

أثر بعض المتغيرات النقدية على أسعار أسهم شركات الخدمات المالية بالتطبيق على قطاع الخدمات المالية غير المصرفية في البورصة المصرية

د. محمد وهدان

مدرس بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة عين شمس

مستخلص

تهدف هذه الدراسة إلي بحث أثر المتغيرات النقدية علي أسعار أسهم شركات الخدمات المالية غير المصرفية المدرجة في البورصة المصرية في الفترة من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٥ , وتمثل المتغيرات محل الدراسة معدل التضخم الأساسي علي أساس سنوي , و أسعار الفائدة اليلة الواحدة, وسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي , بينما أسعار أسهم شركات الخدمات المالية غير المصرفية ممثلة في مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية . وقد أستخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Technique وأشارت نتائج التحليل إلي أن هناك تأثير معنوي لمعدل التضخم علي مؤشر أسهم الخدمات المالية غير المصرفية , بينما لا يوجد أثر جوهري لكل من سعر الصرف و سعر الفائدة اليلة الواحدة.

الكلمات المفتاحية:

معدل التضخم - Inflation Rate

أسعار الفائدة - Interest Rates

سعر الصرف - Exchange Rate

أسعار أسهم الشركات المالية - Financial Firms Stock Prices

أولا : المقدمة

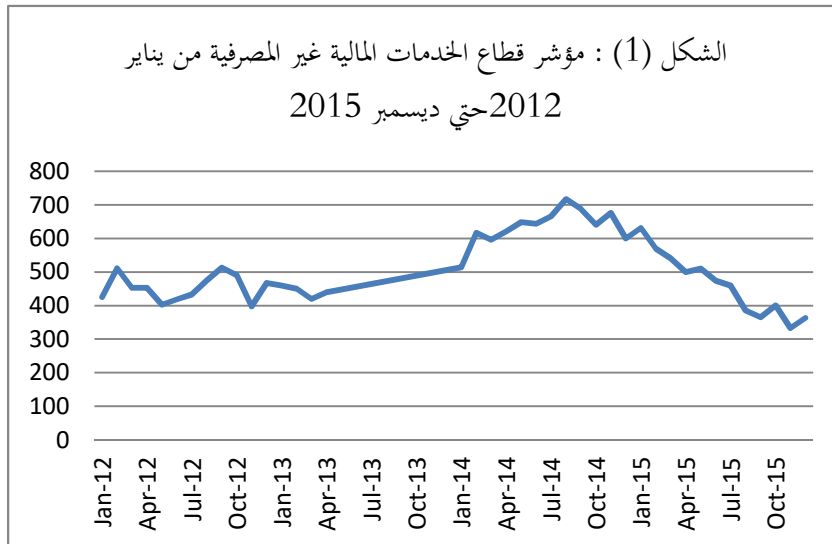
يعتبر البنك المركزي المصري المؤسسة الأولى المعنية بالسياسات النقدية والتي يقوم بوضعها في ظل المتغيرات الاقتصادية المختلفة ولعل من أهم تلك المتغيرات معدل التضخم والذي يعتبر الهدف الأساسي للسياسة النقدية وفقا لقانون النقد قانون رقم ٨٨ لعام ٢٠٠٣ والذي ينص في مادته الخامسة علي هدف البنك المركزي وهو تحقيق الأستقرار في الأسعار وسلامة القطاع المصرفي , وبالإضافة إلي ذلك يعتبر البنك المركزي هو الجهة المسؤولة عن تنظيم سوق الصرف وذلك وفقا للإدوات التي حددها القانون نفسه .

ولعل القطاع الأقتصادي الأبرز الذي يتأثر بتلك المتغيرات هو القطاع المالي بجانبه اولا الجانب المصرفي وثانيا جانب شركات الخدمات المالية غير المصرفية , وهي تمثل كل من شركات التأمين وإعادة التأمين , صناديق الاستثمار و شركات الوساطة المالية , وتتميز هذه الشركات عن الشركات غير المالية من حيث تعرضها للمخاطر بالاخص المخاطر المرتبطة بكل من التضخم و سعر الفائدة و سعر الصرف , وقد سبق وقامت الكثير من الأدبيات بدراسة أثر تلك العوامل علي أسعار الأسهم بشكل عام , ولكن نظرا لطبيعة وأهمية هذا القطاع بالنسبة للبورصة المصرية حيث بلغت حجم التداول ٤٢٦٦,٤ مليون ورقة خلال الربع الثاني من عام ٢٠١٧ وهو ثاني اعلي معدل بعد قطاع العقارات وذلك بقيمة تداول بلغت ١٢٠٦٠,١ مليون جنيه وهي اعلي قيمة تداول في الربع الثاني لعام ٢٠١٧ (وفقا للتقرير ربع السنوي الصادر عن البورصة المصرية) وذلك مع العلم ان القطاع يعتبر في المركز الرابع من حيث رأس المال السوقي وذلك في نهاية النصف الاول من عام ٢٠١٧ تلك العوامل تدل علي أهمية القطاع وذلك بالإضافة لطبيعة أنشطة

القطاع من عمليات التأمين و إعادة التأمين والاستثمار وعمليات الوساطة المالية والتي ترتبط بشكل وثيق بالتغيرات التي تحدث في السياسات النقدية ولذلك قام الباحث بدراسة أثر تلك العوامل علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية .

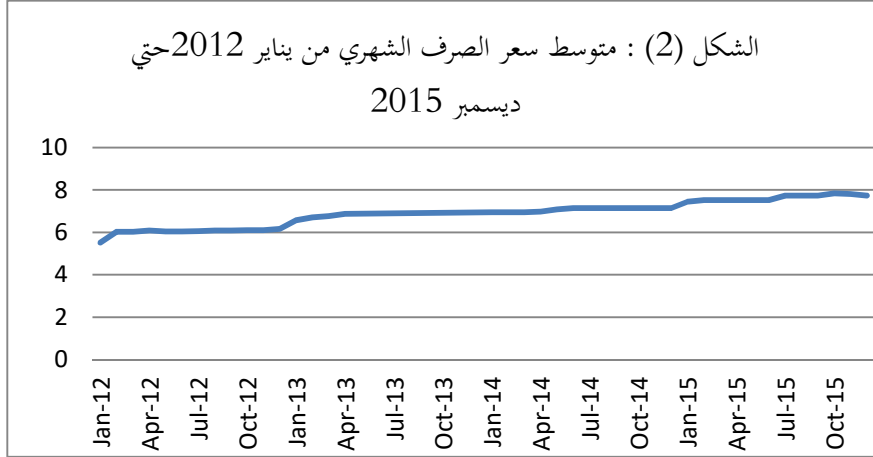
ثانياً : طبيعة المشكلة

توضح الأشكال التالية تطور كل من مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية , و سعر الصرف و معدلات التضخم , أسعار الفائدة , و سعر الصرف , خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٥ (تم أستبعاد الفترة من مايو

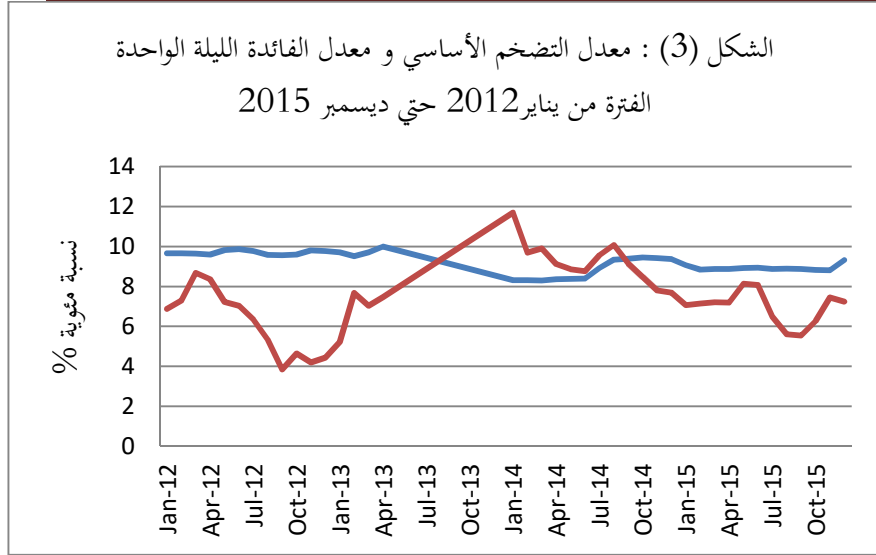


٢٠١٣ حتى ديسمبر ٢٠١٣ لتجنب أثر التقلبات السياسية في تلك الفترة).

المصدر : الموقع الرسمي للبورصة المصرية



المصدر : البنك المركزي المصري



المصدر : البنك المركزي المصري

إن تطور مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية يمثل ظاهرة تستحق الدراسة , خاصة في ظل العلاقة بينه وبين التغيرات الاقتصادية التي يمر بها السوق المصري من ارتفاعات في معدلات التضخم , أسعار الفائدة و سعر الصرف , وتتمثل أسئلة البحث فيما يلي :

هل هناك تأثير معنوي لمعدل التضخم علي مؤشر قطاع الخدمات المالية

غير المصرفية؟

هل هناك تأثير معنوي لمعدل سعر الفائدة علي الأيداع علي مؤشر قطاع

الخدمات المالية غير المصرفية؟

هل هناك تأثير معنوي لمعدل سعر الفائدة علي الأقرض علي مؤشر

قطاع الخدمات المالية غير المصرفية؟

هل هناك تأثير معنوي لسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية؟

ثالثاً : الدراسات السابقة

الدراسة (Sung (1990) ، قامت بإعادة النظر في حساسية بين أسعار الفائدة و عوائد الأسهم العادية للشركات المالية. (١) التغيرات الحالية والمتوقعة وغير المتوقعة في أسعار الفائدة. (٢) الشركات التي تقبل ودائع "المصرفية" و الشركات التي لا تقبل ودائع غير "المصرفية". وتشير النتائج لتأثير السلبي قوي للتغيرات الحالية وغير المتوقعة في أسعار الفائدة. وعلماً الرغم من ملاحظة بعض الاستثناءات، فإن عوائد أسهم معظم القطاعات الفرعية للشركات المالية وغير المالية ليست حساسة للتغيرات المتوقعة في أسعار الفائدة.

Dinenis, & Staikouras (1998) الهدف من هذه الدراسة هو قياس تأثير التغيرات في أسعار الفائدة على عائدات الأسهم العادية من محافظ المؤسسات المالية في المملكة المتحدة. والمجموعات الخمس للمؤسسات المالية التي تم فحصها هي المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وشركات الاستثمار العقاري وشركات التمويل. بالإضافة إلى ذلك، يتم النظر في عينة واسعة من الشركات غير المالية , لأغراض المقارنة. يتم استخدام نموذج المؤشر الثاني لاختبار تأثير التغيرات الحالية وغير المتوقعة في أسعار الفائدة. كما تم إدخال عنصر من التقلبات في عائدات السوق في نموذج من ثلاثة مؤشرات لقياس أثر التغير في أسعار الفائدة على عوائد هؤلاء الوسطاء الماليين. وينشأ اثنان من الآثار الرئيسية من هذه الورقة بالنسبة للشركات المالية وغير المالية على السواء. يبدو أولاً وجود علاقة سلبية كبيرة بين عائدات الأسهم العادية والتغيرات في أسعار الفائدة. ويرتبط العائد المشترك الثاني وتغير أسعار الفائدة بمعامل إيجابي كبير.

وقام بحث كل من Timothy W Koch, Andrew Saporoschenko, (2001) بدراسة حساسية عائدات الأسهم الفردية والمحفظة للشركات المالية الأفقية كيريتسو keiretsu اليابانية إلى تغييرات غير متوقعة في عوائد السوق، وأسعار الفائدة (ممثلة في عوائد السندات الحكومية)، وتغيرات سعر الصرف. وتشير النتائج إلى أن عائدات أسهم شركات كيريتسو المالية كثيرا ما تظهر ردود فعل سلبية لزيادات أسعار الفائدة. وتشير النتائج أيضا إلى أن الشركات المالية كيريتسو لديها مخاطر أعلى من المتوسط في السوق ولكنها لا تتأثر بدرجة كبيرة بتغيرات سعر الصرف. هناك أدلة ضعيفة على أن التعرض للمخاطر، كما تقاس بيتا، أكبر عندما يكون التماسك المالي لشركات كيريتسو أكبر.

ويتعلق Ewing (2002) بحث برد فعل مؤشر NASDAQ المالي ١٠٠ إلى أخبار الاقتصاد الكلي. وتوظف الورقة التقنية التي تم تطويرها حديثا لتحليل الاستجابة النبضية المعقدة لدراسة كيف تؤثر صدمات الاقتصاد الكلي على أداء القطاع المالي. وتحدد النتائج حجم واستمرارية استجابة عائدات أسهم الشركات المالية الناشئة عن الصدمات إلى موقف السياسة النقدية والنتائج الحقيقي والتضخم والمخاطر. وتضيف النتائج إلى الأدبيات المتعلقة بمحددات أسعار أسهم القطاع المالي والعلاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الكلي

في حين ركزت دراسة عبد الفضيل (٢٠٠٥) على أثر السياسة النقدية على سوق المال خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٤ وقد توصلت الدراسة إلى مايلي :
 (١) وجود أثر معنوي لسعر الصرف على مؤشر سوق المال (٢) وجود أثر معنوي لكل من معدل العائد على اذون الخزانة و الائتمان المحلي على قيمة الاصدارات و قيمة التداول

بينما ركزت دراسة Ding Du (٢٠٠٦) علي السياسة النقدية من منظور كل من التضخم و صدمات العرض حيث توصلت إلي أنه تتوقف العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم على كل من نظام السياسة النقدية والأهمية النسبية لصدمات الطلب والعرض. وتشير النتائج إلى أن العلاقة الإيجابية بين عوائد الأسهم والتضخم في الثلاثينيات ترجع أساسا إلى السياسة النقدية المؤيدة للدورات الاقتصادية بقوة، في حين أن العلاقة السلبية القوية بين عائدات الأسهم والتضخم خلال الفترة ١٩٥٢-١٩٧٤ ترجع إلى حد كبير إلى صدمات العرض التي كانت أكثر أهمية نسبيا في تلك الفترة.

وتستكشف دراسة Artikis, Panayiotis G. and Kalotychou, Elena and Staikouras, Sotiris K. (2007) العلاقة بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل وعائد الأسهم في صناعة الخدمات المالية في المملكة المتحدة. واستنادا إلى نظرية تسعير التحكيم، تسع هذه الدراسة إلى الإجابة على أسئلة الحساسية والأسعار باستخدام تحليل متعدد المتغيرات غير الخطية على أساس نموذج SURE من خلال فرض قيود عبر وداخل المعادلة على المعلمات المقدرة. ويكشف التحليل الاقتصادي القياسي عن وجود أثر سلبي كبير في أسعار الفائدة على عائد الأسهم في صناعة الخدمات المالية في المملكة المتحدة

وركزت دراسة Fuertes, Ana-Maria and Heffernan, Shelagh,(2009) علي اختبار عدم التجانس في آلية نقل سعر الفائدة باستخدام عينة كبيرة من ٦٦٢ تاريخا شهريا لأسعار الفائدة في شركات التجزئة المالية (١٩٩٣-٢٠٠٤) على سبعة منتجات رئيسية للإيداع والقروض. وتشير النتائج بأن أسعار الفائدة الرسمية والتجزئة المالية تتحرك معا على المدى الطويل تدعمها البيانات. وتشير الدلائل إلى عدم تجانس بين المنتجات المختلفة، ولكن هناك

اختلافات ملحوظة بين الشركات المالية في الطريقة التي تعدل بها معدلاتها مع تعديل الأسعار الرسمية للفائدة التي يمكن أن تعرقل تحقيق أهداف السياسة النقدية.

بينما تشير دراسة *Samy Bennaceur, Adel Bouhrara and Samir Ghazouani (2009)* إلى طبيعة العلاقة بين تحركات أسعار الأصول والسياسة النقدية و النتائج الأساسية التي تطرحها هذه الدراسة فهي: (١) في البحرين وعمان والأردن والسعودية، تبدو السياسة النقدية ذات تأثير معنوي عالي على عائدات سوق الأسهم، (٢) لا تؤثر السياسات النقدية في كل من تونس والمغرب، وبدرجة أقل في مصر، ذات تأثيرا غير معنوي على أسعار الأسهم. (٣) ردود الفعل للسياسات النقدية بالنسبة لتحركات أسعار الأسهم أبعد ما تكون عن التجانس، فبينما تستجيب السلطات النقدية في كل من السعودية والأردن للزيادة في عائدات سوق الأسهم، لا تبدي الدول الأخرى أي رد فعل.

تبحث دراسة *Michael D. Bordo, Michael J. Dueker and David C. Wheelock (2009)* العلاقة بين التضخم والسياسة النقدية وظروف سوق الأسهم الأمريكية خلال النصف الثاني من القرن العشرين. وتستخدم القيمة المعرضة للمخاطر المتغيرة الكامنة لتقدير أثر التضخم وصددمات الاقتصاد الكلي الأخرى على مؤشر سوق الأسهم. وتهدف إلى التحقيق في مدى مساهمة مختلف الصدمات في ظروف السوق، وفوق آثارها المباشرة على أسعار الأسهم الحقيقية. ونجد أن صدمات التضخم السالبة *disinflation* تؤدي إلى ازدهار الأسواق، وتساهم صدمات التضخم في حدوث هبوط في السوق. وعلاوة على ذلك، نجد أن صدمات التضخم يمكن أن تفسر المزيد من التباين في أسعار الأسهم الحقيقية عندما تؤخذ ظروف سوق الأوراق المالية في الاعتبار.

في حين ركزت دراسة Czajka, , Scholz & Wilkens, Marco (2010) علي حساسية أسعار الفائدة لعائدات الأسهم بالتطبيق علي الشركات المالية وغير المالية في ألمانيا وقد توصلت لما يلي : (١) بغض النظر عن الصناعة المعتبرة، فإن معايير مخاطر أسعار الفائدة للشركات الألمانية حققت في الغالب مكافأة إيجابية. (٢) تجاوزت العوائد من معايير مخاطر أسعار الفائدة للمؤسسات المالية بشكل ملحوظ من الشركات غير المالية. (٣) المستثمر الذي لا يتحمل أي شيء إلا أن متوسط مخاطر أسعار الفائدة لدى المؤسسات المالية الألمانية كان سيكون قد حقق عائد متوسط أو حوالي ٧٠٪ من إجمالي عائدات الأسهم المقابلة. (٤) أن معايير مخاطر أسعار الفائدة لقطاع التأمين الألماني أعلى بكثير من تلك التي تتبعها البنوك الألمانية

وبالنسبة لدراسة دعبس، (٢٠١١) فقد ركز علي أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية علي أسعار الأسهم، قبل و خلال الازمة المالية العالمية في ٢٠٠٨ ، وقد توصلت النتائج إلي وجود أثر معنوي لكل من المعروض النقدي و أسعار الفائدة علي أسعار الأسهم قبل وخلال الازمة المالية ، في حين اختلفت النتائج بالنسبة لمعنوية العلاقة بين سعر الصرف و أسعار الأسهم قبل وخلال الازمة حيث توجد علاقة معنوية قبل الازمة المالية بين سعر الصرف و أسعار الأسهم ، في حين العلاقة بين سعر الصرف و أسعار الأسهم غير معنوية خلال الازمة المالية ، وبالنسبة للتضخم توصلت الدراسة لوجود علاقة غير معنوية بينه وبين أسعار الأسهم قبل و خلال الازمة المالية العالمية.

وتستخدم دراسة Choi, Jaewon , Richardson, Matthew P. and Whitelaw, Robert,(2014) أولوية هيكل رأس المال من أجل فهم أفضل للعلاقة بين عائدات أسهم الشركات وتغيرات أسعار الفائدة (أي الأستمرارية). وتبين

لنا نظرياً، وباستخدام مجموعة من البيانات الجديدة، تؤكد أن الأوراق المالية ذات الأولوية الأقل في هيكل رأس المال، مثل الديون الثانوية أو المتعثرة والأسهم، لها فترات (أي الأستمرارية) منخفضة أو حتى سلبية لأن هذه الأوراق المالية ذات أولوية فعالة قصيرة . ولهذه النتيجة انعكاسات مهمة على (١) الترابط المتغير زمنياً بين سوق الأسهم والسندات الحكومية، (٢) استخدام عوامل السندات لنماذج تسعير الأصول متعددة العوامل والتنبؤ بعوائد السندات والأوراق المالية، (٣) تأثير فيشر والتضخم، و (٤) بيتا سندات الشركات.

وركز كل من William O. Brown , Dayong Huang and , Fang Wang (2016) علي الحساسية المرتفعة لعائدات الأسهم إلى التضخم حيث تشير تلك الحساسية إلى أن قيمة هذه الأسهم تتأثر بشكل كبير بتضخم (وهم) التضخم "التضخم الوهمي". حيث قامت ببناء عامل وهم التضخم من خلال شراء الأسهم ذات الحساسيات المرتفعة للتضخم وبيع الأسهم ذات الحساسيات المنخفضة للتضخم. وتحقق هذه الاستراتيجية عائد حوالي ٥٪ سنوياً ويتم تسعيره في عائدات الأصول المقطعية. وتتعرض أسهم النمو المنخفض لمخاطر وهم التضخم أكبر من نظيراتها، كما أنها تعاني انخفاض تسعيرها في ظل التضخم المرتفع.

في حين فسرت Victoria Atanasov, (2016) الاختلافات في العائدات الإضافية للأسهم بسبب حساسياتها إزاء مخاطر أسعار الفائدة المشروطة. وتوصلت النتائج ما يلي : (١) تتأثر أسهم القيمة بشكل خاص بالحركات الصاعدة في نمو أسعار الفائدة (٢) تتفاعل أسهم النمو بقوة مع التحركات الهبوطية في نمو أسعار الفائدة. واتساقاً مع نظرية تسعير الأصول، فإن مخاطر سعر الفائدة الصعودي تدفع علاوة سلبية أعلى من العلاوة المرتبطة بمخاطر أسعار الفائدة الهبوطية.

في حين قامت دراسة Neuhierl, Andreas and Weber, Michael,(2016) ببناء منحنى من التغييرات في العقود المستقبلية لأسعار فائدة الاحتياطيات الفيدرالية في آجال مختلفة. المنحدر يتنبأ عوائد الأسهم في التردد الأسبوعي: كلما ذات سرعة تخفيف السياسة النقدية يتوقع عائداً إضافية للأسهم . يمكن للمستثمرين تحقيق زيادات في نسب شارب الأسبوعية حتي ٢٠٪ بناء على عامل المنحدر. وتتصل نبرة الخطابات التي يلقها رئيس لجنة السوق المفتوحة (FOMC) بعامل المنحدر. المنحدر يتنبأ بالتغيرات في أسعار الفائدة المستقبلية والتنبؤات المتوقعة من المتنبئين المهنيين. وتبين النتائج التي توصلنا إليها أن مسار أسعار الفائدة المستقبلية جوهري بالنسبة لأسعار الأصول، وأن السياسة النقدية تؤثر على أسعار الأصول على مدار السنة وليس فقط في اجتماعات لجنة السوق المفتوحة.

تهدف دراسة Taufeeq Ajaz, Md Zulquar Nain, Bandi Kamaiah, Naresh Kumar Sharma, (2017) إلى التحقق من التفاعلات الديناميكية بين المتغيرات النقدية والمالية في السياق الهندي. وقد طبق الباحثون نموذج الانحدار الذاتي المتماثل الذي تم تطويره مؤخراً (ARDL) بواسطة شين إيت آل. (٢٠١٤)، للكشف عن عدم اللامركزية التي تركز على التباين على المدى الطويل والقصير المدى بين المتغيرات الاقتصادية. وتشير النتائج إلى وجود رد فعل غير متماثل للتغير في أسعار الأسهم بالنسبة لكل من أسعار الفائدة وسعر الصرف في العينة الكاملة، وكذلك في مرحلة ما قبل الأزمة المالية. ومع ذلك، لم يتم العثور على نفس رد الفعل غير المتماثل في فترة ما بعد الأزمة. وتشير النتائج كذلك إلى أن السياسات النقدية الضيقة تبدو وكأنها تحجم أسعار الأسهم، أكثر من قدرت السياسات نقدية الواسعة علي تحفزها.

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من النواحي التالية :

- ركز اغلب الباحثين علي أثر السياسات النقدية من خلال عدد عوامل من أهمها معدل التضخم , سعر الصرف و سعر الفائدة ولكن لم تقوم اي دراسة بقياس أثرهم مجتمعين علي قطاع الخدمات المالية غير المصرفية , وفقا لمعرفة الباحث
- لا توجد دراسات سابقة قامت بدراسة أثر الثلاث متغيرات معا علي أسعار أسهم شركات الخدمات المالية المدرجة في البورصة المصرية وفقا لعلم الباحث .

رابعاً : فروض البحث

يقوم البحث علي إختبار مدي صحة الفروض التالية :

١. لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لمعدل التضخم علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية
٢. لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لسعر الصرف علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية
٣. لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لسعر الفائدة اليلة الواحدة علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية

خامساً : أهداف البحث وأهميته

يهدف البحث إلي التحقق من مدي صحة فرضيات البحث , وتحديد أثر كل من معدل التضخم , سعر الصرف و أسعار الفائدة علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية .

وترجع أهمية البحث في سد الفجوة البحثية محل مشكلة البحث عن طريق توسيع نطاق الدراسات الحالية حول العلاقة بين معدل التضخم , سعر الصرف , أسعار الفائدة و مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية والتطبيق علي

البورصة المصرية لتحديد مدى جوهرية تلك العلاقة , وخلافا لمعظم الدراسات في الأدبيات السابقة التي تطرقت لأثر تلك المتغيرات علي أسعار أسهم شركات الخدمات المالية . تعد هذه هي الدراسة الأولى في نطاق معرفة الباحث تقوم بدراسة أثر تلك المتغيرات علي أسعار أسهم شركات الخدمات المالية بالتطبيق علي البورصة المصرية .

سادساً : متغيرات البحث

يوضح الجدول التالي المتغيرات المستخدمة في البحث ورموزها وطريقة حسابها :

جدول (١) : متغيرات الدراسة

المتغير	رمزه	المصدر	ملاحظات
مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية	Y	البورصة المصرية	متوسط شهري
معدل التضخم	X1	البنك المركزي	الأساسي علي أساس سنوي
سعر الصرف	X2	البنك المركزي	متوسط شهري
سعر الفائدة الليلة الواحدة	X3	البنك المركزي	متوسط شهري

سابعاً : إختبار فروض البحث

ويتناول الباحث في هذا الجزء من الدراسة الفروض العدمية الثلاثة الرئيسية محل الدراسة , وأختبارها وذلك باستخدام عينة من المشاهدات الشهرية للمتغيرات . والتي تمثل سلسلة زمنية من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٥^١ , ثم عرض نتائج تلك الاختبارات وذلك علي النحو التالي :

أستخدم الباحث أختبار كولمجروف - سمرنوف One-Sample Kolmogorov Smirnov بفرض إجراء مبدئي لمعرفة ما إذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي

-وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول (٢) : نتائج أختبار كولمجروف سمرنوف One-Sample

Kolmogorov Smirnov

Hypothesis Test Summary

	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The distribution of Y is normal with mean 509.089 and standard deviation 103.62.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.485	Retain the null hypothesis.
2	The distribution of X1 is normal with mean 7.396 and standard deviation 1.72.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.665	Retain the null hypothesis.
3	The distribution of X2 is normal with mean 6.896 and standard deviation 0.66.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.209	Retain the null hypothesis.
4	The distribution of X3 is normal with mean 9.209 and standard deviation 0.51.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.411	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is .05.

تم أستبعاد الفترة من شهر مايو ٢٠١٣ حتى شهر ديسمبر ٢٠١٣ تجنباً لأثر الأحداث السياسية التي حدثت في تلك الفترة

ويتضح من النتائج الواردة بالجدول السابق مايلي :

١. قبول الفرضية العدمية أن بيانات مؤشر الخدمات المالية Y تتبع التوزيع الطبيعي وذلك عند مستوي معنوية (٠,٠٥) وذلك لأن قيمة (Sig) . المقابلة لسعر الصرف تساوي (٠,٤٨٥) وهي أكبر من مستوي المعنوية المذكور (٠,٠٥).
٢. قبول الفرضية العدمية أن معدل التضخم الأساسي X1 تتبع التوزيع الطبيعي وذلك عند مستوي معنوية (٠,٠٥) وذلك لأن قيمة (Sig) . المقابلة لسعر الصرف تساوي (٠,٦٦٥) وهي أكبر من مستوي المعنوية المذكور (٠,٠٥) .
٣. قبول الفرضية العدمية أن بيانات سعر الصرف X2 تتبع التوزيع الطبيعي وذلك عند مستوي معنوية (٠,٠٥) وذلك لأن قيمة (Sig) . المقابلة لسعر الصرف تساوي (٠,٢٠٩) وهي أكبر من مستوي المعنوية المذكور (٠,٠٥) .
٤. قبول الفرضية العدمية أن بيانات سعر الفائدة الليلة الواحدة داخل الخدمات المالية غير المصرفية X3 تتبع التوزيع الطبيعي وذلك عند مستوي معنوية (٠,٠٥) وذلك لأن قيمة (Sig) . المقابلة لسعر الصرف تساوي (٠,٤١١) . وهي أكبر من مستوي المعنوية المذكور (٠,٠٥) .

وبناء على النتائج السابقة استخدم الباحث عدة اختبارات ونماذج إحصائية المعلمية للتحقق من صحة أو عدم صحة الفروض الرئيسية محل الدراسة وهي :

- نموذج أرتباط بيرسون بغرض التعرف على مدى قوة أو ضعف العلاقة بين كل من المتغيرات محل الدراسة.

- نموذج تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Technique للتحقق من فروض الدراسة الأساسية وتحديد مدي تأثير كل من معدل التضخم , سعر الصرف و أسعار الفائدة علي أسعار أسهم شركات الخدمات المالية, ومن ثم تقدير المعالم الأحصائية المطلوبة لحساب القيم التنبؤية للمتغير التابع.
- نموذج تحليل الانحدار التدريجي Stepwise Regression Technique لتحديد أي المتغيرات الأكثر تأثيرا في النموذج .

ويوضح الجدول التالي نتيجة اختبار ارتباط بيرسون

جدول (٣) : مصفوفة نتائج اختبار ارتباط بيرسون

Correlations

		Y	X1	X2	X3
Y	Pearson Correlation	1	.554**	.149	-.362*
	Sig. (2-tailed)		.000	.359	.022
	N	40	40	40	40
X1	Pearson Correlation	.554**	1	.251	-.521**
	Sig. (2-tailed)	.000		.119	.001
	N	40	40	40	40
X2	Pearson Correlation	.149	.251	1	-.637**
	Sig. (2-tailed)	.359	.119		.000
	N	40	40	40	40
X3	Pearson Correlation	-.362*	-.521**	-.637**	1
	Sig. (2-tailed)	.022	.001	.000	
	N	40	40	40	40

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ويتضح من النتائج الواردة بالجدول السابق مايلي :

١. توجد علاقة ارتباط قوي مؤثرة بين كل من ($X1$ β $Y1$) ، حيث بلغ قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (٠,٥٥٤) وهو ارتباط معنوي عند مستوي معنوية (٠,٠١) β وذلك لأن قيمة (Sig.) المقابلة لمعامل الارتباط تساوي (٠,٠٠) β وهي أقل من مستوي المعنوية المذكور
٢. توجد علاقة ارتباط طردية ضعيفه بين كل من ($X2$ β $Y1$) ، حيث بلغ قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (٠,١٤٩) β وقد ثبت عدم معنويتها عند مستوي معنوية (٠,٠٥) β وذلك لأن قيمة (Sig.) المقابلة لمعامل الارتباط تساوي (٠,٣٥٩) β وهي أكبر من مستوي المعنوية المذكور
٣. توجد علاقة ارتباط عكسية ضعيفة بين كل من ($X3$ β Y) ، حيث بلغ قيمة معامل الارتباط الأرتباط بين المتغيرين (-٠,٣٦٢) β وقد ثبت معنويتها عند مستوي معنوية (٠,٠٥) β وذلك لأن قيمة (Sig.) المقابلة لمعامل الارتباط تساوي (٠,٠٢٢) β وهي تقل عن مستوي المعنوية المذكور.

وفي ضوء تلك النتائج يمكن رفض الفرضية العدمية الأولى والثالث وهم بعدم وجود تأثير معنوي بين كل من ($Y1$, $X1$) و ($Y1$, $X2$) ، وقبول فرضية العدم الثانية ، خلال فترة الدراسة من شهر يناير ٢٠١٢ وحتى شهر ديسمبر ٢٠١٥ ، وذلك عند مستوي معنوية (٠,٠٥)

أما عن نتائج اختبار الفروض باستخدام نموذج الأنحدار المتعدد ، فقد أشارت النتائج

بأستخدام البرنامج الجاهز SPSS إلي أن النموذج المقدر يأخذ الشكل التالي:

$$\hat{Y} = +647.90 + 29.63 X1 - 11.06 X2 - 30.58 X3$$

t	3.03	-0.388	-0.734
Sig.	0.004	0.700	0.468
N = 40	R = 0.56	R ² = 0.31	F = 5.563 Sig = 0.003

ويتضح من النتائج مايلي :

- ثبوت معنوية النموذج ككل وفقا لاختبار (F) , وذلك عن مستوى معنوية (٠,٠١) حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.003) وهي تقل عن مستوى المعنوية المذكور , كما وصلت قيمة معامل التحديد للنموذج إلي (R2 = 0.31) تقريبا , ويسير ذلك إلي ارتفاع القدرة التفسيرية للنموذج , لأن النموذج يشرح 31% من التغير في مؤشر شركات الخدمات المالية (Y) والباقي يرجع لعوامل أخرى .
- ثبوت معنوية المعامل المقدر للمتغير الأول معدل التضخم, حيث يتضح من فحص قيم الأحصاء (t) للمعامل المقدر (معامل المتغير X1) وفحص معنوية المقابلة له (Sig) نجد انها تقل عن مستوى المعنوية المحدد (٠,٠١) , ويشير ذلك لثبوت معنوية هذا المعامل , وتشير النتائج إلي ان للتضخم أثر ايجابي علي أسعار أسهم شركات الخدمات المالية ارتفاع ١ وحدة في معدل التضخم (١%) في معدل التضخم الأساسي علي أساس سنوي) يتسبب في ارتفاع ٢٩,٦٣ وحدة (نقطة) في مؤشر الخدمات المالية
- أما بالنسبة لسعر الصرف و معدل سعر الفائدة الليلة الواحدة فقد توصلت النتائج إلي ان هناك أثر سلبي غير معنوي لكل منهما , وعدم معنوية المعاملات المقدره لكل منهما , حيث يتضح من فحص قيم الأحصاء (t) للمعاملات المقدره (معاملات المتغيرات X1, X2) وفحص المعنوية المقابلة لكل منهما (Sig) نجد أنها أكبر من مستوى المعنوية المحدد (٠,٠١) , ويشير ذلك عدم معنوية هذا المعامل , وتشير النتائج إلي ان لكل من سعر الصرف و معدل أسعار الفائدة

أثر سلبي على أسعار أسهم شركات الخدمات المالية أرتفاع ١ وحدة في سعر الصرف (اجنيه في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار) يتسبب في انخفاض ١١,٠٦ وحدة (نقطة) في مؤشر الخدمات المالية بينما أرتفاع ١ وحدة في معدل سعر الفائدة (١%) أي ما يعادل ١٠٠ نقطة أساس في سعر الفائدة اليلية الواحدة) يتسبب في انخفاض ٣٠,٥٨ وحدة (نقطة) في مؤشر الخدمات المالية

وفي ضوء تلك النتائج يمكن رفض فروض العدم الأولي ونقبل الفروض البديلة "يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لمعدل التضخم على مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية " و ثانياً نقبل فرضية العدم الثانية والثالثة "لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لسعر الصرف على مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية " و " لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لسعر الفائدة اليلة الواحدة داخل الخدمات المالية غير المصرفية على مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية "

أما عن نتائج اختبار الفروض باستخدام نموذج الأنحدار التدريجي , فيمكن تحديد المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على المتغير التابع باستخدام نماذج الأنحدار التدريجي , فقد أشارت نتائج المرحلة الأخيرة للأنحدار التدريجي باستخدام البرنامج الجاهز SPSS إلي أن النموذج المقدر يأخذ الشكل التالي:

$$\hat{Y} = 263.00 + 33.27 X1$$

$$t \quad 4.09$$

$$\text{Sig.} \quad 0.000$$

$$N = 40 \quad R = 0.55 \quad R^2 = 0.31 \quad F = 16.79 \quad \text{Sig} = 0.000$$

ويتضح من النتائج , مايلي :

• ثبت معنوية النموذج ككل وفقا لاختبار (F) , وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١) حيث أن المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.000) وهي تقل عن مستوى المعنوية المذكور , كما وصلت قيمة معامل التحديد للنموذج إلي (R2 = 0.31) تقريبا , ويشير ذلك إلي القدرة التفسيرية للنموذج مرتفعة , لأن النموذج يشرح ٣١% من التغير في مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية (Y) والباقي يرجع لعامل آخري .

• ثبوت معنوية المعامل المقدر , حيث يتضح من فحص قيم الأحصاء (t) للمعاملات المقدره لمعامل المتغير X1 وفحص معنوية المقابلة له (Sig) نجد انها تقل عن مستوى المعنوية المحدد (٠,٠١) , ويشير ذلك لثبوت معنوية هذا المعامل , وتشير النتائج إلي ان لكل من التضخم و أسعار الفائدة أثر غير جوهري علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية ولذلك تم أستبعاد كل منهما من النموذج حيث أن معنويتهم بلغت (٠,٩٣٨) و(٠,٥٢٩) علي الترتيب وهي أكبر من مستوى المعنوية المحدد (٠,٠١) , أما بالنسبة لمعدل التضخم فقد توصلت النتائج إلي ان كل زيادة ١ وحدة (١%) في معدل التضخم الأساسي علي أساس سنوي) تؤدي إلي ارتفاع ٣٣,٢٧ وحدة (نقطة) في مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية

وفي ضوء تلك النتائج يمكن قبول كل من فرضية العدم الثانية والثالثة "لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لسعر الصرف علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية " و " لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لسعر الفائدة اليلة

الواحدة علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية " , بينما نرفض فرض العدم الأولي ونقبل الفرض البديل و "يوجد تأثير معنوي ذات دلالة أحصائية لمعدل التضخم علي مؤشر قطاع الخدمات المالية غير المصرفية "

ثامناً : المراجع المستخدمة

المراجع العربية :

عبدالفضيل، سيد إبراهيم (٢٠٠٥) " أثر السياسة النقدية على تنشيط سوق رأس المال في الفترة من ١٩٩٠ - ٢٠٠٤ " المؤتمر العلمي السنوي الرابع والعشرون للاقتصاديين المصريين - مصر ص ١ - ٣٠
دعبس، طوسون محمد نبيل (٢٠١١) " اختبار اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على اسعار الاسهم خلال الازمات المالية" , المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية - مصر , ع ٢ , ص ٢٨٩-٣٢٦

المراجع الاجنبية :

Bae, S. C. (1990), "Interest Rate Changes and Common Stock Returns of Financial Institutions: Revisited". *Journal of Financial Research*, Vol. 13, pp. 71-79. doi:10.1111/j.1475-6803.1990.tb00537.x
Staikouras, Sotiris K. and Dinenis, Elias,(1998) "Interest Rate Changes and Common Stock Returns of Financial Institutions: Evidence from the UK". *European Journal of Finance*, Vol. 4, pp. 113-127.
Timothy W Koch, Andrew Saporoschenko, (2001) "The effect of market returns, interest rates, and exchange rates on the stock returns of Japanese horizontal keiretsu financial firms" , *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 11, Issue 2, , pp. 165-182, Available at : [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(00\)00048-7](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(00)00048-7).

-
- Ewing, B. T. (2002), "Macroeconomic news and the returns of financial companies." *Journal of Managerial and Decision Economics*. Vol. 23, Issue 8, pp. 439–446. Available at: doi:10.1002/mde.1093
- Ding Du, (2006) "Monetary policy, stock returns and inflation" *Journal of Economics and Business* Vol. 58, pp. 36–54 Available at: doi:10.1016/j.jeconbus.2005.06.003
- Artikis, Panayiotis G. and Kalotychou, Elena and Staikouras, Sotiris K. (2007), "Interest Rate Fluctuations and the UK Financial Services Industry". *Applied Financial Economics Letters*, Vol. 3, pp. 343-347,. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=945442>
- Ben Naceur, Sami and Boughrara, Adel and Ghazouani, Samir, (2009) "On the Linkage between Monetary Policy and MENA Stock Markets?" *Economic Research Forum (ERF) Working Paper No. 455* Available at: <http://erf.org.eg/publications/linkage-monetary-policy-mena-stock-markets/> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1018727>
- Michael D. Bordo, Michael J. Dueker and David C. Wheelock (2009), "Inflation, Monetary Policy and Stock Market Conditions: Quantitative Evidence from a Hybrid Latent-Variable VAR". *FRB of St. Louis, Working Paper No. 2008-012B*. Available at: <http://research.stlouisfed.org/wp/2008/2008-012.pdf>
- Fuertes, Ana-Maria and Heffernan, Shelagh,(2009) "Interest Rate Transmission in the UK: A Comparative Analysis Across Financial Firms and Products" . *International Journal of Finance & Economics* Vol. 14 Issue: 1 , pp 45-63,. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=903348> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.903348>
- Fuertes, Ana-Maria and Heffernan, Shelagh, (2009) "Interest Rate Transmission in the UK: A Comparative Analysis Across Financial Firms and Products (2006)". *International Journal of Finance & Economics* Vol. 14 Issue: 1, pp 45-63,. Available at SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=903348> or

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.903348>

Czaja, Marc-Gregor and Scholz, Hendrik and Wilkens, Marco (2010), "Interest Rate Risk Rewards in Stock Returns of Financial Corporations: Evidence from Germany (2008)". *European Financial Management*, Vol. 16, Issue 1, pp. 124-154. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1527932>

Lawrence Christiano , Cosmin L. Ilut , Roberto Motto and Massimo Rostagno, (2010) " monetary policy and stock market booms". NBER Working Paper 16402, Available at: <http://www.nber.org/papers/w16402>

Lifang Li, Paresh Kumar Narayan and Xinwei Zhengc, (2010) " An analysis of inflation and stock returns for the UK". *Intentional Financial Markets, Institutions and Money* Vol. 20, pp 519–532

Geert Bekaert and Eric Engstrom, (2010) " Inflation and the stock market: Understanding the ‘‘Fed Model’’ ". *Journal of Monetary Economics* Vol. 57, pp. 278–294 . Available at: [doi:10.1016/j.jmoneco.2010.02.004](https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.02.004)

Choi, Jaewon , Richardson, Matthew P. and Whitelaw, Robert,(2014) "On the Fundamental Relation between Equity Returns and Interest Rates" . NBER Working

Paper No. w20187. Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=2448873>

William O. Brown , Dayong Huang and , Fang Wang (2016) " Inflation illusion and stock returns". Journal of Empirical Finance Vol. 35, pp. 14–24. Available at:
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.11.001>

Victoria Atanasov, (2016) "Conditional interest rate risk and the cross-section of excess stock returns". Review of Financial Economics Vol. 30, pp. 23–32 Available at:
<http://dx.doi.org/10.1016/j.rfe.2016.02.003>

Neuhierl, Andreas and Weber, Michael,(2016). "Monetary Policy and the Stock Market: Time-Series Evidence" . NBER Working Paper No. 22831. Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=2748290>

Román Ferrer, Vicente J. Bolós and Rafael Benítez, (2016) "Interest rate changes and stock returns: A European multi-country study with wavelets". International Review of Economics and Finance Vol. 44, pp. 1-12. Available at:
<http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2016.03.001>

Taufeeq Ajaz, Md Zulquar Nain, Bandi Kamaiah, Naresh Kumar Sharma, (2017) "Stock prices, exchange rate and interest rate: evidence beyond symmetry", Journal of

Financial Economic Policy, Vol. 9 Issue: 1, pp.2-19,
<https://doi.org/10.1108/JFEP-01-2016-0007>