



## أثر التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية

إعداد

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

مدرس إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة الاسكندرية

hanaa.abdelazez@alexu.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الثاني- العدد الثاني – الجزء الثالث- يوليو ٢٠٢١

التوثيق المقترح وفقا لنظام APA:

المغني، هناء عبد العزيز عبد اللطيف (٢٠٢١). أثر التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية. كلية التجارة. جامعة دمياط، ٢(٢) ج٣، ٩٤٤-٩٠٧.

رابط المجلة: <https://cfdj-journals.ekh.edu/>

## أثر التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف الطغني

### ملخص:

تهدف هذه الدراسة للوصول إلى أثر التغيرات في بعض عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية، على عوائد سوق الأسهم المصري، باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد. واعتمدت الدراسة في ذلك على بيانات العوائد الشهرية لعينة من المؤشرات العامة والقطاعية بسوق الأسهم المصري، وستة عوامل اقتصاد كلي محلية وعالمية، خلال الفترة من مارس ٢٠١١ وحتى أكتوبر ٢٠١٩. وقد تم تقسيم الفترة الكلية للدراسة إلى فترتين فرعيتين. فترة فرعية أولى، وتغطي الفترة اللاحقة للأزمة المالية العالمية حتى تحرير سعر صرف الجنيه المصري في بداية نوفمبر ٢٠١٦. وفترة فرعية ثانية، وتغطي الفترة اللاحقة لتحرير سعر الصرف. وقد أظهرت النتائج خلال الفترة الكلية، وجود أثر سلبي معنوي لعائد أدون الخزانة وسعر الصرف على عوائد السوق، وأثر إيجابي معنوي للأسعار العالمية للذهب على العوائد. أما خلال الفترة الفرعية الأولى، فقد ظهر أثر سلبي معنوي لعائد أدون الخزانة على عوائد السوق، وأثر إيجابي معنوي لسعر الصرف والأسعار العالمية للذهب على العوائد. أما خلال الفترة الفرعية الثانية، فقد ظهر أثر سلبي معنوي لمعدل نمو الإنتاج الصناعي وسعر الصرف على عوائد السوق. وقد زادت قدرة عوامل الاقتصاد الكلي بعد تحرير سعر الصرف، على تفسير تباينات عوائد السوق. كما حدث تحول في طبيعة تأثير سعر الصرف على العوائد، من تأثير إيجابي قبل تحرير سعر الصرف، إلى تأثير سلبي بعد هذا التحرير. ولم تظهر النتائج، أي تأثير معنوي لمؤشر أسعار المستهلك والأسعار العالمية للنفط على عوائد السوق خلال جميع الفترات. وتأتي هذه النتائج لتوضح أثر عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على سوق الأسهم المصري، ومدى أهمية هذه العوامل في تفسير التباينات والتقلبات في العوائد، خاصة عند حدوث تغيرات جوهرية في العوامل والظروف الاقتصادية المحلية والعالمية.

**الكلمات الرئيسية:** سوق الأسهم المصري، مؤشرات السوق العامة والقطاعية،

عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية.

### ١- مقدمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية، وخاصة أسواق الأسهم، من أهم الأسواق التي تعمل كأداة حقيقية في تجميع وتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات التي تعتبر حيوية لنمو الاقتصاد وتحقيق كفاءته (Okoro, 2017). وقد جذبت العلاقة بين عوامل الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم اهتمامًا خاصًا من قبل الأكاديميين والممارسين. فطبقًا لنظرية تسعير المراجعة التي وضعها (Ross, 1976) فإن الخطر الذي تتعرض له الأسهم داخل السوق يتأثر بعدد من عوامل الخطر وليس بعامل خطر واحد. وقد اثبتت دراسة (Chen et al, 1986)، أن التغيرات في أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية تتأثر جوهريا بعدد من المخاطر الاقتصادية. وهو ما أكدته أيضا

عدد من الدراسات الأخرى التي أظهرت أن عوامل الاقتصاد الكلي، مثل سعر صرف العملة المحلية، والعائد على أذون الخزانة وأسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، ونمو الناتج المحلي الإجمالي والإنتاج الصناعي، وكذلك أسعار بعض السلع الاستراتيجية كالنفط والذهب، وغير ذلك من عوامل اقتصادية مختلفة، تؤثر جوهريا على أسواق الأوراق المالية بالبلاد المختلفة (Tangjitprom, 2012; Dincergok, 2016). وعلى الرغم من تعدد الدراسات التي قامت ببحث أثر العوامل الاقتصادية على سوق الأسهم، إلا أن معظم هذه الدراسات قد ركزت بشكل كبير على الاقتصاديات المتقدمة، التي قد تختلف في طبيعتها عن الاقتصادات النامية (Barakat et al, 2016). وقد مرت مصر منذ سنة ٢٠١١ بعدد من التغيرات والأزمات المالية والاقتصادية، التي أثرت بشكل كبير على العوامل الاقتصادية المحلية. فقد أدت هذه الأزمات إلى حدوث تقلبات كبيرة في سعر صرف الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية، وهو ما أدى إلى قيام البنك المركزي بتحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي في نوفمبر ٢٠١٦. وقد تابع ذلك حدوث ارتفاعات في معدلات التضخم، وقيام البنك المركزي بإحداث تغييرات متتالية في السياسة النقدية لمواجهة هذا التضخم، ومنها رفع أسعار الفائدة ومعدلات العائد على أذون الخزانة (<http://www.cbe.org.eg>). كما شهد الاقتصاد العالمي عددا من التغيرات في أعقاب الأزمة المالية العالمية التي واجهتها دول العالم المختلفة. حيث شهدت هذه الفترة تغييرات كبيرة في الأسعار العالمية للنفط والذهب، فقد انخفضت أسعار النفط من ١٠١ دولار لبرميل خام برنت في بداية ٢٠١١، إلى ٦٢ دولارا في نهاية ٢٠١٩، كما انخفضت أسعار أوقية الذهب من ١٨٢٣ دولارا للأوقية في أغسطس ٢٠١١، إلى ١٤٦١ دولارا في نهاية ٢٠١٩ (<http://www.investing.com>). هذا ويهتم البحث الحالي بمحاولة الوصول إلى معرفة أثر تلك التغيرات الجوهرية في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية، على عوائد سوق الأسهم المصري.

## ٢. الإطار النظري والدراسات السابقة:

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) على أساس أن التغيرات في أسعار الأسهم تتأثر بعامل واحد للخطر، وهو قيمة بيتا التي تمثل الخطر السوقي (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; & Black, 1972). وعلى الرغم من أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وإثبات عدد من الدراسات لقدرته على تفسير التغيرات في أسعار الأسهم، إلا أن عدد آخر من الدراسات قد أظهر أن النموذج ذو العامل الواحد للخطر غير قادر على تفسير جزء هام من التغيرات في أسعار الأسهم داخل السوق (French, 2017; Ross, 2017). وقد قدم (Ross, 1976) بديلا لنموذج تسعير الأصول، وهي نظرية تسعير المراجعة (APT)، التي تقوم على أن التغيرات في أسعار الأسهم تتأثر بعدة عوامل للخطر. وتطبيقا لهذه النظرية فقد قامت بعض الدراسات بمحاولة تحديد العوامل التي يمكن من خلالها تفسير التغيرات الحادثة بأسعار الأسهم (Roll, 1977; Roll & Ross, 1980). فقد قامت دراسة (Chen et al, 1986) باختبار مجموعة من العوامل الاقتصادية، لتحديد مدى إمكانية تأثير هذه العوامل على عوائد الأسهم الأمريكية وذلك خلال فترات زمنية مختلفة من سنة ١٩٥٨ حتى ١٩٨٣. وقد وجدت الدراسة أن أسعار الأسهم لا تتأثر بعامل خطر واحد بل تتفاعل بشكل جوهري مع مجموعة من الأحداث والأخبار الاقتصادية غير المتوقعة، وأن عدد من عوامل الاقتصاد الكلي كان لها أثر معنوي على عوائد محافظ الأسهم الأمريكية وتم مكافأتها داخل السوق خلال جميع

فترات التقييم. أما بعض العوامل الأخرى مثل التغيير في أسعار النفط، فقد كان أثرها على الأسهم حتى انشاء منظمة الأوبك سنة ١٩٦٨ فقط، حيث اختفى هذا الأثر خلال الفترات التالية. كذلك فقد قامت دراسة (Fama, 1990) بتطبيق نظرية المراجعة بالسوق الأمريكي خلال الفترة من ١٩٥٣ حتى ١٩٨٧. ووجدت أن عدد من العوامل مثل توزيعات الأرباح، وهامش عدم القدرة على السداد، وهامش أجل الاستحقاق، وعائد أدون الخزانة، لهم القدرة على تفسير ٣٠% من التغيرات في عوائد الأسهم. وأنه بإضافة العامل الاقتصادي الخاص بنمو الإنتاج الصناعي، ارتفعت القوة التفسيرية إلى ٥٨% من التغيرات في عوائد الأسهم. أما بالأسواق الناشئة، فقد أظهرت دراسة (Chinzara, 2011) بجنوب أفريقيا خلال الفترة من ١٩٩٥ حتى ٢٠٠٩، أن بعض العوامل الاقتصادية مثل التقلبات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل وأسعار الصرف، كانت أكثر تأثيراً على التقلبات في سوق الأسهم من التقلبات في بعض العوامل الأخرى مثل التضخم وسعر الذهب وسعر النفط. وأظهرت الدراسة أيضاً أن تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على سوق الأسهم قد ازداد قوة في فترات الأزمات المالية. هذا وقد تعددت الدراسات السابقة التي قامت بتطبيق نظرية المراجعة لتحديد مدى تأثير عوامل الاقتصاد الكلي المختلفة على التغيرات في عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة. وعلى الرغم من اختلاف هذه الدراسات حول ماهية هذه العوامل، إلا معظم هذه الدراسات قد أكد على وجود علاقات معنوية بين عوامل الاقتصاد الكلي وأسواق الأسهم بتلك الدول. وأرجعت الدراسات السبب في ذلك إلى أن العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الحالة الاقتصادية العامة للبلاد، تؤثر أيضاً على التغيرات في أسعار الأسهم، من خلال تأثيرها على التدفقات النقدية المتوقعة من الأسهم، وعلى معدل الخصم المستخدم في خصم هذه التدفقات (Fama, 1990). ومن أهم عوامل الاقتصاد الكلي التي أظهرت الدراسات السابقة تأثيرها على أسواق الأسهم، هي العوامل التي تعكس النشاط والإنتاج الصناعي للدولة، والعوامل الخاصة بالسياسات النقدية وأسعار الفائدة، وعوامل التضخم ومستويات الأسعار، والعوامل الخاصة بأسعار الصرف، والعوامل الخاصة بأسعار السلع الإستراتيجية بالأسواق العالمية (Tangjitprom, 2012; Osamwonyi & Evbayiro, 2012).

### ٣-١- أثر التغيرات بالنشاط والإنتاج الاقتصادي للدولة على عوائد الأسهم:

تعكس عوامل الاقتصاد الكلي في هذه المجموعة الظروف والحالة الاقتصادية العامة للدولة، والتي تؤثر على الأرباح المستقبلية المتوقعة من أسهم الشركات العاملة بهذا الاقتصاد (Tangjitprom, 2012). هذا وقد اعتمد عدد من الباحثين على عاملي نمو الإنتاج الصناعي ونمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، لتحديد أثر النشاط والإنتاج الاقتصادي على عوائد الأسهم. فأما بالنسبة لنمو الإنتاج الصناعي، فقد وجدت بعض الدراسات السابقة بالأسواق الأمريكية واليابانية، أثر إيجابي للنمو في الإنتاج الصناعي على عوائد الأسهم بهذه الأسواق (Chen et al, 1986; Fama, 1990; Jareño & Negrut, 2016; Liang, 2019). كذلك فقد وجدت بعض الدراسات بالأسواق الناشئة، مثل دراسة (Mohamed & Ahmed, 2018) بالسوق الأردني، ودراسة (Long & hanah, 2019) بالسوق الفيتنامي، أثراً إيجابياً للنمو في الإنتاج الصناعي على عوائد الأسهم. إلا أن دراسة (Dincergok, 2016) بالسوق التركي قد وجدت تأثيراً سلبياً لنمو الإنتاج الصناعي على عوائد بعض المؤشرات القطاعية. كما لم تجد دراسة (Malik et al, 2018)، أي تأثير معنوي للنمو في الإنتاج الصناعي على عوائد الأسهم بالباكستان والهند وسيريلانكا. أما بالنسبة للنمو في GDP، فقد أكدت بعض الدراسات

بالأسواق المتقدمة والناشئة، على وجود أثر إيجابي لنمو GDP على عوائد أسهم هذه الأسواق (Banda et al, 2019) (Mauro, 2003; Hasan & Ahmad, 2012). إلا أن دراسة (Banda et al, 2019) لم تجد أي أثر معنوي للنمو في GDP على عوائد الأسهم الصناعية بجنوب أفريقيا.

### ٣-٢- أثر التغيرات في السياسة النقدية وسعر الفائدة على عوائد الأسهم:

ترتبط عوامل الاقتصاد الكلي في هذه المجموعة بالتغيرات الحادثة بالسياسات النقدية للدولة، والتي تؤدي إلى حدوث تغيرات في أسعار الفائدة المختلفة الأجل. حيث أظهرت بعض الدراسات وجود تأثير سلبي معنوي للتغيرات في أسعار الفائدة على عوائد الأسهم. وأرجعت السبب في ذلك إلى أن رفع سعر الفائدة، قد يدفع المستثمرين للاستثمار بأحد أدوات سوق النقد أو الدين طويل الأجل أو بالإيداع بالبنوك، وهو ما يؤدي لزيادة المعروض من الأسهم وانخفاض أسعارها. كذلك فإن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الأسهم، مما يقلل من القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة من الأسهم. (Benaković & Posedel, 2010; Osamwonyi & Evbayiro, 2012 ; Oshaibat, 2016). وهو ما أكدته دراسة (Breen et al 1989) بالسوق الأمريكي، ودراسة (Malik et al, 2018) بأسواق الهند وباكستان وسيريلانكا، من وجود أثر سلبي معنوي لعائد أذون الخزانة على عوائد الأسهم بتلك الأسواق. كما وجدت دراسة (Asprem, 1989) بعشر دول أوروبية، ارتباطا سلبيا بين معدلات فائدة السندات عالية الجودة وعوائد الأسهم. أما دراسة (Hasan & Ahmad, 2012) بالسوق الأردني، ودراسة (Banda et al, 2019) بجنوب أفريقيا، فقد وجدوا أثرا سلبيا لمعدلات فائدة على الاقتراض من البنوك التجارية على عوائد الأسهم بتلك الأسواق. كما وجدت دراسة (Oshaibat, 2016) تأثيرا سلبيا للفائدة على الودائع البنكية على عوائد الأسهم بالسوق الأردني. إلا أن دراسة (Ratanapakorn and Sharma, 2007) بالسوق الأمريكي، قد وجدت أن العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار الفائدة هي علاقة مختلطة. فقد وجدت الدراسة أن عوائد الأسهم ترتبط إيجابيا بمعدل الفائدة على أذون الخزانة الأمريكية، وترتبط سلبيا بسعر الفائدة طويل الأجل. أما بالنسبة لدراسة (Barakat et al, 2016) فقد وجدت علاقة سببية بين مؤشر سوق الأسهم المصري والتونسي وأسعار الفائدة بالبلدين.

### ٣-٣- أثر التغيرات بالتضخم ومستويات الأسعار على عوائد الأسهم:

أشارت بعض الدراسات السابقة إلى وجود أثر معنوي لمعدلات التضخم على عوائد الأسهم. فالتضخم، أو الارتفاع في المستوى العام للأسعار، يقلل من القيمة الحقيقية للنقد، بما يؤثر على التدفق النقدي المتوقع من الأسهم بالسوق (Benaković & Posedel, 2010). وقد وجدت دراسة (Asprem, 1989) بالأسواق الأوروبية، ودراسة (Ralph & Eriki, 2001) بالسوق النيجيري، ودراسة (Hasan & Ahmad, 2012) بسوق عمان الأردني، ودراسة (Tahir et al, 2019) بالسوق الباكستاني، علاقة عكسية بين أسعار الأسهم ومعدل التضخم بهذه الأسواق. أما دراسة (Abdullah & Hayworth, 1993) ودراسة (Ratanapakorn & Sharma, 2007) بالسوق الأمريكي، ودراسة (Cheng et al, 2013) بالسوق الماليزي، فقد وجدوا علاقة إيجابية بين أسعار الأسهم والتضخم. وأما دراسة (Barakat et al, 2016) فقد وجدت علاقة سببية بين مؤشر السوق المصري والتضخم ممثلا في مؤشر أسعار المستهلك (CPI)، وعدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق التونسي والتضخم.

٣-٤- أثر التغيرات بأسعار الصرف على عوائد الأسهم:

أشارت الدراسات السابقة إلى وجود تأثير معنوي للتغيرات في سعر الصرف على عوائد الأسهم، نتيجة تأثيرها على التدفقات النقدية والربحية المتوقعة من الشركات، خاصة الشركات التي لها أنشطة دولية من خلال عمليات الاستيراد والتصدير ( Osamwonyi & Evcbayiro, 2012; Banda et al, 2019). وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن العلاقة بين سعر الصرف وعوائد الأسهم هي علاقة إيجابية. فقد وجدت دراسة ( Cheng et al, 2013)، علاقة إيجابية بين سوق الأسهم الماليزي وسعر الصرف الفعلي. كما كشفت دراسة (Hasan & Ahmad, 2012) أن انخفاض سعر الصرف يخفض عوائد الأسهم بالبورصة الأردنية. كذلك وجدت دراسة (Malik et al, 2018) أن الارتفاع في سعر صرف العملات المحلية بأسواق الهند والباكستان وسيريلانكا، يرفع عوائد الأسهم بتلك الدول. كما وجدت دراسة (Banda et al, 2019) تأثير إيجابي للزيادة في أسعار الصرف على الأسهم الصناعية بجنوب أفريقيا. إلا أن دراسة (Ibrahim & Aziz, 2003) بالسوق الماليزي، ودراسة (Dincergok, 2016) بالسوق التركي، قد وجدوا أن العلاقة بين أسعار صرف العملة المحلية وعوائد الأسهم هي علاقة سلبية. أما دراسة (Barakat et al, 2016) فقد وجدت علاقة سلبية بين مؤشر السوق المصري والسوق التونسي وأسعار الصرف.

٣-٥- أثر التغيرات بأسعار السلع الإستراتيجية بالأسواق العالمية على عوائد الأسهم:

أشارت بعض الدراسات إلى أن أسواق الأسهم بالبلدان المختلفة، لا تتأثر فقط بالتغيرات المحلية، بل تتأثر أيضا بالأحداث المؤثرة على الأسواق العالمية، وعلى أسعار السلع الاستراتيجية كالنفط والذهب بهذه الأسواق. فالتغيرات بالأسعار العالمية لهذه السلع، تؤثر على اقتصاديات الدول المختلفة، بما يؤثر على أرباح الشركات وعوائد أسهمها ( Benaković & Posedel, 2010; Raza el al, 2016).

٣-٥-١- أثر التغيرات في أسعار العالمية للنفط على عوائد الأسهم:

أظهرت بعض الدراسات وجود تأثير معنوي للتغيرات في أسعار النفط العالمية على عوائد أسهم الدول المختلفة. فقد وجدت دراسة (Sadorsky, 1999) بالسوق الأمريكي، ودراسة (Filis, 2010) بالسوق اليوناني، ودراسة (Tahir et al, 2019) بالسوق الباكستاني، أن الزيادة في أسعار النفط الخام لها تأثير سلبي على عوائد الأسهم. إلا أن دراسة (Park & Ratti, 2008) التي قامت بدراسة ١٣ دولة أوروبية، قد أظهرت أن طبيعة تأثير التقلبات في أسعار البترول على الأسهم قد اعتمد على كون الدولة مصدرة أم مستوردة للنفط. ففي معظم الدول الأوروبية المستوردة للنفط، أدت زيادة أسعار النفط إلى انخفاض عوائد الأسهم، أما النرويج كدولة مصدرة للنفط، فقد أدت زيادة أسعار النفط إلى ارتفاع عوائد الأسهم. كما وجدت دراسة (Benaković & Posedel, 2010) بالسوق الكرواتي أن العلاقة بين أسعار النفط والأسهم هي علاقة إيجابية. في حين لم تجد دراسة (Ralph & Eriki, 2001) أي تأثير معنوي لأسعار النفط على أسهم السوق النيجيري.

٣-٥-٢- أثر التغيرات بالأسعار العالمية للذهب على عوائد الأسهم:

تعتبر الاستثمارات في الذهب بمثابة تحوط وغطاء ضد التضخم، واستثمارا آمنا بديلاً خلال فترات الاضطرابات في أسواق الأوراق المالية، نظرا لانخفاض ارتباطه بالأصول

الأخرى بما يقلل من المخاطر الكلية للمحفظة (Raza el al, 2016). هذا وقد أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين أسعار الأسهم وأسعار الذهب. حيث وجدت دراسة (Smith, 2002) بعدد من الدول الأوروبية واليابان ارتباطا سالبا بين عوائد الذهب وعوائد مؤشرات الأسهم في معظم هذه الدول. كما وجدت دراسة (Ray, 2012) بالهند، ودراسة (Haider, 2018) بالباكستان، تأثير سلبي معنوي لأسعار الذهب على أسعار الأسهم. أما دراسة (Raza el al, 2016) بمجموعة من الأسواق الناشئة، فقد وجدت تأثيرا متباينا للتغيرات في أسعار الذهب على عوائد الأسهم. ففي حين كان لأسعار الذهب تأثيرا سلبيا على أسواق الأسهم في المكسيك وماليزيا وتايلاند وتشيلي وإندونيسيا، فقد كان لأسعار الذهب تأثيرا إيجابيا على أسعار الأسهم بالاقتصاديات الأكبر كروسيا والبرازيل والهند والصين وجنوب أفريقيا.

هذا ونستخلص مما سبق عرضه بالإطار النظري والدراسات السابقة ما يلي:

تظهر الدراسات السابقة أن التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي سواء المحلية أو العالمية، كان لها تأثير جوهري على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة سواء المتقدمة أو الناشئة. هذا ونظرا لعدم وصول الباحثة إلى دراسات سابقة تحدد مدى وجود تأثير معنوي للتغيرات في العوامل الاقتصادية المحلية والعالمية على عوائد سوق الأسهم المصري خلال فترات زمنية اتسمت بوجود تغيرات وتحولات جوهرية في الظروف الاقتصادية المحلية والعالمية، ومدى أهمية تأثير هذه العوامل على الأسهم خلال هذه الفترات، فستقوم الدراسة الحالية بمحاولة تغطية هذه الفجوة. حيث ستحاول الدراسة الوصول إلى ماهية وطبيعة تأثير بعض العوامل الاقتصادية المحلية والعالمية على سوق الأسهم المصري، خلال فترة تعرضت خلالها مصر للعديد من الأزمات والتغيرات الاقتصادية من ٢٠١١ حتى ٢٠١٩.

#### ٤ مشكلة الدراسة:

أظهرت الدراسات السابقة التي قامت بتطبيق نظرية تسعير المراجعة (APT) على أسواق الأسهم المختلفة، أن المخاطر الخاصة بالتغيرات في العوامل الاقتصادية تؤثر جوهريا على عوائد سوق الأسهم. إلا أن هذه الدراسات لم تحدد ماهية هذه العوامل، ومدى أهمية هذه العوامل في تفسير التغيرات الحادثة في عوائد الأسهم (Roll & Ross, 1984). فقد تختلف عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة على عوائد الأسهم من سوق إلى آخر ومن فترة إلى أخرى، كما قد تختلف أيضا طبيعة هذه العلاقة مع حدوث تغييرات جوهرية في الظروف الاقتصادية (Barakat et al, 2016). هذا ومع حدوث تغييرات اقتصادية محلية عقب الأزمات التي مرت بها مصر منذ ٢٠١١، فقد حدث أيضا تغيرات في أسعار أسهم السوق المصري. فخلال الفترة التالية للأزمة المالية العالمية والسابقة لتحرير سعر الصرف، ارتفع مؤشر السوق المصري EGX30 من ٦٧٩٩,٠٤ نقطة في نهاية مارس ٢٠١١، إلى ٨٣٣٨,٠٢ نقطة في نهاية أكتوبر ٢٠١٦. أما عقب الإعلان عن تحرير سعر الصرف، فقد ارتفع هذا المؤشر بشكل أكبر ليصل إلى ١١١٥٩,٣٢ نقطة في نهاية نوفمبر ٢٠١٦، ثم ليصل إلى ١٤٤٦٨,٢٢ نقطة في نهاية أكتوبر ٢٠١٩ (<http://www.egx.com.eg>). وتدعو هذه التغيرات الحادثة بسوق الأسهم المصري، للتساؤل عن مدى قدرة عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على تفسير تلك التغيرات في عوائد الأسهم خلال تلك الفترات المختلفة، وللإجابة عن ذلك ستمثل مشكلة الدراسة في السؤال التالي:

"ما هي عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة على عوائد سوق الأسهم المصري، وهل هناك اختلافات حول ماهية وطبيعة تأثير هذه العوامل على عوائد الأسهم بين الفترات الزمنية المختلفة، وعند حدوث تغيرات جوهرية في الظروف الاقتصادية المحلية والعالمية؟"

#### ٥- أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة الحالية فيما يلي:

- ١- تحديد ماهية عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية المؤثرة على عوائد سوق الأسهم المصري.
- ٢- تحديد أهمية عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية في تفسير التغيرات بعوائد الأسهم المصرية.
- ٣- تحديد مدى وجود اختلافات حول ماهية وطبيعة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم المصرية عند اختلاف الفترات الزمنية، وعند حدوث تغيرات جوهرية في الظروف الاقتصادية.

#### ٦- 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 مدى أهمية وطبيعة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على سوق الأسهم المصرية تعتبر قليلة نسبياً، خاصة خلال الفترات التي حدثت بها تغيرات جوهرية في الظروف الاقتصادية المصرية والعالمية. وتسعى الدراسة الحالية لتغطية هذه الفجوة من خلال دراسة أثر عوامل الاقتصاد الكلي على سوق الأسهم المصري، خلال فترات زمنية مختلفة، حدث خلالها تغيرات جوهرية في العوامل والظروف الاقتصادية، والمقارنة بين هذه الفترات. أما بالنسبة للأهمية على المستوى العملي، فيعتبر معرفة ماهية أثر عوامل الاقتصاد الكلي على سوق الأسهم المصري من الأهمية بمكان، وذلك لما تقدمه من معلومات هامة سواء بالنسبة للحكومة المصرية، أو بالنسبة للشركات المسجلة بالسوق، أو للمستثمرين الحاليين والمحتملين بسوق الأسهم المصري. فالتعرف على طبيعة رد فعل السوق المصري للتغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي، وتحديد مدى أهمية هذه العوامل بالنسبة للسوق، سيوضح لجميع الأطراف معلومات هامة حول مدى تأثير هذه العوامل على القيم السوقية للشركات المسجلة بالسوق، خاصة خلال فترات تميزت بحدوث تغيرات جوهرية في الظروف الاقتصادية.

#### ٧- فروض الدراسة:

وضحنا من خلال الجزء السابق الخاص بالإطار النظري والدراسات السابقة، أن التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المختلفة تؤثر معنوياً على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة سواء المتقدمة أو الناشئة. وعلى الرغم من اختلاف هذه الدراسات حول ماهية وطبيعة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة، وعبر الفترات الزمنية المختلفة، وما إن كان هذا التأثير سلبياً أو إيجابياً، إلا أن معظم هذه الدراسات قد أظهرت تأثيراً معنوياً لعوامل الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم. وكان من أهم عوامل الاقتصاد الكلي التي أظهرت الدراسات السابقة تأثيرها المعنوي على عوائد الأسهم هي، النشاط والنمو في الإنتاج الاقتصادي والصناعي للدولة، والسياسة النقدية والتغيرات في أسعار الفائدة، والتضخم ومستويات الأسعار،



## د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

والتغيرات في أسعار الصرف، وأسعار السلع الإستراتيجية بالأسواق العالمية كالنفت والذهب. وبناءً على ما توصلت إليه الدراسات السابقة بالبلاد المختلفة ومنها مصر، وللإجابة على سؤال الدراسة ولتحقيق أهدافها، ستقوم الدراسة الحالية بقياس الفروض التالية:

**الفرض الأول:** تؤثر التغيرات في نمو الإنتاج الصناعي المصري للدولة معنوياً على عوائد سوق الأسهم المصري.

**الفرض الثاني:** تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة معنوياً على عوائد سوق الأسهم المصري.

**الفرض الثالث:** تؤثر التغيرات في التضخم ومستويات الأسعار معنوياً على عوائد سوق الأسهم المصري.

**الفرض الرابع:** تؤثر التغيرات في سعر صرف الجنيه المصري معنوياً على عوائد سوق الأسهم المصري.

**الفرض الخامس:** تؤثر التغيرات في الأسعار العالمية للنفت معنوياً على عوائد سوق الأسهم المصري.

**الفرض السادس:** تؤثر التغيرات في الأسعار العالمية للذهب معنوياً على عوائد سوق الأسهم المصري.

**الفرض السابع:** تختلف ماهية عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة على عوائد سوق الأسهم المصري باختلاف الفترات الزمنية وحدوث تغيرات جوهرية في الظروف والعوامل الاقتصادية.

**الفرض الثامن:** تختلف طبيعة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد سوق الأسهم المصري باختلاف الفترات الزمنية وحدوث تغيرات جوهرية في الظروف والعوامل الاقتصادية.

### ٨ تصميم الدراسة:

#### ٨-١- بيانات ومجتمع وعينة الدراسة وأداة جمع البيانات:

تتمثل بيانات الدراسة في البيانات الشهرية لعدد من المؤشرات العامة والقطاعية بسوق الأسهم المصري وعوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية. وتغطي الدراسة الحالية الفترة من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٩، وهو ما يسفر عن ١٠٤ ملاحظة للقيم الشهرية لبيانات الدراسة. هذا ولتحديد مدى وجود اختلافات في طبيعة أثر عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد سوق الأسهم المصرية عبر فترات زمنية مختلفة، وعند حدوث تغيرات جوهرية في الظروف الاقتصادية المحلية والعالمية، فستقوم الدراسة بإعادة تقييم البيانات، بعد ذلك تقسيم الفترة الكلية إلى فترتين فرعيتين. حيث تتمثل الفترة الفرعية (١) في الفترة من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٦، وهي تغطي الفترة اللاحقة للأزمة المالية العالمية حتى تحرير صرف الجنيه المصري في بداية نوفمبر ٢٠١٦. وتتمثل الفترة الفرعية (٢) في الفترة من نوفمبر ٢٠١٦ حتى أكتوبر ٢٠١٩، وهي الفترة اللاحقة لتحرير سعر الصرف. وهو ما يسفر عن ٦٨ ملاحظة للقيم الشهرية للفترة الفرعية (١)، و ٣٦ ملاحظة للقيم الشهرية للفترة الفرعية (٢).

هذا ويتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤشرات العامة والقطاعية الخاصة بسوق الأسهم المصري، وجميع عوامل الاقتصاد الكلي، سواء عوامل خاصة بالاقتصاد المصري أو الاقتصاد العالمي. أما بالنسبة لعينة الدراسة، فسيتم اختيار عينة من مجتمع الدراسة طبقاً للشروط التالية:

١- بالنسبة لمؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية، فيجب أن تكون هذه المؤشرات ممثلة لتحركات سوق الأسهم المصري على المستوى العام وعلى مستوى القطاعات المختلفة للسوق.

٢- بالنسبة لعوامل الاقتصاد الكلي، فيجب أن تمثل هذه العوامل، المتغيرات الاقتصادية المختلفة التي توصلت اليها الدراسات السابقة إلى تأثيرها معنوياً على العوائد بأسواق الأسهم المختلفة.

٣- أن تتوفر بيانات كاملة عن المؤشرات وعن العوامل الاقتصادية، خلال الفترة التي تغطيها الدراسة.

#### هذا وقد تحققت شروط عينة الدراسة في المؤشرات والعوامل الاقتصادية التالية:

- بالنسبة للمؤشرات العامة فقد تحققت شروط عينة الدراسة في أربعة مؤشرات عامة من مؤشرات السوق المصري، وهي: مؤشر **EGX30** الذي يتضمن أعلى ثلاثين شركة من حيث السيولة والنشاط. ومؤشر **EGX70** الذي يتضمن أعلى سبعين شركة نشاطاً في السوق بعد استبعاد شركات مؤشر **EGX30**. ومؤشر **EGX100** الذي يتضمن أعلى مئة شركة نشاطاً في السوق، وهو يتضمن الشركات المدرجة في مؤشر **EGX30** ومؤشر **EGX70**. ومؤشر ستاندرد أند بور بالبورصة المصرية **S&P/EGX ESG**، الذي يتضمن أفضل ١٠٠ شركة وفقاً لمعايير البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة، على أن تكون من أنشط الشركات المقيدة بالبورصة المصرية (<http://www.egx.com.eg>).

- بالنسبة للمؤشرات القطاعية فقد تحققت شروط العينة في ١٢ مؤشراً قطاعياً من مؤشرات السوق المصري، وهي: البنوك، الموارد الأساسية، الكيماويات، المقاولات والانشاءات الهندسية، الخدمات المالية غير المصرفية، الأغذية والمشروبات، الرعاية الصحية والأدوية، المنتجات الشخصية والمنزلية، خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، العقارات، الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات، والسياحة والترفيه.

- بالنسبة لعوامل الاقتصاد الكلي، فقد تحققت شروط العينة في ستة عوامل، يمثل كل منها عاملاً من عوامل الاقتصاد الكلي الذي أظهرت الدراسات السابقة تأثيره تأثيراً معنوياً على أسواق الأسهم وهم: مؤشر نمو الإنتاج الصناعي المصري من شهر لآخر، ليمثل عامل النشاط والإنتاج الاقتصادي. وعائد أذون الخزانة المصرية ٩٠ يوماً، ليمثل عامل التغيير بالسياسات النقدية وأسعار الفائدة. ومؤشر أسعار المستهلك (**CPI**) المصري، ليمثل عامل التضخم ومستويات الأسعار. وسعر الصرف الرسمي للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، ليمثل عامل سعر الصرف. والأسعار العالمية لخام برنت وأوقية الذهب، ليمثلا التغيير بأسعار السلع الاستراتيجية بالسوق العالمي.

- وبالنسبة لطريقة جمع هذه البيانات، فقد تم الحصول على قيم المؤشرات العامة والقطاعية من موقع البورصة المصرية: <http://www.egx.com.eg>. أما قيم معدل نمو الإنتاج الصناعي المصري من شهر إلى آخر من خلال موقع: <https://www.fxempire.com>. وأما قيم عائد أذون الخزانة المصري لمدة

٩٠ يوما، ومؤشر أسعار المستهلك، وسعر صرف الجنيه المصري، فقد تم الحصول عليهم من موقع البنك المركزي المصري: <http://www.cbe.org.eg/en/Pages/default.aspx>، وبالنسبة للأسعار العالمية لحام برنت وأوقية الذهب، فقد تم الحصول عليها من موقع: <http://www.investing.com>.

#### ٢-٨- متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة الحالية في المتغيرات التالية:

- المتغيرات التابعة: تتمثل المتغيرات التابعة في العوائد الشهرية لمؤشرات السوق عينة الدراسة.
- المتغيرات المستقلة: تتمثل المتغيرات المستقلة في العوائد الشهرية للعوامل الاقتصادية عينة الدراسة.

#### ٣-٨- أساليب تحليل البيانات:

يتم بداية حساب العوائد الشهرية الخاصة بمؤشرات السوق المصري وعوامل الاقتصاد الكلي، من خلال تحويل بيانات السلاسل الزمنية إلى سلسلة لوجاريمية، بما يعمل على تمهيد التغير غير الخطي في البيانات وتحويله إلى علاقات خطية. حيث يتم تكوين سلسلة زمنية جديدة تمثل التغيرات في السلاسل الزمنية وهو ما يطلق عليه "معدل العائد" (Fama, 1965). حيث يمثل معدل العائد ( $r$ ) الفرق بين اللوغاريتم الطبيعي لقيم متغيرات الدراسة في نهاية الفترة  $t$  وقيم هذه المتغيرات في بداية الفترة  $t-1$ :

$$r = \text{Lin } r_t - \text{Lin } r_{t-1}$$

حيث ستقوم الدراسة بقياس أثر العوامل الاقتصادية على عوائد عينة الدراسة من المؤشرات العامة والقطاعية خلال فترات التقييم المختلفة، باستخدام معادلة تحليل الانحدار المتعدد التالية:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{iM} r_{Mt} + \beta_{iU} r_{Ut} + \beta_{iC} r_{Ct} + \beta_{iEX} r_{EX,t} + \beta_{iP} r_{Pt} + \beta_{iG} r_{Gt} + e_{it}$$

حيث ( $r_{it}$ ) هي عوائد أحد مؤشرات السوق المصري عينة الدراسة خلال الفترة  $t$ ، ( $r_{Mt}$ ) هي معدل نمو الإنتاج الصناعي المصري خلال الفترة  $t$ ، ( $r_{Ut}$ ) هي عوائد أذون الخزانة المصرية خلال الفترة  $t$ ، ( $r_{Ct}$ ) هي عوائد مؤشر أسعار المستهلك خلال الفترة  $t$ ، ( $r_{EX,t}$ ) هي عوائد سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة  $t$ ، ( $r_{Pt}$ ) هي عوائد عقود خام برنت العالمية خلال الفترة  $t$ ، ( $r_{Gt}$ ) هي عوائد عقود الذهب العالمية خلال الفترة  $t$ ، و( $e_{it}$ ) هي الخطأ العشوائي. كذلك وقبل إجراء اختبارات الانحدار السابقة، سيتم بداية التأكد من استقرار وسكون جميع السلاسل الزمنية لعوائد متغيرات الدراسة، من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة. فإثبات وجود مشكلة جذر الوحدة بالسلسلة الزمنية، يثبت عدم استقرار وعدم سكون السلسلة الزمنية ووجود اتجاه زمني في هذه البيانات. ودخول السلاسل غير المستقرة إلى نماذج الانحدار يمكن أن يحقق قيم ( $R^2$ ) مرتفعة على الرغم من عدم وجود علاقات معنوية بين

متغيرات نموذج الانحدار. لذلك وفي حالة اثبات وجود جذر الوحدة بالسلسلة الزمنية، فإنه يجب إعادة اختبار جذر الوحدة بعد أخذ الفروق الأولى أو الثانية أو أكثر لبيانات السلسلة الزمنية، وذلك حتى التأكد من سكون السلسلة زمنية قبل دخولها إلى تحليلات الانحدار (Talla, 2013). كذلك وللتأكد من أن بواقي نماذج الانحدار (Residuals) أو الخطأ العشوائي ( $e_{it}$ )، هو ضوضاء بيضاء (white noise) لا يحتوي على أي معلومات منهجية لم تتضمنها نماذج الانحدار، فسيتم إجراء بعض الاختبارات للتأكد من أن قيم الخطأ العشوائي هي قيم عشوائية ليس بينها أي ارتباط ذاتي، وتتوزع طبيعياً بمتوسط صفر وتباين ثابت (Talla, 2013).

#### ٨-٤- الاختبارات الإحصائية المستخدمة:

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

٢- اختبار ADF (Augmented Dickey-Fuller test) (Dickey & Fuller, 1979): يتم استخدام هذا الاختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة جذر الوحدة وسكون السلسلة الزمنية.

٣- تحليل الانحدار المتعدد: سيتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)، وذلك لقياس أثر مجموعة المتغيرات المستقلة على كل متغير من المتغيرات التابعة للدراسة.

٤- اختبارات التأكد من أن بواقي نماذج الانحدار أو الخطأ العشوائي هو ضوضاء بيضاء، وهي:

- Jarque-Bera Test: وهو يحدد مدى اتباع بواقي الانحدار للتوزيع الطبيعي (Jarque & Bera, 1980).

- Breusch-Godfrey LM Test: وهو يحدد مدى وجود أي ارتباطات ذاتية بين البواقي (Talla, 2013).

- ARCH-LM Test: وهو يقوم بتقييم مدى ثبات تباين بواقي معادلة الانحدار (Engle 1982).

#### ٩- الدراسة الميدانية:

سيتم من خلال هذا الجزء عرض أهم الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة، وأهم النتائج التي تم التوصل إليها بشأن دراسة أثر عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد سوق الأسهم المصري.

#### ٩-١- الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة:

يوضح جدول (١) بعض الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة من مؤشرات السوق العامة والقطاعية وعوامل الاقتصاد الكلي، وذلك خلال فترة الدراسة من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٩.

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

جدول (١): الإحصاءات الوصفية للبيانات خلال فترة الدراسة من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٩

الانحراف المعياري	متوسط العائد	الحد الأعلى للعائد	الحد الأدنى للعائد	عدد المفردات	مؤشرات السوق والمؤشرات القطاعية والعوامل الاقتصادية عينة الدراسة
المؤشرات العامة للسوق المصري					
0.082	0.009	0.312	-0.170	104	مؤشر EGX30
0.082	0.000	0.281	-0.251	104	مؤشر EGX70
0.076	0.005	0.282	-0.208	104	مؤشر EGX100
0.089	0.008	0.373	-0.215	104	مؤشر S&P/EGX ESG
المؤشرات القطاعية للسوق المصري					
0.088	0.014	0.265	-0.191	104	البنوك
0.153	0.000	0.476	-0.360	104	الموارد الأساسية
0.077	0.005	0.209	-0.188	104	الكيمائيات
0.079	-0.006	0.226	-0.208	104	المقاولات والانشاءات الهندسية
0.097	0.002	0.277	-0.222	104	الخدمات المالية غير المصرفية
0.088	0.004	0.327	-0.170	104	الأغذية والمشروبات
0.061	0.011	0.232	-0.119	104	الرعاية الصحية والأدوية
0.090	0.013	0.360	-0.190	104	المنتجات الشخصية والمنزلية
0.090	0.004	0.285	-0.208	104	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
0.111	0.005	0.330	-0.288	104	العقارات
0.100	0.003	0.346	-0.221	104	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
0.123	0.002	0.361	-0.285	104	السياحة والترفيه
عوامل الاقتصاد الكلي					
0.053	0.005	0.150	-0.105	104	نمو الإنتاج الصناعي
0.058	0.005	0.220	-0.138	104	أدوات الخزائن ٩٠ يوما
0.012	0.010	0.049	-0.034	104	مؤشر أسعار المستهلك
0.074	-0.010	0.173	-0.702	104	سعر الصرف
0.082	-0.006	0.195	-0.251	104	خام برنت
0.044	0.001	0.116	-0.121	104	أوقية الذهب

ويشير جدول (١) إلى أن عدد مفردات عينة الدراسة من المؤشرات العامة والقطاعية وعوامل الاقتصاد الكلي قد بلغ ١٠٤ مفردة. وقد حققت المؤشرات العامة حدا أدنى للعائد تراوح بين ٢٥% و-١٧%، وحدا أعلى تراوح بين ٢٨,١% و ٣٧,٣%، بمتوسط عائد تراوح بين ٠,٠% و ٠,٩%، وبانحراف معياري تراوح بين ٧,٦% و ٨,٩%. أما بالنسبة للمؤشرات القطاعية فقد تراوح الحد الأدنى للعائد بين -٢٨,٨% و-١٧%، وتراوح الحد الأعلى بين ٢٠,٩% و ٤٧,٦%، بمتوسط تراوح بين -٠,٦% و ١,٤%، وبانحراف معياري تراوح بين ١٥,٣% و ٦,١%. أما بالنسبة لعوامل الاقتصاد الكلي، فقد بلغ الحد الأدنى لنمو الإنتاج الصناعي -١٠,٥%، والحد الأعلى ١٥%، بمتوسط ٠,٥%، وبانحراف معياري ٥,٣%. أما

## المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية – كلية التجارة – جامعة دمياط

أذون الخزانة استحقاق ٩٠ يوماً، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد ١٣,٨%، والحد الأعلى ٢٢%، بمتوسط ٥,٥%، وبانحراف معياري ٥,٣%. وبالنسبة لمؤشر أسعار المستهلك، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد ٣,٤%، والحد الأعلى ٤,٩٥%، بمتوسط ١%، وبانحراف معياري ١,٢%. أما بالنسبة لسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، فكان الحد الأدنى للعائد - ٧٠,٢%، والحد الأعلى ١٧,٣%، بمتوسط ١%، وبانحراف معياري ٧,٤%. أما خام برنت، فكان الحد الأدنى للعائد ٢٥,١%، والحد الأعلى ١٩,٥%، بمتوسط ٠,٦%، وبانحراف معياري ٨,٢%. وأما بالنسبة لأوقية الذهب، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد ١٢,١%، والحد الأعلى ١١,٦%، بمتوسط ٠,١%، وبانحراف معياري ٤,٤%.

### ٢-٩- اختبار استقرار السلاسل الزمنية الخاصة ببيانات الدراسة:

يوضح جدول (٢) قيم إحصائية اختبار جذر الوحدة ADF الذي يقيس مدى استقرار وسكون السلاسل الزمنية الخاصة بالدراسة خلال فترة الدراسة الكلية، والفترة الفرعية (١)، والفترة الفرعية (٢).

### جدول (٢): نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

الفترة الفرعية (٢) إحصائية ADF	الفترة الفرعية (١) إحصائية ADF	الفترة الكلية إحصائية ADF	مؤشرات السوق والمؤشرات القطاعية والعوامل الاقتصادية عينة الدراسة
*-7.51	*-٨,٩١	*-١٠,٧٤	مؤشر EGX30
** -3.48	*-8.94	*-١١,٥٣	مؤشر EGX70
** -3.14	*-8.77	*-١١,١١	مؤشر EGX100
*-7.69	-9.67*	*-11.62	البنوك
*-7.34	*-8.46	*-9.92	S&P/EGX ESG
*-5.58	*-8.56	*-١٠,١٨	الموارد الأساسية
***-2.85	*-10.03	*-9.30	الكيمويات
*-5.66	*-7.96	*-9.22	المقاولات والانشاءات الهندسية
*-6.54	*-8.61	*-9.64	الخدمات المالية غير المصرفية
*-5.78	*-7.75	*-٩,٠٤	الأغذية والمشروبات
*-6.96	*-8.84	*-9.17	الرعاية الصحية والأدوية
*-6.21	*-7.81	*-٩,٠٢	المنتجات الشخصية والمنزلية
*-6.14	*-8.89	*-٩,٨٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
*-7.00	*-8.97	*-١٠,٥٥	العقارات
*-5.54	*-8.41	*-٩,٥٠	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
*-7.31	*-8.36	*-10.24	السياحة والترفيه
*-8.08	*-5.50	*-13.42	نمو الإنتاج الصناعي
*-7.16	*-11.04	*-١١,٧٢	أذون الخزانة ٩٠ يوماً
*-4.16	*-7.07	*-٧,٠١	مؤشر أسعار المستهلك
*-18.98	*-8.03	*-١٠,٢٥	سعر الصرف
*-4.68	*-7.16	*-8.40	سعر النفط
*-5.34	*-9.32	*-11.05	سعر الذهب

تشير العلامة\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%.

وتشير بيانات جدول (٢) إلى أن قيم إحصائية اختبار ADF كانت ذات دلالة إحصائية مع جميع السلاسل الزمنية خلال جميع فترات الدراسة الكلية والفرعية، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩%. وهو ما يشير إلى عدم وجود مشكلة جذر الوحدة في جميع السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة خلال جميع الفترات سواء الكلية أو الفرعية، أي أنها سلاسل زمنية مستقرة وساكنة ولا يوجد بها اتجاه زمني.

٩-٣- تحليل أثر عوامل الاقتصاد الكلي على المؤشرات العامة والقطاعية بسوق الأسهم المصري:

يوضح جدول (٣)، (٤)، (٥)، نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لقياس أثر عوامل الاقتصاد الكلي على المؤشرات العامة والقطاعية بالسوق المصري، وذلك خلال الفترة الكلية للدراسة والفترة الفرعية (١) والفترة الفرعية (٢) على التوالي. حيث تشمل هذه الجداول على قيم بيتا الخاصة بكل عامل من عوامل الاقتصاد الكلي، وكذلك قيم معامل التحديد ( $R^2$ ) وقيم (F) الخاصة بكل نموذج من نماذج انحدار المؤشرات العامة والقطاعية. كذلك يوضح ملحق (١)، جداول (أ)، (ب)، (ج)، نتائج الاختبارات الخاصة ببواقي نماذج الانحدار المتعدد مع مؤشرات السوق المختلفة، خلال الفترة الكلية للدراسة والفترة الفرعية (١) و(٢) على التوالي. حيث تشمل هذه الجداول على القيم الخاصة باختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Jarque-Bera)، وقيم اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (Breusch-Godfrey LM)، وقيم اختبار ثبات تباين البواقي (ARCH-LM)، وقيم الاحتمالات الخاصة بهذه الاختبارات (P).

٩-٣-١- تحليل أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق خلال فترة الدراسة الكلية:

يوضح جدول (٣)، أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق خلال الفترة الكلية للدراسة. حيث توضح النتائج وجود تأثير معنوي لثلاث عوامل اقتصادية على معظم عينة الدراسة من المؤشرات العامة والقطاعية، وهم عائد أذون الخزانة، وسعر الصرف، والأسعار العالمية للذهب. فأما بالنسبة لعوائد أذون الخزانة، فتظهر النتائج أن هذا العامل كان له أثراً سلبياً معنوياً على عوائد معظم المؤشرات العامة والقطاعية. حيث جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة، بقيم تراوحت بين -٣٥% و-٢٥% وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٥%. كما جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع ستة مؤشرات قطاعية هي الموارد الأساسية، والخدمات المالية غير المصرفية، والمنتجات الشخصية والمنزلية، وخدمات ومنتجات صناعية وسيارات، والعقارات، والسياحة والترفيه، وتراوحت بين -٩٥% و-٣٦%، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و٩٩%. أما بالنسبة لسعر الصرف، فتظهر النتائج وجود أثر سلبي معنوي للتغيرات في سعر الصرف على عوائد معظم المؤشرات العامة والقطاعية. حيث جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة، بقيم تراوحت بين -٧٠% و-٤٩% بدرجة ثقة ٩٩%. كما جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات القطاعية، بقيم تراوحت بين -١٠٢% و-٢٠%، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و٩٩%. وأما

بالنسبة للتغيرات في الأسعار العالمية للذهب، فتظهر النتائج وجود أثر إيجابي معنوي لأسعار الذهب على عوائد جميع المؤشرات العامة وبعض المؤشرات القطاعية. فقد جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة، بقيم تراوحت بين ٤٢% و ٥٥%، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و ٩٩%. كما جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع ستة مؤشرات قطاعية هي البنوك، والكيمويات، والخدمات المالية غير المصرفية، والمنتجات الشخصية والمنزلية، والعقارات، والاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات، بقيم تراوحت بين ٤٨% و ٦٥% بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و ٩٩%. أما بالنسبة لمعدل نمو الإنتاج الصناعي، فقد كان لهذا العامل أثر سلبي معنوي على اثنين فقط من المؤشرات القطاعية، وهما الموارد الأساسية والرعاية الصحية والأدوية، بقيم بيتا تبلغ -٥٥% و -٢٠% وبدرجة ثقة ٩٥% و ٩٠% على التوالي. وأما بالنسبة لمؤشر أسعار المستهلك والأسعار العالمية للنفط، فتظهر النتائج عدم وجود أي تأثير معنوي لهذين العاملين على جميع المؤشرات العامة والقطاعية. أما بالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار خلال هذه الفترة مع المؤشرات العامة والقطاعية، فقد تراوحت قيم معامل التحديد ( $R^2$ ) بين ٢٧% و ٣٦% مع المؤشرات العامة، وبين ١٥% و ٣٤% مع المؤشرات القطاعية. كما حققت قيم ( $F$ ) الخاصة بنماذج الانحدار، دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة والقطاعية بدرجة ثقة ٩٩%.



د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

جدول (٣): تحليل الانحدار المتعدد لتحديد أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال الفترة الكلية للدراسة من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٩

مؤشرات السوق	نمو الإنتاج الصناعي	أون الخزائن ٩٠ يوما	أسعار المستهلك	سعر الصرف	سعر النفط	سعر الذهب	$R^2$	
	$(\beta_{IM})$	$(\beta_{II})$	$(\beta_{IC})$	$(\beta_{IC})$	$(\beta_{IP})$	$(\beta_{IG})$	(F)	$(\alpha)$
المؤشرات العامة								
EGX30	0.00 (0.79)	-0.18 (-1.32)	-0.25 (-1.94) ***	0.34 (0.54)	-0.56 *(-5.20)	0.05 (0.60)	0.29 *(6.65)	0.42 (2.26) **
EGX70	-0.01 (-0.97)	-0.19 (-1.40)	-0.27 **(-2.09)	0.67 (1.04)	-0.49 *(-4.52)	0.04 (0.52)	0.27 *(6.07)	0.48 ** (2.57)
EGX100	-0.01 (-0.49)	-0.17 (-1.33)	-0.29 **(-2.36)	0.63 (1.07)	-0.50 *(-5.06)	0.05 (0.65)	0.31 *(7.13)	0.44 ** (2.57)
S&P/EGX ESG	0.00 (0.81)	-0.12 (-0.83)	-0.35 **(-2.57)	0.12 (0.18)	-0.70 *(-6.37)	0.05 (0.49)	0.36 *(9.05)	0.55 *(2.87)
المؤشرات القطاعية								
البنوك	0.00 (0.36)	-0.25 (-1.60)	-0.22 (-1.50)	0.83 (1.16)	-0.42 *(-3.52)	0.02 (0.17)	0.22 *(4.45)	0.52 ** (2.48)
الموارد الأساسية	-0.01 (-0.39)	-0.55 **(-2.15)	-0.95 *(-4.01)	0.53 (0.45)	-1.02 *(-5.23)	0.19 (1.56)	0.34 *(8.17)	0.55 (1.65)
الكيمويات	-0.01 (-0.39)	-0.16 (-1.88)	-0.10 (-0.82)	0.76 (1.17)	-0.25 **(-2.33)	0.10 (0.26)	0.18 *(3.62)	0.51 *(2.70)
المقاولات والانشاءات	-0.01 (-1.34)	-0.11 (-0.76)	-0.18 (-1.36)	0.43 (0.65)	-0.42 *(-3.73)	0.019 (0.21)	0.17 *(3.29)	0.26 (1.42)
الخدمات المالية غير المصرفية	-0.01 (-0.57)	-0.09 (-0.54)	-0.45 *(-2.79)	0.54 (0.68)	-0.59 *(-4.58)	0.04 (0.34)	0.25 *(5.33)	0.48 ** (2.10)
الأغذية والمشروبات	0.00 (0.06)	-0.19 (-1.16)	-0.14 (-0.93)	0.04 (0.05)	-0.50 *(-4.04)	0.013 (0.12)	0.18 *(٣.٥٣)	0.12 (0.60)
الرعاية الصحية والأدوية	0.00 (0.37)	-0.20 **(-1.85)	-0.06 (-0.57)	0.81 (1.57)	-0.20 **(-2.33)	0.06 (0.86)	0.15 ** (2.58)	0.04 (0.29)
المنتجات الشخصية والمنزلية	-0.00 (-0.25)	0.07 (0.46)	-0.36 **(-2.32)	1.02 (1.45)	-0.60 *(-5.06)	-0.04 (-0.38)	0.30 *(6.80)	0.61 *(2.95)
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	0.00 (0.16)	-0.15 (-0.95)	-0.38 **(-2.57)	-0.08 (-0.11)	-0.57 *(-4.61)	0.076 (0.72)	0.23 *(٤.٦٧)	0.26 (1.31)
العقارات	0.00 (0.28)	-0.31 (-1.63)	-0.52 *(-2.89)	-0.16 (-0.18)	-0.69 *(-4.61)	0.01 (0.06)	0.25 *(5.32)	0.51 *** (1.94)
الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	0.00 (0.29)	-0.20 (-1.17)	-0.13 (-0.81)	-0.52 (-0.62)	-0.54 *(-3.91)	-0.02 (-0.16)	0.20 *(4.07)	0.65 *(2.68)
السياحة والترفيه	-0.00 (-0.05)	-0.32 (-1.49)	-0.58 *(-2.88)	0.03 (0.03)	-0.71 *(-4.23)	0.05 (0.34)	0.22 *(4.66)	0.48 (1.65)

تشير العلامة\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%.

وأما بالنسبة لنتائج اختبارات بواقي نماذج الانحدار خلال الفترة الكلية، فتشير نتائج ملحق (١) جدول (أ)، إلى أن قيم هذه الاختبارات قد جاءت غير ذات دلالة إحصائية مع جميع نماذج انحدار المؤشرات العامة، ومعظم المؤشرات القطاعية. حيث جاءت قيم اختبار (Jarque-Bera)، ذات دلالة إحصائية مع بواقي نموذج انحدار مؤشري الأغذية والمشروبات والاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات بدرجة ثقة ٩٠% ٩٥% على التوالي، وهو ما يشير لعدم اتباع هذه البواقي للتوزيع الطبيعي. كما جاءت أيضا قيم اختبار (ARCH-LM) ذات دلالة إحصائية مع بواقي نموذج انحدار مؤشري الموارد الأساسية والعقارات بدرجة ثقة ٩٥% ٩٩% على التوالي، وهو ما يشير لعدم ثبات تباين هذه البواقي. وتشير هذه النتائج إلى أن الخطأ العشوائي بنماذج انحدار معظم المؤشرات كان ضوضاء بيضاء خلال هذه الفترة.

#### ٩-٣-٢- تحليل أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق خلال الفترة الفرعية (١):

يوضح جدول (٤)، أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق خلال الفترة الفرعية (١)، وهي الفترة التالية للأزمة المالية العالمية، والسابقة لتحرير سعر صرف الجنيه المصري في بداية نوفمبر ٢٠١٦.

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

جدول (٤): تحليل الانحدار المتعدد لتحديد أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال الفترة الفرعية (١) من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٦

مؤشرات السوق	نمو الإنتاج الصناعي	أونون الخزائنة ٩٠ يوما	أسعار المستهلك	سعر الصرف	سعر النفط	سعر الذهب	$R^2$
	$(\epsilon) \beta_{IM}$	$(\epsilon) \beta_U$	$(\epsilon) \beta_{IC}$	$(\epsilon) \beta_{IC}$	$(\epsilon) \beta_{IP}$	$(\epsilon) \beta_{IG}$	(F)
المؤشرات العامة							
EGX30	-0.01 (-0.48)	-0.08 (-1.07)	0.72 (0.68)	1.36 *(2.73)	-0.07 (-0.55)	0.61 *(2.67)	0.24 *(3.21)
EGX70	-0.01 (-1.37)	-0.14 (-0.77)	1.16 (1.09)	0.21 (0.42)	-0.00 (-0.01)	0.61 *(2.61)	0.20 *(2.50)
EGX100	-0.01 (-0.89)	-0.09 (-0.54)	1.16 (1.20)	0.49 (1.07)	-0.01 (-0.04)	0.57 *(2.72)	0.22 *(2.87)
S&P/EGX ESG	-0.01 (-0.42)	-0.01 (-0.06)	0.41 (0.37)	1.29 *(2.78)	-0.07 (-0.21)	0.71 *(2.95)	0.26 *(3.57)
المؤشرات القطاعية							
البنوك	0.00 (0.00)	-0.23 (-1.13)	-0.23 (-1.26)	1.26 (1.02)	0.73 (1.25)	0.74 *(2.75)	0.20 *(2.47)
الموارد الأساسية	-0.02 (-0.72)	-0.28 (-0.93)	-0.81 *(2.93)	0.07 (0.97)	2.44 *(2.89)	0.95 *(2.43)	0.32 *(4.84)
الكيمويات	-0.01 (-0.57)	-0.31 (-0.21)	-0.01 (-0.09)	0.45 (0.61)	0.41 (0.98)	0.68 *(3.56)	0.21 *(2.69)
المقاولات والانشاءات	-0.01 (-0.82)	-0.01 (-0.02)	-0.09 (-0.61)	0.59 (0.59)	0.29 (0.61)	0.24 (1.11)	0.06 (0.69)
الخدمات المالية غير المصرفية	-0.02 (-1.26)	0.03 (0.15)	-0.39 *(1.96)	0.98 (0.76)	1.58 *(2.59)	0.73 *(2.61)	0.26 *(3.50)
الأغذية والمشروبات	-0.01 (-0.75)	-0.03 (-0.14)	-0.04 (-0.21)	0.19 (0.16)	1.43 *(2.55)	0.23 (0.94)	0.11 (1.27)
الرعاية الصحية والأدوية	0.00 (0.32)	-0.20 (-1.58)	-0.13 (-1.13)	1.07 (1.47)	-0.29 (-0.84)	-0.04 (-0.28)	0.10 (1.11)
المنتجات الشخصية والمنزلية	-0.01 (-0.48)	0.19 (1.33)	-0.35 *(2.21)	0.95 (0.92)	0.38 (0.78)	0.73 *(3.29)	0.26 *(3.49)
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	-0.02 (-1.57)	-0.02 (-0.12)	-0.25 (-1.51)	1.45 (1.35)	1.15 *(2.27)	0.35 (1.62)	0.18 *(2.16)
العقارات	-0.01 (-0.42)	-0.21 (-0.87)	-0.46 *(2.04)	0.43 (0.23)	1.77 *(2.58)	0.76 *(2.39)	0.25 *(3.33)
الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات	-0.01 (-0.48)	-0.04 (-0.17)	-0.01 (-0.02)	0.47 (0.35)	1.94 *(3.22)	0.79 *(2.84)	0.25 *(3.45)
السياحة والترفيه	-0.02 (0.21)	-0.12 (-0.63)	-0.46 *(1.91)	0.10 (0.06)	1.77 *(2.38)	0.63 *(1.84)	0.20 *(2.51)

تشير العلامة\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%.

حيث تشير نتائج جدول (٤) إلى وجود أثر معنوي لثلاث عوامل من عوامل الاقتصاد الكلي على معظم المؤشرات العامة والقطاعية، وهم عائد أذون الخزانة، وسعر الصرف، والأسعار العالمية للذهب. فأما بالنسبة لعائد أذون الخزانة فقد أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي معنوي لهذا العامل على عوائد معظم المؤشرات العامة وعدد من المؤشرات القطاعية. فقد جاءت قيم بيتا سلبية ذات دلالة إحصائية مع ثلاثة مؤشرات عامة، هي مؤشر **EGX70**، ومؤشر **EGX100**، ومؤشر **S&P/EGX ESG**، بقيم بيتا تراوحت بين -٣١% و-٢٨%، بدرجة ثقة ٩٠%. كما جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع خمسة مؤشرات قطاعية، هي الموارد الأساسية، والخدمات المالية غير المصرفية، والمنتجات الشخصية والمنزلية، والعقارات، والسياحة والترفيه، بقيم سلبية تراوحت بين -٨١% و-٣٥% بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩%. وأما بالنسبة لسعر الصرف فبعكس الفترة الكلية للدراسة، فقد كان تأثير هذا العامل إيجابيا على مؤشرات السوق. فقد جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع إثنين من المؤشرات العامة، هما مؤشر **EGX30** بقيمة ١٣٦%، ومؤشر **S&P/EGX ESG** بقيمة ١٢٩%، وبدرجة ثقة ٩٩% مع كلا المؤشرين. كما جاءت قيم بيتا إيجابية ولها دلالة إحصائية مع سبعة مؤشرات قطاعية هي الموارد الأساسية، والخدمات المالية غير المصرفية، والأغذية والمشروبات، وخدمات ومنتجات صناعية وسيارات، والاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات، والعقارات، والسياحة والترفيه، بقيم إيجابية تراوحت بين ١١٥% و٢٤٤% وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩%. وبالنسبة للأسعار العالمية للذهب، فقد أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي معنوي لهذا العامل على جميع المؤشرات العامة ومعظم المؤشرات القطاعية. فقد جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة بقيم تراوحت بين ٥٧% و٧١%، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و٩٩%. كما جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع ثمانية مؤشرات قطاعية هي البنوك، والموارد الأساسية، والكيمويات، والخدمات المالية غير المصرفية، والمنتجات الشخصية والمنزلية، والعقارات، والاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات، والسياحة والترفيه، بقيم تراوحت بين ٦٣% و٩٥% وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩%. أما بالنسبة لمعدل نمو الإنتاج الصناعي ومؤشر أسعار المستهلك والأسعار العالمية للنفط، فلم تظهر النتائج أي تأثير معنوي لتلك العوامل على المؤشرات العامة والقطاعية. وأما بالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار المتعدد، فقد تراوحت قيم معامل التحديد ( $R^2$ ) بين ٢٠% و٢٦% مع المؤشرات العامة، وبين ٦% و٣٢% مع المؤشرات القطاعية. ويشير ذلك إلى أن القوة التفسيرية للعوامل الاقتصادية خلال الفترة الفرعية (١)، كانت أقل من الفترة الكلية. وأما بالنسبة لقيم (**F**)، فقد حققت دلالة إحصائية عند درجة ثقة تراوحت بين ٩٥% و٩٩% مع نماذج انحدار المؤشرات العامة. كما حققت قيم (**F**) دلالة إحصائية بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩% مع نماذج انحدار المؤشرات القطاعية فيما عدا ثلاثة مؤشرات هي المقاولات والانشاءات، والأغذية والمشروبات، والرعاية الصحية

## د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

والأدوية. أما بالنسبة لنتائج اختبار بواقي نماذج الانحدار خلال الفترة الفرعية (١)، فتشير نتائج ملحق (١) جدول (ب)، إلى أن قيم هذه الاختبارات قد جاءت غير ذات دلالة إحصائية مع جميع نماذج انحدار المؤشرات العامة، ومعظم المؤشرات القطاعية. حيث جاءت قيم اختبار (Jarque-Bera)، ذات دلالة إحصائية مع بواقي نموذج انحدار مؤشر الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات بدرجة ثقة ٩٩% وهو ما يشير لعدم اتباع هذه البواقي للتوزيع الطبيعي. كما جاءت قيم اختبار (ARCH-LM) ذات دلالة إحصائية مع بواقي نموذج انحدار مؤشر العقارات بدرجة ثقة ٩٥%، وهو ما يشير لعدم ثبات تباين هذه البواقي. وتشير النتائج السابقة إلى أن الخطأ العشوائي كان ضوضاء بيضاء بمعظم نماذج الانحدار خلال هذه الفترة.

### ٣-٣-٩- تحليل أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق خلال الفترة الفرعية (٢):

يوضح جدول (٥)، أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق خلال الفترة الفرعية (٢)، وهي الفترة التالية لتحرير سعر صرف الجنيه المصري. حيث تشير النتائج إلى وجود تأثير معنوي لعاملين اقتصاديين على معظم المؤشرات العامة والقطاعية، وهما عامل نمو الإنتاج الصناعي، وعامل سعر الصرف. وعلى الرغم من ظهور أثر سلبي معنوي لعامل عائد أدون الخزنة والأسعار العالمية للنظ على بعض المؤشرات، إلا أن هذا الأثر كان على عدد محدود من المؤشرات العامة والقطاعية.

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية - كلية التجارة - جامعة دمياط

جدول (٥): تحليل الانحدار المتعدد لتحديد أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال الفترة الفرعية (٢) من نوفمبر ٢٠١٦ حتى أكتوبر ٢٠١٩

$R^2$	سعر الذهب	سعر النفط	سعر الصرف	أسعار المستهلك	أون الخزانة ٩٠ يوما	نمو الإنتاج الصناعي		العوامل الاقتصادية
(F)	$(t)\beta_{IG}$	$(t)\beta_{IP}$	$(t)\beta_{IC}$	$(t)\beta_{IC}$	$(t)\beta_U$	$(t)\beta_{IM}$	$(t)\alpha$	مؤشرات السوق
المؤشرات العامة								
0.69 *(10.53)	-0.47 (-1.37)	0.25 **(2.30)	-0.51 *(-5.73)	-0.34 (-0.57)	-0.49 **(-2.21)	-0.38 **(-2.15)	0.02 (1.38)	EGX30
0.51 *(4.74)	0.11 (0.25)	0.13 (0.94)	-0.41 *(-3.62)	-0.15 (-0.20)	-0.08 (-0.30)	-0.38 (-1.68)	0.00 (0.59)	EGX70
0.55 *(5.93)	0.07 (0.16)	0.15 (1.18)	-0.44 *(-4.21)	-0.19 (-0.28)	-0.23 (-0.88)	-0.40 ***(-1.92)	0.01 (1.02)	EGX100
0.70 *(10.98)	0.18 (0.49)	0.14 (1.19)	-0.63 *(-6.32)	-0.50 (-0.76)	-0.44 ***(-1.79)	-0.40 **(-2.05)	0.02 (1.47)	S&P/EGX ESG
المؤشرات القطاعية								
0.57 *(6.45)	0.31 (0.85)	0.26 **(2.31)	-0.40 *(-4.22)	0.06 (0.10)	-0.32 (-1.41)	-0.23 (-1.25)	0.01 (1.01)	البنوك
0.56 *(6.24)	-1.32 ***(-1.70)	0.32 (1.32)	-0.82 *(-4.11)	-0.02 (-0.01)	-1.12 **(-2.26)	-1.12 *(2.83)	0.02 (0.85)	الموارد الأساسية
0.27 (1.83)	0.05 (0.08)	0.36 *** (1.84)	-0.26 (-1.62)	0.68 (0.63)	-0.39 (-1.10)	-0.44 (-1.39)	-0.00 (-0.21)	الكيمويات
0.36 ** (2.71)	0.24 (0.42)	-0.02 (-0.11)	-0.42 *(-2.79)	0.45 (0.45)	-0.30 (-0.82)	-0.52 ***(-1.75)	-0.01 (-0.90)	المقاولات والانشاءات
0.59 *(6.88)	-0.72 ***(-1.90)	0.26 ** (2.24)	-0.47 *(-4.91)	-0.60 (-0.92)	-0.53 **(-2.21)	-0.34 *** (-1.82)	0.02 *** (1.70)	الخدمات المالية غير المصرفية
0.45 *(3.93)	0.43 (0.81)	0.11 (0.63)	-0.43 *(-3.12)	-0.13 (-0.14)	-0.02 (-0.06)	-0.56 **(-2.05)	0.00 (0.95)	الأغذية والمشروبات
0.26 (1.73)	0.01 (0.01)	0.06 (0.36)	-0.16 (-1.24)	0.38 (0.45)	0.21 (0.64)	-0.30 (-1.17)	0.01 (0.69)	الرعاية الصحية والأدوية
0.39 ** (3.12)	0.36 (0.56)	0.07 (0.36)	-0.51 *(-3.12)	0.73 (0.67)	-0.18 (-0.45)	-0.28 (-0.86)	0.01 (0.28)	المنتجات الشخصية والمنزلية
0.46 *(4.19)	-0.65 (-1.07)	0.28 (1.48)	-0.59 *(-3.79)	-1.86 ***(-1.79)	-0.70 ***(-1.83)	-0.48 (-1.58)	0.03 *** (2.00)	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
0.56 *(6.03)	0.62 (1.19)	0.29 *** (1.76)	-0.62 *(-4.58)	-1.15 (-1.28)	-0.72 **(-2.17)	-0.48 ***(-1.80)	0.03 *** (2.00)	العقارات
0.39 ** (3.05)	0.34 (0.57)	0.02 (0.08)	-0.44 *(-2.91)	-1.17 (-1.15)	-0.37 (-0.98)	-0.59 ***(-1.96)	0.01 (0.71)	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
0.44 *(3.81)	0.34 (0.48)	0.22 (1.03)	-0.61 *(-3.45)	-1.06 (-0.89)	-0.71 (-1.63)	-0.76 **(-2.18)	0.05 ** (2.20)	السياحة والترفيه

تشير العلامة\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%.

فأما بالنسبة لمعدل نمو الإنتاج الصناعي، فيشير جدول (٥) إلى أن هذا العامل كان له أثرا سلبيا معنويا على معظم المؤشرات العامة والقطاعية. حيث جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع ثلاثة مؤشرات عامة، هم مؤشر **EGX30**، ومؤشر **EGX100**، ومؤشر **S&P/EGX ESG**، بقيم تراوحت بين -٤٠% و-٣٨%، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠%، و٩٥%. كما حققت قيم بيتا دلالة إحصائية مع سبعة مؤشرات قطاعية، هم الموارد الأساسية، والخدمات المالية غير المصرفية، والمنتجات الشخصية والمنزلية، والعقارات، والسياحة والترفيه، بقيم تراوحت بين -١١٢% و-٤٨%، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩%. وأما بالنسبة لسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، فتشير النتائج إلى أن هذا العامل كان له أثرا سلبيا معنويا على جميع المؤشرات العامة ومعظم المؤشرات القطاعية. فقد جاءت جميع قيم بيتا سالبة وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة، بقيم تراوحت بين -٦٣% و-٤١% وبدرجة ثقة ٩٩%.

كما جاءت قيم بيتا سالبة وذات دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات القطاعية فيما عدا مؤشري الكيماويات والرعاية الصحية والأدوية، وتراوحت قيم بيتا بين -٤٠% و-٨٢%، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٩%. وأما بالنسبة لعائد أدون الخزائن، فتوضح النتائج وجود أثر سلبي لهذا العامل على بعض المؤشرات العامة والقطاعية. حيث جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع اثنين من المؤشرات العامة هما **EGX30** بقيمة -٤٩% وبدرجة ثقة ٩٥%، ومؤشر **S&P/EGX ESG** بقيمة -٤٤% وبدرجة ثقة ٩٠%. كما جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع أربعة مؤشرات قطاعية، هم الموارد الأساسية، والخدمات المالية غير المصرفية، وخدمات ومنتجات صناعية وسيارات، والعقارات، بقيم تراوحت بين -١١٢% و-٥٣%، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٥%. كذلك بالنسبة لأسعار النفط، توضح النتائج وجود أثر إيجابي لهذا العامل على عدد محدود من المؤشرات. حيث جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع مؤشر عام واحد فقط هو مؤشر **EGX30** بقيمة ٢٥% وبدرجة ثقة ٩٥%. كما جاءت قيم بيتا إيجابية وذات دلالة إحصائية مع أربعة مؤشرات قطاعية هي البنوك، والكيماويات، والخدمات المالية غير المصرفية، والعقارات، وتراوحت بين ٢٦% و٣٦% بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠% و٩٥%.

أما بالنسبة لأسعار الذهب، فتظهر النتائج عدم وجود أي أثر لهذا العامل على المؤشرات العامة، أما المؤشرات القطاعية فقد جاءت قيم بيتا سلبية وذات دلالة إحصائية مع مؤشرين فقط هما الموارد الأساسية والخدمات المالية غير المصرفية، بقيمة -١٣٢% و-٧٢% على التوالي، وبدرجة ثقة ٩٠%. وأما بالنسبة لمؤشر أسعار المستهلك فلم تظهر النتائج أي أثر معنوي لهذا العامل على عوائد جميع المؤشرات العامة أو القطاعية خلال هذه الفترة. هذا وبالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار المتعدد مع المؤشرات العامة والقطاعية خلال هذه الفترة، فقد تراوحت قيم معامل التحديد ( $R^2$ ) بين ٥١% و٧٠% مع المؤشرات العامة، وبين ٢٦% و٥٧% مع المؤشرات القطاعية. وهو ما يشير إلى ارتفاع قدرة نماذج الانحدار خلال هذه الفترة التالية لتحريز سعر الصرف، على تفسير التباينات في عوائد المؤشرات العامة والقطاعية، وذلك مقارنة بالفترة الكلية للدراسة والفترة السابقة لتحريز سعر الصرف. أما بالنسبة لقيم (**F**) الخاصة بنماذج الانحدار، فقد جاءت قيم (**F**) ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩% مع جميع نماذج انحدار المؤشرات العامة. كما حققت قيم (**F**) دلالة إحصائية بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠%

و٩٩% مع جميع نماذج انحدار المؤشرات القطاعية، فيما عدا مؤشرين هما الكيماويات والرعاية الصحية والأدوية.

أما بالنسبة لنتائج اختبارات بواقي نماذج الانحدار خلال الفترة الفرعية (٢)، فتشير نتائج ملحق (١) جدول (ج)، إلى أن قيم هذه الاختبارات قد جاءت غير ذات دلالة إحصائية مع معظم نماذج انحدار المؤشرات العامة والقطاعية. حيث جاءت قيم اختبار (Jarque-Bera)، ذات دلالة إحصائية مع بواقي نموذج انحدار مؤشر واحد فقط هو الرعاية الصحية والأدوية بدرجة ثقة ٩٥%، وهو ما يشير لعدم اتباع هذه البواقي للتوزيع الطبيعي. كما جاءت قيم اختبار (Breusch-Godfrey LM Test) ذات دلالة إحصائية مع بواقي نموذج انحدار مؤشرين فقط هما EGX100 والأغذية والمشروبات، بدرجة ثقة ٩٠% و٩٥% على التوالي، وهو ما يشير لوجود ارتباط ذاتي بين هذه البواقي. هذا وتشير هذه النتائج إلى أن الخطأ العشوائي كان ضوضاء بيضاء بمعظم نماذج انحدار المؤشرات المختلفة خلال هذه الفترة.

#### ١٠- ملخص ومناقشة نتائج الدراسة:

أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الخاصة بتقييم أثر عوامل الاقتصاد الكلي على مجموعة من مؤشرات السوق العامة والقطاعية، إلى وجود أثر معنوي للتغيرات في بعض عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد السوق خلال فترات التقييم المختلفة، مع وجود اختلافات بين هذه الفترات حول طبيعة وأهمية أثر هذه العوامل على عوائد السوق. كما أشارت نتائج اختبارات الخطأ العشوائي خلال فترات التقييم المختلفة، إلى أن الخطأ العشوائي بمعظم نماذج الانحدار كان ضوضاء بيضاء لا يحتوي على أي معلومات منهجية لم تتضمنها نماذج الانحدار.

#### وفيما يلي تلخيص للنتائج الأساسية للدراسة ومناقشتها:

١- بالنسبة لمعدل نمو الإنتاج الصناعي، كمؤشر للنشاط والإنتاج الاقتصادي للدولة، فتظهر النتائج عدم وجود أثر معنوي لهذا العامل على معظم المؤشرات العامة والقطاعية خلال الفترة الكلية وخلال الفترة الفرعية (١). أما خلال الفترة الفرعية (٢)، فقد ظهر أثر سلبي معنوي لهذا العامل على معظم المؤشرات العامة والقطاعية. وبذلك يتم رفض فرض الدراسة الأول خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية (١)، ويتم قبول الفرض الأول خلال الفترة الفرعية (٢). وفي حين تتفق نتائج الفترة الفرعية (٢) التي أظهرت وجود تأثير سلبي لنمو الإنتاج الصناعي على عوائد الأسهم مع دراسة (Dincergok, 2016) بالسوق التركي، إلا أنها تختلف مع نتائج معظم الدراسات السابقة التي أظهرت تأثير إيجابي لنمو الإنتاج الصناعي على عوائد الأسهم. وقد يرجع ظهور هذا الأثر العكسي لنمو الإنتاج الصناعي على عوائد الأسهم المصرية عقب تحرير سعر الصرف، إلى توقع المستثمرين لحدوث ارتفاع في تكاليف الإنتاج مع انخفاض قيمة الجنيه المصري، وهوما قد يكون السبب في ظهور تلك التوقعات العكسية لدى المستثمرين حول الأرباح المتوقعة من الأسهم مع الارتفاع أو الانخفاض في نمو الإنتاج الصناعي.

٢- بالنسبة لعائد أذون الخزانة، كمؤشر للتغيرات في أسعار الفائدة، فتشير نتائج الدراسة إلى ظهور أثر سلبي معنوي لهذا العامل على معظم المؤشرات العامة والقطاعية، خلال فترة الدراسة الكلية وخلال الفترة الفرعية (١). أما خلال الفترة الفرعية (٢) فلم تتأثر معظم



المؤشرات العامة والقطاعية معنويا بهذا العامل. وبذلك يتم قبول فرض الدراسة الثاني خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية (١)، ورفض فرض الدراسة الثاني خلال الفترة الفرعية (٢). وتشير هذه النتائج إلى أن الأثر السلبي المعنوي لعائد أذون الخزانة على عوائد الأسهم قد كان معنويا خلال الفترة السابقة لتحرير سعر الصرف، واستمر أيضا خلال الفترة الكلية، إلا أنه لم يكن معنويا بعد تحرير سعر الصرف. هذا وتتفق النتائج خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية (١)، مع نتائج معظم الدراسات السابقة التي أظهرت وجود أثر سلبي معنوي للتغيرات في أسعار الفائدة ومنها عوائد أذون الخزانة على عوائد الأسهم.

٣- بالنسبة لمؤشر أسعار المستهلك، كمؤشر للتغيرات في التضخم ومستويات الأسعار، فقد أظهرت النتائج عدم وجود أي أثر معنوي لهذا العامل على مؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال جميع فترات التقييم. وعلى ذلك يتم رفض فرض الدراسة الثالث خلال جميع فترات التقييم، حيث لم تؤثر التغيرات في التضخم ومستويات الأسعار معنويا على عوائد السوق المصري خلال جميع الفترات. وتختلف هذه النتائج مع نتائج معظم الدراسات التي أظهرت وجود تأثير سلبي معنوي للتضخم على عوائد الأسهم.

٤- بالنسبة لسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، فتظهر النتائج وجود أثر معنوي لهذا العامل، على معظم المؤشرات العامة والقطاعية خلال جميع فترات التقييم. فأما بالنسبة للفترة الفرعية (١)، فقد ظهر أثر إيجابي معنوي لسعر الصرف على عوائد معظم المؤشرات العامة والقطاعية. وأما بالنسبة للفترة الفرعية (٢) وفترة الدراسة الكلية، فقد ظهر أثر سلبي معنوي لعامل سعر الصرف على عوائد المؤشرات العامة والقطاعية. وعلى ذلك يتم قبول فرض الدراسة الرابع، حيث أثرت التغيرات في سعر صرف العملة المحلية معنويا على عوائد سوق الأسهم المصري خلال جميع فترات التقييم. وتشير هذه النتائج إلى أن سعر صرف الجنيه المصري كان هو العامل الاقتصادي الوحيد الذي ظهر له أثر معنوي على عوائد الأسهم خلال جميع فترات التقييم الكلية والفرعية. هذا وتتفق نتائج الفترة الفرعية (١)، مع نتائج معظم الدراسات السابقة التي أظهرت وجود تأثير إيجابي للتغيرات في سعر صرف العملة المحلية على عوائد الأسهم. أما خلال الفترة الفرعية (٢) والفترة الكلية، فقد اتفقت نتائج الدراسة مع دراسة ( Ibrahim & Aziz, 2003) بالسوق الماليزي، ودراسة (Dincergok, 2016) بالسوق التركي، من وجود تأثير سلبي للتغيرات في أسعار الصرف على عوائد الأسهم. ويشير ظهور هذه العلاقة السلبية بين سعر الصرف وعوائد الأسهم خاصة عقب تحرير سعر الصرف، إلى أنه على الرغم من انخفاض قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية خلال هذه الفترة، فقد حدثت زيادات كبيرة في عوائد الأسهم، وهو ما يشير إلى أن تحرير سعر الصرف قد أعطى ثقة أكبر لدى المستثمرين في سوق الأسهم، وفي الأرباح المتوقعة من هذه الأسهم.

٥- بالنسبة للتغيرات في الأسعار العالمية لخام برنت، كمؤشر للتغيرات في أسعار العالمية للنفط، فتشير النتائج إلى أن هذا العامل لم يكن له أثر معنوي على جميع المؤشرات العامة والقطاعية خلال الفترة الكلية للدراسة وخلال الفترة الفرعية (١). وعلى الرغم من ظهور أثر إيجابي معنوي لهذا العامل على مؤشر EGX30، وعدد محدود من المؤشرات القطاعية خلال الفترة الفرعية (٢)، إلا أن معظم المؤشرات العامة والقطاعية الأخرى لم

تتأثر معنويا بهذا العامل. وبذلك يتم رفض فرض الدراسة الخامس، حيث لم تؤثر التغيرات في الأسعار العالمية للنفط معنويا على عوائد سوق الأسهم المصري خلال فترات التقييم. وتختلف هذه النتائج مع نتائج الدراسات السابقة التي أشارت إلى وجود تأثير معنوي لأسعار النفط العالمية على عوائد الأسهم.

٦- بالنسبة للتغيرات في الأسعار العالمية لأوقية الذهب، كمؤشر للتغيرات في أسعار الذهب العالمية، فقد أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي معنوي لهذا العامل على عوائد معظم المؤشرات العامة والقطاعية خلال فترة الدراسة الكلية، وخلال الفترة الفرعية (١). أما خلال الفترة الفرعية (٢) فلم يكن لهذا العامل أثر معنوي على معظم المؤشرات العامة والقطاعية. وعلى ذلك يتم قبول فرض الدراسة السادس خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية (١)، ورفض هذا الفرض خلال الفترة الفرعية (٢). وتشير هذه النتائج إلى أنه ومع حدوث تغيرات جوهرية في الأسعار العالمية للذهب خلال الفترة التالية للأزمة المالية العالمية، كان لأسعار الذهب أثرا معنويا على عوائد سوق الأسهم، حيث استمر هذا الأثر أيضا خلال الفترة الكلية للدراسة. إلا أنه خلال الفترة التي أعقبت حدوث تغيرات اقتصادية محلية خاصة بتحرير سعر الصرف، اختفى هذا الأثر المعنوي لأسعار الذهب على عوائد الأسهم. هذا وتتفق هذه النتائج خلال فترة الدراسة الكلية والفترة الفرعية (١)، مع نتائج دراسة (Raza et al, 2016) التي وجدت تأثير إيجابي معنوي للتغيرات في الأسعار العالمية للذهب على عوائد الأسهم ببعض الأسواق الناشئة.

٧- أوضحت نتائج الدراسة وجود اختلافات بين فترات التقييم المختلفة حول ماهية عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة على عوائد سوق الأسهم المصري. فخلال الفترة الكلية للدراسة، أظهرت النتائج تأثيرا سلبيا معنويا لعوائد أذون الخزانة وسعر الصرف على عوائد الأسهم، وتأثيرا إيجابيا معنويا للأسعار العالمية للذهب على هذه العوائد. أما بالنسبة للفترة الفرعية (١) التالية للأزمة المالية العالمية حتى تحرير سعر الصرف، فقد أظهرت النتائج تأثيرا سلبيا معنويا لعوائد أذون الخزانة على عوائد الأسهم، وتأثيرا إيجابيا معنويا لسعر الصرف والأسعار العالمية للذهب على هذه العوائد. أما خلال الفترة الفرعية (٢) اللاحقة لتحرير سعر الصرف، فقد أظهرت النتائج تأثيرا سلبيا معنويا لمعدل نمو الانتاج الصناعي وسعر الصرف على عوائد الأسهم. وبناءً على تلك النتائج فإنه يمكن قبول فرض الدراسة السابع، حيث تختلف ماهية عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة على عوائد سوق الأسهم المصري مع اختلاف الفترات الزمنية وحدثت تغيرات جوهرية في الظروف والعوامل الاقتصادية. فخلال الفترة التالية للأزمة المالية العالمية، ومع حدوث تغيرات جوهرية في الأسعار العالمية للذهب، أثرت التغيرات في أسعار الذهب تأثيرا إيجابيا معنويا على عوائد الأسهم، كما أثرت أيضا التغيرات في عوائد أذون الخزانة تأثيرا سلبيا معنويا على عوائد الأسهم. أما عقب حدوث تغيرات جوهرية في أسعار الصرف نتيجة تحرير سعر صرف الجنيه المصري في نوفمبر ٢٠١٦، فقد اختفى الأثر المعنوي للتغيرات في أسعار الذهب وعوائد أذون الخزانة المصرية على عوائد الأسهم، حيث كان لعامل التغيرات في أسعار الصرف ومعدل نمو الانتاج الصناعي التأثير السلبي المعنوي على عوائد الأسهم. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Chen et al,

1986)، التي أظهرت اختفاء أثر بعض العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم مع حدوث تغيرات في الظروف والعوامل الاقتصادية.

٨- أوضحت نتائج الدراسة وجود اختلافات بين فترات التقييم المختلفة حول طبيعة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد سوق الأسهم المصري. فقد أظهرت نتائج الدراسة أنه عقب حدوث تغيرات جوهرية في أسعار الصرف نتيجة تحرير سعر صرف الجنيه المصري، فقد تحول أثر سعر الصرف على عوائد الأسهم من أثر إيجابي قبل تحرير سعر الصرف، إلى أثر سلبي عقب تحرير سعر الصرف. كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا وجود اختلافات بين فترات التقييم المختلفة حول مدى قدرة عوامل الاقتصاد الكلي على تفسير التباينات في عوائد مؤشرات السوق، ففي حين انخفضت القوة التفسيرية لنماذج الانحدار خلال الفترة السابقة لتحرير سعر الصرف، فقد ارتفعت القوة التفسيرية لنماذج الانحدار بشكل كبير خلال الفترة التالية لتحرير سعر الصرف. هذا وبناءً على تلك النتائج فإنه يمكن قبول فرض الدراسة الثامن، حيث تختلف طبيعة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد سوق الأسهم المصري مع اختلاف الفترات الزمنية وحدثت تغيرات جوهرية في الظروف والعوامل الاقتصادية. وتشير هذه النتائج إلى أن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة الجنيه المصري، قد أدى إلى تغيير طبيعة تأثير العوامل الاقتصادية وزيادة قوة تأثيرها على عوائد الأسهم. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Chinzara, 2011) بجنوب أفريقيا التي أظهرت زيادة قوة تأثير العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم خلال فترات التغيرات الاقتصادية الجوهرية، مثل فترة الأزمة المالية العالمية.

وتأتي النتائج السابقة الخاصة بأثر عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد سوق الأسهم المصري، لتوضح مدى أهمية هذه العوامل في تفسير التباينات والتقلبات في عوائد السوق المصري، خاصة عند حدوث تغيرات جوهرية في تلك العوامل والظروف الاقتصادية المحلية والعالمية.

#### ١١- توصيات الدراسة:

بناءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج خاصة بوجود أثر معنوي للتغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد سوق الأسهم، ووجود اختلافات بين فترات التقييم المختلفة حول طبيعة تأثير تلك العوامل الاقتصادية على السوق المصري، توصي الدراسة الحالية بما يلي:

١- ضرورة العمل على دعم وتنشيط البورصة المصرية، بما يعمل على تقليل التقلبات في عوائد الأسهم الناتجة عن التقلبات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية. حيث يجب العمل على تقليل تكلفة التعاملات بالبورصة المصرية لجذب مزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، ووضع القواعد والنظم التي تضمن حماية المستثمرين، وتوفير لهم الشفافية والسرعة في الحصول على المعلومات، بما يزيد من ثقتهم في عمليات الاستثمار والتداول بالبورصة المصرية.

٢- ضرورة العمل على اتخاذ سياسيات تعمل على دعم الجنيه المصري، بما يقلل من التقلبات في سعر الصرف مقابل العملات الأجنبية، وبما يقلل من التقلبات في عوائد الأسهم

المصرية، التي تتأثر بشكل جوهري بالتقلبات في سعر الصرف. حيث يجب العمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، والعمل على تشجيع المواطنين نحو تحويل العملات الأجنبية إلى العملة المحلية للحد من ظاهرة الدولار (Dollarization) ودعم سعر الصرف، والعمل على توجيه تلك الأموال الأجنبية والمحلية نحو الاستثمار في البورصة المصرية لزيادة الإنتاج المحلي وتقليل الاستيراد وزيادة الصادرات، بما يؤثر إيجابيا على ميزان المدفوعات واحتياجات الدولة من العملات الأجنبية.

٣- ضرورة العمل على دعم الإنتاج الصناعي المصري، ووضع السياسات والنظم الكفيلة بحماية الانتاج الصناعي من أي آثار سلبية للتغيرات في سعر صرف الجنيه المصري مثل زيادة تكاليف الانتاج، بما يحقق ثقة المستثمرين في الإنتاج الصناعي المصري، ويشجعهم على ضخ الاستثمارات وتمويل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بما يؤدي لزيادة إنتاج هذه الشركات، وبما يؤثر إيجابيا على أداء أسهم هذه الشركات داخل البورصة.

٤- ضرورة العمل على اتخاذ سياسات نقدية تعمل على تخفيض أسعار الفائدة ومنها عائد أدون الخزائنة، بما يساهم في دعم وتنشيط البورصة المصرية، حيث يؤثر الارتفاع في سعر الفائدة سلبا على عوائد الأسهم بالبورصة المصرية. فخفض سعر الفائدة يشجع المستثمرين على توجيه أموالهم نحو الاستثمار في الأسهم للحصول على عائد أعلى، كما تقلل أسعار الفائدة المنخفضة من تكلفة التمويل بالشركات المقترضة بما ينعكس إيجابيا على أرباح المساهمين وعوائد الأسهم بالسوق. كذلك فإن خفض سعر الفائدة يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب على الأسهم، والمستخدم كمعدل لخصم التدفقات النقدية المتوقعة من هذه الأسهم، وهو ما يزيد من القيمة الحالية لهذه التدفقات، ويزيد من ربحية وجاذبية الاستثمار في هذه الأسهم.

#### ١٢- اقتراحات لدراسات مستقبلية:

قامت الدراسة بتقييم أثر بعض عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية، على مجموعة من المؤشرات العامة والقطاعية بسوق الأسهم المصري. وتقتصر الدراسة ما يلي:

- ١- القيام بإعادة هذا التقييم لتتم المقارنة بين أثر عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على سوق الأسهم المصري وبعض الأسواق الناشئة الأخرى.
- ٢- القيام بإعادة هذا التقييم ليشمل المقارنة مع فترات أخرى، سابقة أو لاحقة، وذلك لمعرفة مدى وجود فروق بين الفترات المختلفة حول أثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم المصرية خلال هذه الفترات.
- ٣- القيام بإعادة هذا التقييم ليشمل مجموعة أخرى من عوامل الاقتصاد الكلي سواء محلية أو عالمية، لتحديد أثر تلك العوامل على عوائد الأسهم بالسوق المصري.

المراجع:

- 1- Abdullah, D. A., & Hayworth, S. C. (1993). **“Macroeconomics of Stock Price Fluctuations”**, Quarterly Journal of Business and Economics, 32(1), 49-63.
- 2- Asprem, M. (1989). **“Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables in ten European countries”**, Journal of Banking and Finance, 13, 4-5, 589-612.
- 3- Banda, K., Hall, J. & Pradhan, P. (2019). **“The impact of macroeconomic variables on industrial shares listed on the Johannesburg Stock Exchange”**, Journal of Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies, Volume 12(3), 2019.
- 4- Barakat, M. R., Elgazzar, S. H. & Hanafy, K. M. (2016). **“Impact of macroeconomic variables on stock markets: Evidence from emerging markets”**, International Journal of Economics and Finance, 8(1), 195 – 207.
- 5- Benaković, D., Posedel, P. (2010). **“Do Macroeconomic Factors Matter for Stock Returns? Evidence from Estimating a Multifactor Model on the Croatian Market”**, Business Systems Research Journal, Vol. 1, No.1-2, pp. 39-46.
- 6- Breen, W., Glosten, L. & Jagannathan, R. (1989). **“Economic Significance of Predictable Variations in Stock Index Returns”**, Journal of Finance, 44, 5, 1177-89.
- 7- Black, F. (1972). **“Capital market equilibrium with restricted borrowing”**, Journal of Business, 45, 444–454.
- 8- Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). **“Economic forces and the stock market.”** Journal of business, pp. 383-403.
- 9- Cheng, L.S., Goh, H.Y., Ong, J.L., Lai, C.Y. & Yong, S.Y. (2013). **“Impact of macroeconomic variables on stock market development: evidence from Malaysia”**, Faculty of Business and Finance, <http://eprints.utar.edu.my/1118/1/BF-2013-1001637>.
- 10- Chinzara, Z. (2011), **“Macroeconomic Uncertainty and Conditional Stock Market Volatility in South Africa”**, South African Journal of Economics, 79, 27–49.

- 11- Dickey, D.A & Fuller, W.A. (1979). “**Distributions of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root**”, Journal of American Statistical Association, 74-366, 427-481.
- 12- Dincergok, B. (2016). “**Stock return indices and macroeconomic factors: evidence from Borsa Istanbul**”, Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, 2(3), 307-322.
- 13- Engle, R. F. (1982). “**Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U. K. Inflation,**” Econometrica, 50, 987 - 1008.
- 14- Fama, E.F. (1965). “**The Behavior of Stock-Market Prices**”, The Journal of Business 38 (1), 34-105.
- 15- Fama, E.F., (1990). “**Stock returns, expected returns, and real activity**”, Journal of Finance 45, 1089-1108.
- 16- Filis, G. (2010). “**Macro economy, stock market and oil prices: Do meaningful relationships exist among their cyclical fluctuations?**”, Energy Economics 32, 877-886.
- 17- French J. (2017). “**Macroeconomic forces and arbitrage pricing theory**”, Journal of Comparative Asian Development”, 16(1):1-20.
- 18- Haider, Syed (2018). “**impact of Interest Rate, Inflation Rate, Exchange Rate and Gold Prices on Karachi Meezan Index 30**”, European Journal of Islamic Finance, N.10.
- 19- Hasan, M. E. & Ahmad, D.A. (2012). “**The impact of macroeconomic factors on Amman stock market returns**”, International Journal of Economics and Finance, 4(12), 202-213.
- 20- Ibrahim, Mansor H. and Hassanuddeen Aziz (2003), “**Macroeconomic Variables and the Malaysian Equity Market A View Through Rolling Subsamples**”, Journal of Economic Studies, 30:6-27.
- 21- Jarque, C. M. & Bera, A. K. (1980). “**Efficient Tests for Normality, Homoscedasticity and Serial Independence of Regression Residuals**”, Economic Letters, Vol.6, pp. 25 5-59.

- 22- Jareño, F. & Negrut, L. (2016). “**US stock market and macroeconomic factors**”, The Journal of Applied Business Research, 32(1): 325-340.
- 23- Liang, S. (2019). “**What drives stock returns in Japan?**”, Financial Markets and Portfolio Management, 33:39–69.
- 24- Lintner, J. (1965). “**The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets**”, Review of Economics and Statistics, 47,13–37.
- 25- Long, P.D., & Hanh, N.T.T. 2019. “**Macroeconomic indicators and stock market prices: Evidence from Vietnam**”, Journal of Applied Economic Sciences, 16, 1(63): 84-91.
- 26- Malik, M., Touqeer, S.& Zeb, S. (2018). “**Macroeconomic Factors and Stock Returns: Evidence from the Emerging Market of Asia**”, Journal of Economic Info, 5 (3), 16-20.
- 27- Mohamed, I & Ahmed, S. (2018). “**The Effects of Macroeconomic Variables on Stock Returns in the Jordanian Stock Market**“, Global Journal of Management and Business Vol. 5(2), pp. 87-93.
- 28- Mauro P. (2003). “**Stock returns and output growth in emerging and advanced economies**”, Journal of Development Economics, 71; 129– 153.
- 29- Okoro, C.O. (2017). “**Macroeconomic Factors and Stock Market Performance: Evidence from Nigeria**”, International Journal of Social Sciences and Humanities Reviews, 7(1), 1-9.
- 30- Osamwonyi, I., & Evbayiro-Osagie, E. (2012). “**The relationship between macroeconomic variables and stock market index in Nigeria**”, Journal of Economics, 3(1), 55-63.
- 31- Oshaibat, Al Suleiman. (2016). “**The relationship between stock returns and each of inflation, interest rates, share liquidity and remittances of workers in the Amman stock exchange**”, Journal of Internet Banking and Commerce, 21(2): 2-18.
- 32- Park J., Ratti R.A. (2008). “**Oil price shocks and stock markets in the U.S. and 13 European countries**”, Energy Economics, 30, 2587–2608.

- 33- Ralph, I. U., & Eriki, P. O. (2001). **“Inflation and Stock Price Behavior: Evidence from Nigerian Stock Market”**, Journal of Financial Management and Analysis, 14, 1-10.
- 34- Ratanapakorn, O. & Sharma, S. (2007). **“Dynamics analysis between the US Stock Return and the Macroeconomics Variables”**, Applied Financial Economics, 17 (4): 369-377.
- 35- Ray, S. (2012). **“Testing Granger Causal Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Price Behaviour”**, Evidence from India” Advances in Applied Economics and Finance (AAEF), Vol. 3 (1), 470-481.
- 36- Raza, N., Hussain Shahzad, S. J., KumarTiwari, A., & Shahbaz, M. (2016). **“Asymmetric impact of gold, oil prices and their volatilities on stock prices of emerging markets”**, Resources Policy, 49, 290-301.
- 37-Roll, R. (1977). **“A critique of the asset pricing theory’s tests, on past and potential testability of the theory”**, Journal of Financial Economics, Vol. 4, pp. 129-76.
- 38- Roll, R. & Ross, S.A. (1980). **“An empirical investigation of the arbitrage pricing theory”**, Journal of Finance, Vol. 35 No. 5, pp. 1073-103.
- 39- Roll, R. & Ross, S.A. (1984). **“The arbitrage pricing theory approach to strategic portfolio planning”**, Financial Analysis Journal, Vol. 40, p. 24.
- 40-Ross, S.A. (1976). **“The arbitrage pricing theory of capital assets pricing”**, Journal of Economic Theory, Vol. 13, pp. 341-60.
- 41-Ross, S.A. (2017). **“Factors—theory, statistics, and practice”**, Journal of Portfolio Management, 43, 1-5.
- 42-Sadorsky, P. (1999). **“Oil price shocks and stock market activity”**, Energy Economics, 21, 449-469.
- 43-Sharpe, W. (1964). **“A theory of market equilibrium under conditions of risk”**, Journal of Finance, 19, 425-442.
- 44-Smith, G. (2002). **“London Gold Prices and Stock Price Indices in Europe and Japan”**, World Gold Council, 2002.



- 45-Tahir, M., Gul, A. & Qazi, S. (2019). “The causality between macroeconomic factors on stock returns: a study of Pakistan equity market”, International Journal of Information, Business and Management, Vol. 11, No.4.
- 46-Tangjitprom, N. (2012). “The review of macroeconomic factors and stock returns”, International Business Research, 5(8), 107-115.
- 47-Talla, J. (2013). “Impact of macroeconomic variables on the stock market prices of the Stockholm stock exchange (OMXS30)”, JÖ NKÖ PING UNIVERSITY: Sweden. Master of Science Thesis.

#### الملاحق:

- ملحق (1): نتائج اختبارات الخطأ العشوائي (البواقى) بنماذج الانحدار المتعدد لمؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال فترات التقييم المختلفة:

#### جدول (أ):

اختبارات الخطأ العشوائي (البواقى) بنماذج الانحدار المتعدد لمؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال الفترة الكلية للدراسة من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٩

اختبار تباين الحد العشوائي ARCH-LM P (Test)	اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey P (Test)LM	اختبار التوزيع الطبيعي Jarque -Bera P (test)	مؤشرات السوق
تحليل البواقى بنماذج الانحدار المتعدد للمؤشرات العامة			
(0.65) 0.21	(0.29) 1.26	(0.17) 3.50	EGX30
(0.32) 0.96	(0.39) 0.95	(0.33) 2.16	EGX70
(0.17) 1.90	(0.26) 1.36	(0.50) 1.35	EGX100
(0.35) 0.86	(0.71) 0.34	(0.70) 0.70	S&P/EGX ESG
تحليل البواقى بنماذج الانحدار المتعدد للمؤشرات القطاعية			
(0.16) 1.95	(0.17) 1.79	(0.98) 0.04	البنوك
** (0.02) 5.75	(0.35) 1.05	(0.10) 4.52	الموارد الأساسية
(0.34) 0.94	(0.59) 0.53	(0.92) 0.16	الكيمواويات

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية - كلية التجارة - جامعة دمياط

(0.45) 0.58	(0.59) 0.54	(0.57) 1.13	المقاولات والانشاءات الهندسية
(0.20) 1.62	(0.52) 0.64	(0.66) 0.78	الخدمات المالية غير المصرفية
(0.69) 0.17	(1.51) 0.70	*** (0.07) 5.43	الأغذية والمشروبات
(0.67) 0.19	(0.50) 0.70	(0.11) 4.55	الرعاية الصحية والأدوية
(0.87) 0.03	(0.49) 1.42	(0.69) 0.75	المنتجات الشخصية والمنزلية
(0.76) 0.10	(0.60) ٠,٥١	(٠,٩٨) ٠,٠٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
*(0.00) 7.27	(0.26) 1.35	(0.91) 0.17	العقارات
(0.50) 0.45	(0.91) 0.08	** (0.02) 9.94	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
(0.72) 0.13	(0.40) 0.93	(0.79) 0.47	السياحة والترفيه

تشير العلامة\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%.

جدول (ب):

اختبارات الخطأ العشوائي (البواقي) لنماذج الانحدار المتعدد لمؤشرات السوق

العامة والقطاعية خلال الفترة الفرعية (١) من مارس ٢٠١١ حتى أكتوبر ٢٠١٦

اختبار تباين الحد العشوائي ARCH-LM P (Test)	اختبار الارتباط الذاتي Breusch- Godfrey LM P (Test)	اختبار التوزيع الطبيعي Jarque -Bera P (test)	مؤشرات السوق
تحليل البواقي بنماذج الانحدار المتعدد للمؤشرات العامة			
(0.99) 0.00	(0.88) 12٠,	(0.22) 3.07	EGX30
(0.30) 1.07	(0.73) 0.32	(0.55) 1.21	EGX70
(0.16) 2.00	(0.71) 0.33	(0.96) 0.08	EGX100
(0.21) 1.61	(0.87) 0.13	(0.90) 0.20	S&P/EGX ESG
تحليل البواقي بنماذج الانحدار المتعدد للمؤشرات القطاعية			
(0.96) 0.00	(0.53) 0.65	0.030 (0.86)	البنوك
(0.12) 6.74	(0.43) 0.87	(0.66) 0.85	الموارد الأساسية
(0.52) 0.41	(0.26) 1.37	(0.73) 0.62	الكيمائيات
(0.92) 0.01	(0.69) 0.03	(0.28) 2.75	المقاولات والانشاءات الهندسية
(0.32) 1.02	(0.66) 0.41	(0.41) 1.75	الخدمات المالية غير المصرفية

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

(0.94) 0.00	(0.64) 0.45	(0.22) 3.04	الأغذية والمشروبات
(0.34) 0.94	(0.16) 1.93	(0.60) 1.04	الرعاية الصحية والأدوية
(0.73) 0.12	(0.36) 1.03	(0.81) 0.42	المنتجات الشخصية والمنزلية
(0.55) 0.21	(0.59) 0.54	(0.77) 0.55	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
** (0.04) 4.41	(0.87) 0.14	(0.59) 0.09	العقارات
(0.39) 0.75	(0.82) 0.19	* (0.00) 13.62	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
(0.60) 0.27	(0.56) 0.58	(0.54) 1.23	السياحة والترفيه

تشير العلامة\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%.

جدول (ج):

اختبارات الخطأ العشوائي (البواقي) لنماذج الانحدار المتعدد لمؤشرات السوق العامة والقطاعية خلال الفترة الفرعية (٢) من نوفمبر ٢٠١٦ حتى أكتوبر ٢٠١٩

اختبار تبين الحد العشوائي ARCH-LM ) P (Test	اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey ) P (LM Test	اختبار التوزيع الطبيعي Jarque -Bera ) P (test	مؤشرات السوق
تحليل البواقي بنماذج الانحدار المتعدد للمؤشرات العامة			
(0.96) 0.00	(0.46) 0.81	(0.63) 0.89	مؤشر EGX30
(0.91) 0.01	(0.15) 2.01	(0.49) 1.41	مؤشر EGX70
(0.58) 0.31	** (0.02) 4.34	(0.67) 0.78	مؤشر EGX100
(0.55) 0.63	(0.57) 0.58	(0.87) 0.27	S&P/EGX ESG
تحليل البواقي بنماذج الانحدار المتعدد للمؤشرات القطاعية			
1.10(0.30)	(0.51) 0.68	(0.17) 3.52	البنوك
(0.37) 0.80	(0.14) 2.14	(0.16) 3.69	الموارد الأساسية
(0.45) 0.58	(0.40) 0.95	(0.69) 0.72	الكيمويات
(0.37) 0.83	(0.60) 0.51	(0.82) 0.39	المقاولات والانشاءات الهندسية

(0.13) 2.41	(0.41) 0.90	(0.66) 0.80	الخدمات المالية غير المصرفية
(0.11) 2.70	***(0.08) 2.75	(0.52) 1.31	الأغذية والمشروبات
(0.73) 0.12	(0.87) 0.14	** (0.04) 6.11	الرعاية الصحية والأدوية
(0.98) 0.00	(0.51) 0.69	(0.69) 0.73	المنتجات الشخصية والمنزلية
(0.46) 0.54	(0.50) 0.70	(0.81) 0.42	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
(0.47) 0.54	(0.39) 0.99	(0.81) 0.40	العقارات
(0.46) 0.57	(0.75) 0.28	(0.72) 0.64	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
(0.50) 0.45	(0.99) 0.01	(0.74) 1.48	السياحة والترفيه

تشير العلامة\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩%، وتشير العلامة\*\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥%، كما تشير العلامة\*\*\* إلى أن هذه القيم ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠%

## The effect of changes in local and global macroeconomic factors On the returns of public and sectoral Egyptian stock market indices

By

**Dr. Hanaa Abdelaziz Abdellatif Elmoghany**

*Assistant professor of Business Administration*

*Faculty of Commerce- Alexandria University*

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

### Abstract:

This study aims to reach the impact of changes in some local and global macroeconomic factors on the Egyptian stock market returns, using multiple regression analysis method. The study relied on monthly returns data for a sample of public and sectoral indicators in the Egyptian stock market and six local and global macroeconomic factors, during the period between March 2011 and October 2019. The total period of the study was divided into two sub-periods. First sub-period, which covers post-global financial crisis until the liberalization of the Egyptian pound exchange rate at the beginning of November 2016. Second sub-period, which covers post-liberalization of the exchange rate. The results during

the total period showed a significant negative effect of treasury bills yield and exchange rate on market returns, and a significant positive effect of exchange rate and international gold prices on returns. For the Frist sub-period, the results indicate a significant negative effect of treasury bills yield on market returns, and a significant positive effect of the exchange rate and international gold prices on the returns. As for the second sub-period, the results indicate a significant negative effect of industrial production growth and the exchange rate on the market returns. The results also indicate an increase in the ability of macroeconomic factors to explain the variations in market returns following the liberalization of the exchange rate. The effect of the exchange rate on stock returns has also shifted from a positive effect before the exchange rate liberalization, to a negative effect after the liberalization. The results during all evaluation periods did not show any significant effect of the CPI and International oil prices on market returns. These results come to show the effect of local and global macroeconomic factors on the Egyptian Stock market, and the importance of these factors in explaining the variations in returns, especially when fundamental changes occur in local and global economic factors and conditions.

**Key words:** Egyptian stock market, public and sectoral indicators, local and global macroeconomic factors.