

## محددات القيمة السوقية للأسهم في السوق المصري قبل وبعد الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ شريف لاشين محمد منسي

### الملخص:

إن اتخاذ القرارات الاستثمارية يواجه تحدي كبير في ظل افتراض ثبات العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والمالية من ناحية والأسعار السوقية للأسهم من ناحية أخرى، فعلى أرض الواقع ورغم ثبات المؤشرات الاقتصادية والمالية الكلية بل والداخلية للشركات في كثير من البلدان، إلا أن آثار الأزمة المالية العالمية قد امتداد إلى جميع الأسواق المالية. وحيث إن الأزمة المالية العالمية، التي ظهرت عام ٢٠٠٨ أثر على طبيعة العلاقة بين محددات القيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال استكشاف فرضية تغير طبيعة العلاقة (المعلمية) بين المؤشرات الاقتصادية والمالية الكلية والداخلية وبين الأسعار السوقية للأسهم. حيث تفيد النتائج التي سوف يتم التوصل إليها في ترشيد عملية اتخاذ القرار المالي. لذلك يجب تقسيم مجموعة المؤشرات المفسرة لأسعار السوقية للأسهم إلي متغيرات كلية (عامة)، ومتغيرات داخلية (متعلقة بالشركة)، حيث تعتبر المتغيرات الاقتصادية من أهم المتغيرات متأراً بالأزمة المالية والمتأثرة بها في نفس الوقت. وإن أسعار صرف الدولار واليورو من المحددات التي لها علاقة ظاهرية بالقيمة السوقية لسعر السهم وذلك لاتجاه البورصة المصرية للعمل بالجنية المصري وأن سعر صرفها أعلى من المستوي العالمي، أن معدل العائد على أنون الخزانة من المحددات التي تؤثر بشكل غير مباشر على أسعار القيمة السوقية للأسهم باعتبارها من المحددات الاقتصادية والمالية، إن المحددات الاقتصادية والمالية والنقدية لها دور فعال في التأثير على القيمة السوقية لأسعار الأسهم ولكن هذا التأثير يتباين من خلال أساليب التحليل المختلفة التي يتم استخدامها في تحليل العلاقة بين المحددات الاقتصادية والمالية والنقدية للقيمة السوقية لسعر السهم، عدم ربط سعر صرف الجنيه بالدولار لما له من تأثير سلبي على معدلات الأداء المالي وهو ما يحتاج إلى زيادة العملات (سلة من العملات)، تطوير الأداء المالي للشركات يحتاج إلى زيادة الاستثمار الداخلي ما يساهم في استقرار أسعار أسهم الشركات.

## Abstract:

The investment decision is facing a big challenge under the assumption the stability of the relationship between economic indicators and financial terms of the market price of the shares on the other hand, actual ground and despite the stability of the economic indicators and the overall financial and even domestic companies in many countries, but that the effects of the global financial crisis may be over All financial markets.

Therefore the set of indicators should be divided interpreted the market prices of shares to College of variables (general), and internal variables (related company), which is considered the most important economic variables variables affected by the financial crisis and affected by it at the same time. The exchange rates of the dollar and the euro determinants related to the virtual market value of the share price and that the direction of the Egyptian Stock Exchange to work Egyptian pound and the exchange rate is higher than the global level, the rate of return on treasury bills of the determinants that indirectly affect the price of the market value of the shares as of determinants of economic and financial, that the determinants of economic, financial and monetary instrumental in influencing the market value of the stock prices, but this effect varies by analysis methods different that are used in the analysis of the relationship between the determinants of economic, financial and monetary market value of the stock price, not to link the exchange rate of the pound dollar because of its negative impact on the financial performance rates, which needs to increase the currency (a basket of currencies), the development of the financial performance of the companies need to increase domestic investment contributes to the stability of the stock prices of companies.

## ١ - المقدمة:

لاحظ الأكاديميون والممارسون<sup>(١)</sup>، في مجال التمويل ظاهرة امتداد اثر الأزمة المالية العالمية علي بعض الأسواق التي ليس لها علاقة مباشرة بمشكلة الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدادها إلى الأسواق الأوروبية بطبيعة الحال، وعلي الرغم من عدم الارتباط بين الأسواق المالية لتلك البلدان والأزمة المالية، وكذلك ثبات المؤشرات الاقتصادية لها<sup>(٢)</sup>، إلا أن أسواق أسهم تلك الدول التي تأثرت بالأزمة المالية تواجه ما واجهته أسواق الأسهم في دول منبع الأزمة وهو يهدم إلي حد كبير نظرية كفاءة الأسواق المالية، والنماذج الكمية المعتمدة عليها.

إن اتخاذ القرارات الاستثمارية يواجه تحدي كبير في ظل افتراض ثبات العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية والمالية من ناحية والأسعار السوقية للأسهم من ناحية أخرى، فعلي أرض الواقع ورغم ثبات المؤشرات الاقتصادية والمالية الكلية بل والداخلية للشركات في كثير من البلدان<sup>(٣)</sup>، إلا أن آثار الأزمة المالية العالمية قد امتداد إلى جميع الأسواق المالية.

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على اثر الأزمة المالية العالمية، التي ظهرت عام ٢٠٠٨ على طبيعة العلاقة بين محددات القيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال استكشاف فرضية تغير طبيعة العلاقة (المعلمية) بين المؤشرات الاقتصادية والمالية الكلية والداخلية وبين الأسعار السوقية للأسهم. حيث تفيد النتائج التي سوف يتم التوصل إليها في ترشيد عملية اتخاذ القرار المالي المعتمد علي نتائج النماذج الكميّة الجامدة، المعتمدة بدورها علي ثبات العلاقة المعلمية وطبيعة العلاقات بين متغيرات النموذج، كما تنبه النتائج إلي أهمية الأخذ في الاعتبار للنماذج الكميّة المرنة بعد التأكد من صحتها.

إن افتراض ثبات معالم النماذج وبصفة خاصة المستخدمة في تسعير الأصول وقياس المخاطر يؤدي إلى مشكلات في التسعير تؤدي إلى الابتعاد عن الواقع الفعلي قبل الأزمات المالية وأثناءها وهنا تبرز أهمية هذه الدراسة والتي تختبر فرضية ثبات المعلميات للعلاقات الدالة بين مؤشر الأداء المالي الداخلي والمتغيرات الاقتصادية الكلية من جانب، وأسعار الأسهم السوقية من جانب آخر.

وقد توصلت العديد من الدراسات<sup>(٤)</sup>، للقيمة السوقية للأسهم إلى تقسيم مجموعة المؤشرات المفسرة للأسعار السوقية للأسهم إلي متغيرات كلية (عامة)، ومتغيرات داخلية (متعلقة بالشركة)، حيث تعتبر المتغيرات الاقتصادية من أهم المتغيرات متأراً بالأزمة المالية والمناثرة بها في نفس الوقت، معدلات النمو للدخل القومي، معدلات التضخم، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، نسب السيولة<sup>(٥)</sup>، كما أن المؤشرات المالية والتي منها.

معدل العائد علي الأصول، معدل العائد علي حق الملكية، ربحية السهم، معدل التوزيع النقدي، القيمة الدفترية للسهم صافي التدفقات النقدية، قد تأثرت بالأزمة المالية<sup>(٦)</sup>. إن أسعار الأسهم في البورصة المصرية قد تأثرت بدورها بالأزمة المالية العالمية شأنها في ذلك شأن كافة بورصات العالم، وذلك على الرغم من عدم تغير المحددات الكلاسيكية بالبورصة المصرية التي تفسر أسعار الأسهم في التحليل الأساسي، فعلى سبيل المثال لم تتغير مؤشرات التضخم و/أو أسعار الفوائد، و/أو أسعار الصرف كمؤشرات خارجية،<sup>(٧)</sup> كما لم تختلف مؤشرات الأداء المالي لكل شركة على حده قبل وبعد الأزمة المالية أول سبتمبر ٢٠٠٨ بداية الإعلان عن الأزمة المالية، ولكن تداعيات الأزمة المالية العالمية أدت إلى انخفاض قيمة الأسهم في البورصة<sup>(٨)</sup> وتكبد البنوك والشركات المحلية خسائر مالية ناتجة عن الأزمة المالية، وزيادة الطلب على تحويل المستثمرين الأجانب في البورصة لأموالهم إلى الخارج، وقد تأثر المؤشر الخاص بالبورصة المصري بدرجة كبيرة وكان أكثر الأسواق تأثراً في البورصات الإقليمية، فقد سجل مؤشر الأسهم (كاس ٣٠) في أول يناير ٢٠٠٨ (١٠٤٨٦،٤٥ نقطة) مقارنة ببداية التعاملات في أول يناير ٢٠٠٩ و البالغ (٤٦٣٤،٣٦ نقطة) بانخفاض قدرة (٥٨٥٢،٠٩ نقطة) لذا فمن الأهمية- أن تتناول تلك الدراسة العلاقة بين المؤشرات (المتغيرات المنتظمة) و بعض المتغيرات المالية والنقدية والقيمة السوقية للسهم.

## ٢- الدراسات السابقة:

يتضح من استعراض الدراسات السابقة قلة الدراسات التي تناولت أثر الأزمات المالية العالمية على مدى تأثير المتغيرات المالية أو القيمة السوقية للأسهم

أو معالم العلاقات فيما بينها ومن خلال استعراض الدراسات المتعلقة بكل من محددات القيمة السوقية للأسهم والمتغيرات النقدية أن لها دور فعال في التأثير علي سعر السهم وأن أساليب التحليل المالي لها دور كبير في تفسير هذا الأثر.

حيث اهتم Nathan (٢٠٠١) بتحركات الأسعار وتفسير أسعار الأسهم من خلال أساسيات السوق وأوضح أن المحددات والمتغيرات السياسية لها اثر في زيادة الأسعار للأسهم وأيضاً اتفق كلاً من عيد (٢٠٠١) معه في ذلك بينما اختلف التميمي (٢٠٠٢) بأن آليات السوق ليس لها تأثير وأيضاً اتفق كلاً من عيد (٢٠٠١) وسماسم (٢٠٠٢) وحسني (٢٠٠٣) أن نصيب السهم من الأرباح من أكثر المتغيرات النقدية تأثيراً علي سعر السهم واتفقت دراسة كلاً من عيد (٢٠٠١) وسماسم (٢٠٠٢) وحسني (٢٠٠٣) وغريب (٢٠١٠) بتوضيح أن معدل العائد علي الأصول - معدل العائد علي حقوق الملكية هي أيضا من المتغيرات النقدية المؤثرة علي سعر السهم بينما اختلفت جميع الدراسات في استخدام معدل السيولة - القيمة النقدية للسهم - معدل المبيعات - قيمة التدفقات النقدية في تفسير تغير سعر السهم.

وأيضاً نجد أن الدراسات التي قامت بدراسة الأزمة المالية قد اهتمت في المقام الأول بالأداء الاقتصادي الكلي نبيل (٢٠٠٨) وأيمن (٢٠٠٠) ولطفي (٢٠٠١) بالإشارة إلي تأثير الأزمات المالية علي الاقتصاد المصري ككل وأيضاً قامت دراسة خليل (٢٠٠٣) و Jos (٢٠٠٦) بتفسير التغير في سعر الصرف والعلاقة بالدولار بينما كانت دراسة الباز (٢٠٠٨) وشلبي (٢٠٠٨) تهتم بدراسة أسباب الأزمات دون توضيح أثر هذه الأزمات علي البورصات بينما تعتبر دراسة عبد العاطي (٢٠١٠) من الدراسات التي اهتمت بالعلاقة بين المتغيرات النقدية ومؤشر البورصة علماً بأن عبد الحافظ اهتم بأثر السياسة النقدية علي الإصلاح الاقتصادي ككل وأيضاً مرزوق (٢٠١١) وضع تصور مقترح لتفعيل دور المؤسسات المالية في ظل الأزمة.

وبالتالي تتفق الدراسة مع دراسة عبد العاطي في أنها تقوم بدراسة تأثير الأزمة المالية علي البورصة ولكن من خلال المحددات المنتظمة والمؤثرة في سعر

السهم وأيضاً فإنها تختلف في مجال التطبيق وتتفق مع دراسة لطفي (٢٠٠١) في كون المحددات المنتظمة هي أكثر المتغيرات تأثيراً علي البورصة المصرية ولكن من الناحية المالية.

### ويمكن عرض الملاحظات التالية من خلال الدراسات السابقة:

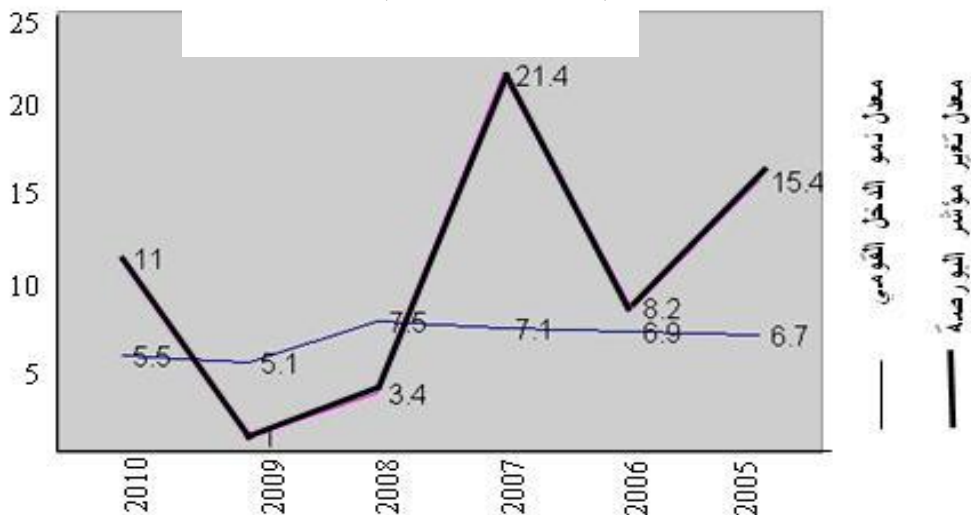
١. لاحظ الباحث من خلال عرض الدراسات السابقة أن عدداً ليس بكثير من الدراسات الحديثة التي تناولت دراسة محددات القيمة السوقية للأسهم وآثر الأزمة المالية عليها.
٢. أن أكثر الدراسات السابقة كان الاهتمام الأول هو النظر إلي المجتمع المصرفي بصفة خاصة.
٣. إن العديد من الدراسات اهتمت بمعرفة المحددات وتأثيرها علي السعر دون النظر إلي اختلاف الظروف المالية وتأثيرها علي تلك المحددات كما في هذه الدراسة.
٤. أن الظروف المالية تستدعي الاهتمام بتفسير العلاقة بين محددات القيمة السوقية وسعر السهم وآثر الأزمات المالية على تلك المحددات وهو ما تحاول هذه الدراسة تفسيرها.
٥. إن التطور في أسواق الأسهم خاصة في الأسواق الناشئة يحتاج إلي التعرف علي كيفية إدارة الأزمات بالأسواق الناضجة. وكيف يقوم المستثمر بالاستجابة إلى تلك الأزمات وعدم الاعتماد فقط على النماذج الكمية الجامدة.

### ٣- ظاهرة الدراسة:

ومن القواعد العلمية المنبثقة من نظرية كفاءة الأصوات أن أسعار الأصول لن تتغير في ظل عدم تغير المؤشرات الاقتصادية الكلية والمتغيرات المالية الداخلية وعندما تتغير أسعار الأصول بشكل معنوي في ظل ثبات تلك المؤشرات والمتغيرات الاقتصادية وبالتالي فإن ذلك يعد ظاهرة تستحق الدراسة (شكل ١/١).

معدل النمو للدخل القومي والتغير في مؤشر البورصة المصرية

(٢٠١٠/٢٠٠٥)



الشكل رقم (١/١)

يتضح من الشكل رقم (١/١) السابق تذبذب مؤشر البورصة المصرية المعبر عن أسعار الأسهم بشكل معنوي لا يتناسب مع معدل النمو في الدخل القومي خلال الفترة من ٢٠١٠/٢٠٠٦م، وهو ما يمثل ظاهرة تستحق الدراسة، ولقد انعكست تلك الظاهرة من المستوي الاقتصادي العام إلى المستوي المالي على الشركات أيضاً ويتضح من الجدول رقم (١/١) التالي:

جدول (١/١)

معدلات العائد لحق الملكية وتذبذب أسعار الأسهم من لشركتي البنك التجاري الدولي والمصرية لخدمات المحمول

السنة	البنك التجاري الدولي		الشركة المصرية لخدمات المحمول	
	معدل العائد على حق الملكية	التذبذب في سعر السهم	معدل العائد على حق الملكية	التذبذب في سعر السهم
٢٠٠٥	٠.٨	٤.٥٦	٠.٢٣	١٦.٨٩
٢٠٠٦	٠.٧	١١.٥٨	٠.٢٢	١٣٤.٧٢

١٧٨.٧٩	٠.٢٥	٢١.٤٤	٠.١١	٢٠٠٧
١١٤.٧	٠.٢٥	١٦.٢٥	٠.٨	٢٠٠٨
٢٢.٧٩	٠.١٦	٢٤.٥	٠.٨	٢٠٠٩
١٥٢.٥٢	٠.٨	٤٣.٩٦	٠.٩	٢٠١٠

المصدر: شركة مصر لنشر المعلومات.

#### ٤- مشكلة الدراسة:

إن الأزمة المالية العالمية قد يكون لها أثر على العلاقة بين المتغيرات المالية سواء الكلية أو الداخلية من جانب والأسعار السوقية من جانب آخر. ويوضح الجدول رقم (١/٢) التالي أن عائد البورصة المصرية قد انخفض بنسبة ٢٨% خلال سبتمبر ٢٠٠٩ أثناء الأزمة المالية العالمية بينما سجل نموًا بنسبة ١١.٣% سبتمبر ٢٠٠٨ قبل الأزمة و ١٨.٦% سبتمبر ٢٠١٠ بعد الأزمة وبالتالي تكون مشكلة الدراسة في الوقوف على مدى حقيقة أثر الأزمة المالية العالمية على العلاقة بين المتغيرات المالية وأسعار الأسهم السوقية.

#### جدول رقم (٢/١)

بيان عن المتغيرات المالية الكلية والقيمة السوقية للأسهم  
وقبل وأثناء وبعد الأزمة المالية ٢٠٠٨

المتغير	قبل الأزمة المالية سبتمبر ٢٠٠٨	أثناء الأزمة المالية سبتمبر ٢٠٠٩	بعد الأزمة المالية سبتمبر ٢٠١٠
سعر صرف الدولار	٥٦٣.٠٧	٥٩٠.٧٦	٥٥١.١
سعر صرف اليورو	٧٨٣.٥	٧٨٤.٥	٨٠٦.٧٢
السيولة المحلية (M <sub>1</sub> +M <sub>2</sub> )	٦٨١٩٠٠	٧٧٧٨٧١	٩١٧٩٥٩
معدل التضخم	٨.٤٥٩	٢١.٤٩	١٠.٧٥
العائد على أدون الخزانة ٣ شهور	٧.٢٠٣	١٣.٣٧٥	٩.٦١٧
عائد البورصة المصرية	١١.٣	-٢٨	١٨.٦

المصدر: من إعداد الباحث من خلال البيانات الثانوية لمتغيرات الدراسة.



### يعد تناول المشكلة أكثر تفصيلاً في التساؤلات التالية:

- إن اختلاف درجة تأثير محددات القيمة السوقية للأسهم قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية سيكون بمثابة دليل على أثر الأزمة المالية على سوق الأسهم المصرية وبما يمثل دليلاً مادية على وجود ظاهرة الدراسة.
- من الآثار السلبية لعدم انتباه المتخصصين والممارسين في المجال المالي لهذه الظاهرة سيؤدي إلى عدم قدرتهم على التنبؤ بالأسعار ومن ثم اتخاذ قرارات مالية غير رشيدة وارتفاع درجة مخاطر الاستثمار التي يعملون في ظلها.
- فما هي المشكلات وراء هذه الظاهرة، وأن الوصول إلى إجابة عن هذه التساؤلات يضيف إلى المعرفة المالية، وقد تكون الأزمة المالية الائتمانية الحادثة في الاقتصاد الأمريكي هي السبب الأساسي في ظهور تلك الظاهرة في معظم دول العالم ومحاولتها إلى أزمة مالية عالمية وتركز هذه الدراسة على تلك الظاهرة (الأزمة المالية العالمية وأثرها على البورصة المصرية).
- وهذه النقطة البحثية لم تشهد نشاطاً بحثياً كبيراً حتى الآن، أن أحد أمثلة هذه المشكلة أن متغير مالي ما قد يكون له أثر قبل الأزمة ويختفي هذا الأثر فيما بعد الأزمة أو العكس.
- من المتوقع أن تفيد نتائج الدراسة في فهم طبيعة فترة التحليل واختلاف النتائج بالإضافة إلى ندرة في تلك الدراسات التي تناولت الموضوع وقامت باستخدام بيانات ربع سنوية وكانت أغلب الدراسات السابقة يعتمد على بيانات سنوية ومن الممكن أن تعطي البيانات الربع سنوية تفسيراً أدق تعبيراً عن البيانات السنوية.

### ٥- هدف الدراسة:

يتمثل هدف الدراسة في توضيح العلاقة بين محددات القيمة السوقية للأسهم وتأثرها بالأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وتوضيح اختلاف الأسعار السوقية للأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية المصرية قبل وبعد الأزمة المالية وأيضاً بهدف التوصل إلى مجموعة المؤشرات التي تعتبر ذات تفسير معنوي للتغير في سعر السهم للشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

### وعليه يهدف البحث إلى:

- ١/٣ التعرف على محددات القيمة السوقية للأسهم في سوق الأسهم المصرية خلال فترة الدراسة.
- ٢/٣ تحديد درجة وأهمية كل من هذه المحددات
- ٣/٣ تحديد أثر الأزمة المالية العالمية (قبل وبعد) على محددات القيمة السوقية للأسهم.

### ٦- أهمية الدراسة:

تظهر أهمية الدراسة في التالي:

#### الأهمية العلمية:

تتبع الأهمية العلمية للدراسة في تناول احد الموضوعات الهامة سواء في المجال الاقتصادي أو التمويلي، بما يساهم في إثراء الدراسات العربية المتخصصة، كونها تحاول المزج بين المدخل الكمي والسلوكي في التمويل، بما يمكن من توفير أدوات تحليل أكثر مرونة تساعد في ترشيد اتخاذ القرار الاستثماري.

#### الأهمية العملية:

يساعد هذا البحث المستثمر الفرد في الاسترشاد عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل الظروف المالية المتغيرة، والمتأثرة بالأزمات المالية، ومدى ارتباطها بتأثيرها في القيمة السوقية في ظل الظروف المالية ككل، حيث أن المستثمرين في حاجة إلي الاعتماد على أساليب تزيد من جودة القرار الاستثماري، وذلك من خلال التعرف على الأبعاد التي لها تأثيرات فعالة من آثار الأزمة المالية، فمن الممكن أن تكون نقطة تحول تتطلب قرار ينتج عنه مواقف جديدة سالبة كانت أو ايجابية تؤثر على مختلف القرارات الاستثمارية، وأيضا حالة الارتباط ما بين المتغيرات الاقتصادية والنقدية والمالية ومدى تأثير تغير ظروف المناخ الاستثماري على طبيعة العلاقة بين تلك المتغيرات.

### ٧- فروض الدراسة:

تم صياغة الفروض في ضوء كل من مشكلة ومتغيرات الدراسة بما يحقق أهدافها وكانت صياغة فروض الدراسة كما يلي:

### الفرض الأول:

لا توجد علاقة معنوية بين كل من المتغيرات المالية الكلية، موضع الدراسة من جانب والقيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة من جانب آخر.

### الفرض الثاني:

لا توجد علاقة معنوية بين كل من محددات القيمة السوقية، موضع الدراسة لكل شركة من شركات الدراسة من جانب، والقيمة السوقية للأسهم من جانب آخر.

### الفرض الثالث:

لا يوجد تأثير للأزمة المالية العالمية على العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية ومحددات القيمة السوقية من جانب والقيمة السوقية للأسهم محل الدراسة من جانب آخر في السوق المصري.

وينقسم هذا الفرض إلى الفروض الفرعية الآتية:

٣/١ لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للأزمة المالية العالمية على المتغيرات المالية الكلية.

٣/٢ لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية على محددات القيمة السوقية.

٣/٣ لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية على القيمة السوقية للأسهم.

## ٨- اختيار الفروض

### اختبار الفرض الأول علي:

١- العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية والقيمة السوقية للأسهم .

### ينص الفرض الأول:

لا توجد علاقة معنوية بين كل من المتغيرات المالية الكلية (سعر صرف الدولار، في سعر صرف اليورو، سعر الفائدة على أدون الخزانة ثلاثة شهور، نسبة السيول، السوق) موضع الدراسة من جانب والقيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة.

- لاختبار معنوية العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية في الدراسة من جانب، والقيمة السوقية للأسهم من جانب آخر ، ثم استخدام تحليل الارتباط ، ويوضح الجدول رقم (٤/٢) التالي مصفوفة الارتباط الثنائية لمتغيرات.

جدول رقم (٤/٢)

مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المالية الكلية والقيمة السوقية للأسهم.

عائد السوق EQX30	متغيرات نقدية كلية					الشركة
	معدل التضخم INF	السيولة المحلية (m1+m2)		سعر الفائدة لأذون الخزانة ثلاثة شهور	سعر صرف اليورو	
.265	-453	-.839-		-.249-	-	اوراسكوم
.211	.026	.000		.240	-.500-	للأتصالات
					.004	
.337	-.355-	-.893		-.345-	-	اوراسكوم
.107	.102	.000		.055	-.512-	للأنشآت
					.002	
.231	-.366-	-.721-		-.066-	-	حديد عز
.208	.091	.000		.733	-.411-	
					.32	
.336	-	-	-.399-	.116	.297	بوليفار لحليج
.108	-.109-	-.394-	.044	.588	.245	الاقطان
.266	-	-	-.291-	-.442-	.211	العربية لحليج
.208	-.512-	-.291-	.168	.31	.322	الاقطان
-.002-	.337	-	-.042-	-.510-	.039	البنك التجارى
.208	.101	-.042-	.847	.014	.855	الدولى
-.099-	.400	-	-.123-	-.578-	-	المصرية لخدمات

المحمولmob	054-، 802	003	567	123- 567	053	663
هرمز المالية	221 300	-240- 269	-378- -070-	- -378- -056	- 425- 039	258 223

المصدر: نتائج تحليل بيانات الدراسة باستخدام مصفوفة معاملات الارتباط.  
الفرض الثاني ( لا توجد علاقة معنوية بين المتغيرات النقدية الكلية (الخارجية) القيمة السوقية لكل سهم).

يوضح الجدول السابق رقم (٤/٢) ما يلي:-

- لا توجد علاقة ارتباط بين سعر صرف الدولار والقيمة السوقية لأي من شركات الدراسة.
- لا توجد علاقة ارتباط بين عائد السوق والقيمة السوقية لأي من شركات الدراسة، وهي نتيجة غير متوقعة ، نظراً لكون تلك الشركات مكوناً هاماً في مؤشر البورصة المصرية ، ومن المفترض وجود علاقة ارتباط معنوية بين عوائد أسهمها وعائد السوق .
- تباينت معنوية علاقة الارتباط بين سعر صرف اليورو والقيمة السوقية للأسهم كل الدراسة ، فمن جانب كانت هناك علاقة معنوية بين سعر صرف اليورو والقيمة السوقية للأسهم.
- أوراسكوم للاتصالات ، أوراسكوم للإنشاءات، البنك التجاري الدولي موبينيل بينما لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين سعر صرف اليورو والقيمة السوقية للأسهم شركات حديد عز، بوليفارا، العربية لحليج الأقطان، هرمز المالية، من جانب آخر.

تباينت معنوية علاقة الارتباط بين سعر الفائدة على أذون الخزانة المصرية (٣شهور) مع القيمة السوقية لأسهم الشركات كل الدراسة ،فمن ناحية ،توجد علاقة ارتباط معنوية بين سعر فائدة اذون الخزانة والقيمة السوقية لأسهم شركات كلا من: أوراسكوم للإنشاءات، بوليفارا.

بينما من ناحية أخرى لا توجد علاقة معنوية لهذه العلاقة مع القيمة السوقية لأسهم الشركات: أوراسكوم للاتصالات، حديد عز، العربية لحليج الأقطان، البنك التجاري الدولي، موبينيل، هرmez المالية.

- تباينت أيضا معنوية علاقة الارتباط بين السيولة المحلية والقيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، فمن ناحية توجد علاقة ارتباط معنوية بين السيولة المحلية

- والقيمة السوقية لأسهم شركات كلا من: أوراسكوم للاتصالات، أوراسكوم للانشآت، حديد عز، بوليفارا، بينما لا توجد هذه العلاقة المعنوية مع القيمة السوقية لأسهم شركات: العربية لحليج الأقطان، هرmez، موبينيل، البنك التجاري الدولي.

- أيضا تباينت معنوية علاقة الارتباط بين معدل التضخم (الربع السنوي) في الاقتصاد المصري مع القيمة السوقية لأسعار أسهم الدراسة، وجود علاقة معنوية بين شركات: أوراسكوم للاتصالات، حديد عز، العربية لحليج الأقطان، بينما لا توجد علاقة معنوية لشركات: أوراسكوم للانشآت، بوليفارا لحليج الأقطان، البنك التجاري الدولي المصرية لخدمات المحمول مع معدلات التضخم.

### اختبار الفرض الأول:

#### ٢- العلاقة بين محددات القيمة السوقية الداخلية والقيمة السوقية للأسهم:

من الدراسات السابقة، وضح طبيعة العلاقة المنطقية بين محددات القيمة السوقية محل الدراسة نتائج اختبار الفرض الثاني أظهرت نتائج تتفق بعضها مع ما جاء بالدراسات السابقة ويختلف البعض الآخر معها.

#### وينص الفرض الثاني للدراسة على أن:

لا توجد علاقة معنوية بين كل من المتغيرات المالية الكلية (سعر صرف الدولار، سعر صرف اليورو، سعر الفائدة على أنون الخزانة ثلاثة شهور، نسبة السيولة، السوق)، موضع الدراسة من جانب والقيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة.

- ولقد تم استخدام مصفوفة معاملات الارتباط كما في الجدول رقم (٤/٣) التالي.

جدول رقم (٤/٣)  
مصفوفة معاملات الارتباط بين محددات القيمة السوقية الداخلية والقيمة  
السوقية لأسهم الدراسة

محددات القيمة السوقية				الشركة
معدل العائد على حق الملكية	ربحية السهم	القيمة الدفترية	القيمة السوقية للقيمة الدفترية	
-100-	.261	.739	.372	اوراسكوم
.642	.218	.000	.073	للأتصالات
.034	.791	.649	-085-	اوراسكوم
.875	.000	.001	.004	للأنشآت
.306	.143	.077	.577	حديد عز
.146	.505	.720	.003	
.050	.078	-350-	.870	بوليفار لحليج
.817	.719	.094	.000	الأقطن
-020-	-032-	-482-	.985	العربية لحليج
.925	.882	.017	.000	الأقطن
.279	.541	.594	.957	البنك التجارى
.186	.006	.009	.000	الدولى
-270-	.332	.581		المصرية لخدمات
.201	.113	.003		المحمول mob
.003	-021-	-403-	.909	هرمز المالية
.990	.923	.051	.000	

المصدر: نتائج تحليل بيانات الدراسة باستخدام مصفوفة معاملات الارتباط

### يوضح الجدول السابق رقم (٤/٣) ما يلي:

- لا توجد علاقة ارتباط بين معدل الفائدة على حق الملكية والقيمة السوقية لأيًا من أسهم الدراسة وهي نتيجة غير متوقعة ولا تتفق مع ما جاء مع غالبية الدراسات السابقة.
- معنوية علاقة الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية/القيمة الدفترية مع القيمة السوقية للأسهم، ماعدا شركة أوراسكوم للاتصالات .
- توجد علاقة معنوية بين القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للأسهم الدراسة، ماعدا أسهم بوليفار، كما يلاحظ بخلاف ما جاء بالدراسات السابقة أن القيمة الدفترية لأسهم العربية لحليج الاقطان وهيرمز المالية ذات علاقة معنوية عكسية .
- لا توجد علاقة معنوية بين ربحية أسهم والقيمة السوقية لغالبية اسهم الدراسة، فالعلاقة معنوية فقط مع سهم أورسكوم للأنشآت وموبينيل . وهذه أيضا نتائج لا تتفق مع غالبية الدراسات السابقة التي توضح العلاقة المعنوية الطردية بين ربحية السهم وقيمه السوقية بشكل عام.
- وفي ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الثاني بالدراسة والذي ينص على ما يلي.
- لا توجد علاقة معنوية بين أي من محددات القيمة السوقية موضع الدراسة لكل شركة من شركات الدراسة من جانب، والقيمة السوقية للأسهم من جانب آخر
- **خلاصة** ما سبق انه تباينت معنوية علاقة الارتباط بين المتغيرات المالية الكلية من جانب وبين القيمة السوقية للأسهم محل الدراسة، وبناءا عليه يتم رفض الفرض الأول والذي ينص على لا توجد علاقة معنوية بين أي من المتغيرات المالية الكلية من جانب، والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة ويتم قبول الفرض البديل وهو أن هناك علاقة ارتباط معنوية بين بعض المتغيرات المالية الكلية والقيمة السوقية للأسهم محل الدراسة .
- توضح تلك النتائج غير المتجانسة انه لا يمكن التسليم بجدلية عدم تأثير المتغيرات المالية الكلية كل الوقت مع كل الأسهم ، ولكن يجب على المستثمر



- المالي والمحلل المالي أن يدرك تلك العلاقات غير المتجانسة حتى يستطيع بناء نماذجه التي تتفق مع تلك النتائج.
- وبناءً على ذلك يتم قبول الفرض الثالث الذي ينص على أن هناك علاقة ارتباط معنوية بين بعض محددات القيمة السوقية والقيمة السوقية للأسهم الدراسة.
  - أن هذه النتائج لا تتفق في معظمها مع الدراسات السابقة والتي أوضحت من خلال علاقة محددات القيمة السوقية الواردة بالدراسة مع القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات .
  - بناء عليه يجب أن ينتبه كل من المستثمر والمحلل المالي عند استخدام النماذج الكمية المستخدمة في تسعير الأصول الرأس مالية وبناء محفظة الأوراق المالية .

### اختبار الفرض الثالث:

#### ٣- أثر الأزمة المالية العالمية على متغيرات الدراسة:

- ينص الفرض الثالث بالدراسة على أن:

#### الفرض الثالث:

"لا يوجد تأثير للأزمة المالية العالمية على العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية ومحددات القيمة السوقية من جانب، والقيمة السوقية للأسهم محل الدراسة من جانب آخر في السوق المصري".

- ولاختيار الفرض الثالث تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد التدريجي لنماذج تحتوي على متغيرات مستقلة متمثلة في المتغيرات المالية الكلية ومحددات القيمة السوقية، والقيمة السوقية لكل سهم من أسهم الشركات كل الدراسة.

وتم التحليل لكل نموذج ثلاث مرات الأولى لفترة ما قبل الأزمة، والثانية لما بعدها والثالثة لكل الفترة قبل وبعد الأزمة، ولقد أدرجت نتائج التحليل بملاحق الدراسة وتم تلخيص تلك النتائج .

جدول رقم (٤/٥)

مدى تأثير الازمة المالية العالمية على العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية  
ومحددات القيمة السوقية للأسهم على القيمة السوقية للأسهم

محددات القيمة السوقية				متغيرات مالية كلية					الشركات
معدل العائد على حق الملكية	ربحية السهم	القيمة الدفترية	القيمة السوقية للقيمة الدفترية	عائد السوق	السيولة المحلية	سعر فائدة أذون الخزانة ٣ شهور	سعر صرف اليورو	سعر صرف الدولار	
×	×	√	√	×		√	√	×	١- المصرية لخدمات المحمول (mob).
×	×	√	√	×	√			×	
×	×	√	√	×	√			×	
×	×	√	√	×	√	√		×	٢- العزل تحديد التسليح (EZZ).
×	×	√	√	×	×	×	√	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	×	√	×	٣- العربية لحليج الاقطان (ARB).
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	٤- بوليفار لحليج الاقطان (POL).
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	٥- اوراسكوم تليكوم (ORT).
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	٦- اوراسكوم للأنشآت (OCI).
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	٧- المجموعة المالية هرمز (HRMAZ).
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	√	×	×	
×	×	√	√	×	×	×	×	×	٨- البنك التجارى الدولى (CIB).
×	×	√	√	×	×	×	×	×	
×	×	√	√	×	×	×	×	×	

### ويتضح من الجدول رقم (٤/٥):

وبذلك يتم رفض الفرض الثالث بالدراسة والذي ينص على: "لا يوجد تأثير للأزمة المالية العالمية على العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية ومحددات القيمة السوقية من جانب والقيمة السوقية للأسهم محل الدراسة من جانب آخر في السوق المصري.

ويتم قبول الفرض البديل الذي ينص على أن الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ قد أثرت على العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية ومحددات القيمة السوقية من جانب آخر والقيمة السوقية من جانب آخر، فلقد تحولت المتغيرات سعر الفائدة من مؤثرة على القيمة السوقية إلى غير مؤثرة. وتحولت المتغيرات سعر صرف اليورو من غير مؤثرة على القيمة السوقية قبل الأزمة إلى مؤثرة ظلت المتغيرات سعر صرف الدولار، عائد السوق، ربحيه السهم، معدل العائد على حق الملكية غير مؤثرة سواء قبل الأزمة أو بعد الأزمة، بقيت المتغيرات القيمة السوقية للسهم، القيمة الدفترية للسهم، مؤثرة على القيمة السوقية للأسهم محل الدراسة قبل الأزمة وبعدها.

## ٩- نتائج الدراسة:

تشمل أهم نتائج الدراسة من خلال الدراسة النظرية وأيضاً الدراسة العملية في النقاط الآتية:

الفروض	فرض العدم	نتيجة الفرض
الفرض الأول	لا توجد علاقة معنوية بين كل من المتغيرات المالية الكلية (سعر صرف الدولار- سعر صرف اليورو- معدل العائد على أذون الخزانة- معدل التضخم - السيولة المحلية)، موضوع الدراسة والقيمة السوقية للأسهم.	رفض الفرض الأول وقبول الفرض البديل.
الفرض الثاني	لا يوجد علاقة معنوية بين أيًا من محددات القيمة السوقية (معدل العائد على حق الملكية، ربحية السهم، القيمة السوقية للقيمة الدفترية) والقيمة السوقية للسهم.	رفض الفرض الثاني وقبول الفرض البديل.
الفرض الثالث	لا يوجد تأثير للأزمة المالية العالمية على العلاقة بين المتغيرات المالية الكلية ومحددات القيمة السوقية من جانب والقيمة السوقية للأسهم محل الدراسة من جانب آخر.	قبول الفرض الثالث

(١) إن أسعار صرف الدولار واليورو من المحددات التي لها علاقة ظاهرية بالقيمة السوقية لسعر السهم وذلك لاتجاه البورصة المصرية للعمل بالجنية المصري وأن سعر صرفها أعلى من المستوي العالمي.

(٢) أن معدل العائد على أذون الخزانة من المحددات التي تؤثر بشكل غير مباشر على أسعار القيمة السوقية للأسهم باعتبارها من المحددات الاقتصادية والمالية.

(٣) إن المحددات الاقتصادية والمالية والنقدية لها دور فعال في التأثير على القيمة السوقية لأسعار الأسهم ولكن هذا التأثير يتباين من خلال أساليب التحليل المختلفة التي يتم استخدامها في تحليل العلاقة بين المحددات الاقتصادية والمالية والنقدية للقيمة السوقية لسعر السهم.

(٤) إن الأزمة المالية لم تؤثر تأثيراً قوياً على القيمة السوقية لسعر السهم وأن هذه المحددات المستخدمة في الدراسة لم تختلف كثيراً في تفسير العلاقة بينهما وبين القيمة السوقية لسعر السهم.

- إن تأثر القيم السوقية لأسعار الأسهم للشركات محل الدراسة كان متأثرًا أيضًا بالسوق المالي بشكل عام ومؤشر البورصة EGx30 في التأثير الطفيف بالأزمة العالمية ٢٠٠٨.

## ١٠-التوصيات:

- إن تشابك العلاقة بين المحددات الاقتصادية والمالية والنقدية يحتاج الى مزيد من البحث لقوة هذا الارتباط .
- إن المحددات المفسرة للقيمة السوقية سواء كانت داخلية أو خارجية تحتاج إلى مزيد من البحث والاطلاع على الأسواق العالمية وتأثر تلك القيمة السوقية بالأسواق العالمية .
- إن الأزمات الاقتصادية والمالية من الممكن أن تؤثر مرة أخرى على الأسواق العالمية وبالتالي فإن البورصة المصرية تحتاج إلى مزيد من الأبحاث التي تكون لها فاعلية في الحد من أثار الأزمات الاقتصادية والمالية باستخدام أساليب أكثر تطوراً للتنبؤ بمثل هذه الأزمات.
- إن تحليل العلاقة ما بين محددات القيمة السوقية للأسعار الأسهم والأزمات المالية سواء كانت محلية أو عالمية تحتاج إلى معرفة التأثيرات المتبادلة بين المحددات الاقتصادية والمالية والنقدية.
- إن سوق الأسهم المصرية من الممكن أن يكون أكثر استقراراً من خلال دراسة تطور المحددات ذات العلاقة السياسية وتأثرها على المحددات الاقتصادية والمالية.
- عدم ربط سعر صرف الجنيه بالدولار لما له من تأثير سلبي على معدلات الأداء المالي وهو ما يحتاج إلى زيادة العملات (سلة من العملات)
- تطوير الأداء المالي للشركات يحتاج إلى زيادة الاستثمار الداخلي ما يساهم في استقرار أسعار أسهم الشركات.

## المراجع

١. نبيل محمود حشاد، الدروس المستفادة من الأزمة المالية في آسيا وإمكانية حدوثها في مصر، المؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات، جامعة عين شمس، ١٩٨٨م.
2. Gurdp Bakshi & Other، "Stock evidence in dymamic economics"، Journal of Financial Markets". Vol. 8، 2005.
٣. فتحي محمد إبراهيم، الأزمة الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، المؤتمر السنوي السادس لإدارة الإزمات، جامعة عين شمس، ٢٠٠١.
٤. عبد العاطي لاشين محمد منسي، "قياس أثر العلاقة بين المتغيرات النقدية ومؤشر البورصة"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، جامعة القاهرة - العدد الأول ٢٠١٠.
٥. احمد زينه، "الأسواق المالية"، بدون ناشر، ٢٠٠٦، ص ١٦١ - ص ١٧٠.
٦. منى محمد صالح، "تأثير الأداء المالي علي الأسعار السوقية للأسهم"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال غير منشور، جامعة قناة السويس، ٢٠١١.
٧. أحمد عبد الحافظ محمد، أثر السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية (رسالة دكتوراه غير منشورة)، جامعة عين شمس.
٨. ياسر شوقي عبد الحكم "اثر المتغيرات العالمية على البنك المركزي المصري، دراسة تحليلية"، رسالة ماجستير، أكاديمية السادات، ٢٠١١.