من T الجدولية (1.975) ، ومن ثم فإنه يمكن صياغة معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$EGX100 (Y) = 1324.043 + X1 - 13842.526 + X2 - 9704.408 + X3.16215.166 + X4.0.051$$

جدول 8: نتائج اختبارات فروض الدراسة

| نتائج اختبار الفرض | الفرض |
|---------------------------------|---|
| تم قبول الفرض الرئيسي | الفرض الرئيسي: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم |
| لم يتم قبول الفرض الفرعي الأول | الفرض الفرعي الأول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100 . |
| تم قبول الفرض الفرعي الثاني | الفرض الفرعي الثاني: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في أسعار الفائدة وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100 |
| تم قبول الفرض الفرعي الثالث | الفرض الفرعي الثالث: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في أسعار الصرف وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100 |
| لم يتم قبول الفرض الفرعي الرابع | الفرض الفرعي الرابع: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وقيمة مؤشر أسعار الأسهم بالبورصة المصرية EGX100 |

أوضحت نتائج اختبارات الفروض أنه لم يكن هناك تأثير معنوي للتضخم منفرداً كمتغير مستقل على مؤشر EGX100. نفس الأمر بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر، لكنه عند دمج كل المتغيرات المستقلة معاً قد أصبح لها تأثير معنوي أدى إلى قبول الفرض الرئيسي للدراسة.

(12) نتائج الدراسة

- أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في التضخم ومؤشر EGX100 وهو ما لا يتماشى مع الواقع الاقتصادي المتعارف عليه حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بشكل مباشر إلي انخفاض قيمة العملة والتي بالتالي تؤدي إلى ارتفاع قيمة الأصول بصفة عامة وتؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم بصفة خاصة والتي تمثل أحد أنواع الأصول ويمكن تفسير ذلك علي النحو التالي أن معدلات التضخم المعلنة من الجهات الرسمية (البنك المركزي المصري) والمعلنة علي سبيل المثال في أغسطس 2023 أنه بلغ معدل التضخم 37.4% في حين أن المعدلات الحقيقية والمعلنة من جهات غير رسمية أنه بلغ 107% ويعود ذلك إلى أن الطرق الحالية المستخدمة في حساب معدلات التضخم لا تعبر عن النتائج الحقيقية علي ارض الواقع مما يستوجب معه إعادة النظر في تلك الطرق المستخدمة لحساب نسب التضخم، حيث انه يعتبر من النسب الهامة جداً والتي تؤثر في القرارات الاستثمارية للمستثمرين في أسواق

المال سواء كانوا مستثمرين محليين أو أجانب حيث أنه قد تحول أرباحهم بالسوق إلى خسائر في حال ارتفاع معدلاتها بمعدل يفوق العائد علي استثماراتهم.

- أظهرت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في سعر الفائدة وقيمة مؤشر EGX100 ويمكن تفسير ذلك على النحو التالي تبلغ معدلات الفائدة بمصر حالياً وفقاً للبنك المركزي المصري 19.75% من الناحية الاقتصادية المتعارف عليها علمياً أن تؤدي معدلات الفائدة المرتفعة بشكل مباشر إلى انخفاض أسعار الأسهم بالبورصة المصرية أي أن العلاقة سلبية أو عكسية حيث تؤدي معدلات الفائدة المرتفعة إلى ارتفاع أسعار الأسهم وفقاً لمعدلات الفائدة المرتفعة , ولكنه بأخذ معدلات التضخم الحالية والتي تبلغ 37.4% في أغسطس 2023 علي أساس سنوي سوف تتحول الفوائد إلى معدلات فائدة بالسالب ويمثل الفرق بين معدل التضخم ومعدل الفائدة السائد هو -17.65% وإذا ما أخذنا المعدلات الحقيقية غير الرسمية المعلنة للتضخم والتي يبلغ نحو 107% تكون معدل الفائدة الحقيقي بالسالب وبلغ -87.25% , ومعدلات الفائدة السالب تخلق زيادة كبيرة في الطلب علي الأسهم بشكل يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم كرد فعل طبيعي لمعدلات الفائدة المتدنية السالبة .

- أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في سعر الصرف وقيمة مؤشر EGX100 ,ويمكن تفسير ذلك على النحو التالي انخفاض قيمة العملة خلال فترة الدراسة من يناير 2011 وحتى نهاية 2022 حيث انخفضت قيمة الجنيه المصري بحوالي 80% خلال هذه الفترة من 6 جنيه مقابل الدولار الأمريكي إلى 31 جنيه مقابل الدولار الأمريكي, وأدى هذا الانخفاض إلى أن تكون أسعار الأسهم بالبورصة متدنية جداً وأكثر جاذبية للشراء سواء للمستثمرين المصريين أو الأجانب علي حد سواء وبصفة خاصة بالنسبة للمستثمرين المحللين أصبحت الأسهم هي وسيلة للتحوط ضد توقعات انخفاض قيمة الجنيه .

- أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر وقيمة مؤشر EGX100 ويمكن تفسير ذلك على النحو التالي شهدت الفترة من يناير 2011 حتي ديسمبر 2022 تقلبات سياسية واقتصادية عنيفة بدأت بالأحداث السياسية إبان ثورة يناير 2011 والتي أدت إلى خروج الاستثمارات الأجنبية من البورصة المصرية وعدم دخول تدفقات جديدة إلى السوق بسبب خوف المستثمرين الأجانب من عدم وضوح الرؤية المستقبلية للاستثمار بالبورصة المصرية , أيضاً التقلبات الاقتصادية الكبيرة التي تلت هذه الأحداث والتي تمثلت في انخفاض لقيمة العملة والتعويم المستمر للجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي مع معدلات فائدة وتضخم مرتفعة وصاحبها مخاوف كبيرة من المستثمرين الأجانب، حيث أن العوائد التي يمكن تحقيقها من خلال الاستثمار في البورصة المصرية يمكن تلاشها أمام انخفاض قيمة العملية ومعدلات تضخم مرتفعة قد تؤدي بهم إلى تحقيق خسائر أدى ذلك إلى انخفاض حجم هذه التعاملات التي لا تتجاوز 20% من حجم التداول بالبورصة المصرية موزعة بين عمليات الشراء والبيع وبالتالي من الطبيعي أن لا يكون لها تأثير على اتجاه مؤشر الأسعار بالبورصة كنتيجة

طبيعية لضعف حجم هذه التعاملات وبما يستوجب معه دراسة وعلاج المشكلات التي تؤدي إلى عزوف عنصر.

- أوضحت نتائج اختبارات الدراسة أنه لم يكن هناك تأثير معنوي للتضخم والاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغيرات مستقلة على مؤشر EGX100، لكنه عند دمج كل المتغيرات المستقلة معاً قد أصبح لها تأثير معنوي مما أدى إلى قبول الفرض الرئيسي للدراسة.

- شهد سوق الأوراق المالية في مصر ارتفاعاً ملحوظاً في قيمة الأسهم ومؤشر EGX100 خلال فترة الدراسة، وهذا بعد مرور البورصة بأحداث خارجية أثرت عليها، إلا أن سوق الأسهم استطاع التماسك والعودة إلى مستوياتها. ويؤكد اختلاف نتيجة الدراسة الحالية عن نتائج الدراسات السابقة، وخاصة فيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين كل من معدل التضخم وأسعار الفائدة، ومؤشر الأسعار في البورصة أنه ليس هناك قاعدة موحدة للتعامل مع الأسواق، وأن الواقع العملي ربما يوضح ردود أفعال عكس ما تم الاعتياد عليه.

(13) توصيات الدراسة

في ضوء النتائج السابقة، تقدم الدراسة عدداً من التوصيات التي يمكن الاسترشاد بها من قبل متخذي القرارات الاقتصادية والاستثمارية ذات الصلة بآليات تقييم الأسهم في البورصة المصرية، ومن أهمها:

- ضرورة قيام المسؤولين عن إعداد البيانات الخاصة بأرقام التضخم بالبنك المركزي بتطوير الأساليب المستخدمة في حساب نسب التضخم، فهو يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية التي يعتمد عليها المستثمرون سواء محليون أو أجانب في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية في حين أن الأرقام المعلنة لا تعكس النسب الحقيقية على أرض الواقع. واتضح ذلك في دراستنا الحالية أنه لم يكن للتضخم منفرداً تأثير على أسعار الأسهم بالبورصة، وذلك بالمخالفة للأدبيات والنظريات الاقتصادية، والتي تفترض أن يكون لنسب التضخم المرتفعة تأثير مباشر على انخفاض قيمة العملة، وبالتالي ارتفاع قيمة الأصول مقابلها وهي الأسهم في حالة الدراسة الحالية، وهو ما لم يثبت بسبب الطرق القديمة المستخدمة لقياس نسب التضخم، والتي يجب تحديثها وتطويرها لتعكس النسب الحقيقية.

- ضروه إدراج مناهج تعليمية تخص أسواق المال ضمن مناهج التعليم بكافة مراحله بدءاً من التعليم الأساسي وحتى الجامعي، لزيادة الوعي والمعرفة العلمية الصحيحة بهذا المجال للاستثمار. وكذلك زيادة أعداد المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وبالتالي زيادة حجم التعاملات. حيث أشارت الدراسة الحالية إلى أن أقل من 1% من مجموع سكان مصر فقط لهم أكواد للتعامل بالبورصة ونسبة كبيرة منهم أيضاً غير نشطة على نحو لا يخدم تحقيق أهداف سوق المال والاقتصاد ككل.

- التوسع في إصدار شهادات إيداع دولية للأسهم المصرية في البورصات العالمية بما يسهم في التسويق العالمي للبورصة المصري، وتداول الأسهم المصرية بأسواق المال الدولية. ويزيد من جاذبيتها للاستثمار الأجنبي، والذي ثبت من خلال هذه الدراسة ضعف تأثيره في البورصة المصرية بسبب انخفاض أحجام هذه التعاملات، وبما يظهر معه عدم قدرة البورصة المصرية على جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي، والذي له

- دور هام جداً في قوة ونشاط البورصات المتقدمة على المستوى الدولي، والذي يسهم بشكل فعال في انتعاش أسواق مال واقتصاديات هذه الدول، وهو الهدف الذي نسعى للوصول إلى تحقيقه في سوق المال بمصر.
- ضرورة عقد اتفاقيات قيد مشترك للأسهم مع البورصات العربية، حيث يسهم ذلك بشكل فعال في زيادة حجم السوق، ويفي بمتطلبات السيولة فيها. كما يتيح للأسهم المصرية فرصة التواجد على مستوى أسواق المال الإقليمية، واجتذاب حجم أكبر من الأموال العربية التي تتجه بالدرجة الأولى إلى البورصات العالمية.
- قيام البنوك بتأسيس عدد أكبر من صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية، حيث لا يزال هذا العدد محدود جداً لا يتجاوز 130 صندوقاً استثمارياً، وهو عدد لا يتناسب مع حجم سوق المال المصري حيث أن وجود مثل هذه الصناديق، والتي تدار بواسطة مديري استثمار من ذوي الخبرة يسهم بشكل فعال في رفع كفاءة السوق وزيادة سيولته.
- تبني سياسة ملائمة للصراف الأجنبي، والتي تحقق الاستقرار النسبي في سعر الصرف وتجنبه التقلبات المفرطة، مما يساعد على خلق بيئة مؤاتية لزيادة تدفقات رأس المال وخفض تكاليف الإنتاج.
- من أجل الحد من التأثير بالأزمات المالية العالمية، يمكن الإشارة إلى بعض الإجراءات التي من الممكن أن تتخذها مصر أو الدول النامية والناشئة الأخرى، والتي من خلالها يمكن تحويل تعاملات الأجانب إلى استثمارات طويلة الأجل بدلاً من المضاربة، وذلك من خلال دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل الأسواق الناشئة لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات واستقرار السوق.
- ينبغي تبني استراتيجية من قبل هيئة الرقابة المالية والبورصة لتنشيط وتفعيل تداول السندات بمختلف أنواعها بالبورصة المصرية حيث أن نسب تداولها تكاد تكون صفر على الرغم من أهميتها لتمويل مختلف قطاعات الاقتصاد المختلفة بما يسهم في زيادة حجم النشاط الاقتصادي ككل، وبالتالي زيادة معدلات نمو الناتج القومي.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبراهيم، طرايش، أمين، بربري محمد (2019). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية. مجلة التكامل الاقتصادي، 7(2).
- أسماعيل، عبد الفتاح (2012). التضخم الاقتصادي. معهد الدراسات المصرفية، الكويت، 3 (5).
- التميمي، عباس فاضل (2021). تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في قيمة وحجم ومقدار التداول في السوق المالي. مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة أهل البيت، 10(38).
- الجنابي، محمد فوزي مهدي، عبد الحكيم، هشام طلعت (2021). تأثير مخاطر أسعار الصرف في عوائد ومخاطر الأسهم: دراسة تحليلية في عينة من أسهم الشركات في العراق ومليزيا. مجلة العلوم الاحصائية، 25(21)، (12).
- الحاج، خليفة (2021). جدلية العلاقة بين متغيرات السوق المالي والاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة قياسية على السوق المالي قطر خلال الفترة 2004-2019. مجلة الإدارة والاقتصاد، الجزائر، 1(15).
- السعدني، نرمين (2001). سياسات سعر الصرف في الدول النامية. مجلة السياسات الدولية، 100(44).
- الشافعي، محمد زكي (2003). مقدمة في النقود والبنوك. دار النهضة العربية.
- الصادق، علي توفيق وآخرون (2002). الاسواق المالية الدولية. دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان.
- الغريب، رنا جمال (2014). أثر تغيرات أسعار الصرف على الاسواق المالية في مصر، رسالة ماجستير و الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، الاسكندرية.
- الفكحال، رضا ابراهيم (2018). أثر التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف على التغير في أسعار الأسهم بالتطبيق على مؤشر البورصة المصرية EGX100 خلال الفترة من 2012-2017، رسالة ماجستير في الاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري.
- النجار، جميل (2022). قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي: دليل من فلسطين" مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، كلية التجارة، جامعة القدس المفتوحة، غزة، 1(36).
- النعيمي، شهاب الدين وآخرون (2007). قياس المخاطر الاستراتيجية باستخدام مؤشرات مالية ذات طبيعة إستراتيجية : دراسة تطبيقية في عينة من المصارف السودانية. مجلة الدراسات للعلوم الإدارية، (29).
- النعيمي، عدنان (2012). ادارة العملات الاجنبية. دار الميسرة للنشر والتوزيع، الاردن.
- الهنداوي، أشرف خالد (2016). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أداء بورصة عمان. رسالة ماجستير، كلية الأعمال، قسم التمويل، جامعة عمان العربية، الأردن.

- الهندي، منير إبراهيم (1996). الفكر الحديث في مجال الاستثمار . منشأة المعارف، الاسكندرية.
- الهندي، منير إبراهيم (1999). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. منشأة المعارف، الاسكندرية.
- بتال، أحمد حسين . ومطر، سراب عبد (2017). أثر التضخم على عوائد اسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية: تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة 2005-2015. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 2(25).
- بيطار، شادي (2021). استخدام نماذج الانحدار الذاتي للاختي NARDL لدراسة أثر التضخم في عوائد الأسهم : دراسة قياسية على شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة 2012-2019. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 4(43).
- حسونة، سمير (2007). الأقتصاد السياسي في النقد والبنوك. المؤسسة الجامعية، الطبعة الثانية، الاسكندرية.
- حفیظ، عبد الحمید (2020). تحليل اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق. مجلة جامعة البصرة، 10(20).
- خضر، زاهر (2012). تأثير سعر الصرف علي مؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني. رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.
- خليل، سامي (2003). النقود والبنوك. شركة كاظم للنشر والترجمة والتوزيع، الكويت.
- خليل، فاطمة صالح (2015). أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- زكرياء، خذير (2016). أثر التضخم على أداء السوق المالي- دراسة قياسية باستعمال بيانات " بانل " لدول مجلس التعاون الخليجي" خلال الفترة (1996-2015). مجلة معهد العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية التيسير، جامعة الجزائر، 1(25).
- ساحلي، سهام (2018). أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المستعمرة في بورصتي عمان والدار البيضاء للفترة 2000-2017. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد.
- سركسيان، تاتول (2010). العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- سطيف، زيات عادل (2016). تأثير خطر الصرف على قيمة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية: دراسة قياسية على عينة من الشركات في الدول الناشئة. مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة، الجزائر، 2(6).

- سيد، إسلام نميررامي (2020). أثر صافي تعاملات كل من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي علي أداء البورصة المصرية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*. جامعة عين شمس، 2(50).
- شامية، أحمد زهير (2000). *أقتصاديات النقود والمصارف*. جامعة حلب، سوريا.
- شاويش، وليد مصطفى (2011). *السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي*. المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية.
- عبد الجواد، راضي السيد (2020). تأثير سعر الصرف ومعدل التضخم علي أداء سوق الاسهم في مصر. *مجلة كلية السياسة والاقتصاد*. كلية التجارة، جامعة بني سويف، 8(9).
- عبد العال، عادل (2013). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية. *مجلة البحوث الاقتصادية العربية*. 63-64.
- عبد اللاوي، مفيد (2007). *محاضرات في الأقتصاد النقدي والسياسات النقدية*. مطبعة المزوار، الجزائر.
- عبد اللطيف، هناء عبد العزيز (2021). أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية. *المجلة العربية للعلوم والادارة*. المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 1(41).
- عبد المجيد، قدرى (2003). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكمية. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- عبدالرحمن، بنسانية (2021). أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة. *مجلة أضافات اقتصادية*، 2(5).
- عبدالستار، حيدر فاخر (2007). *التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي*. دار المريح، الرياض.
- عرموش، لارا (2014). تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم دراسة تطبيقية على أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية. *رسالة ماجستير*، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.
- فهيم، ياسر عباس (2016). قياس أثر المخاطر السياسية علي اداء الاسهم بالتطبيق علي البورصة المصرية" *رسالة دكتوراة*، كلية التجارة، قسم ادارة أعمال، جامعة عين شمس.
- قادري، لمياء (2017). أثر التضخم علي عوائد الأسهم: حالة بورصة عمان للفترة 2011-2015. *جامعة قصدي مرياح ورقلة*، الجزائر.
- كنعان، علي (2012). *النقود والصرافة والسياسة النقدية*. دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان.
- لطرش، الطاهر (2003). *تقنيات البنوك*. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- مالكي، محمد (2019). أثر التضخم علي عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2018. *مجلة مجاميع المعرفة*، الجزائر، 2(5).
- محمد، حاكم محسن (2019). أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف. *مجلة أهل البيت*، جامعة كربلاء، العراق، (1)، 170 - 185.

- محمد، طلحه (2020). قياس أثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، النمو الاقتصادي) بالجزائر للفترة 1970-2017. رسالة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد.
- محمد، أياد طاهر، أحمد، صلاح حسن (2013). الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه علي تداول الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق.
- مسجت، فايز حسن (2020). تحليل اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2017. مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، كتي الإدارة والاقتصاد، 14(56).
- مشهور، أكرم حداد (2008). النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري. دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الأردن.
- موسي، منصورى حاج، عبداللطيف، طيبي (2018). أثر عدم تماثل التضخم على عوائد مؤشر الأسهم باستخدام منهجية NARDL دراسة حالة سوق الأسهم السعودى. مجلة أفاق علمية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 2(10).
- ميدو، معتز بالله محمد (2016). أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية : دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير ، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- نوير، طارق (2007). تحرير الحساب الرأسمالي والبورصة المصرية. مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والطموحات، معهد التخطيط القومى بالقاهرة.
- هتات، سعيد (2006). دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم بالجزائر. رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Birkan, Ayse Ozden, & Kahraman K., Serpil Akdogu (2016). Interaction between Stock Prices and Exchange Rate in *Emerging Market Economies Research in World Economy*, 2016, (7), issue 1, 80-94.
- Chen, Haiyan (2015). The Interaction Between Interest Rates and Stock Returns A Comparison Between China And Us. *Master's Programme In Finance, Lund University, School Of Economics And Mangement*.
- Chirchir. Dan (2014). The Relationship Between Share Prices And Interest Rates: Evidence From Kenya. *Journal Of Finance And Investment Analysis*, (3)2.
- Michael Adusei (2014). The Inflation-Stock Market Returns Nexus: Evidence From The Ghana Stock Exchange" Full Length Research Paper, *Journal Of Economics And International Finance*, 6(2), 38-46
- Muthukumaran.T & Somasundaram.V.K (2014). An Analytical Study Of Interest Rate And Stock Returns In India. *Acme Intellects International Journal Of Research In Management, Social Sciences & Technology* Issn 2320-2939.
- Mc caracken, Michael should food be excluded from cove from CPI, federa reserve of ST, Louis, economic synopese, 2011, 1.1
- Mbulawa, Strike (2015). Stock Market Performance, Interest Rate and Exchange Rate Interactions in Zimbabwe: A Cointegration Approach. *International Journal of Economics, Finance and Management*.ISSN 2307-2466.

The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Returns *"An Empirical Study on the Egyptian Stock Exchange (EGX 100 Index) "*

Prof. Dr. Khaled Moustafa Kassem Prof. Dr. Abeer Mohamed Abd Elkhalek

Wael Mohamed Ali Barakat

Abstract

Our study aims at analyzing the relationship between the main macroeconomic variables “the inflation rate, the interest rate, the changes in exchange rate, and indirect foreign investment”, and the dependent variable represented by stock returns measured by "EGX100" index at the period from 2011 to 2022., the main stone corner of this study was based on answering the main question: What is the relationship between macroeconomic variables and stock returns in the Egyptian financial market? The importance of the study comes from trying to find out the relationship between a group of economic variables on stock returns in the Egyptian Stock Exchange which are represented by the movement of change in stock prices under the "EGX 100" index, Which is fixed price weight rate that is reflecting accurate prices changes among "100" companies related to all Egyptian sectors' performance.

This study is different from previous studies that were made based on "EGX 30 index" which is affected and changed by the weight value, and gives inaccurate results about price changes and movements on The Exchange Market as a result of the changes in the size of companies.

Our current study found an insignificant positive relationship between interest rate and value of stock price index on Egyptian Exchange Market "EGX100".

Finally, the study is indicated that there is a weak positive relationship between indirect foreign investments and the value of stock price index on Egyptian Exchange Market "EGX100". Also, the study showed that there was no significant effect of inflation and indirect foreign investment which is considered as an independent variable on the "EGX100" index, but when all the independent variables were combined together, they had significant effect, which led to accepting the main hypothesis of the study.

Keywords

Exchange Stock Market - Inflation - Interest rate - Exchange rate - Indirect foreign investment.

التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

قاسم، خالد مصطفى، عبد الخالق، عبير محمد، بركات، وائل محمد علي (2023). أثر متغيرات

الإقتصاد الكلي على عوائد الأسهم "دراسة تطبيقية على البورصة المصرية مؤشر EGX 100".

مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية الأعمال، جامعة الإسكندرية 60(6)، 329-360.