

## العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية

### وأسهمها الأساسية بالسوق المصري

د/هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

أستاذ مساعد قسم التمويل والاقتصاد/ كلية إدارة الأعمال جامعة طيبة

[helmoghany@taibahu.edu.sa](mailto:helmoghany@taibahu.edu.sa)

مدرس بقسم إدارة الأعمال/ كلية التجارة جامعة الإسكندرية

[hanaa.abdelazez@alexu.edu.eg](mailto:hanaa.abdelazez@alexu.edu.eg)

#### ملخص:

تهدف الدراسة الحالية للوصول إلى العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية (GDRs) المصرية المسجلة بالأسواق الدولية، وذلك مقارنة بالعوامل المؤثرة على عوائد أسهمها الأساسية بالسوق المحلي المصري. واستخدمت الدراسة في ذلك البيانات الخاصة بالعوائد الشهرية لشهادات الإيداع الدولية المصرية وأسهمها الأساسية بالسوق المصري خلال الفترة من يونيو ٢٠١١ وحتى ديسمبر ٢٠١٧. وهي فترة تعرضت فيها مصر لعدد من الأزمات المختلفة والتقلبات في سعر صرف العملة المصرية. وقد تم اختيار هذه الفترة لمعرفة مدى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية بتلك التغيرات المحلية مقارنة بأسهمها الأساسية. وقد اعتمدت الدراسة في تحليل هذه البيانات على نموذج العامل الواحد، ونموذج العوامل المتعددة. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود فروق جوهرية بين العوامل المؤثرة على عوائد GDRs المصرية والعوامل المؤثرة على عوائد أسهمها الأساسية. فأولا بالنسبة لعامل السوق الدولي، فقد كان تأثير هذا العامل على عوائد GDRs محدودا، كما قل هذا التأثير مع دخول العوامل الأخرى إلى نموذج التحليل. كما أظهر عامل السوق الدولي تأثيرا أكبر على عوائد الأسهم الأساسية من عوائد GDRs. وثانيا بالنسبة لعامل

السوق المحلي، فقد حقق هذا العامل تأثيرا إيجابيا جوهريا على عوائد **GDRs**، إلا أن تأثيره على عوائد الأسهم المحلية الأساسية كان أكبر من تأثيره على **GDRs**. وثالثا بالنسبة لعامل سعر الصرف، فقد أظهرت النتائج تأثيرا عكسيا لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري على عوائد **GDRs**، وهو ما يشير إلى أن الضعف في قيمة العملة المصرية يؤثر سلبا على عوائد **GDRs**. أما عوائد الأسهم الأساسية فلم تتأثر بشكل جوهري بسعر صرف العملة المصرية. ورابعا بالنسبة لعامل الأسهم الأساسية، فقد كان هذا العامل هو العامل الأكثر تأثيرا وحقق تأثيرا إيجابيا جوهريا على عوائد الشهادات الفردية، لكنه لم يحقق تأثيرا جوهريا على عوائد محفظة شهادات الإيداع. هذا وقد أظهرت نتائج الدراسة أيضا أن النموذج المتعدد العوامل الذي شمل على جميع العوامل السابقة، قد حقق قدرة أعلى على تفسير التغيرات في عوائد **GDRs** من نموذج العامل الواحد الذي شمل على عامل السوق المحلي أو الدولي فقط. وعلى العكس من ذلك فقد كان نموذج العامل الواحد الذي شمل على السوق المحلي هو الأفضل في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم الأساسية. وتأتي هذه النتائج لتوضح أن عوائد **GDRs** المصرية لا تتأثر بعامل واحد فقط كما هو الحال في الأسهم الأساسية، ولكن تتأثر بشكل جوهري بعدد من العوامل. هذه العوامل هي السوق المحلي وسعر صرف العملة المصرية والأسهم الأساسية، وهي جميعها عوامل محلية. وهو ما يشير إلى أن شهادات الإيداع المصرية المسجلة بالأسواق الدولية، يتم تداولها كأوراق أجنبية عن تلك الأسواق الدولية. وهو ما يجعل شهادات الإيداع الدولية المصرية تمثل فرصة للمستثمرين بالأسواق الدولية لتنويع محافظهم دوليا دون الحاجة للدخول المباشر للسوق المصري. كما أنها تمثل فرصة أيضا للشركات المصرية المحلية للحصول على رؤوس أموال أجنبية، دون الحاجة للوجود الفعلي في الأسواق العالمية.

**الكلمات المفتاحية:** شهادات الإيداع الدولية، شهادات الإيداع الأمريكية، شهادات الإيداع الدولية المصرية، نموذج العامل الواحد، نموذج العوامل المتعددة، السوق الدولي، السوق المحلي، سعر الصرف، الأسهم الأساسية، التنويع العالمي.

## **Factors affecting Egyptian global depository receipts and their underlying stocks returns in the Egyptian market**

### **Abstract:**

This study aims to reach the factors affecting the returns of Egyptian global depository receipts (GDRs), registered at international markets, compared to the underlying stocks in the local Egyptian market. The study is based on monthly returns of Egyptian GDRs and the underlying stock in the Egyptian market, during the period from June 2011 to December 2017 in which Egypt faced several crises and fluctuations in the Egyptian's currency exchange rate. This period was selected to see how the returns of GDRs were affected by these local changes compared to their underlying stocks. The study analyzed this data using a single factor model and multiple factors model. The results of the study showed that there were fundamental differences between the factors that affect the returns of Egyptian GDRs and the returns of the underlying stocks. First, for the international market factor, the effect of this factor was limited to the returns of GDRs and was reduced when other parameters were placed in the analysis model. Also, this international market factor showed greater impact on the underlying stocks than that of GDRs. Second, the local market factor had a significant positive impact on GDRs' returns, but its impact on underlying stocks was greater than its impact on GDRs. Third, the exchange rate of US dollar against Egyptian pound had a negative effect on GDRs returns, which means that

any weakness in the value of the Egyptian currency will have a negative effect on the returns of GDRs. The underlying stocks were not significantly affected by the exchange rate of the Egyptian currency. Fourth, the underlying stocks was the most influential factor and had a significant positive impact on the individual GDRs returns, but did not have a significant impact on GDRs portfolio returns. Also, the results showed that the multi-factor model, which includes all factors mentioned above, was more capable of explaining the changes of GDRs returns, compared to the one-factor model involving the domestic or international market factor. Conversely, the one-factor model that includes the Egyptian local market, was the best in explaining changes of the local underlying stocks returns. These results showed that the returns of Egyptian GDRs were mainly affected by several factors, rather than one factor, as in the case of local stocks. These factors are; local market, the Egyptian currency exchange rate and the underlying stocks. All These factors are essentially local, indicating that Egyptian GDRs registered on the international markets are traded as foreign securities in international markets. This makes Egyptian GDRs an opportunity for investors, in international markets, to diversify their portfolios internationally without directly entering the Egyptian market. Also, it gives an opportunity for Egyptian companies to obtain foreign capital without the need for actual presence in world markets.

**Key Words:** Global depository recites (GDRs), American depository recites (ADRs), Egyptian GDRs, Single factor model, Multiple factors model, International market, Local market, Exchange rate, Underlying stocks, international diversification.

### أولاً: مقدمة:

أدت العولمة وتحول أسواق رأس المال العالمية إلى أسواق دولية إلى حدوث نمو كبير في الاستثمارات الدولية. فقد أصبحت تلك الأسواق الدولية مصدراً أساسياً لرؤوس الأموال للشركات الأجنبية المختلفة. حيث تستطيع الشركات المسجلة بالأسواق المختلفة تسجيل أوراقها بتلك الأسواق الدولية، بالإضافة لتسجيل أسهمها الأساسية بسوقها المحلي، وذلك عن طريق إصدار ما يسمى بشهادات الإيداع الدولية. (Patro, 2000).

وقد كانت بداية العمل بشهادات الإيداع الدولية عام ١٩٢٧، عندما قام ( J.P. Morgan ) بإنشاء شهادات الإيداع كآلية للاستثمار في أسهم متجر " Selfridges Provincial Limited" في المملكة المتحدة، نتيجة وجود قيود تمنع المستثمرين الأمريكيين من الاستثمار مباشرة في أسواق الأسهم بالمملكة المتحدة. وللتغلب على هذه القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي، وللإسماح للمستثمرين الأمريكيين بالاستثمار بالأوراق المالية الأجنبية، قامت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) في عام ١٩٥٥ بوضع الشكل القانوني لشهادات الإيداع التي يتم تداولها بالأسواق الأمريكية (Yang, 2017).

وهناك نوعين من شهادات الإيداع التي يتم تداولها حالياً بالأسواق الدولية هما، شهادات الإيداع الدولية (Global Depository receipts) GDRs، وشهادات الإيداع الأمريكية (American Depository receipts) ADRs. ويتمثل الفرق بينهما في أن شهادات الإيداع الأمريكية ADRs يتم تداولها في الأسواق الأمريكية، أما شهادات الإيداع العالمية GDRs فيتم تداولها في أحد الأسواق الدولية الأخرى بخلاف الأسواق الأمريكية. ولإصدار شهادات إيداع أمريكية أو دولية تقوم إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية، مثل بنك أوف نيويورك (bank of New York) أو دويتش بنك (Deutsche Bank)، بإصدار هذه الشهادات بالدولار الأمريكي أو

أي من العملات الدولية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة. وتحفظ هذه البنوك في مقابل هذه الشهادات بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، حيث يتم الاتفاق مع شركة مصدرة محلية على إيداع الأوراق المالية الخاصة بالشركة المحلية لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار (في المعتاد يكون بنك محلي) (Abdel Aziz, 2014). ومن ثم فإن هذه الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية المحلية الأصلية في الأسواق الدولية بالعملة الأجنبية. ولأن مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المحلية الأساسية، حسب نسبة تحويل بينهما متفق عليها بالعملة الأجنبية، فإن له كافة حقوق مالك السهم المحلي من حيث التوزيعات أو بيع الأسهم.....إلخ.

وقد زادت أهمية شهادات الإيداع الدولية بنوعها منذ التسعينات وحتى الوقت الحالي بشكل كبير. فشهادات الإيداع الدولية أصبح لها دور وأهمية كبيرة لكل من المصدرين والمستثمرين. فهي من ناحية توفر للشركات المصدرة، خاصة الشركات بالأسواق الناشئة، مصدرا جديدا لتمويل استثماراتها، من مصادر دولية وبعملية أجنبية تختلف عن عملة سوق الشركة المحلي، وذلك دون الحاجة إلى الوجود الفعلي في الأسواق العالمية وما يصاحبه من عوائق الدخول المباشر لتلك الأسواق (Didia, 2015). ومن ناحية أخرى يستطيع المستثمرون بالأسواق الدولية تنويع محافظهم دوليا من خلال الاستثمار بتلك الشهادات الدولية دون اللجوء إلى الدخول مباشرة لتلك الأسواق، مع ما يصاحبها أيضا من مخاطر وعوائق الاستثمار المباشر بالأسواق الأجنبية (Sakr and El Halaby, 2015). وحتى يستطيع هؤلاء المستثمرين تنويع مخاطر محافظهم والوصول للغرض الأساسي من التنويع الدولي لمحافظهم، يحتاج هؤلاء المستثمرين إلى التعرف على طبيعة المخاطر والعوامل المؤثرة على عوائد تلك الشهادات سواء كانت عوامل دولية أو محلية.

ويعتبر السوق المصري من الأسواق الناشئة التي قامت بتسجيل أسهم شركاتها في الأسواق الدولية من خلال إصدار شهادات الإيداع الدولية والأمريكية. حيث تتيح عملية تسجيل هذه الشهادات في الأسواق الدولية الفرصة أمام الشركات المحلية زيادة رأس مالها بالعملة الأجنبية، خاصة في ظل وجود نقص في العملات الأجنبية داخل السوق المصري المحلي. ويوجد حتى الآن ١٧ شركة من الشركات المصرية لديها شهادات إيداع دولية وأمريكية يتم تداولها بالأسواق الدولية<sup>١</sup>. ولكي تؤدي شهادات الإيداع المصرية الدور المطلوب منها في جذب الاستثمارات والعملات الأجنبية للسوق المحلي، تحتاج هذه الشهادات إلى مزيد من البحث والدراسة للتعرف على طبيعتها وطبيعة العوامل المؤثرة عليها وعلى عوائدها.

#### ثانياً: مشكلة الدراسة:

تختلف عملية الاستثمار بشهادات الإيداع الدولية في خصائصها عن الاستثمار بالأسهم المسجلة بالأسواق المحلية. فهذه الشهادات يتم تسجيلها وتداولها في سوق دولي يختلف في طبيعته وعوامله عن طبيعة وعوامل السوق المحلي الذي يتحقق به عوائد هذه الشهادات (Fag and Loo,2002). فلتحقيق الاستقرار في سعر شهادات الإيداع الدولية يتم تقييمها بأحد العملات الأجنبية الدولية، كما يوجد نسبة تحويل ثابتة متفق عليها بين هذه الشهادات وأسهمها المحلية، حيث يمكن للمستثمر بتلك الشهادات أن يحول هذه الشهادات في أي وقت إلى الأسهم الأساسية المحلية بقيمة متفق عليها بالعملة الدولية. ومع وجود هذه النسبة الثابتة للتحويل بينهما، فإن ظهور أي فروق في الأسعار بين شهادة الإيداع بالسوق الدولي والسهم الأساسي بالسوق المحلي، سيجعل هناك فرصة للقيام بعمليات المراجحة (Arbitrage) بين هاتين الورقتين، بما يعمل على اختفاء الفرق بينهما (Ansotegui, Bassiouny and Tooma 2013). إلا أنه مع وجود فواصل وحواجز بين الأسواق المختلفة،

<sup>١</sup> - بورصة الأوراق المالية المصرية: <http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

فقد يكون للورقة الواحدة نفسها سعرين مختلفين إذا تم تسجيلها بسوقين مختلفين. فالفواصل بين الأسواق تعمل على حدوث اختلافات بين هذه الأسواق في عوامل الخطر المؤثرة على هذه الورقة والعوائد المتوقعة منها، كما أنها تعيق القيام بعمليات المراجعة التي يمكن أن تقلص الفرق بين السعرين ( **Jithendranathan, Nirmalanandan and Tandon, 2000**). وعلى ذلك فإن وجود شهادات الإيداع الدولية بسوق دولي يختلف عن السوق المحلي الذي توجد به أسهمها الأساسية، ومع تداولها بعملة دولية تختلف عن العملة المحلية للأسهم الأساسية، يجعلها تتأثر بعوامل خطر قد تختلف عن عوامل الخطر التي تتأثر بها الأسهم المحلية، كما أن عوائدها المتوقعة يمكن أن تختلف عن العوائد المتوقعة من الأسهم الأساسية. وهو ما يثير التساؤل حول طبيعة هذه العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية، ومدى اختلافها عن العوامل المؤثرة على الأسهم الأساسية بالسوق المحلي. ويعتبر الإجابة عن هذا التساؤل من الأهمية بمكان بالنسبة لشهادات الإيداع المصرية، التي تتبع السوق المصري الناشئ، خاصة في ظل فترة تعرضت فيها مصر منذ يناير ٢٠١١ لعدد الأزمات والتغيرات، والتي أدت إلى حدوث تقلبات كبيرة في السوق المصري والأسهم المحلية وسعر صرف العملة المصرية. وهو ما يثير التساؤل حول هل تأثرت عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بتلك العوامل المحلية، أم أنها تأثرت بالعوامل الدولية، أم بكلاهما، وما مدى اختلاف ذلك عن العوامل المؤثرة على أسهمها الأساسية؟ ولمعرفة ذلك ستمثل مشكلة الدراسة الحالية في الإجابة عن السؤال التالي:

"ما هي العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع المصرية الدولية، وعوائد أسهمها الأساسية بالسوق المصري؟"



### ثالثا: أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة الحالية فيما يلي:

- ١- تحديد مدى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بالتغيرات في السوق الدولي.
- ٢- تحديد مدى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بالتغيرات في السوق المصري.
- ٣- تحديد مدى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بالتغيرات في سعر صرف العملة المصرية.
- ٤- المقارنة بين العوامل المؤثرة على عوائد كلا من شهادات الإيداع الدولية المصرية وأسهمها الأساسية بالسوق المصري.
- ٥- تحديد مدى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بالتغيرات في عوائد أسهمها الأساسية المصرية.

### رابعا: أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة الحالية إلى الإسهامات التي من الممكن أن تقدمها على المستوى الأكاديمي والعملي. فأما على المستوى الأكاديمي، فالدراسات التي اهتمت بدراسة شهادات الإيداع الدولية المصرية تعتبر قليلة نسبيا، وركزت في معظمها على دراسة فرص المراجعة بين شهادات الإيداع والأسهم المحلية، كما لم تصل الباحثة لأي دراسات سابقة تبحث في ماهية العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية. ولتغطية هذه الفجوة تسعى الدراسة الحالية بالإضافة للأدبيات البحثية من خلال تقديم معلومات حول ماهية العوامل الأساسية المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، سواء كانت عوامل دولية أو محلية. كما تعتبر الدراسة الحالية أيضا إضافة للأدبيات البحثية، لما ستقدمه من معلومات عن شهادات الإيداع الدولية المصرية خلال الفترة من ٢٠١١ وحتى ٢٠١٧، وهي فترة تختلف في

طبيعتها عن طبيعة الفترات التي غطتها الدراسات السابقة لشهادات الإيداع بالدول المختلفة. فبداية من أحداث يناير ٢٠١١، تعرضت مصر لعدد من التغيرات والأزمات السياسية والاقتصادية، التي نتج عنها تقلبات كبيرة بأسعار الأسهم، وحدث نقص حاد في السيولة النقدية من العملات الأجنبية بالسوق المصري، وحدث انخفاضات وتقلبات كبيرة في قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية. وقد أدى هذا في النهاية إلى قيام الحكومة المصرية بتحرير سعر صرف الجنيه المصري في نوفمبر ٢٠١٦، مما أدى إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري بأكثر من ١٠٠% من قيمته في مقابل الدولار الأمريكي<sup>١</sup>. وتأتي أهمية الدراسة الحالية لتقديم هذه المعلومات حول طبيعة العوامل التي أثرت على عوائد شهادات الإيداع الدولية خلال هذه التغيرات والأزمات مقارنة بالعوامل التي أثرت على أسهمها الأساسية. أما بالنسبة للأهمية على المستوى العملي، فيعتبر معرفة ماهية العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع من الأهمية بمكان لما تقدمه من معلومات مهمة سواء بالنسبة للمستثمرين الحاليين أو المحتملين للاستثمار بتلك الشهادات، أو بالنسبة للشركات المصرية التي تسعى لجذب رؤوس أموال أجنبية من خلال إصدار هذه الشهادات الدولية. فالتعرف على طبيعة هذه العوامل يوضح لهذه الأطراف طبيعة المخاطر التي تتعرض لها شهادات الإيداع الدولية المصرية والعوامل المؤثرة على عوائدها المتوقعة، وذلك مقارنة بأسهمها الأساسية بالسوق المصري.

#### خامسا: الإطار النظري والدراسات السابقة:

تمتلك شهادات الإيداع الدولية كما وضحنا مميزات خاصة تجعلها تختلف عن الأسهم المحلية الأساسية، فهي أوراق مالية تمثل أسهم شركات محلية مسجلة بالأسواق الدولية أو الأمريكية، ويتم التعامل بها بالدولار الأمريكي أو بالعملات الدولية، كما

<sup>٢</sup> - البنك المركزي المصري: <http://www.cbe.org/en/Pages/default.aspx>

يمكن في أي وقت استبدالها بالأسهم المحلية الأساسية طبقاً لمعامل تحويل ثابت بينهما. وفي حين تتحقق التدفقات النقدية الخاصة بتلك الشهادات داخل السوق المحلي، يتم منح هذه التدفقات للمستثمرين بالدولار أو بالعملة الدولية بالسوق الدولي (Cheung, 2014). وبحسب هذه الاختلافات بين شهادات الإيداع الدولية والأسهم المحلية الأساسية، سواء من حيث السوق الذي تتواجد به أو العملة التي يتم التعامل بها أو بإمكانية التحويل الثابت إلى الأسهم وليس العكس، فقد تساءل الباحثون في دراستهم السابقة حول العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية، ومدى اختلاف هذه العوامل عن العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم المحلية الأساسية. وقد توصلت هذه الدراسات إلى أن عوائد شهادات الإيداع الدولية تتأثر بعدد من العوامل، وليس بعامل واحد فقط، هذه العوامل يمكن توضيحها فيما يلي:

#### ١- عامل السوق العالمي:

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) **Capital Asset Pricing Model** الذي وضعه شارب (Sharpe, 1964)، على أن عائد الورقة المالية يتحدد من خلال عامل واحد فقط يتمثل في الخطر السوقي المنتظم (**Systematic Market Risk**). وقد أثار تسجيل بعض الأوراق المالية المحلية التابعة لدول أجنبية بالأسواق الدولية تساؤل الباحثين حول ماهية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولي (**ICAPM International Capital Asset Pricing Model**) الذي يجب الاعتماد عليه في هذه الحالة، وما هو السوق الذي سيمثل العامل الأساسي في تحديد عوائد هذه الأوراق الدولية؟ هل سيكون هو السوق الدولي الذي يتم التسجيل والتداول به، أم السوق المحلي الذي أنشئت به هذه الأوراق بالبلد الأم؟ فقد ذهبت بعض الدراسات (Errunza and Losq, 1985)، (Eun and Janakiraman, 1986)، (Eun, Claessens and Jun, 1995)، إلى أن القيمة المتوقعة للعوائد من الأوراق المالية التي يتم تسجيلها وتحديد أسعارها

بالسوق العالمي، تتحدد طبقاً لعوائد محفظة السوق العالمي كمحفظة استثمارية لتلك الشهادات، وذلك على اعتبار أن السوق الدولي هو المكان الوحيد الذي يتم من خلاله التعامل على هذه الأوراق. إلا أن ( **Arouri, Nguyen and Pukthuanthong, 2012** ) قد أشاروا إلى أن هذه الدراسات قد استندت في نتائجها على افتراض أساسي، وهو وجود تكامل كامل بين جميع الأسواق، وأن التغيرات في الأسواق الدولية تعكس جميع التغيرات سواء الدولية أو المحلية. إلا أن وجود القيود الحالية على التعاملات والتحركات بين الأسواق، يجعل افتراض وجود تكامل كامل بين هذه الأسواق هو افتراض غير واقعي. ونتيجة لذلك فقد وضحت دراسة ( **Arouri et al, 2012** ) أنه مع وجود الحواجز بين الأسواق، سيكون من غير الكفاءة اعتبار أن عامل محفظة السوق العالمي هو المحدد الأساسي لعائد الأوراق المالية المحلية المسجلة بالأسواق الدولية. وأنه يجب إعادة النظر في هذا النموذج التقليدي لتسعير الأصول الرأسمالية الدولي، ليكون نموذج متعدد العوامل يشمل عاملاً آخر يعكس المخاطر المحلية المؤثرة على عوائد هذه الأوراق، والتي لا يمكن التخلص منها بالتنوع. وهو ما أشار إليه ( **Patro, 2000** ) من أنه من غير المناسب اعتبار عوائد محفظة السوق العالمية هي العامل الوحيد المؤثر على عوائد شهادات الإيداع، خاصة وأنها أوراق تابعة لأسواق أخرى محلية ويمكن أن تتأثر أيضاً بعواملها. كما أنه من الصعب تحديد ماهية محفظة السوق العالمية التي يمكن الاعتماد عليها كمحفظة استثمارية، خاصة وأن السوق العالمي المسجل به هذه الشهادات قد يكون له أكثر من مؤشر استرشادي. وفي حين أن أسس اختيار المؤشر المحلي ستكون واضحة، فإن أسس اختيار المؤشر العالمي المناسب للشهادات لن تكون واضحة. كما أشار ( **Patro, 2000** ) من خلال دراسة طبيعة المخاطر التي تؤثر على عوائد عينة من شهادات الإيداع الأمريكية التابعة لعدة دول مختلفة في الفترة من سنة ١٩٩٢ وحتى ١٩٩٧، إلى أنه على الرغم من ظهور تأثير

جوهري للتغيرات في عوائد محفظة السوق العالمية على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية، إلا أن عامل خطر السوق المحلي كان هو العامل الأقوى المؤثر على عوائد هذه الشهادات. كما أشار الباحث إلى أن استخدام نموذج متعدد العوامل، يشمل على كل من عوائد السوق الدولي والسوق المحلي كعوامل خطر، أدى إلى نتائج أفضل من استخدام نموذج عامل واحد يمثل الخطر السوقي الواحد سواء الدولي أو المحلي.

## ٢ - عامل السوق المحلي:

وضح (Fag and Loo,2002) أنه نتيجة لوجود فواصل وحواجز بين السوق الدولي والمحلي، وعدم وجود تكامل بينهما، فإن التغيرات الحادثة بالأسواق الدولية لن تعكس جميع المعلومات الخاصة بالأسواق المحلية. ولذلك فإن عوائد شهادات الإيداع الدولية ستتأثر بالتغيرات الحادثة بسوقها المحلي الذي جاءت منه والذي تأتي منه تدفقاتها، خاصة وأن هذه المعلومات لن تنعكس بالسوق الدولي نتيجة هذه الحواجز. وقد وضعنا سابقا أنه على الرغم من وجود عامل تحويل ثابت بين السهم الأساسي بالسوق المحلي والشهادة التابعة له بالسوق الدولي، إلا أنه من الممكن أن يكون هناك سعرين مختلفين لهاتين الورقتين مع اختفاء عمليات المراجعة بين الورقتين نتيجة وجود الحواجز بين السوقين، وتأثر شهادات الإيداع بالعوامل الخاصة بكل السوقين (Jithendranathan et al, 2000). وقد أكدت العديد من الدراسات السابقة على أن التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية لا ترتبط فقط بالتغيرات بالسوق الدولي، ولكنها ترتبط أيضا وبشكل أساسي بالتغيرات في السوق المحلي. وهو ما أكده (Patro, 2000) من أن عوائد هذه الشهادات تتأثر بشكل كبير بمخاطر السوق المحلي مع تأثرها بمخاطر السوق العالمي. وأن عامل السوق المحلي هو العامل الأهم والأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية من عامل السوق الدولي. وقد حاول (Patro, 2000) تفسير وجود هذا

التأثير الأقوى للسوق المحلي، بأن الشركات المحلية التي تقوم بالتسجيل العالمي لأوراقها، هي في الغالب شركات محلية كبيرة تدخل أسهمها ضمن تكوين المؤشر المحلي ذاته، وقد تمثل جزء كبير من تكوينه. مما يجعل التغير في عوائد هذه الشهادات يرتبط بالتغير في عوائد المؤشرات المحلية. كذلك أكد ( Choi and Kim, 2000 ) من خلال دراسة العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الأمريكية التابعة لعدد من الدول المختلفة في الفترة من ١٩٩٠ إلى ١٩٩٦، على أن العوامل المحلية (عوامل السوق أو الصناعة) هي الأفضل في تفسير عوائد شهادات الإيداع من العوامل الدولية، خاصة الشهادات التابعة للأسواق الناشئة. أما دراسة (Fag and Loo, 2002)، فقد قامت بدراسة عينة من شهادات الإيداع الأمريكية من سنة ١٩٩٥ وحتى ١٩٩٩، واستخدمت نموذج تسعير متعدد العوامل يتضمن مؤشر السوق الأمريكي ومؤشر السوق المحلي وسعر صرف العملية المحلية. ووجدت الدراسة أنه على الرغم من أن هذه الشهادات يتم التعامل بها بالسوق الأمريكي؛ إلا أن عوائد هذه الشهادات كانت أكثر تأثراً بقيمة مقبولة إحصائياً بالعوامل الخاصة بالسوق المحلي وليس بالسوق الأمريكي. كما تأثرت هذه العوائد أيضاً بقيمة مقبولة إحصائياً بسعر صرف العملة المحلية. وقد استخلص الباحث من ذلك أن شهادات الإيداع الأمريكية (ADR) تتحرك على أنها أوراق مالية اجنبية داخل السوق الأمريكية، وهي بذلك تعتبر أداة جيدة لتنويع المخاطر تنوعاً دولياً بالنسبة للمستثمر الأمريكي. وهو ما أكدته (Alaganar and Bhar, 2001) من خلال دراسة شهادات الإيداع الأسترالية المتداولة في الولايات المتحدة، والتي وجدت أن الارتباط بين عوائد الشهادات وعوائد الأسهم الأمريكية منخفض، مما يعطي فرصة لاستخدام هذه الشهادات في التنويع. كما قامت أيضاً دراسة ( Bin, Morris, and Chen, 2003 )، بدراسة عددا من عناصر الخطر المؤثرة على شهادات الإيداع، باستخدام عينة من الشهادات المسجلة ببورصة نيويورك والبورصة

الأمريكية وناسداك، في الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٠. وقد أكدت الدراسة على تأثير عوائد هذه المحافظ بالتحركات في سوق الأسهم المحلية مع تأثيرها كذلك بالتحركات بسوق الأسهم الأمريكية والتحركات في سعر صرف العملة المحلية. وهو ما أكدته أيضا دراسة (Cheung, 2014) من تأثير عوائد شهادات الإيداع الأمريكية بعوائد السوق المحلية والسوق الأمريكية، وذلك باستخدام شهادات إيداع أمريكية تابعة لعدة دول مختلفة في الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩. أما (Lee, Chang, and Chen, 2014) فقد تساءلوا عما إذا كانت شهادات الإيداع الأمريكية ترتبط بشكل أكبر بعوائد مؤشرات الصناعة في البلد الأم أم بالسوق الأمريكي. ووجدت الدراسة أن عائد ADRs يرتبط بشكل أكبر بعوائد الصناعة في البلد الأم من عوائد الصناعة بأمريكا. وهو ما أكدته أيضا (Hao, 2013) من أن العامل المحلي هو العامل الأكثر تأثيرا على عوائد ADRs. أما دراسة (Kutan, and Zhou, 2006) فقد تساءلت عن ماهية محددات عائد شهادات الإيداع الصينية المدرجة في بورصة نيويورك، في الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠٠٤. ووجدت الدراسة أن سوق هونغ كونغ (وهو السوق الأساسي للشهادات)، والسوق الأمريكي (السوق المضيفة)، والسوق المحلي (سوق شنغهاي)، هم المحددات الأساسية لعائدات ADRs الصيني، إلا أن سوق هونغ كونغ الأساسي كان له التأثير الأكبر على متوسط عائدات ADRs. أما دراسة (Jithendranathan et al, 2000) فقد قارنت بين محددات عوائد GDRs الهندية والأسهم الأساسية الهندية، خلال الفترة من ١٩٩٢ إلى ١٩٩٨. وقد وجدت الدراسة أنه في حين تأثرت عوائد الأسهم المحلية الأساسية بعامل السوق المحلي فقط، تأثرت عوائد شهادات الإيداع الدولية بعامل السوق المحلي وعامل السوق الدولي باستخدام عدد من المؤشرات الدولية.

وتأتي نتائج هذه الدراسات السابقة لتوضح أنه على الرغم من أن شهادات الإيداع الدولية يتم تسجيلها بالسوق الدولي، إلا أنها تتأثر بشكل أكبر بالتغيرات بالسوق المحلي من التغيرات بالسوق الدولي.

### ٣- عامل سعر الصرف:

على الرغم من أن شهادات الإيداع الدولية تنبع بالعملة الدولية، كما أن تدفقاتها يتم الحصول عليها بهذه العملات الدولية، إلا أن قيمة أصول الشركات التي تمثلها هذه الشهادات هي بالعملة المحلية، كما أن التدفقات النقدية التشغيلية لهذه الشركات هي تدفقات بالعملة المحلية. وبالتالي فإن قيمة هذه الأصول وهذه التدفقات النقدية المحلية ستتأثر بقوة أو ضعف قيمة العملة المحلية في مقابل العملات الدولية، وهو ما يؤثر في النهاية على التدفقات النقدية المتوقعة والعوائد المتوقعة من تلك الشهادات بالأسواق الدولية (Fag and Loo, 2002). وقد أكدت العديد من الدراسات السابقة على أن التغير في سعر صرف العملة المحلية، يعتبر من العوامل الهامة والمؤثرة على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية. فقد أكد (Liang and Mougoue, 1996) على أن الشهادات الدولية تختلف عن الأسهم الأساسية بالسوق المحلي في عملة التداول وفي سوق التداول، ولذلك فهي أكثر عرضة لمخاطر التغير في سعر الصرف. وهو ما يجعل عوائد شهادات الإيداع الدولية شديدة الحساسية للتقلبات في معدلات سعر الصرف. وهو ما أكدته كذلك دراسة (Bhatnagar, and Khan, 2015)، التي قامت بدراسة أثر سعر التغير في سعر الصرف الأجنبي على عوائد شهادات الإيداع الدولية والأمريكية الهندية، في الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٣. ووجدت الدراسة أن التغير في سعر الصرف الأجنبي يؤثر تأثيراً جوهرياً على عوائد شهادات الإيداع الدولية. كما وجد (Jiang, 1998) من خلال دراسة شهادات إيداع أمريكية تابعة لدول مختلفة خلال الفترة من ١٩٨٠ إلى ١٩٩٤، أن عوائد ADRs لا تتأثر فقط بالتغيرات في مؤشر السوق الأمريكي



المسجلة به أو بالتغيرات في مؤشر السوق المحلي، ولكن تتأثر أيضا بالتغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية. كذلك أكدت دراسة ( Kim, Szakmary and Mathur, 2000) على أن سعر صرف العملة المحلية له تأثير جوهري على عوائد ADRs. وأثبتت الدراسة حدوث تأثير عكسي للزيادة في قوة سعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل العملة المحلية على عوائد شهادات الإيداع الأمريكية. كما وجدت دراسة (Fag and Loo,2002)، ودراسة (Bin et al, 2003)، أن عوائد ADRs تتأثر بالتحركات في سعر صرف العملة المحلية بالإضافة إلى تأثرها بالتحركات في عوائد سوق الأسهم الأمريكية وسوق الأسهم المحلية. وهو ما أكدته (Hao, 2013) من خلال دراسة شهادات الإيداع الأمريكية التابعة لعدة دول من منطقة اليورو في الفترة من ٢٠٠٨ حتى ٢٠١٢، التي كان خلالها فترة الأزمة العالمية. ووجدت الدراسة أن سعر الصرف كان له تأثيرا جوهريا على عوائد ADRs. وقد قارن (Choi and Kim, 2000) بين محددات عوائد ADRs التابعة لعدد من الدول المختلفة، ومحددات عوائد الأسهم المحلية الأساسية في الفترة من ١٩٩٠ إلى ١٩٩٦. ووجدت الدراسة تأثير عكسي لقوة سعر الدولار مقابل العملة المحلية على عوائد ADRs. كما وجدت أن العوامل المحلية الخاصة بالسوق والصناعة كانت هي الأفضل في تفسير عوائد ADRs من العوامل الدولية، إلا أن أثر هذه العوامل المحلية على الأسهم الأساسية كان أعلى من تأثيرها على ADRs خلال بعض الفترات.

وتأتي نتائج هذه الدراسات لتوضح أن عوائد شهادات الإيداع تتأثر بالتغيرات في سعر العملة المحلية، مع تأثرها بالسوق الدولي والمحلي. وقد أكدت دراسات ( Kim et al, 2000)، (Fag and Loo,2002)، (Bin et al, 2003) على نتيجة هامة وهو أن استخدام نموذج متعدد العوامل يشمل على السوق الدولي والمحلي

وسعر الصرف، قد أعطى نتائج أفضل من استخدام نموذج عامل واحد يشمل على السوق الدولي أو المحلي.

#### ٤ - عامل الأسهم الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع الدولية:

وضحنا سابقاً أن شهادات الإيداع الدولية هي أوراق تابعة لشركات محلية لها أسهم محلية مقابلة لهذه الشهادات بالسوق المحلي، وبينهما نسبة تحويل ثابتة. كذلك فإن التدفقات النقدية الخاصة بهذه الشهادات الدولية والأسهم الأساسية، هي تدفقات تتحقق من خلال نفس الشركة المحلية. ولذلك فإن حدوث أي تغيرات في المخاطر والعوامل الخاصة بهذه الشركات، سيؤثر على أسهمها المحلية وعلى الشهادات الدولية التابعة لها في نفس الوقت، مما يعمل على وجود علاقات قوية بينهما (Choi and Kim, 2000). وقد قامت دراسة (Kim et al, 2000) باستخدام عينة من الشهادات التابعة لعدة دول مختلفة في الفترة ما بين ١٩٩١ و١٩٩٨، وباستخدام نموذج من ثلاث عوامل هم عوائد الأسهم المحلية الأساسية وعوائد السوق الأمريكي وسعر صرف العملة المحلية. ووجدت الدراسة أن عامل التغير في عوائد الأسهم الأساسية كان هو العامل الأكثر أهمية في التأثير على التغير في عوائد شهادات الإيداع، بالإضافة لوجود تأثير جوهري لعامل السوق الأمريكي وسعر صرف العملة المحلية على هذه العوائد. كذلك قام (Ely and Salehizadeh, 2001) بدراسة العلاقة بين ADRs والأسهم الأساسية بالسوق المحلية في ثلاث دول هي إنجلترا وألمانيا واليابان، في الفترة ما بين ١٩٩٦ و١٩٩٩. ووجدت الدراسة أن هناك علاقة قوية بين شهادات الإيداع وأسهمها الأساسية بالبلد الأم، وأن هذه الشهادات تصلح كبديل لتلك الأسهم لتنويع المحافظ دولياً دون الدخول المباشر لتلك الأسواق. كما وجدت دراسة (Kadapakkam, 2003) أن عوائد GDRs الهندية المسجلة بسوق لندن شديدة الحساسية لأي تغيرات في عوائد الأسهم الهندية الأساسية، وذلك في الفترة من ١٩٩٢ إلى ١٩٩٧. وأن هذه الحساسية تزيد مع زيادة

سيولة هذه الشهادات. أما (Aquino and Poshakwale, 2006) فقد قاما بدراسة بيانات ADRs التابعة لعدة دول مختلفة في الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٠. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج مكون من أربعة عوامل هم عوائد الأسهم الأساسية، سعر صرف العملة المحلية، السوق الأمريكي، والسوق المحلي. وقد وجدت الدراسة أن عامل التغيرات في عوائد الأسهم الأساسية هو العامل الأكثر تأثيراً على أسعار ADRs، ثم يلي ذلك في الأهمية تأثير سعر صرف العملة المحلية، ثم عوائد السوق الدولي ثم السوق المحلي. حيث كان تأثير عامل الأسهم المحلية أكبر من تأثير جميع العوامل الأخرى بما في ذلك السوق المحلي. كذلك قام (Esqueda and Jackson, 2012) بدراسة العوامل المؤثرة على أسعار ADRs التابعة لدول أمريكا اللاتينية، في الفترة من ١٩٩٤ وحتى ٢٠٠٩، والتي تضمنت فترة أزمة العملة التي تعرضت لها دول أمريكا اللاتينية، البلاد الأم لهذه الشهادات. وقد وجدت الدراسة أن أسعار الشهادات تتحدد بشكل أساسي من خلال الأسهم الأساسية، ثم يأتي بعد ذلك في الأهمية سعر صرف العملات المحلية، ثم أخيراً مؤشر السوق الأمريكي المضيف للشهادات. أما (Patel, 2015) فقد قام بدراسة علاقة الارتباط بين عوائد شهادات الإيداع الهندية بالسوق الأمريكي وعوائد الأسهم الأساسية في سوق الأسهم الهندية، من تاريخ إصدار ADRs إلى ٢٠١٣. ووجدت الدراسة أن هناك تأثير إيجابي متبادل بين كلا من الأسهم الأساسية و ADRs. كما أن التغيرات في عوائد الأسهم الهندية الأساسية فسرت حوالي نصف التباينات الحادثة في عوائد ADRs.

وتأتي نتائج هذه الدراسات السابقة لتوضح أن عوائد شهادات الإيداع تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في عوائد الأسهم المحلية الأساسية. حيث وجدت هذه الدراسات أن عامل الأسهم الأساسية هو العامل الأكثر تأثيراً على عوائد شهادات الإيداع، مقارنة بجميع العوامل الأخرى حتى عامل السوق المحلي.

هذا ويشكل عام ومما سبق عرضه في الجزء السابق الخاص بالإطار النظري والدراسات السابقة التي تمت على عدد من شهادات الإيداع الدولية والأمريكية المختلفة، يمكن استخلاص بعض النتائج الأساسية كما يلي:

١- أن عوائد شهادات الإيداع الدولية تتأثر بالتغيرات بالسوق الدولي، باعتباره السوق الذي يتم التداول به.

٢- أن عوائد شهادات الإيداع الدولية تتأثر بالتغيرات بالسوق المحلي باعتباره السوق الأساسي للشركات المصدرة لهذه الأوراق وتتحقق منه تدفقاتها. وأن تأثرها بالسوق المحلي كان أكبر من تأثرها بالسوق الدولي.

٣- أن عوائد شهادات الإيداع الدولية تتأثر بالتغيرات في سعر صرف العملة المحلية، باعتبار أن التدفقات النقدية المتوقعة من الشهادات تتحقق بالسوق المحلي بالعملة المحلية.

٤- أن استخدام نموذج متعدد العوامل يشمل على العوامل المحلية والعالمية، قد حقق نتائج أفضل من نموذج عامل واحد. وأن النموذج الأنسب لدراسة عائد شهادات الإيداع الدولية هو النموذج المتعدد العوامل.

٥- أن هناك اختلاف بين شهادات الإيداع الدولية وأسهمها المحلية في طبيعة العوامل المؤثرة على عوائد كل منهما. ففي حين تتأثر الأسهم المحلية بشكل أساسي بعامل السوق المحلي، تتأثر شهادات الإيداع الدولية بعدد من العوامل الدولية والمحلية وسعر الصرف.

٦- أن عوائد شهادات الإيداع الدولية تتأثر بالتغيرات في عوائد أسهمها الأساسية بالسوق المحلي، باعتبار أنها أوراق تابعة لنفس الشركات المحلية، وبينهما نسبة تحويل ثابتة. وأن تأثر عوائد الأسهم المحلية كان هو العامل الأكثر تأثيراً على عوائد شهادات الإيداع حتى مع وجود عامل السوق المحلي في نموذج التحليل.

أما بالنسبة لشهادات الإيداع الدولية المصرية، فنظرا لعدم وصول الباحثة إلى دراسات سابقة تحدد ماهية العوامل المؤثرة على شهادات الإيداع المصرية، فستقوم الدراسة الحالية من خلال الأجزاء التالية بمحاولة تغطية هذه الفجوة، للوصول إلى أهم العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع المصرية، مقارنة بالعوامل المؤثرة على الأسهم الأساسية بالسوق المصري.

### سادسا: فروض الدراسة:

للإجابة على سؤال الدراسة ولتحقيق أهدافها، وبناءً على ما أظهره الجزء الخاص بالإطار النظري والدراسات السابقة من أن هناك اختلاف بين شهادات الإيداع الدولية وأسمها الأساسية حول طبيعة العوامل المؤثرة على عوائد كلا منهما، وتأثر عوائد شهادات الإيداع الدولية بعدد من العوامل المحلية والدولية، ستقوم الدراسة الحالية بقياس الفروض التالية:

**الفرض الأول:** تتأثر عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بشكل جوهري بالتغيرات في عوائد السوق الدولي.

**الفرض الثاني:** تتأثر عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بشكل جوهري بالتغيرات في عوائد السوق المحلي.

**الفرض الثالث:** تتأثر عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بشكل جوهري بالتغيرات في معدل سعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري.

**الفرض الرابع:** تختلف العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية عن العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم المحلية المصرية الأساسية.

**الفرض الخامس:** تتأثر عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بشكل جوهري بالتغيرات في عوائد الأسهم المحلية الأساسية.

### سابعاً: بيانات وعينة الدراسة:

تتضمن بيانات الدراسة الأسعار الشهرية لعينة من شهادات الإيداع الدولية المصرية، والأسهم الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع عينة الدراسة. كما تتضمن بيانات الدراسة القيم الشهرية لمؤشرات الأسواق العالمية المسجل بها شهادات الإيداع المصرية، والقيم الشهرية لمؤشر السوق المحلي المصري، والقيم الشهرية لسعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري خلال فترة الدراسة. أما بالنسبة للفترة التي ستغطيها الدراسة فهي من يونيو ٢٠١١ حتى ديسمبر ٢٠١٧ (وقد تم بداية فترة الدراسة من يونيو ٢٠١١ وذلك نظراً للإغلاقات المتتالية التي حدثت بالبورصة المصرية مع بداية أحداث يناير ٢٠١١). وقد تم اختيار هذه الفترة للوصول لأهم العوامل المؤثرة على شهادات الإيداع الدولية المصرية، وذلك خلال فترة تعرضت فيها مصر لعدد من التقلبات السياسية والاقتصادية، والتي صاحبها العديد من التقلبات في أسعار الأسهم المصرية وأسعار صرف العملة المصرية. أما بالنسبة لمجتمع الدراسة فهو يتمثل في الأسعار الشهرية لجميع شهادات الإيداع المصرية المسجلة بالأسواق الدولية **GDRs** والأسواق الأمريكية **ADRs** والأسهم الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع خلال فترة الدراسة. ويبلغ العدد الحالي لشهادات الإيداع الدولية المصرية ١٧ شهادة مسجلة بالأسواق الدولية والأمريكية<sup>٣</sup>. وسيتم اختيار عينة الدراسة من هذه الشهادات التي تمثل مجتمع الدراسة طبقاً للشروط التالية:

- ١- وجود تعاملات على هذه الشهادات وتحركات في أسعارها خلال فترة الدراسة.
- ٢- ألا يقل عدد مفردات السلسلة الزمنية للعوائد الشهرية لكل شهادة عن ٣٠ مفردة.

<sup>٣</sup> - موقع بورصة الأوراق المالية المصرية

<http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

٣- أن يكون تاريخ بداية السلسلة الزمنية للأسعار مع تاريخ بداية الدراسة، أو مع تاريخ بداية الإصدار (إن كان الإصدار تم بعد يونيو ٢٠١١)، أو مع بداية نشر أسعار هذه الشهادات على مواقع الأسواق الدولية، بحيث تنتهي السلسلة الزمنية مع نهاية فترة الدراسة.

وقد تحققت هذه الشروط في تسع شهادات تم توضيحها من خلال جدول (١). أما بقية الشهادات فهي إما شهادات تم إصدارها حديثاً خلال السنتين الماضيتين، أو شهادات ظلت أسعارها ثابتة لعدم حدوث تعاملات عليها خلال فترة الدراسة. هذا ويوضح جدول (١) شهادات الإيداع عينة الدراسة والشركات المصدرة لها، وتاريخ بداية الإصدار، ورمز الشهادة الدولي، والسوق المسجل به الشهادة (سوق لندن أو سوق ناسداك غير المنظم OTC)، وكذلك معامل التحويل الثابت بين الشهادات والأسهم المحلية الأساسية. وجميع هذه الشهادات يتم التعامل عليها بالدولار الأمريكي. وقد تم الحصول على هذه البيانات الخاصة بشهادات الإيداع المصرية من خلال موقع بورصة الأوراق المالية المصرية<sup>٤</sup>، وموقع بورصة لندن<sup>٥</sup>، وموقع سوق ناسداك<sup>٦</sup>. وتجدر الإشارة هنا إلى أن شهادة إيداع البنك التجاري الدولي مسجلة بسوقين دوليين مختلفين السوق الأول سوق لندن، والثاني سوق OTC. ولكل شهادة منهما أسعارها الخاصة بالسوق المسجلة به. وقد تم وضع رقم (١) لشهادة البنك التجاري الدولي بسوق لندن، ورقم (٢) لشهادة سوق ناسداك OTC. كما تجدر الإشارة إلى أن ٦ شهادات من شهادات الإيداع عينة الدراسة، هي شهادات تابعة لشركات تدخل أسهمها حالياً ضمن مكونات مؤشر السوق المصري EGX30. وهم

<sup>٤</sup> - موقع بورصة الأوراق المالية المصرية

<http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

<sup>٥</sup> - موقع بورصة لندن <https://www.londonstockexchange.com>

<sup>٦</sup> - موقع سوق ناسداك <https://www.nasdaq.com>

العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

البنك التجاري الدولي، المجموعة المالية هرمس القابضة، أوراسكوم القابضة، المصرية للاتصالات، وشركة ايديتا<sup>٧</sup>.

#### جدول (١) البيانات الخاصة بشهادات الإيداع الدولية عينة الدراسة

اسم الشركة	تاريخ الإصدار	معامل التحويل "سهم محلي: شهادة إيداع"	الرمز الدولي	سوق التسجيل	نوع الشهادة
البنك التجاري الدولي (مصر) CIB (١)	يوليو ١٩٩٦	١:١	CBKD	لندن	GDR
البنك التجاري الدولي (مصر) CIB (٢)	يوليو ١٩٩٦	١:١	CIBEY	OTC	ADR
المجموعة المالية هرمس القابضة	أغسطس ١٩٩٨	١:٢	EFGD	لندن	GDR
البويات والصناعات الكيميائية - باكين	أكتوبر ١٩٩٧	٣:١	PCHIY	OTC	GDR
لسيكو مصر	نوفمبر ٢٠٠٤	١:١	LECIY	OTC	ADR
المصرية للاتصالات	ديسمبر ٢٠٠٥	١:٥	TEEG	لندن	GDR
رمكو لإنشاء القرى السياحية <sup>٨</sup>	مايو ٢٠١٠	١:٥	RMTVY	OTC	ADR
أوراسكوم للاستثمار القابضة	يناير ٢٠١٢	١:٥	OTMT	لندن	GDR
ايديتا للصناعات الغذائية	مارس ٢٠١٥	١:٥	EFID	لندن	GDR

أما بالنسبة للسوق المصري، فسيتم الاعتماد على البيانات الخاصة بمؤشر السوق المصري **EGX30**. وبالنسبة للسوق العالمي، فسيتم الاعتماد على مؤشري السوقين العالميين المسجل بهما شهادات الإيداع الدولية المصرية، وهما مؤشر فيتس ١٠٠ "FTSE100" (سوق لندن)، ومؤشر ناسداك المركب "Nasdaq composite" (سوق ناسداك OTC). وقد تم الحصول على هذه البيانات والبيانات الخاصة بسعر

<sup>٧</sup> - موقع بورصة الأوراق المالية المصرية

<http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

<sup>٨</sup> - قامت شركة رمكو بإلغاء تسجل شهادات إيداعها مع البنك الدولي JP Morgan في نوفمبر ٢٠١٧، وآخر سعر متوافر هو أكتوبر ٢٠١٧.



صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري من خلال موقع: <http://www.investing.com>.

هذا وستقوم الدراسة الحالية بتكوين محفظتين ماليتين، تحتوي المحفظة الأولى على سلسلة زمنية من الأسعار الشهرية لشهادات الإيداع الدولية المصرية عينة الدراسة، بنسب متساوية لكل شهادة داخل المحفظة. ولأن بعض هذه الشهادات قد بدأ إصدارها متأخرا عن تاريخ بداية الدراسة، فسيتم إدخال هذه الشهادات إلى المحفظة بحسب تاريخ إصدارها. أما المحفظة الثانية فتحتوي على السلسلة الزمنية الخاصة بالأسعار الشهرية لمجموعة الأسهم الأساسية المقابلة لهذه الشهادات بنسب متساوية أيضا، ومتوافقة في مكوناتها مع بداية إدخال بيانات الشهادات التابعة لها بالمحفظة الأولى.

#### ثامنا: متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغيرات التالية:

أ- **المتغير التابع:** سيتمثل المتغير التابع في عوائد شهادات الإيداع المصرية أو عوائد الأسهم المصرية الأساسية، وسيتم ذلك بداية بصورة فردية لكل شهادة أو سهم، ثم بصورة المحفظة المكونة من شهادات الإيداع أو المحفظة المكونة من الأسهم الأساسية.

ب- **المتغيرات المستقلة:** ستمثل المتغيرات المستقلة في المتغيرات التالية:

- عوائد السوق الدولي، الذي يتمثل في مؤشر **FTSE100**، ومؤشر ناسداك المركب **Nasdaq composite**.

- عوائد السوق المحلي المصري، الذي يتمثل في مؤشر السوق المصري **EGX30**.

- عوائد سعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري.

- عوائد الأسهم المحلية الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع الدولية، كمتغير مستقل هذه المرة، وستكون بداية كعوائد فردية لكل سهم مقابل الشهادة التابعة له، ثم كعائد محفظة أسهم مقابل محفظة الشهادات التابعة له.

### تاسعا: طرق قياس البيانات:

سيتم قياس فروض الدراسة وتحليل البيانات من خلال الخطوات التالية:

#### ١ - حساب معدل العائد:

نتيجة أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية عادة لا تمثل علاقات خطية، فسيتم بداية تحويل بيانات السلاسل الزمنية الخاصة بالأسعار شهادات الإيداع وأسعار الأسهم الأساسية وقيم المؤشرات السوقية وسعر الصرف إلى سلسلة لوجارتمية. وتحويل البيانات إلى اللوغارتم الطبيعي يعمل على تمهيد التغير غير الخطي في البيانات وتحويله إلى علاقات خطية. وبذلك يتم تكوين سلسلة زمنية جديدة تمثل سلسلة التغير في أسعار الوحدات وهو ما يطلق عليه " معدل العائد" ( Fama, 1965). حيث يمثل معدل العائد (R) الفرق بين اللوغارتم الطبيعي لسعر شهادات الإيداع الدولية أو لقيم المؤشرات أو لسعر الأسهم الأساسية أو لسعر الصرف في نهاية الفترة t والسعر في بداية الفترة t-1 كما يلي:

$$R = \text{Lin}R_t - \text{Lin}R_{t-1}$$

#### ٢ - التحليل باستخدام عامل السوق الدولي:

سيتم هنا تحليل المتغير التابع باستخدام نموذج العامل الواحد، وهو عامل خطر السوق الدولي المنتظم. حيث سيتم من خلال هذا التحليل قياس أثر متغير عوائد السوق الدولي على عوائد شهادات الإيداع الدولية ثم عوائد الأسهم المحلية الأساسية، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{ig} r_{glob,t} + e_{i,t}$$

حيث  $(r_{i,t})$  هي عوائد شهادات الإيداع المصرية  $i$  (أو عوائد الأسهم المصرية الأساسية  $i$ ) خلال الفترة  $t$ ، و  $(r_{glob,t})$  هي عوائد السوق الدولي  $glob$  خلال الفترة  $t$ . و  $(e_{i,t})$  هي الخطأ العشوائي.

### ٣- التحليل باستخدام عامل السوق المحلي:

سيتم هنا تحليل المتغير التابع باستخدام نموذج العامل الواحد، وهو عامل خطر السوق المحلي المنتظم. حيث سيتم من خلال هذا التحليل قياس أثر متغير عوائد السوق المحلي على عوائد شهادات الإيداع الدولية ثم عوائد الأسهم المحلية الأساسية، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{il} r_{loc,t} + e_{i,t}$$

حيث  $(r_{i,t})$  هي عوائد شهادات الإيداع المصرية  $i$  (أو عوائد الأسهم المصرية الأساسية  $i$ ) خلال الفترة  $t$ ، و  $(r_{loc,t})$  هي عوائد السوق المحلي  $loc$  خلال الفترة  $t$ . و  $(e_{i,t})$  هي الخطأ العشوائي.

### ٤- التحليل باستخدام عوامل السوق المحلي والسوق الدولي وسعر الصرف:

سيتم هنا تحليل المتغير التابع باستخدام نموذج العوامل الثلاث الذي يتكون من عامل السوق المحلي وعامل السوق الدولي وعامل سعر الصرف كعوامل مستقلة. حيث سيتم من خلال هذا التحليل قياس أثر هذه المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (عوائد شهادات الإيداع الدولية أو عوائد الأسهم المحلية) باستخدام المعادلة التالية:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{il} r_{loc,t} + \beta_{ig} r_{glob,t} + \beta_{ie} r_{exch,t} + e_{i,t}$$

حيث  $(r_{i,t})$  هي عوائد شهادات الإيداع المصرية  $i$  (أو عوائد الأسهم المحلية الأساسية) خلال الفترة  $t$ ، و  $(r_{loc,t})$  هي عوائد مؤشر السوق المحلي  $loc$  خلال الفترة  $t$ ، و  $(r_{glob,t})$  هي عوائد مؤشر السوق الدولي  $glob$  خلال الفترة  $t$ ، و  $(r_{exch,t})$  هي عوائد سعر الصرف خلال الفترة  $t$ .

$(r_{exch,t})$  هي عوائد سعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري  $exch$  خلال الفترة  $t$ . و  $(e_{i,t})$  هي الخطأ العشوائي.

#### ٥- التحليل باستخدام عوامل السوق المحلي والدولي وسعر الصرف والأسهم الأساسية:

سيتم هنا تحليل المتغير التابع باستخدام نموذج العوامل الأربعة، الذي يتكون من العوامل الثلاث السابقة بالإضافة إلى عامل الأسهم الأساسية كعوامل مستقلة. وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{il} r_{loc,t} + \beta_{ig} r_{glob,t} + \beta_{ie} r_{exch,t} + \beta_{is} r_{stock,t} + e_{i,t}$$

حيث  $(r_{i,t})$  هي عوائد شهادات الإيداع المصرية  $i$  خلال الفترة  $t$ ،  $(r_{stock,t})$  هي عوائد الأسهم المحلية الأساسية  $stock$  خلال الفترة  $t$ ، أما باقي المتغيرات فهي نفس المتغيرات في النموذج السابق.

#### عاشرا: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

١- الإحصاءات الوصفية: سيتم استخدام هذه الإحصاءات لتوصيف البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة.

٢- تحليل الانحدار الخطي البسيط: سيتم استخدام هذا الاختبار لقياس أثر متغير مستقل واحد (عوائد السوق الدولي أو عوائد السوق المحلي) على المتغير التابع.

٣- تحليل الانحدار الخطي المتعدد: سيتم استخدام هذا الاختبار لقياس أثر عدد من المتغيرات المستقلة الخاصة بالدراسة على المتغير التابع.

#### حادي عشر: نتائج قياس البيانات وتحليلها ومناقشتها:

سيتم من خلال هذا الجزء عرض أهم النتائج التي تم التوصل إليها بشأن ماهية العوامل المؤثرة على شهادات الإيداع الدولية المصرية مقارنة بالأسهم المحلية الأساسية، وسيتم بداية عرض بعض الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة.

## ١ - الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة:

يوضح جدول (٢) البيانات الخاصة ببعض الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة. حيث يشير هذا الجدول إلى أنه بالنسبة لعائدات شهادات الإيداع الدولية المصرية عينة الدراسة، فقد حققت جميع شهادات الإيداع الدولية متوسطات عائد سالبة خلال فترة الدراسة، فيما عدا عائد شهادتي البنك التجاري الدولي. حيث تراوح متوسط عائد هذه الشهادات بين -٣,٤٧% و ٠,٧٧%، بانحراف معياري تراوح بين ٩,٢% و ٣٣%.

### جدول (٢): الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة

الأوراق المالية والمؤشرات	عدد المفردات	الحد الأدنى للعائد	الحد الأعلى للعائد	متوسط العائد	الانحراف المعياري
شهادات الإيداع الدولية المصرية					
شهادة البنك التجاري الدولي (١)	79	-0.39	0.27	0.0023	1.1609
شهادة البنك التجاري الدولي (٢)	79	-0.25	0.29	0.0077	1.0842
شهادة هرمس القابضة	79	-0.37	0.34	0.0049-	1.2833
شهادة باكين	79	-0.61	0.36	0.0108-	0.09637
شهادة لسيكو مصر	45	-0.20	0.32	0.0347-	0.09276
شهادة المصرية للاتصالات	79	-0.38	0.17	0.0181-	1.0255
شهادة رمكو	45	-0.46	0.32	0.0191-	1.2985
شهادة اوراسكوم القابضة	70	-1.39	1.34	0.0278-	0.33159
شهادة ايديتا	32	-0.44	0.51	0.0124-	1.6757
الأسهم المحلية الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع					
سهم البنك التجاري الدولي	79	-0.39	0.29	0.0113	1.1355
سهم هرمس القابضة	79	-0.29	0.36	0.0004	1.3136
سهم باكين	79	-0.21	0.22	0.0005	0.06815
سهم لسيكو مصر	45	-0.20	0.61	0.0117-	1.3208
سهم المصرية للاتصالات	79	-0.17	0.21	0.0020-	0.09105
سهم رمكو	45	-0.23	0.34	0.0008	1.3268
سهم اوراسكوم القابضة	70	-0.39	0.42	0.0146	1.4838
سهم ايديتا	32	-0.32	0.42	0.0088	1.2602

المحافظ المكونة من شهادات الإيداع والأسهم الأساسية					
0.06928	0.0101-	.18	.21-	79	محفظه شهادات الإيداع المصرية
0.08157	0.0030	.30	.19-	79	محفظه الأسهم المحلية الأساسية
المؤشرات السوقية وسعر الصرف					
0.08610	0.0123	.31	.17-	79	مؤشر EGX30
0.03203	0.0032	.08	.08-	79	مؤشر FTSE100
0.03751	0.0113	.11	.08-	79	مؤشر ناسداك المركب Nasdaq composite
0.08378	0.0138	.70	.17-	79	سعر الصرف

وبالنسبة لعائد الأسهم المحلية الأساسية فقد حققت معظم الأسهم المحلية الأساسية متوسط عائد موجب خلال فترة الدراسة فيما عدا سهمي ليسكو والمصرية للاتصالات. وقد تراوح متوسط عائد هذه الأسهم بين -١,١٧% و ١,٤٦%، وبانحراف معياري تراوح بين ٦,٨% و ١٤,٨%.

أما بالنسبة للمحفظه المكونة من شهادات الإيداع عينة الدراسة فقد حققت متوسط عائد سالب قيمته -١%، بانحراف معياري ٦,٩%. وبالنسبة للمحفظه المكونة من الأسهم المحلية الأساسية، فقد حققت متوسط عائد موجب قيمته 0.30%، بانحراف معياري بلغ ٨,٢%. وتشير هذه البيانات إلى أن معظم شهادات الإيداع الدولية المصرية سواء الفردية أو المحفظه، قد حققت عوائد سلبية خلال فترة الدراسة. أما معظم الأسهم المحلية الفردية والمحفظه فقد حققت متوسط عائد إيجابي خلال فترة الدراسة.

أما بالنسبة لمؤشر السوق المصري فقد تراوح العائد بين -١٧% و ٣١%، بمتوسط ١,٢٣%، وبانحراف معياري بلغ ٨,٦%. أما بالنسبة لمؤشر السوق الدولي FTSE100 فقد تراوح العائد بين -٨% و ٨%، بمتوسط ٠,٣٢%، وبانحراف معياري بلغ ٣,٢%. أما بالنسبة لمؤشر السوق الدولي ناسداك المركب فقد تراوح

العائد بين -٨% و+١١%، بمتوسط ١,١٣%، وانحراف معياري بلغ ٣,٧٥%. وتشير هذه البيانات إلى أنه على الرغم من تحقيق السوق المصري لمتوسط عائد أعلى من السوقين الدوليين، إلا أن التذبذب في هذا العائد كان كبيرا خلال الفترة، وحقق السوق المصري انحرافا معياريا أعلى من الانحراف المعياري للسوقين الدوليين. وأخيرا بالنسبة لعوائد سعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري، فقد تراوح العائد بين -١٧% و+٧٠%، بمتوسط ١,٣٨%، وانحراف معياري بلغ ٨,٣٨%، وهو ما يشير إلى حدوث تقلب كبير في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري، وارتفاع كبير في قيمة عائد الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري الذي وصل إلى +٧٠% خلال فترة الدراسة.

## ٢- نتائج التحليل باستخدام عامل السوق الدولي:

تم هذا التحليل باستخدام عوائد مؤشرين عالميين هما مؤشر **FTSE100** ومؤشر **NASDAQ Composite**.

حيث يشير جدول (٣)، إلى نتائج تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، وعوائد الأسهم المحلية الأساسية باستخدام المؤشر الأول وهو مؤشر **FTSE100** كمؤشر لسوق لندن الدولي.

وتشير نتائج جدول (٣) إلى أنه بالنسبة لشهادات الإيداع الدولية المصرية، فقد حققت أربعة فقط من هذه الشهادات قيم بيتا ذات دلالة إحصائية. حيث تراوحت قيم بيتا بالنسبة لهذه الشهادات بين -٠,٢٣٠ و ٠,٢١٤، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و ٩٠%. أما قيم ( $R^2$ ) فقد تراوحت بين ٥% و ٨%، كما جاءت قيم (**F**) ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة تراوحت بين ٩٠%، ٩٥%. أما بقية الشهادات الدولية فإن قيم بيتا وقيم (**F**) لم تكن ذات دلالة إحصائية.

أما بالنسبة للأسهم المحلية الأساسية فقد حققت ثلاثة فقط من الأسهم المحلية قيم بيتا موجبة تراوحت بين ٠,٢٤١ و ٠,٣٦١، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و ٩٩%.

العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

وتراوحت قيم ( $R^2$ ) بين حوالي ٦% و ١١,٩%، كما جاءت قيم ( $F$ ) بالنسبة للثلاثة أسهم ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و ٩٩%.  
أما بالنسبة لمحفظه شهادات الإيداع فإن قيمة بيتا لم تكن ذات دلالة إحصائية، وكذلك قيمة ( $F$ ). بينما حققت محفظه الأسهم الأساسية قيمة بيتا ٠,٣٢٤، وهي ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، وجاءت قيمة  $R^2$  حوالي ١٠,٥%، وكانت قيم ( $F$ ) ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%.

جدول (٣): أثر عامل السوق الدولي FTSE100 على شهادات الإيداع الدولية المصرية والأسهم المحلية الأساسية

المتغير التابع: شهادات الإيداع الدولية المصرية (أو الأسهم الأساسية) المتغير المستقل: مؤشر FTSE100				
$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{ig} r_{g,t} + e_{i,t}$				
F	$R^2$	(t) $\beta_{ig}$	(t) $\alpha$	اسم الورقة المالية
شهادات الإيداع الدولية المصرية				
(٣,٦٨٧) ***	0.050	*** (1.919) ٠.214	(٠,٠٠٩) ٠.٠٠٠	البنك التجاري الدولي (١)
(٦,٧٣٨) **	٠,٠٨٠	** (٢,٥٩٦) ٠,٢٨٤	(٠,٣٩٢) ٠,٠١٢	البنك التجاري الدولي (٢)
(٠,٧١٩)	٠,٠٠٩	(0.848) ٠,٠٩٦٠	(٠,٤٢٤-) ٠,٠٠٦-	هرمس القابضة
(٠,٣١٤)	٠,٠٠٤	(٠,٥٦٠) ٠,٠٦٤	(١,٠٣٩-) ٠,٠١١-	باكين
(٠,٦٠٩)	٠,٠١٤	(٠,٧٨٠) ٠,١١٨	(٢,٥٧٠-) ٠,٠٣٦- **	لسيكو مصر
(٠,٢٠٤)	0.003	(0.451) ٠,٠٥١	(١,٥٩٧-) ٠,٠١٩-	المصرية للاتصالات
(٣,٧٨٤) ***	٠,٠٨٠	*** (١,٩٣٦) ٠,٢٨٣	(١,٢٤٤-) ٠,٠٢٤-	رمكو
(٣,٨١٠) ***	0.053	*** (1.952-) ٠,٢٣٠-	(٠,٤٦٢-) ٠,٠١٨-	اوراسكوم القابضة
(٠,٥١٠)	٠,٠١٧	(0.714-) ٠,١٢٩-	(٠,٣٨٨-) ٠,٠١٠-	ايديتا
الأسهم الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع				
(١١,٥٦١) *	٠,١١٩	* (٣,٤٠٠) ٠,٣٦١	(٠,٦٠١) ٠,٠٠٧	سهم البنك التجاري الدولي
(٠,١٢٦)	٠,٠٠٢	(٠,٣٣٥) ٠,٠٤٠	(٠,٠٣٩) ٠,٠٠٠	سهم هرمس القابضة



العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

سهم باكين	٠,٠٠٠ (٠,٣٥٥)	٠,٠٤٠ (٠,٣٣٥)	٠,٠٠٢ (٠,١٢٦)
سهم لسيكو مصر	٠,٠١١- (٠,٥٥٣)	٠,٠٣٨- (٠,٢٤٧)	٠,٠٠١ (٠,٠٦١)
سهم المصرية للاتصالات	٠,٠٠٤- (٠,٤٢٠)	٠,٢٦٤ (٢,٢٢٤)**	٠,٠٦٠ (٤,٩٤٦)**
سهم رمكو	٠,٠٠٢- (٠,١١٨)	٠,١٩٥ (١,٣٠٧)	٠,٠٣٨ (١,٧٠٨)
سهم اوراسكوم القابضة	٠,٠١٠ (٠,٣٧٨)	٠,٢٤١ (٢,٠٤٥)**	٠,٠٥٨ (٤,١٨١)**
سهم ايديتا	٠,٠١٠ (٠,٤١٨)	٠,٠٥١- (٠,٢٧٦)	٠,٠٠٣ (٠,٠٧٨)
محفظتي شهادات الإيداع والأسهم الأساسية			
محفظة شهادات الإيداع	٠,٠١١- (١,٣٥٦)	٠,٠٨٢ (0.780)	٠,٠٠٧ (٠,٥١٧)
محفظة الأسهم الأساسية	٠,٠٠٠ (٠,٠٤٤)	٠,٣٢٤ (٣,٠٠٥)*	٠,١٠٥ (٩,٠٣٣)*

تشير العلامة\* إلى تحقيق القيمة دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٥%. وتشير العلامة\*\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠%.

هذا وتشير هذه النتائج السابقة إلى أن تأثير عوائد السوق الدولي FTSE100 على عوائد شهادات الإيداع عينة الدراسة هو تأثير محدود، ولم تتجاوز قوته التفسيرية ( $R^2$ ) سوى ٨% فقط من التغيرات في عوائد الشهادات الفردية. بل إن القوة التفسيرية لعوائد السوق الدولي كان أعلى في حالة عوائد الأسهم المحلية الأساسية وبلغ ١١%. بالإضافة إلى ذلك فإن تأثير عوائد السوق الدولي FTSE100 على عوائد محفظة شهادات الإيداع الدولية لم يكن له دلالة إحصائية، بينما كان له دلالة إحصائية على عوائد محفظة الأسهم المحلية الأساسية.

أما جدول (٤) فيشير إلى نتائج تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، وعوائد الأسهم المحلية الأساسية باستخدام المؤشر الثاني للسوق الدولي وهو مؤشر سوق ناسداك المركب **NASDAQ Composite**.

حيث توضح نتائج هذا الجدول أنه بالنسبة لشهادات الإيداع الدولية المصرية، فإن ثلاثة فقط من هذه الشهادات الدولية هي التي حققت قيم بيتا موجبة ذات دلالة إحصائية. حيث تراوحت هذه القيم بين ٠,٢١٣ و ٠,٣١٣، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٩% و ٩٠%. أما قيم ( $R^2$ ) فقد تراوحت بين ٤,٥% و ٩,٨%، كما جاءت قيم

(F) ذات دلالة إحصائية بالنسبة لهذه الشهادات عند درجة ثقة تراوحت بين ٩٠%، ٩٥%. أما بقية الشهادات الدولية فإن قيم بيتا وقيم (F) لم تكن ذات دلالة إحصائية.

أما بالنسبة للأسهم الأساسية المصرية فقد حققت جميع هذه الأسهم (ماعدا سهم لسيكو) قيم بيتا ذات دلالة إحصائية، والتي تراوحت بين ٠,٢٧٢ و ٠,٣٥١، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و ٩٩%. أما قيم ( $R^2$ ) فتراوحت بين ٥% و ١٣%، كما جاءت قيم (F) ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و ٩٩%.

وأما بالنسبة لمحفظة شهادات الإيداع فقد حققت قيمة بيتا ٠,٢٩٩، وهي قيمة ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٠,٩٩، وجاءت قيمة ( $R^2$ ) ٨,٩%، وكانت قيمة (F) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%. أما محفظة الأسهم المصرية الأساسية فقد حققت قيمة بيتا أعلى من محفظة شهادات الإيداع بلغت ٠,٤٠٠، وهي قيمة ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، كما جاءت قيمة ( $R^2$ ) ١٠,٥%، وكانت قيم (F) ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%.

وتشير هذه النتائج السابقة إلى أن تأثير عوائد السوق الدولي NASDAQ Composite على عوائد معظم شهادات الإيداع عينة الدراسة كان تأثيراً محدوداً، ولم تتجاوز قوته التفسيرية ( $R^2$ ) ١٠% فقط من التغيرات في هذه العوائد. بل أن القوة التفسيرية لعامل هذا السوق الدولي بلغت قيماً أعلى في حالة التغيرات في عوائد الأسهم الأساسية من التغيرات في عوائد الشهادات الدولية. كما أن تأثير عوائد هذا السوق الدولي على محفظة شهادات الإيداع كان أقل من تأثيرها على عوائد محفظة الأسهم الأساسية، كما أن قوته التفسيرية في حالة عوائد محفظة الأسهم كانت أعلى من محفظة شهادات الإيداع.

هذا وتشير هذه النتائج الخاصة بأثر عنصر السوق الدولي على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، باستخدام كلا المؤشرين الدوليين، أن أثر عنصر

السوق الدولي هو أثر محدود. وأن عنصر السوق الدولي لم يستطع تفسير سوى جزء محدود فقط من التباينات الحادثة بعوائد شهادات الإيداع المصرية. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Fag and Loo,2002)، التي أشارت إلى ضعف تأثير عنصر السوق الدولي على عوائد شهادات الإيداع الدولية، وأن هذه الأوراق على الرغم من أنها مسجلة بتلك الأسواق الدولية، إلا أنها تتحرك على أنها أوراق مالية اجنبية داخل هذا السوق الدولي.

وبناءً على هذه النتائج الخاصة بوجود تأثير محدود لعامل السوق الدولي على شهادات الإيداع الدولية، يتم رفض فرض الدراسة الأول الخاص بوجود تأثير جوهري للتغيرات في عوائد السوق الدولي على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية.

#### جدول (٤): أثر عامل السوق الدولي ناسداك المركب NASDAQ Composite

##### على شهادات الإيداع الدولية المصرية والأسهم المحلية الأساسية

المتغير التابع: شهادات الإيداع الدولية المصرية أو الأسهم الأساسية المتغير المستقل: مؤشر السوق الدولي ناسداك المركب NASDAQ Composite				
$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{ig} r_{glob,t} + e_{i,t}$				
F	R <sup>2</sup>	(t) $\beta_{ig}$	(t) $\alpha$	اسم الورقة المالية
شهادات الإيداع الدولية المصرية				
(٣,٦٦٠) *	٠,٠٤٥	*** (١,٩١٣) ٠,٢١٣	(٠,٣٧٩-) ٠,٠٠٥-	البنك التجاري الدولي (١)
(٦,٢٥٩) **	٠,٠٧٥	** (2.502) .274	(٠,١٠٢-) ٠,٠٠١-	البنك التجاري الدولي (٢)
(٨,٣٨٢) *	٠,٠٩٨	* (٢,٨٩٥) ٠,٣١٣	(١,١٨١-) ٠,٠١٧-	هرمس القابضة
(٠,٣١٤)	٠,٠٠٦	<b>0.079 (0.698)</b>	(١,٠٣٩-) ٠,٠١١-	باكين
(٠,٠٠١)	٠,٠٠٠	<b>0.006 (0.037)</b>	(٢,٣٦٥-) ٠,٠٣٥- **	لسيكو مصر
(١,٠٧٩)	٠,٠١٤	(١,٠٣٩) ٠,١١٨	(١,٨٠٢) ٠,٠٢٢- ***	المصرية للاتصالات
(١,٩١٧)	٠,٠٤٣	<b>(1.385) 0.207</b>	(١,٣٨١-) ٠,٠٢٨-	رمكو
(٠,٠٢٧)	٠,٠٠٠	(٠,١٦٤) ٠,٠٢٠	(٠,٧١١-) ٠,٠٣٠-	اوراسكوم القابضة
(٠,١٢٠)	٠,٠٠٤	(٠,٣٤٦) ٠,٠٦٣	(٠,٤٩٣-) ٠,٠١٥-	ايديتا

العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

الأسهم الأساسية لشهادات الإيداع						
سهم البنك التجاري الدولي	٠,٠٠١-	(٠,٠٦٨-)	٠,٢٩٩	* (٢,٧٤٦)	٠,٠٨٩	* (٧,٥٤٠)
سهم هرمس القابضة	٠,٠١٣-	(٠,٩٢٥-)	٠,٣٥١	* (٣,٢٩٤)	٠,١٢٤	(١٠,٨٥١) *
سهم باكين	٠,٠٠٤-	(٠,٥٣١-)	٠,٢٢٩	** (٢,٠٦٧)	٠,٠٥٣	(٤,٢٧٣) **
سهم لسيكو مصر	٠,٠١٧-	(٠,٨٢٣-)	٠,١٢٧	(٠,٨٣٨)	٠,٠١٦	(٠,٧٠٣)
سهم المصرية للاتصالات	٠,٠١٠-	(١,٠٢٣-)	٠,٣١٠	** (٢,٨٥٩)	٠,٠٩٦	* (٨,١٧٢)
سهم رمكو	٠,٠١١-	(٠,٥٤١-)	٠,٢٧٢	*** (١,٨٥٦)	٠,٠٧٤	(٣,٤٤٣) ***
سهم اوراسكوم القابضة	٠,٠٠٢-	(٠,١٠٦-)	٠,٣١٣	* (٢,٧١٦)	٠,٠٩٨	* (٧,٣٧٧)
سهم ايديتا	٠,٠٠٤-	(٠,١٩٩-)	٠,٣٦٢	** (٢,١٣٠)	٠,١٣١	(٤,٥٣٥) **
محفظتي شهادات الإيداع والأسهم الأساسية						
محفظة شهادات الإيداع	٠,٠١٦-	(٢,٠٨٥-)	٠,٢٩٩	* (٢,٧٤٥)	٠,٠٨٩	* (٧,٥٣٥)
محفظة الأسهم الأساسية	٠,٠٠٧-	(٠,٧٦٨-)	٠,٤٠٠	* (٣,٨٢٥)	٠,١٠٥	(١٤,٦٢٧) *

تشير العلامة\* إلى تحقيق القيمة دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٥%، وتشير العلامة\*\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠%.

### ٣- نتائج التحليل باستخدام عامل السوق المحلي:

يوضح جدول (٥) نتائج تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، وعوائد الأسهم المحلية الأساسية باستخدام نموذج عامل السوق المحلي، وذلك باستخدام عوائد مؤشر السوق المصري EGX30. حيث توضح هذه النتائج أنه بالنسبة لشهادات الإيداع الدولية المصرية، فإن خمس شهادات دولية قد حققت قيم بيتا ذات دلالة إحصائية ومعظمها قيما موجبة. وقد تراوحت قيم بيتا بين -٠,٢٢٦ و ٠,٥٤٢، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٩% و ٩٥%. أما قيم ( $R^2$ ) فقد تراوحت بين حوالي ٥% و ٢٥%، وجاءت قيم (**F**) ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة تراوحت بين ٩٥%، و ٩٩%. أما بقية الشهادات فلم تكن قيم بيتا أو قيم (**F**) ذات دلالة إحصائية.

أما بالنسبة للأسهم الأساسية المصرية فقد حققت جميعها قيم بيتا موجبة تراوحت بين ٠,٣٠٢ و ٠,٨٢٢ وهي جميعها ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%. أما قيم  $R^2$  فقد تراوحت بين ٩% و ٦٨%، كما جاءت قيم  $(F)$  ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع الأسهم عند درجة ثقة ٩٩%.

أما بالنسبة للمحفظة التي تم تكوينها من شهادات الإيداع الدولية، فتشير النتائج السابقة إلى أن محفظة شهادات الإيداع قد حققت قيمة بيتا موجبة قيمتها ٠,٥٥٤، وذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%. وجاءت قيمة  $R^2$  حوالي ٣١%، وقيم  $(F)$  ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%. وبالنسبة لمحفظة الأسهم المصرية الأساسية، فقد حققت قيمة بيتا موجبة ٠,٩٠٠، وهي قيمة أعلى من بيتا الخاصة بمحفظة الشهادات، وهي قيمة ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%. وقد كانت قيمة  $R^2$  حوالي ٨١%، وقيم  $(F)$  ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%.

#### جدول (٥): أثر عامل السوق المحلي EGX30

##### على شهادات الإيداع الدولية المصرية والأسهم المحلية الأساسية

المتغير التابع: عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية (أو الأسهم الأساسية) المتغير المستقل: عوائد مؤشر EGX30				
المتغير التابع	$\alpha$ (t)	$\beta_{it}$ (t)	$R^2$	$(F)$
شهادات الإيداع الدولية المصرية				
البنك التجاري الدولي (١)	٠,٠٠٥- (٠,٤٥٦-)	0.464 *(4.567)	٠.215	*(٢١,١٣١)
البنك التجاري الدولي (٢)	٠,٠٠١- (٠,٩٤٤-)	0.542 *(5.665)	٠,٢٥٠	*(٣٢,٠٩٣)
هرمس القابضة	٠,٠١٣- (١,٠٣٥-)	0.464 *(4.569)	0.215	*(٢١,١٢١)
باكين	٠,٠٠٨- (٠,٧١٢-)	** 0.226- (1.059-)	٠,٠٥١	** (٤,١٥٩)
لسيكو مصر	٠,٠٣٤- (٢,٣٨٣-)	(0.747)0.060	٠,٠٠٤	(٠,١٥٤)
المصرية للاتصالات	٠,٠٢٠- (١,٧٠٤-)	0.120 (1.059)	٠,٠١٤	(١,١٢١)
رمكو	٠,٠٢٢- (١,٠٤٩-)	0.113 (0.747)	٠,٠١٣	(٠,٥٥٨)
اوراسكوم القابضة	٠,٠٤٥- (١,١٥٥)	.289 *(2.489)	٠,٠٨٣	** (٦,١٨٠)
ايديتا	٠,٠١٥- (٠,٤٩٧)	0.093 (0.513)	٠,٠٠٩	(٠,٢٦٤)
الأسهم الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع				

العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

* (١٦٠,٢٦٧)	٠,٦٨٠	* (١٢,٦٦٠) ٠,٨٢٢	(٠,٢٧٨-) ٠,٠٠٢-	سهم البنك التجاري الدولي
* (١٢٢,٦١٥)	٠,٦١٤	* (١١,٠٧٣) ٠,٧٨٤	(١,٥٣٤-) ٠,٠١٤-	سهم هرمس القابضة
* (٧,٧٠٠)	٠,٠٩١	* (٢,٧٧٥) ٠,٣٠٢	(٠,٣٢٤-) ٠,٠٠٢-	سهم باكين
* (١٥,٣٣٧)	٠,٢٦٣	* (٣,٩١٦) ٠,٥١٣	(١,٣١٩-) ٠,٠٢٣-	سهم لسيكو مصر
* (٤٦,٦٧٨)	٠,٣٧٧	* (٦,٨٣٢) ٠,٦١٤	(١,٢١٨-) ٠,٠١٠-	سهم المصرية للاتصالات
* (٣٢,٠٢٤)	٠,٤٢٧	* (٥,٦٥٩) ٠,٦٥٣	(٠,٨٨٤-) ٠,٠١٤-	سهم رمكو
* (٧٠,٨٩٦)	٠,٥١٠	* (٨,٤٢٠) ٠,٧١٤	(٠,٣٤٣-) ٠,٠٠٤-	سهم اوراسكوم القابضة
* (١٢,٧٠٠)	٠,٢٩٧	* (٣,٥٦٤) ٠,٥٤٥	(٠,١٦٣-) ٠,٠٠٣-	سهم ايديتا
محفظتي شهادات الإيداع والأسهم الأساسية				
* (٣٤,١٤٠)	٠,٣١٠	<b>0.554 *(5.843)</b>	** (٢,٣٦٣-) ٠,٠١٦-	محفظة شهادات الإيداع
* (٣٣٠,١٨٩)	٠,٨١١	* (١٨,١٧١) ٠,٩٠٠	(١,٨٥١-) ٠,٠٠٨-	محفظة الأسهم الأساسية

تشير العلامة\* إلى تحقيق القيمة دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٥%. وتشير العلامة\*\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠%.

وبناءً على هذه النتائج الخاصة بوجود تأثير جوهري لعامل السوق المحلي على شهادات الإيداع الدولية سواء الفردية أو المحفظة، يتم قبول فرض الدراسة الثاني الخاص بوجود تأثير جوهري للتغيرات في عوائد السوق المحلي على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية.

وتشير هذه النتائج السابقة إلى أنه مقارنة بعنصر السوق الدولي السابق، فإن عنصر السوق المحلي كان له تأثيراً أكبر على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية من عنصر السوق الدولي. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات (Patro, 2000)، (Choi and Kim, 2000)، (Fag and Loo, 2002)، (Alaganar and )، (Bhar, 2001)، (Bin, et al 2003)، (Kutan, and Zhou, 2006)، (Cheung, 2014)، (Lee et al, 2014)، و (Hao, 2013)، التي أثبتت وجود أثر أقوى للسوق المحلي على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع من السوق الدولي. وعلى الرغم من ظهور هذا التأثير الأقوى للسوق المحلي على عوائد شهادات الإيداع من السوق الدولي، إلا أن هذا التأثير لم يكن بنفس قوة تأثير هذا السوق المحلي على عوائد الأسهم الأساسية. فالتغيرات في عوائد السوق المصري لم تتجاوز قدرتها

التفسيرية للتباينات الحادثة في عوائد شهادات الإيداع المصرية سوى ٢٥% فقط من تباينات عوائد الشهادات الفردية، و ٣١% فقط من تباينات عوائد محفظة شهادات الإيداع عينة الدراسة. أما بالنسبة لعوائد الأسهم الأساسية، فقد كان عنصر السوق المحلي هو العنصر الأساسي في تفسير تباينات هذه العوائد. حيث بلغت قدرة عامل السوق المحلي على تفسير التباينات، حوالي ٦٨% من تباينات عوائد الأسهم الأساسية الفردية، وحوالي ٨١% من تباينات عوائد محفظة الأسهم الأساسية.

### ٣- نتائج التحليل باستخدام عوامل السوق الدولي والمحلي وسعر الصرف:

يشير جدول (٦) إلى نتائج تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية والأسهم الأساسية باستخدام عوامل ثلاث، هي السوق الدولي FTSE100، والسوق المحلي EGX30، وسعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري.

فبالنسبة لشهادات الإيداع يشير جدول (٦)، إلى أنه بالنسبة لعامل السوق الدولي فقد جاءت معظم قيم بيتا سالبة لكنها لم يكن لها دلالة إحصائية مع جميع الشهادات، فيما عدا شهادة أوراسكوم القابضة التي حققت قيمة بيتا -٠,٢٢٠، ولها دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%. أما عامل السوق المحلي، فقد حققت أربعة من الشهادات الدولية قيم بيتا ذات دلالة إحصائية، تراوحت بين ٠,٥٨٩ و ٠,٨٤٤، وبدرجة ثقة ٩٩%. وبالنسبة لعامل سعر الصرف فقد حققت خمس شهادات قيم بيتا ذات دلالة إحصائية، جميعها قيمة سالبة فيما عدا شهادة أوراسكوم القابضة التي حققت قيمة بيتا موجبة. وقد تراوحت قيم بيتا بين -٠,٨٥١ و ٠,٥٥٣، بدرجة ثقة ٩٩%. أما قيم ( $R^2$ ) فقد تراوحت بين ٣٥% و ٥٧%، وجاءت قيم ( $F$ ) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%. أما بقية الشهادات، وهم ثلاث شهادات، فكانت قيم بيتا غير ذات دلالة إحصائية مع العوامل الثلاث، كما أن قيم ( $F$ ) لم يكن لها دلالة إحصائية.

أما النتائج الخاصة بالأسهم الأساسية، فبالنسبة لعامل السوق الدولي، فقد جاءت جميع قيم بيتا غير ذات دلالة إحصائية مع جميع الأسهم. أما عامل السوق المحلي فقد كانت قيم بيتا ذات دلالة إحصائية مع جميع الأسهم (ما عدا سهمي ليسكو وايديتا). حيث تراوحت قيم بيتا بين ٠,٣٥٥، ٠,٨٣٣، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و ٩٩%. أما بالنسبة لعامل سعر الصرف فلم تحقق جميع الأسهم قيم بيتا ذات دلالة إحصائية، ما عدا سهمي ليسكو وايديتا. اللذان حققا قيم بيتا ٠,٧٠٦، ٠,٣٨٠ بدرجة ثقة ٩٩%، ٩٠%، على التوالي. وقد تراوحت قيم ( $R^2$ ) بين ٩,٦% و ٦٩% (وهي قيم متقاربة مع نتائج نموذج السوق المحلي)، كما جاءت قيم ( $F$ ) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و ٩٩%.

**جدول (٦): أثر عوامل السوق المحلي والسوق الدولي وسعر الصرف على شهادات الإيداع الدولية المصرية والأسهم المحلية الأساسية**

المتغيرات المستقلة: مؤشر السوق المصري EGX30، مؤشر السوق الدولي FTSE100 سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري. المتغير التابع: شهادات الإيداع الدولية المصرية (أو الأسهم الأساسية)						
$r_{it} = \alpha_i + \beta_{il} r_{loc,t} + \beta_{ig} r_{glob,t} + \beta_{ie} r_{exch,t} + e_{it}$						
إحصائية (F)	$R^2$	سعر الصرف	مؤشر EGX30	السوق الدولي	$\alpha$ (t)	المتغيرات المستقلة
		(t) $\beta_{ie}$	(t) $\beta_{il}$	(t) $\beta_{ig}$		المتغير التابع
شهادات الإيداع الدولية المصرية						
(١٦,٦٨٩) *	٠,٤٠٠	٠,٥٠٣- (٤,٧٧٢-) *	٠,٧٢٧ (٦,٤٦٥) *	٠,٠٧٣- (٠,٧٣٧-)	٠,٠٠١ (٠,٠٧٣)	البنك التجاري الدولي (١)
(٣٢,٦٥٨) *	٠,٥٧٠	٠,٦٠٤- (٦,٧٢٥-) *	٠,٨٤٤ (٨,٨٢٨) *	٠,٠٥١- (٠,٦٠٣-)	٠,٠٠٦ (٠,٧١٠)	البنك التجاري الدولي (٢)
(٧,٩٨٧) *	٠,٢٣٩	٠,١٢١- (١,٠٨٧-)	٠,٥٨٩ (٤,٦٥١) *	٠,٠٥٩- (٠,٩٣٦-)	٠,٠١١- (٠,٨٠٥-)	هرمس القابضة
(٣٦,٨٠٢)	٠,٥٩٥	-٠,٨٥١	٠,١٩٥	٠,٠٧٨-	٠,٠٠١	باكين



العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

		(-٩,٨٢٧) *	(١,٠٦٨)	(٠,٩٣٥)	(٠,٠٩٢)	
	٠,٠٢٣	٠,١٤٠- (٠,٦٠٤-)	٠,٠١١ (٠,٠٥٢)	٠,١٠٠ (٠,٦٠٤)	٠,٠٣٣- (٢,١٣٠-) **	لسيكو مصر
	٠,٠٣١	٠,٠٧١- (٠,٥٢٩-)	٠,١٥٦ (١,٠٨٦)	٠,٠٠٨- (٠,٠٦٣-)	٠,٠١٩- (١,٦٠٥-)	المصرية للاتصالات
	٠,٣٥٠	٠,٨٤١- (٥,٣٦٨-) *	٠,٦٣٩ (٤,٠٣٢) *	٠,٠٦٥ (٠,٥٢٩)	٠,٠١٣- (٠,٨٨٢-)	رمكو
	٠,٣٠٥	٠,٥٥٣ (٤,٥١٣) *	٠,٠٩٢ (٠,٧٢٠)	٠,٢٢٠- (٢,٠٣٣-) **	٠,٠٥٢- (١,٥٤٢-)	اوراسكوم القبضة
	٠,٠٣٠	٠,٠٠١- (٠,٠٠٥-)	٠,١١٩ (٠,٤٣٩)	٠,١٤٩- (٠,٧٣٧-)	٠,٠١٣- (٠,٤١٩-)	ايديتا

تشير العلامة\* إلى تحقيق القيمة دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩٪، وتشير العلامة\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٥٪، وتشير العلامة\*\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠٪.

### تابع جدول (٦): أثر عوامل السوق المحلي والسوق الدولي وسعر الصرف على شهادات الإيداع الدولية المصرية والأسهم المحلية الأساسية

المتغيرات المستقلة: مؤشر السوق المصري EGX30، مؤشر السوق الدولي FTSE100 سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري. المتغير التابع: شهادات الإيداع الدولية المصرية (أو الأسهم الأساسية)						
$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{il} r_{loc,t} + \beta_{ig} r_{glob,t} + \beta_{ie} r_{exch,t} + e_{i,t}$						
إحصائية (F)	R <sup>2</sup>	سعر الصرف	مؤشر EGX30	السوق الدولي	(t) $\alpha$	المتغيرات المستقلة
		(t) $\beta_{ie}$	(t) $\beta_{il}$	(t) $\beta_{ig}$		المتغير التابع
الأسهم الأساسية المقابلة لشهادات الإيداع						
٥٤,٤٢٣*	٠,٦٩٠	٠,٠٧٢- (٠,٩٤٢-)	٠,٨٣٣ (١٠,٢٣٠) *	٠,٠٦٤ (٠,٨٩٢)	٠,٠٠٢- (٠,٢١٦-)	سهم البنك التجاري الدولي
٤٠,٠٦١*	٠,٦٢٢	٠,٠٦٠- (٠,٧١٧-)	٠,٧٩٢ (٨,٨٦٦) *	٠,٠٥٨ (٠,٧٣٠)	٠,٠١٤- (١,٤٧٠-)	سهم هرمس القبضة
٢,٦٥٣***	٠,٠٩٦	٠,٠١٣- (٠,١٠٤-)	٠,٣٥٥ (٢,٤٢٩) **	-٠,٠٧٣ (-٠,٦٤١)	٠,٠٠٢- (٠,٢٧٢-)	سهم باكين
١٦,٥٠٠*	٠,٥٤٧	٠,٧٠٦ (٤,٩٠٦)	٠,٠٥٥ (٠,٣٨١)	٠,٠٣٦ (٠,٣٢١)	٠,٠٣١- (٢,١٩٣-)	سهم لسيكو مصر

العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية د/ هناء عبدالعزيز عبداللطيف المغنى ٢٠١٩/٣/١١

		*			**	
*١٥,٢٧٠	٠,٣٧٣	٠,٠٣٢- (٠,٠٣٢-)	٠,٦٢٠ (٥,٤٢٤) *	٠,٠٢٦ (٠,٢٥٥)	٠,٠١٠- (١,١٧٢-)	سهم المصرية للاتصالات
*١٠,٤٢١	٠,٤٣٣	٠,٠٠٢- (٠,١١-)	٠,٦٤٠ (٣,٩٣٦) *	٠,٠٧٧ (٠,٦١٠)	٠,٠١٤- (٠,٩١١-)	سهم رمكو
*٢٣,٢١٧	٠,٥١٣	٠,٠٥٠ (٠,٧٤٢)	٠,٦٧٣ (٦,١٠٥) *	٠,٠٥١ (٠,٥٥٢)	٠,٠٠٦- (٠,٤٢٤-)	سهم اوراسكوم القابضة
*٥,٨٧٦	٠,٣٨٦	٠,٣٨٠ (١,٧٦٣) ***	٠,٢٩٦ (١,٣٧٠)	٠,٠٤٢ (-٠,٢٦٣)	٠,٠٠٧- (٠,٣٥٧-)	سهم ايديتا
المحافظ المكونة من شهادات الإيداع والأسهم الأساسية						
* (١٧,١٦٢)	٠,٤١٠	٠,٣٤٥- (٣,٢٨٥-) *	٠,٦٨٣ (٥,٧٥٣) *	٠,٢٧٧- (٢,٢٩١-) **	٠,٠١٣- (٢,٠٠٥-) **	محفظه شهادات الإيداع
*١١٣,٢٣٣	٠,٨٢٠	٠,١٠٧ (١,٨٤١)	٠,٨٣٧ (١٣,٥٦٣) *	٠,٠٣٧ (٠,٦٧٤)	٠,٠٠٩- (٢,٠٦٩-) **	محفظه الأسهم الأساسية

تشير العلامة\* إلى تحقيق القيمة دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٥%. وتشير العلامة\*\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠%.

أما بالنسبة لمحفظه شهادات الإيداع فقد جاءت قيم بيتا ذات دلالة إحصائية مع العوامل الثلاث. حيث جاءت قيمة بيتا مع عامل السوق الدولي قيمة سالبة ذات دلالة إحصائية تبلغ -٠,٢٧٧، بدرجة ثقة ٩٥%. وبالنسبة لقيمة بيتا مع عامل السوق المحلي فكانت قيمة موجبة ذات دلالة إحصائية تبلغ ٠,٦٨٣، بدرجة ثقة ٩٩%. أما قيمة بيتا مع عامل سعر الصرف فكانت قيمة سالبة -٠,٣٤٥، بدرجة ثقة ٩٩%. هذا وبالنسبة لقيمة  $R^2$  فقد بلغت حوالي ٤١% (وهي قيمة أعلى من قيمة  $R^2$  مع نموذجي عامل السوق المحلي، وعامل السوق الدولي). وبالنسبة لقيمة إحصائية (F) فكانت قيمة ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%.

أما بالنسبة لمحفظه الأسهم المصرية الأساسية فقد حققت قيم بيتا ذات دلالة إحصائية مع عامل واحد فقط وهو عامل السوق المحلي، أما عاملي السوق الدولي

وسعر الصرف فلم يكن لقيم بيتا مع هذين العاملين أي دلالة إحصائية. حيث بلغت قيمة بيتا مع عامل السوق المحلي ٠,٨٣٧، وهي قيمة لها دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%. كما جاءت قيمة  $R^2$  حوالي ٨٢% (وهي قيمة مقارنة لقيمة  $R^2$  مع نموذج العامل الواحد للسوق المحلي)، وجاءت قيم (**F**) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%.

هذا وتشير النتائج السابقة الخاصة بنموذج العوامل الثلاث، السوق المحلي والدولي وسعر الصرف، أن هذا النموذج كان أفضل في تفسير التغيرات الخاصة بعوائد شهادات الإيداع الدولية الفردية وكذلك عوائد محفظة الشهادات. حيث حقق هذا النموذج قوة تفسيرية أعلى للتغيرات في عوائد شهادات الإيداع من نموذج العامل الواحد سواء عامل السوق المحلي أو الدولي. حيث استطاع هذا النموذج تفسير حوالي ٦٠% من التغيرات في عوائد بعض الشهادات الفردية، و ٤١% من التغيرات في عوائد محفظة الشهادات. كما وضحت النتائج أيضا أن أكثر عاملين مؤثرين على تغيرات عوائد شهادات الإيداع، هما عامل السوق المحلي وعامل سعر الصرف، أما عامل السوق الدولي فكان تأثيره محدودا وغير جوهري مع معظم الشهادات. كذلك أشارت النتائج إلى أن التغير في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري كان له تأثيرا عكسيا على عوائد معظم شهادات الإيداع الدولية وعوائد محفظة الشهادات. أي أنه مع زيادة سعر الدولار الأمريكي مقابل سعر الجنيه المصري، تنخفض عوائد شهادات الإيداع الدولية. وهو ما يشير إلى أن أي ضعف في قيمة العملة المحلية المصرية مقابل الدولار، يؤثر سلبا على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية.

أما بالنسبة للأسهم المحلية الأساسية، فإن نموذج العوامل الثلاث لم يقدم أي قوة تفسيرية إضافية عن القوة التفسيرية لنموذج العامل الواحد الذي يشمل على السوق

المحلي فقط، حيث جاء تأثير عاملي السوق الدولي وسعر الصرف على عوائد هذه الأسهم محدودا وغير جوهري.

وتشير هذه النتائج إلى أنه في حين حقق نموذج العوامل المتعددة نتائج أفضل مع شهادات الإيداع الدولية المصرية، فقد حقق نموذج العامل الواحد الذي يشمل على عامل السوق المحلي، نتائج أفضل مع الأسهم الأساسية. أي أن العامل الأساسي المؤثر على التغيرات في عوائد الأسهم الأساسية كأسهم فردية وكمحفظة، هو عامل السوق المحلي.

هذا وبناءً على نتائج هذا التحليل السابق الخاص بنموذج العوامل الثلاث فإنه يمكن استخلاص ما يلي:

- أن هناك تأثير جوهري للتغيرات في عوائد سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية. وبناءً على هذه النتيجة يتم قبول فرض الدراسة الثالث الخاص بوجود تأثير جوهري لعامل سعر الصرف على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية. حيث تتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات (Jiang, 1998)، (Fag and Loo,2002)، (Bin et al, 2003)، و(Hao, 2013). التي أظهرت وجود تأثير جوهري لسعر الصرف على عوائد شهادات الإيداع الدولية، بالإضافة لتأثير عامل السوق المحلي والدولي على تلك العوائد. كما تتفق النتيجة الخاصة بوجود تأثير عكسي لقوة الدولار الأمريكي مقابل العملة المصرية على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، مع نتائج دراسة (Kim et al, 2000)، التي أثبتت أثر عكسي جوهري لسعر صرف الدولار في مقابل سعر العملة المحلية على عوائد شهادات الإيداع الدولية.

- أنه في حين تأثرت عوائد الأسهم الأساسية بالسوق المحلي بعامل أساسي واحد وهو عامل السوق المحلي، تأثرت عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية بأكثر من عامل، وهم يشكل أساسي عاملي السوق المحلي وسعر صرف العملة المصرية.

وبناءً على هذه النتيجة يتم قبول فرض الدراسة الرابع الخاص بوجود اختلافات بين العوامل المؤثرة على شهادات الإيداع الدولية المصرية والعوامل المؤثرة على الأسهم الأساسية بالسوق المصري. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات ( Kim et al, 2000)، (Fag and Loo,2002)، (Bin et al, 2003)، التي أشارت إلى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية بعدد من العوامل وليس بعامل واحد.

٤- نتائج التحليل باستخدام عوامل السوق الدولي والمحلي وسعر الصرف والأسهم الأساسية:

يشير جدول (٧)، إلى نتائج تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية باستخدام أربعة عوامل هي السوق الدولي FTSE100، والسوق المحلي EGX30، وسعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري، والأسهم الأساسية بالسوق المصري (أو محفظة الأسهم الأساسية في حالة محفظة شهادات الإيداع). وتشير النتائج بجدول (٧) إلى أنه بالنسبة لشهادات الإيداع الدولية الفردية مع عامل السوق الدولي، فقد جاءت جميع قيم بيتا غير ذات دلالة إحصائية، وذلك بالنسبة لجميع الشهادات فيما عدا شهادة أوراسكوم القابضة التي حققت قيمة بيتا -٠,٢٣٣ ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%. أما بالنسبة لعامل السوق المحلي EGX30، فقد جاءت جميع قيم بيتا غير ذات دلالة إحصائية، وذلك فيما عدا شهادة البنك التجاري الدولي ٢ التي حققت قيمة بيتا ٠,٤٠٧ ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%. أما بالنسبة للعامل الثالث وهو عامل سعر الصرف فقد حققت خمس شهادات قيم بيتا ذات دلالة إحصائية، جميع هذه القيم كانت قيماً سالبة فيما عدا شهادة أوراسكوم القابضة التي حققت قيمة بيتا موجبة تبلغ ٠,٤٨٣، وتراوحت قيم بيتا السالبة بين -١,١٣٥ و -٠,٣٦٨، وهي قيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%. أما بقية الشهادات فقد حققت قيم بيتا سالبة لكنها لم يكن لها دلالة إحصائية. هذا وبالنسبة للعامل الرابع، وهو عامل الأسهم المحلية الأساسية، فقد

حققت خمس شهادات قيم بيتا موجبة وذات دلالة إحصائية، تراوحت بين ٠,٥١٢ و ١,٤١٠، بدرجة ثقة ٩٩%. أما قيم ( $R^2$ ) الخاصة بهذا النموذج فقد تراوحت بين ٩٣% و ٣٤%, كما جاءت قيم إحصائية ( $F$ ) ذات دلالة إحصائية مع معظم الشهادات عند درجة ثقة ٩٩%, وذلك فيما عدا شهادتي المصرية للاتصالات وايديتا، حيث جاءت قيم بيتا الخاصة بهما غير ذات دلالة إحصائية مع جميع العوامل الأربعة الخاصة بهذا النموذج.

أما بالنسبة لمحفظه شهادات الإيداع فقد جاءت قيم بيتا ذات دلالة إحصائية مع ثلاث عوامل فقط، وهم عامل السوق المحلي والسوق الدولي وسعر الصرف. حيث كانت قيمة بيتا مع عامل السوق الدولي -٢٧٧,٠ بدرجة ثقة ٩٥%, وقيمة بيتا مع عامل السوق المحلي ٠,٦٠٦ بدرجة ثقة ٩٩%, وقيمة بيتا مع عامل سعر الصرف -٣٦٨,٠ بدرجة ثقة ٩٩%. أما قيمة بيتا مع محفظة الأسهم المحلية الأساسية فكانت ٢٣٣,٠، وهي قيمة لم يكن لها دلالة إحصائية. أما قيمة  $R^2$  فقد جاءت ٤١,٦% (وهي قيمة مقاربة من قيمة  $R^2$  في نموذج العوامل الثلاث السابق). أما بالنسبة لقيمة إحصائية ( $F$ ) فكانت قيمة ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%.

جدول (٧) أثر عوامل السوق المحلي والسوق الدولي وسعر الصرف والأسهم المحلية الأساسية على شهادات الإيداع الدولية المصرية

المتغير التابع: شهادات الإيداع الدولية المصرية (أو الأسهم الأساسية) المتغيرات المستقلة: مؤشر السوق المصري EGX30، مؤشر السوق الدولي FTSE، سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري، الأسهم الأساسية.							
$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{il} r_{loc,t} + \beta_{ig} r_{glob,t} + \beta_{ie} r_{exch,t} + \beta_{is} r_{stock,t} + e_{i,t}$							
قيم (F)	$R^2$	الأسهم الأساسية	سعر الصرف	مؤشر EGX30	السوق الدولي	$(t)\alpha$	المتغيرات المستقلة
		$(t)\beta_{is}$	$(t)\beta_{ie}$	$(t)\beta_{il}$	$(t)\beta_{ig}$		التابع
* (٢٠,٢٠٤)	٠,٥٢٢	٠,٦٢٢ * (٤,٤٣٠)	٠,٤٥٩- * (٤,٤٠٩-)	٠,٢٠٩ (٠,١٨٦)	٠,١١٣- (١,٢٦١-)	٠,٠٠١ (٠,١٨٩)	شهادة البنك التجاري الدولي (١)
* (٣٤,٧٨٢)	٠,٦٥٢	٠,٥٢٥ * (٤,٢٩٤)	٠,٥٦٦- * (٦,٩٥٨-)	٠,٤٠٧ * (٣,٠٥٥)	٠,٠٨٥- (١,١٠٥-)	٠,٠٠٧ (٠,٨٩٥)	شهادة البنك التجاري الدولي (٢)
* (٩,٥٩٢)	٠,٣٤١	٠,٥١٢ * (٣,٣٤١)	٠,١٤٣- (١,٢٨٤-)	٠,١٨٣ (١,٠٧٨)	٠,١٥١- (١,٣٤٥-)	٠,٠٠٤- (٠,٢٨٦-)	شهادة هرمس القابضة
* (١١٠,٣٢١)	٠,٨٥٦	٠,٥٣٧ (١١,٥٩٥) *	٠,٨٤٤- * (١٦,٢٤٢-)	٠,١٥٠ (٠,٢٦٠)	٠,٠١٧- (٠,٣٣٨-)	٠,٠٠٢ (٠,٥١٧)	شهادة بياكين
* (١٣٧,٨٤٤)	٠,٩٣٠	١,٤١٠ (٢٣,٠٨٥) *	١,١٣٥- * (١٦,٠٠٨-)	-٠,٠٦٧ (-١,١٧٨)	٠,٠٤٨ (١,٠٩٨)	٠,٠٠٣- (٠,٦٨٩-)	شهادة لسبيكو مصر
(٠,٤٨٨)	٠,٠٢٦	٠,١١١ (٠,٧٦٠)	٠,٠٦٨- (٠,٥٠١-)	٠,٠٨٨ (٠,٥١٥)	٠,٠١١- (٠,٠٨٥-)	٠,٠١٨- (١,٤٨٤-)	شهادة المصرية للاتصالات
* (٢١٥,٥٩٦)	٠,٩٢٦	٠,٩٣٣ (٢١,١٠٤) *	٠,٨٤٠- * (١٨,٤٣٦-)	٠,٠٤١ (٠,٧٦٧)	-٠,٠٠٧ (-٠,١٨٩)	٠,٠٠٠ (٠,٠٣٢-)	شهادة رمكو
* (٨,٦١٢)	٠,٣٤٦	٠,٠٤٨ (٠,٣٢٢)	٠,٤٨٣ * (٣,٣٠٩)	٠,٠٦٠ (٠,٣٧٣)	٠,٢٣٣- ** (٢,٠٣٧-)	٠,٠٥٢- (١,٥١٢-)	شهادة اوراسكوم القابضة
(٠,٢٢٩)	٠,٠٣٣	٠,٠٦٣ (٠,٢٦٣)	٠,٠٢٦- (٠,٠٨٨-)	٠,١٠٠ (٠,٣٥٢)	٠,١٤٧- (٠,٧١١-)	٠,٠١٣- (٠,٣٣٩-)	شهادة ايديتا
* (١٣,١٨٢)	٠,٤١٦	٠,٢٣٣ (١,٠٦٩)	٠,٣٦٨- * (٣,٣٤٩-)	٠,٦٠٦ * (٢,٩٢١)	٠,٢٧٧- ** (٢,٢٩١-)	٠,٠١١- (١,٦٩٩-) ***	محفظة شهادات الإيداع المصرية

تشير العلامة\* إلى تحقيق القيمة دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٥%. وتشير العلامة\*\*\* إلى تحقيق دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠%.

وتشير نتائج النموذج السابق، إلى أنه بالنسبة لشهادات الإيداع الدولية الفردية، فإن عامل الأسهم الأساسية المقابلة للشهادات كان هو العامل الأكثر تأثيراً على التغيرات في عوائد هذه الشهادات، ثم يليه عنصر سعر الصرف. أما عنصر السوق المحلي، فعلى الرغم من وجود تأثير لهذا العنصر في نموذج العنصر الواحد الخاص بالسوق المحلي وكذلك نموذج العوامل الثلاث السابق، إلا أنه مع دخول العامل الرابع الخاص بالأسهم المحلية الأساسية لم يصبح لعامل السوق المحلي تأثيراً جوهرياً على عوائد شهادات الإيداع الدولية الفردية. وهو ما يوضح أن عامل الأسهم الأساسية هو العامل الأهم بالنسبة لهذه الشهادات الفردية من عامل السوق المحلي. كذلك فإنه مع دخول هذه العوامل المحلية لنموذج التحليل، لم يصبح لعامل السوق الدولي أي تأثير جوهري على عائدات الشهادات الدولية الفردية. هذا وقد حقق نموذج العوامل الأربعة السابق نتائج أفضل من النماذج السابقة في تفسير التباينات الخاصة بعوائد شهادات الإيداع الدولية الفردية. حيث بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج مع بعض الشهادات حوالي ٩٠% من التباينات في عوائدها.

أما بالنسبة لمحفظة شهادات الإيداع فعلى العكس من نتائج شهادات الإيداع الفردية، لم يكن لمحفظة الأسهم الأساسية أي تأثير جوهري على عوائد محفظة شهادات الإيداع الدولية. كما لم يقدم هذا النموذج أي قوة تفسيرية إضافية عن القوة التفسيرية التي قدمها النموذج السابق، وظلت عوامل السوق المحلي والسوق الدولي وسعر الصرف هي العوامل الأساسية المؤثرة على هذه المحفظة. كما ظل عنصر السوق المحلي هو العنصر الأساسي المؤثر على محفظة الشهادات، ثم يليه عنصر سعر الصرف، وأخيراً عنصر السوق الدولي.



هذا وبناءً على النتائج السابقة الخاصة بوجود تأثير جوهري لعامل عوائد الأسهم المحلية الأساسية على شهادات الإيداع الدولية، يتم قبول فرض الدراسة الخامس الخاص بوجود تأثير جوهري للتغيرات في عوائد الأسهم المحلية الأساسية على التغيرات في عوائد شهادات الإيداع الفردية المصرية، ورفض هذا الفرض بالنسبة للمحفظة المكونة من هذه الشهادات.

#### ثاني عشر: ملخص النتائج:

اهتمت الدراسة الحالية بدراسة العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية المسجلة بالأسواق الدولية، مقارنة بالعوامل المؤثرة على عوائد أسهمها الأساسية بالسوق المصري. وقد اعتمدت الدراسة على البيانات الخاصة بالعوائد الشهرية لشهادات الإيداع الدولية المصرية عينة الدراسة وأسهمها الأساسية بالسوق المحلية. وقد غطت الدراسة الفترة من يونيو ٢٠١١ وحتى ديسمبر ٢٠١٧، وهي فترة تعرضت فيها مصر لعدد من الازمات السياسية والاقتصادية، التي أدت لحدوث تغيرات كبيرة في أسعار الأسهم وانخفاضات كبيرة في سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي. وقد تم اختيار هذه الفترة لمعرفة مدى تأثير عوائد شهادات الإيداع الدولية بتلك الازمات والتغيرات المحلية مقارنة بالأسهم الأساسية. وقد قامت الدراسة بتحليل هذه البيانات باستخدام نموذج العامل الواحد ونموذج العوامل المتعددة. وتمثلت العوامل التي تم دراسة تأثيرها على عوائد شهادات الإيداع في عامل السوق المحلي، والسوق الدولي، وسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري، وأخيراً عامل الأسهم الأساسية بالسوق المصري. وقد جاءت النتائج الرئيسية للدراسة كما يلي:

أولاً: بالنسبة لعامل السوق الدولي، فعلى الرغم من ظهور تأثير للسوق الدولي على عوائد بعض شهادات الإيداع الدولية المصرية الفردية والمحفظة، إلا أن هذا التأثير كان محدوداً ولم يفسر سوى جزء محدود من التباينات الخاصة بعوائد هذه الشهادات.

كما أن تأثير عامل السوق الدولي على عوائد الأسهم الأساسية كان أكبر من تأثيره على عوائد شهادات الإيداع. كما اختفى هذا التأثير المحدود لعامل السوق الدولي مع دخول العوامل الأخرى إلى نموذج تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية الفردية. **ثانياً:** بالنسبة لعامل السوق المحلي فقد أظهرت النتائج تأثيراً جوهرياً لهذا العامل على عوائد شهادات الإيداع الدولية الفردية والمحفظة، حيث كان تأثير عامل السوق المحلي على عوائد شهادات الإيداع أكبر من تأثير السوق الدولي عليها. وقد جاء تأثير عامل السوق المحلي على عوائد شهادات الإيداع المصرية تأثيراً إيجابياً. مما يشير إلى أن قوة أو ضعف السوق المصري يؤدي إلى قوة أو ضعف شهادات الإيداع الدولية التابعة له. هذا وعلى الرغم من ظهور هذا التأثير الجوهري للسوق المحلي على عوائد شهادات الإيداع، إلا أن هذا التأثير لم يكن بنفس قوة تأثير السوق المحلي على عوائد الأسهم الأساسية. حيث تأثرت عوائد الأسهم الأساسية بالسوق المحلي بشكل جوهري كبير، كما استطاع هذا العامل تفسير جزء كبير من التغيرات في عوائدها.

**ثالثاً:** بالنسبة لعامل سعر الصرف، فقد أظهرت النتائج أن التغير في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري كان له تأثيراً عكسياً جوهرياً على عوائد شهادات الإيداع الدولية. وهو ما يشير إلى أن أزمة نقص العملات الأجنبية التي مر بها السوق المصري خلال فترة الدراسة، وما نتج عنها من ضعف في قيمة العملة المصرية وزيادة قيمة الدولار الأمريكي، قد أثر سلباً على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية. ويمكن إرجاع ذلك إلى أن ضعف قيمة العملة المصرية مقابل الدولار قد أثر سلباً على قيمة التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من شهادات الإيداع المصرية الدولية، مما أدى إلى انخفاض عوائد هذه الشهادات. أما عوائد الأسهم الأساسية فلم يكن لعامل سعر الصرف أي تأثير جوهري على عوائد هذه الأسهم سواء فردية أو كمحفظة.

رابعاً: بالنسبة للعامل الرابع وهو عامل الأسهم الأساسية، فقد كان هذا العامل هو العامل الأهم والأكثر تأثيراً على التغيرات في عوائد الشهادات الفردية. حيث أدى دخول هذا العامل إلى نموذج تحليل عوائد الشهادات الفردية إلى زيادة قدرة النموذج على تفسير جزء كبير من تباينات عوائد معظم هذه الشهادات. هذا وقد كان تأثير عامل الأسهم الأساسية على عوائد شهادات الإيداع التابعة لها تأثيراً إيجابياً. مما يشير إلى أن قوة أو ضعف السهم الأساسي بالسوق المحلي يؤدي إلى قوة أو ضعف شهادة الإيداع الدولية التابعة له. أما بالنسبة لعوائد المحفظة المكونة من شهادات الإيداع، فلم يحقق عامل محفظة الأسهم الأساسية أي تأثير جوهري على عوائد محفظة الشهادات، وظل عامل السوق المحلي هو العامل الأقوى تأثيراً على عوائد محفظة الشهادات.

خامساً: أن استخدام نموذج متعدد العوامل في تحليل عوائد شهادات الإيداع الدولية سواء الفردية أو المحفظة، كان هو الأفضل في تفسير التغيرات في عوائد هذه الشهادات. وعلى العكس من ذلك فإن نموذج العامل الواحد الي يشمل على السوق المحلي، كان هو الأفضل في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم الأساسية. حيث لم يقدم النموذج المتعدد العوامل أي نتائج إضافية جوهرياً في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم الفردية أو المحفظة.

وتأتي هذه النتائج السابقة لتوضح وجود فروق أساسية بين العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية وعوائد الأسهم الأساسية المقابلة لهذه الشهادات. ففي حين أن العامل الأساسي المؤثر على التغيرات في عوائد الأسهم المحلية كان هو عامل السوق المحلي، فإن عوائد شهادات الإيداع المصرية قد تأثرت بصورة جوهرياً بعدد من العوامل وليس بعامل واحد. هذه العوامل هي السوق المحلي وسعر صرف العملة المصرية والأسهم الأساسية، أما السوق الدولي فقد كان تأثيره محدوداً وغير جوهري في معظم الحالات. وبالتالي فإن العوامل المحلية هي العوامل الأقوى

والأكثر تأثيراً على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية. وتشير هذه النتائج إلى أنه على الرغم من وجود شهادات الإيداع الدولية المصرية بالأسواق الدولية، إلا أنها تعمل كأوراق أجنبية عن تلك الأسواق الدولية، حيث ترتبط تغيراتها بشكل أكبر بالتغيرات في العوامل المحلية وليست الدولية، وأن قوة أو ضعف هذه العوامل المحلية يؤدي إلى قوة أو ضعف عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية. ويشير ذلك إلى أن شهادات الإيداع الدولية المصرية تمثل بالنسبة للمستثمرين بتلك الأسواق الدولية فرصة لتنويع محافظهم دولياً دون الحاجة للدخول بشكل مباشر إلى السوق المصري. وفرصة أيضاً بالنسبة للشركات المصرية للحصول على رؤوس أموال أجنبية، دون الحاجة للوجود الفعلي في الأسواق العالمية. وهو ما يبعث على ضرورة العمل على تحسين ودعم تلك العوامل المحلية المؤثرة على عوائد هذه الشهادات، بما يحقق الهدف المرجو منها.

#### ثالث عشر: توصيات الدراسة:

وضحنا في الجزء السابق أن شهادات الإيداع الدولية المصرية تعمل بالأسواق الدولية كورقة أجنبية عن تلك الأسواق الدولية، وبالتالي تمثل فرصة للمستثمرين الأجانب لتنويع محافظهم دولياً دون الدخول مباشرة بالسوق المصري، وفرصة في ذات الوقت بالنسبة للشركات المصرية للحصول على رؤوس الأموال الأجنبية التي تحتاج إليها. وبناءً على ذلك توصي الدراسة الحالية بما يلي:

١- ضرورة العمل على تنشيط ودعم عملية إصدار هذه الشهادات الدولية المصرية بما يعمل على تزويد الشركات المصرية المصدرة بما تحتاجه من رؤوس أموال بالعملة الأجنبية.

٢- ضرورة العمل على دعم وتنشيط سوق الأسهم المصري ودعم وتنشيط الأسهم المحلية، اللذان يمثلان العاملين الأساسيين المؤثران على قوة وضعف شهادات

الإيداع الدولية المصرية، وبالتالي القدرة على جذب المستثمرين الأجانب بالأسواق الدولية للاستثمار بتلك الشهادات الدولية المصرية.

٣- ضرورة العمل على دعم الاقتصاد المصري بما يعمل على دعم العملة المصرية مقابل العملات الأجنبية، بما يؤثر بالإيجاب على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية، ويعمل على جذب المستثمرين الأجانب نحو الاستثمار بتلك الشهادات الدولية المصرية.

#### رابع عشر: اقتراحات لدراسات مستقبلية:

١- قامت الدراسة الحالية بدراسة العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية مقارنة بالعوامل المؤثرة على عوائد أسهمها الأساسية بالسوق المحلي المصري. وتقترح الدراسة إعادة هذه الدراسة لتتم المقارنة بين العوامل المؤثرة على شهادات الإيداع الدولية المصرية والعوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية التابعة لعدد من الدول الأخرى المختلفة.

٢- قامت الدراسة الحالية بدراسة العوامل المؤثرة على عوائد شهادات الإيداع الدولية المصرية مقارنة بأسهمها الأساسية خلال فترة خاصة مرت بها مصر بعدد من الأزمات والتقلبات من ٢٠١١ حتى ٢٠١٧. وتقترح الدراسة إعادة هذا التقييم بعد مرور عدد آخر من السنوات لمعرفة مدى التغير الحادث بتلك العوامل بعد مرور هذه الأزمات.

٣- قامت الدراسة الحالية بالتحليل باستخدام عدد محدود من شهادات الإيداع الدولية المصرية، وهي التي توافرت عنها البيانات خلال فترة الدراسة، وتوافقت كذلك مع شروط اختيار عينة الدراسة. وتقترح الدراسة إعادة هذا التحليل ليشمل عدداً آخر من الشهادات التي يمكن أن تتوافر عنها البيانات المطلوبة في المستقبل.

#### المراجع:

- 1- Abdel Aziz, Ahmed Samir, 2014, " **The impact of depositary receipts on the stock price volatility**", The Business & Management Review, Volume 5 Number 2.
- 2- Alaganar, V.T., Bhar, R., 2001, "**Diversification gains from American Depositary Receipts and foreign equities: evidence from Australian stocks**", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 11, 97–113.
- 3- Ansotegui, Carmen, Bassiouny, Aliaa and Tooma, Eskandar, 2013, "**The proof is in the pudding: Arbitrage is possible in limited emerging markets**", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 23, February 2013, Pages 342-357
- 4- Aquino, K.P. and Poshakwale, S., (2006), "**Price determinants of American Depositary Receipts (ADR): a cross sectional analysis of panel data**", Applied Financial Economics, 16, 1225-1237.
- 5- Arouri, Mohamed, Nguyen, Duc Khuong and Pukthuanthong, Kuntara, 2012, "**An international CAPM for partially integrated markets: Theory and empirical evidence**", Journal of Banking & Finance, 36, 2473–2493.
- 6- Bhatnagar, Vinod K., and Khan, Javed, 2015, "**Effect of Foreign Exchange Rate on ADR Returns: An Indian Evidence**", Pacific Business Review International, Volume 7, Issue 9.
- 7- Bin, Feng, Morris, Gay and Chen, Dar-Hsin, 2003, "**Effects of exchange-rate and interest-rate risk on ADR pricing behavior**", North American Journal of Economics and Finance Vol 14: 241–262.
- 8- Cheung, Oi Lin 2014, " **Market Impacts on ADR Returns – Revisited**", Journal of Accounting and Finance vol. 14(5).
- 9- Choi, Y. and Kim, D., (2000), "**Determinants of American Depositary Receipts and their underlying stock returns: Implications for international diversification.**

- International Review of Financial Analysis"**, 9 (4), 351-368.
- 10- Didia, Dal O., 2015, " **Emerging Markets, American Depository Receipts and International Diversification**", Journal of International Business and Economics, Vol. 3, No. 2, pp. 43-50.
- 11- Ely, David and Salehizadeh, Mehdi, 2001, "**American depository receipts: An analysis of international stock price movements**", International Review of Financial Analysis, 10, 343-363.
- 12- Eun, C., Janakiramanan, S., 1986, "**A model of international asset pricing with a constraint on the foreign equity ownership**", Journal of Finance 41, 897–913.
- 13- Eun, C., Claessens, S. and Jun, K.W., 1995, "**International trade of assets, pricing externalities and the cost of capital**", Pacific Basin Finance Journal, Vol.3, 31–35.
- 14- Errunza, V., Losq, E., 1985, "**International asset pricing under mild segmentation: theory and test**", Journal of Finance, Vol. 40, 105–124.
- 15- Esqueda, Omar A. and Jackson, Dave O., 2012, "**Currency depreciation effects on ADR returns: evidence from Latin America**", Journal of Economics and Finance, 36(3), 691-711.
- 16- Fag, Hsing and Loo, Jean, 2002, "**Pricing of American Depository Receipts under Market Segmentation**", Global Finance Journal, Vol.13, 237–252.
- 17- Fama, Eugene F., 1965, "**The Behavior of Stock-Market Prices**", The Journal of Business Vol. 38, No. 1, pp. 34-105.
- 18- Hao, Chen Liu, 2013, "**The Effect of Eurozone Crisis on Eurozone ADR Pricing**", Journal of International Business Research, Volume 12, Number 1

- 19- Jiang, C. X. (1998), "**Diversification with American deposit receipts: The dynamics and the pricing factors**". Journal of Business Finance & Accounting, 25, 683-99.
- 20- Jithendranathan, Thadavillil , Nirmalanandan T.R. and Tandon, Kishore, 2000, " **Barriers to international investing and market segmentation: Evidence from Indian GDR market**", Pacific-Basin Finance Journal, Vol.8, 399–417.
- 21- Kadapakkam, Palani-Rajan, 2003, "Return Linkages between Dual Listings under Arbitrage Restrictions: A Study of Indian Stocks and Their London Global Depository Receipts", The Financial Review, Volume 38, Issue 4, Pages: 497-633.
- 22- Kim, Minho, Szakmary, Andrew and Mathur, Ike, 2000, **Price transmission dynamics between ADRs and their underlying foreign securities**", Journal of Banking & Finance, Vol. 24: 1359-1382.
- 23- Kutan, Ali, and Zhou Haigang, 2006, "**Determinants of returns and volatility of Chinese ADRs at NYSE** ", Journal of Multinational Financial Management, 16, 1–15.
- 24- Liang, Y., and Mougoue, M., 1996, "**The pricing of foreign exchange risk: evidence from ADRs**", International Review of Economics and Finance, Vol.5, 377–385.
- 25- Lee, Chien, Chang, [Chi](#) and Chen, [Mei](#), 2014, "**Industry co-movements of American depository receipts: Evidences from the copula approaches**", [Economic Modelling Volume 46](#), Pages 301-314.
- 26- Patel, S A, 2015, "**ADRs and underlying stock returns: empirical evidence from India**", [AI & SOCIETY](#), Volume 30, [Issue 2](#), pp 299–310.
- 27- Patro, D., K., 2000, "**Return behavior and pricing of American Depository Receipts**", [Journal of International Financial Markets Institutions and Money](#)10(1):43-67.



- 28- Sakr Ahmed and El Halaby Yahia, 2015, **Market Efficiency and Arbitrage Opportunities, The Case of Egyptian Global Depository Receipts**", European Journal of Business and Management, ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online), Vol.7, No.8.
- 29- Sharpe, William F. (1964), "**Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk**". Journal of Finance. 19 (3): 425–442.
- 30- Yang, Ming Jing, 2017, "**Risk-Return Dynamics of Cross-listed Stocks**", Accounting and Finance Research Vol. 6, No. 4.

