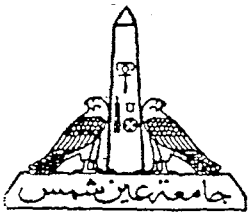

كليـة التجـارة

درجة استجابة مؤشر سوق الأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية

دراسة تطبيقيه علي سوق المال المصري

The Response Degree of Egyptian Market Index to Economic Variables
An Application Study On Egyptian Capital Market

ملخص

رسالة للحصول علي درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد

الباحث | خالد عبد الفتاح محمد بدر

إشراف

أ.د| سعيد توفيق
أستاذ إدارة الأعمال

أ.د| محروس حسن
أستاذ إدارة الأعمال المساعد

٢٠٠٤

حدودالدراسة :

تتمثل حدود هذه الدراسة فى الفتره من يناير 1998 إلى أكتوبر 2004 و ذلك بإستخدام مؤشر السوق CAES 30 كمتغير تابع وذلك لأنه أكثر تعبيراً عن واقع السوق .

ملخص نتائج الدراسة :

1- أظهرت النتائج صحة الفرض الأول بشكل جزئى حيث أظهرت

2- وضحت نتائج إختبار الفرض الثانى أظهرت النتائج صحة الفرض الثانى

وجاءت نتائج التحليل العاملى باستخدام المكونات الأساسية الوصول إلى تلخيص عدد المتغيرات فى أربعة عوامل ثم عمل تحليل الإنحدار بإستخدام بطريقة Factor Entree انخفاض حيث توصلت إلى أن نسبة التفسير منخفضة للمتغيرات الداخلة باستخدام بيانات العائد للمتغيرات الاقتصادية حيث لم تتعد 9.7 % أى أن معامل التحديد قد حدد نسبة الاختلاف فى قيم المتغير التابع مؤشر السوق المفسرة بدرجة العلاقة الخطية مع المتغيرات الاقتصادية بنسبة 9.7 % وهذا ما توضحه قيمة R2 .

-1 التقدير الجيد مؤشر CASE 30 بواسطة المتغيرات الاقتصادية الذي يتضح من انخفاض الخطأ المعياري الذي يوضح عدم وجود ازدواج خطى.

-2 عدم ارتباط النموذج بمشكلة الارتباط الذاتي حيث لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة الآمر الذى يفسر أن النموذج لا يعانى من مشكلة الارتباط الذاتي وذلك من خلال قيمة اختبار دربن واتسون والذي بلغ 2.31 وذلك بالبحث فى جداول دربن واتسون اسفل المنحي فى منطقة القبول بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقى.

-3 أثبتت النتائج قدرة مؤشر سوق الأوراق المالية المصرى على التنبؤ بالحالة الاقتصادية حيث استطاع مؤشر) أن مؤشر CASE 30 استطاع التنبؤ بالتغير فى المتغيرات الاقتصادية بنسبة تقع بين 48.8 % ، 61 % وذلك بالنسبة لكل المتغيرات الإقتصادية مما يدل على قدرة مؤشر CASE 30 على التنبؤ بالحالة الإقتصادية المحلية .

بيان	رقم الصفحة
الفصل الأول الإطار العام للدراسة	1
مقدمة الدراسة	2
1/1 الدراسات السابقة	6
2/1 مشكلة الدراسة	12
3/1 فروض الدراسة	13
4/1 أهداف الدراسة	14
5/1 حدودالدراسة	14
6/1 أسلوب ومنهج وخطه الدراسة	14
7/1 أسلوب التحليل	15
الفصل الثاني توصيف المتغيرات الاقتصادية وعلاقتها بمؤشر سوق الأوراق المالية المصري	17
**المبحث الأول / مؤشر السوق	18
2\1 مؤشر السوق	18
1/1/2ما هية المؤشر	18
2/1/2فوائد المؤشرات:	19
3/1/2.الطريقة الأكثر شهرة لحساب المؤشرات:	19
4/1/2 مؤشر30 CASE	20
1/4/1/2منهج حساب مؤشر 30 CASE	21
2/4/1/2 منهج قياس رسملة السوق لحساب مؤشر الأسهم	21
3/4/1/2 .القاسم:	22
1/3/4/1/2 خطوات حساب القاسم في التاريخ الأساسي:	22
2/3/4/1/2 تعديل القاسم:	23
5/1/2أهم المؤشرات المحلية	23
6/1/2 تسجيل مصر فى المؤشرات الدولية	24
1/6/1/2 ادراج مصر فى مؤشرات مؤسسة التمويل الدولية S&P IFC	24
1-مؤشر مؤسسة التمويل الدولية العام المركب IFCG-Composite	25
2- مؤشر مؤسسة التمويل الدولية الاستثمارى المركب -IFCI	25
3- مؤشر مؤسسة التمويل الدولية العام لمصر S&P IFCG-Egypt	25
4- مؤشر مؤسسة التمويل الدولية الاستثمارى لمصر IFCG-Egypt	25
7/1/2 ادراج مصر فى مؤشرات مؤسسة مورجان ستانلى الدولية	27
1/7/1/2 وتم إدراج مصر فى مؤشرى مورجان استانلى العالمية	27
2/7/1/2 مؤشر ESCI-Egypt .	27
8/1/2 مؤشر شهدات الإداع الدولية :	28
9/1/2.بعض المؤشرات العالمية الأكثر شهرة .	29
10/1/2 الاستخدامات الرئيسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية	29
11/1/2 أسس حساب مؤشر السوق :	33
12 /1/2 معدل دوران الأسهم	34
13\1\2 علاقة المؤشر بالحالة الاقتصادية للدولة	35
** المبحث الثانى / المتغيرات الإقتصادية	36
2\2 نقود الاحتياطي	
1/2/2علاقة مؤشر السوق بالاحتياطي النقدي	

3\2 المعروض النقدي	37
2/3/2 العلاقة بين مؤشر السوق والمعروض النقدي.	39
4\2 السيولة المحلية	40
1/4/2 العوامل المؤثرة على السيولة المحلية :	41
2/4/2 فائض السيولة لدى البنوك	43
3/4/2 العلاقة بين مؤشر السوق والسيولة المحلية	44
5/2 سعر الصرف	44
1/5/2 تعريف سعر الصرف الحقيقي	45
2/5/2 مخاطر أسعار الصرف	47
3/5/2 العلاقة بين التضخم وسعر الصرف .	48
4/5/2 العلاقة بين مؤشر السوق وسعر الصرف	49
6/2 معدل التضخم	50
1/6/2 العلاقة بين مؤشر السوق والتضخم	52
7/2 سعر الفائدة	53
1/7/2 العلاقة بين مؤشر السوق وأسعار الفائدة	56
8/2 سعر الخصم	58
2/8/2 العلاقة بين مؤشر السوق وسعر الخصم	59
9/2 الودائع الجارية	59
1/9/2 العلاقة بين مؤشر السوق والودائع الجارية .	60
10/2 صافى الأصول الأجنبية	61
1/10/2 العلاقة بين مؤشر السوق وصافى الأصول الأجنبية	62
الفصل الثالث	
نتائج الدراسة التطبيقية	
المبحث الأول / نتائج مصفوفة الارتباط	64
	64
1/3مقدمة	65
1/1/3 النتائج المرتبطة بمصفوفة الارتباط	66
2/1/3 نتائج اختبار الفرض الأول	67
1/2/1/3 درجة الارتباط بين مؤشر CASE 30 والمتغيرات الاقتصادية	68
4/1/3 نتائج اختبار الفرض الثاني	
1/4/1/3 اتجاه وقوة علاقة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية مع بعضها البعض	
النتائج باستخدام التحليل العاملى	73
	74
**المبحث الثانى / نتائج التحليل العاملى	75
5/1/3 كيفية أستخدام أسلوب التحليل العاملى:	78
1/5/1/3 نتائج التحليل باستخدام المكونات الأساسية .	87
2/5/1/3 النتائج النهائية للنموذج	
3/5/1/3 قدرة مؤشر سوق الأوراق المالية المصرية على التنبؤ بالحالة الإقتصادي	88
4/5/1/3 قدرة سوق الأوراق المالية على توفير السيولة المحلية	
**المبحث الثالث / النتائج والتوصيات	90
نتائج الدراسة	93
التوصيات	94

المراجع	

درجة إستجابة مؤشر بورصة الأوراق المالية المصرية للمتغيرات الإقتصادية
(دراسة تطبيقية)

رسالة مقدمة
للحصول على درجة الماجستير فى إدارة الاعمال

مقدمة من
خالد عبد الفتاح محمد

إشراف

ا.د / سعيد توفيق عبيد
استاذ التمويل والإستثمار

ا.د محروس حسن
استاذ إدارة الأعمال المساعد

2005

أسم الباحث / **خالد عبد الفتاح محمد بدر**

عنوان الرسالة/ **درجة إستجابة مؤشر بورصة الأوراق المالية المصرية للمتغيرات الإقتصادية (دراسة تطبيقية)**
2005
ماجستير فى إدارة الاعمال

لجنة المناقشة الحكم على الرسالة

إشراف

ا.د / سعيد توفيق عبيد **مشرفا ورئيساً**
استاذ التمويل والإستثمار

ا.د محروس حسن **مشرفاً مشتركاً**
استاذ إدارة الأعمال المساعد

ا.د / شامل الحموي **عضواً**
استاذ إدارة الأعمال المساعد

ا.د / أسامة عبد الخالق الأنصارى **عضواً**
الخبير بهيئة سوق المال

الدراسات العليا **أجيزت الرسالة**
ختم الإجازة **/ / 2005**

موافقة مجلس الكلية **موافقة مجلس القسم**
بتاريخ / / 2005 **بتاريخ / / 2005**

شكر وتقدير وإحترام

الشكر لله العلي العطيم على فيض كرمه وعونه للباحث على إتمام هذه الرسالة

ثم يتقدم الباحث بكل الشكروالتقدير والإحترام .
للأستاذ الدكتور/ سعيد توفيق عبيد
والاستاذ الدكتور/ محروس حسن
على تفضلهما بالإشراف على هذه الرسالة.

كذلك يتقدم الباحث بكل الشكروالتقدير والإحترام لكلا من:
للأستاذ الدكتور / شامل الحموي
للأستاذ الدكتور / أسامة عبد الخالق الأنصارى
وذلك على تفضلهما بالمشاركة فى مناقشة الرسالة والحكم .

كما يتقدم الباحث بكل الشكر والتقدير والإحترام
للأستاذ الدكتور / خيرى على مصطفى الجزيرى
على مساعدة الباحث أثناء إعداد الرسالة

أتقدم بهذا العمل المتواضع إلى اساتذتى الأجلاء وكل من ساعدنى وعوانني فى هذا العمل فلهم منى كل شكر وتقدير وإعزاز .

كما أتقدم بهذا العمل المتواضع إلى روح أبى العزيز وادعو الله أن يتغمدة الله برحمته .

كما أتقدم أتقدم بهذا العمل المتواضع إلى أمى الغالية العزيزة التى طالما تحملتنى وساعدتني والوقوف بجانبى طوال مشوار حياتى .

كما أتقدم بهذا العمل المتواضع إلى إخواتي الأعزاء لهم منى كل تقدير وإعزاز

درجة إستجابة مؤشر بورصة الأوراق المالية المصرية للمتغيرات الإقتصادية (دراسة تطبيقية)

رسالة مقدمة
للحصول على درجة الماجستير فى إدارة الاعمال

مقدمة من
خالد عبد الفتاح محمد

إشراف

ا.د / سعيد توفيق عبيد
استاذ التمويل والإستثمار

ا.د محروس حسن
استاذ إدارة الأعمال المساعد

2005

الفصل الأول
الإطار العام للدراسة

مقدمة الدراسة

1/1 الدراسات السابقة

2/1 مشكلة الدراسة

3/1 فروض الدراسة

4/1 أهداف الدراسة

5/1 حدودالدراسة

6/1 أسلوب ومنهج وخطه الدراسة

7/1 أسلوب التحليل

مقدمة الدراسة

إن الزيادة المضطرده فى حجم منظمات الأعمال ، أدي ذلك إلى نمو في إحتياجاتها المالية والذى بدورة أدى إلى نمو الأسواق المالية والتى تعتبر وظيفتها الأساسية هى عملية تحويل الموارد المالية النادرة والتسعير الدقيق لتلك الموارد المطلوب إستخدمها بكفاءة ، ويؤثر سوق رأس المال من خلال وظائفه التى يقوم بها ، وعلاقاته بالمتغيرات الاقتصادية فى توجية الموارد المتاحة لمختلف أوجة النشاط الاقتصادي ، الإدخار ، الإستثمار.

ومن العوامل الأساسية التى تؤثر فى كفاءة سوق المال الحالة الاقتصادية العامة فى الدولة درجة النمو الاقتصادى مستوى التضخم واتجاه سعر الفائدة والدورات

الاقتصادية والتى يكون هناك علاقة واضحة بينها وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة فى السوق ولعل هذا ما أكده Huang , S. and Sandall , M (1987) حول تقرير لوزارة التجارة الأمريكية عن الأرقام القياسية لمستوى كل من الدخل القومي ومستوى أسعار الأوراق المالية ، وطالما أن نشاط المنشأت التى تتداول أوراقها المالية فى سوق رأس المال تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي فى الدول فإذا ما اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدول .

ولعل هذا يعد تأكيداً لنتائج الدراسة التى قام بها المكتب القومي للبحوث الاقتصادية الأمريكية ، حيث وجد أن أسعار الأسهم يمكنها التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية قبل حدوث هذه التغيرات بأربعة أشهر على الأقل بالإضافة إلى تأثير الظروف الاقتصادية على ربحية المنشأت وبما أن ربحية المنشأة هي المعيار الرئيسي للقيمة السوقية للسهم الذى تصدره فإن ذلك يعنى أن الظروف الاقتصادية تؤثر فى السعر الذى يباع به السهم فى السوق .

يتوقف إقبال المستثمر على شراء ورقة مالية معينة على ماهو متوقع أن تحققة المنشأة المصدرة للورقة المالية من أرباح ، إلا أن تحقيق تلك الأرباح المتوقعة يعتمد على الظروف المستقبلية ، وذلك لأن أسعار الأوراق المالية تتأثر بالأحوال الاقتصادية المتوقعة ، أما الظروف الاقتصادية التى تتأثر بها الأرباح الفعلية للمنشأت فهي الظروف الاقتصادية السائدة والتى سبق أن تأثرت بها أسعار الأوراق المالية عندما كانت تلك الظروف فى عداد الأحداث المتوقعة وذلك لأن أسعار الأوراق المالية تتأثر بالتوقعات ولا تنتظر وقوع الأحداث ، أما أرباح المنشأت فتتأثر بالأحداث وليس بالتوقعات .

أوضحت دراسة Brealey (1970) أن حجم التأثير الذي تحدثه الظروف الاقتصادية على المنشأت يعادل تماماً التأثير الذي تحدثه الظروف الخاصة بالمنشأة ذاتها

وقد أوضحت الدراسة أن ما بين 30 % ، 35 % من إختلاف سعر الأسهم يرجع للظروف الاقتصادية ، ولعل ذلك يعد تأكيداً للدراسة التى قام بها Ball & Brown(1986) والتى أكدت أن تأثير الظروف الاقتصادية العامة على أسعار أسهم شأة معينه يتراوح ما بين 30 % إلى 40 % ، فعندما إنخفضت أسعار الأسهم الأمريكية فى نوفمبر (1991) تم المطالبة بضرورة إحداث تخفيض فى أسعار الفائدة وذلك عن طريق زيادة المعروض النقدي لإحداث تخفيض فى معدل العائد المطلوب على الإستثمار إلى الوضع الذي ينشط فى ظله الإستثمار وترجع أسعار الأسهم إلى مستواها التى كانت عليه ، وقد أوضح Fama (1991) أنه فى ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمر بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس تلك المعلومات على أسعار الأسهم وهذا يعنى أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت .

وإذا ما استعرضنا نظرية كفاءة الأسواق المالية نلاحظ أنها جاءت بمجموعة من الافتراضات وأحد هذه الافتراضات الأساسية لوجود السوق الكفء هو توافر عدد كبير

(3)

من المستثمرين يتسمون بالرشد ، ويسعون إلى تعظيم منفعتهم وتعمل تصرفات هؤلاء المستثمرين إلى تعديل أسعار الأوراق المالية بسرعة لكى تعكس أثر المعلومات الجديدة ، ومن بينها المعلومات الاقتصادية والتى تصل إلى السوق فى صورة عشوائية ومستقلة عن بعضها البعض ، مما يؤدي إلى المزيد من الكفاءة ، وهناك العديد من الدراسات التى تناولت نظرية كفاءة الأسواق المالية وكان من أهم نتائج هذه الدراسات هو أنه من غير الممكن أن يحقق المستثمر عائداً يفوق متوسط عائد السوق إلا فى حالات راجعة للصدفة ، ومن خلال ذلك يجب على المستثمر أن يركز على وسائل تعظيم وتفعيل عملية تنويع الاستثمارات بالشكل الذى يحقق أعلى عائد ممكن عند درجة المخاطرة المقبولة (1995) خيرى Fama (1970) Fama(1991) .

وتوجه إلى نظرية كفاءة الأسواق المالية العديد من الانتقادات والتشكيك في صحتها وخاصة بعد أزمة يوم الإثنين الأسود وظهور ما يعرف باسم الظواهر الشاذة

Anomalies مثل الدراسات المتعلقة بتأثير عطلة نهاية الأسبوع أو بداية السنة المالية إلى غير ذلك من المحاولات التى تعمل على التشكيك فى جدوى الافتراضات الخاصة بالنظرية وبالتالي التشكيك فى النظرية نفسها ، إلا أن هذه النظرية لازالت الحاكمة للفكر المالى فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية وأن أغلب الدراسات مازالت تتسق ونتائجها مع نظرية الكفاءة Fama (1970) Fama(1991) .

وقد أوضح Sharp 1964 إلى انه عادة ما يكون هناك ارتباط موجب بين عوائد الأوراق المالية وعائد السوق حيث يرجح ذلك الارتباط إلى ردود أفعال السوق تجاه أسعار الاوراق المالية المتداولة بها وقد أدى ذلك إلى افتراض ان العائد المتوقع من أى سهم يمكن التعبير عنه كدالة خطية فى العائد المتوقع للسوق ككل ، ورغم ذلك فإن نموذج شارب قد أهمل العوامل المؤثرة على عائد الورقة مثل المؤثرات الاقتصادية وركز فقط على عائد كافة الأسهم (عائد السوق) وقد يترتب على ذلك اختلاف العائد المتوقع على السهم مع العائد الفعلى .

هذا وقد ركزت الابحاث السابقة فى مصر على أستخدام بيانات العائد لقياس تطورات سوق الأوراق المالية المصرى وفى هذه الدراسة ونتيجة للدراسة الاستطلاعية اتضح وجود علاقة فيما بين العائد وبين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التى لم يتم دراستها من قبل لذك ينوه الباحث أن دراسته سوف تتناول تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشر السوق بإستخدام متغيرات حاكمة فى تأثيرها على الاقتصاد القومي الان مثل سعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم والسيولة المحلية بلإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الاخري

1/1 الدراسات السابقة

تناول الباحثون بالدراسة موضوع والمتغيرات الاقتصادية وعلاقتها بمؤشر السوق من جوانب متعددة وفيما يلى عرض لتلك الدراسات التي تمت فى هذا المجال والمتعلقة بموضوع الدراسة .

وفى دراسة الجزيرى (1995) أجريت عن كفاءة الاسواق المالية قياس وتحليل زمنى لكفاءة سوق المال المصرى أوضحت الدراسة أن نتائج تحليل الفرص الاول وهو إن سوق المال المصرى هو سوق غير كفء قد أثبتت نتائج التحليل صحة هذا الفرص وهو أن السوق المال المصرى سوق غير كفء وإنه يمكن أستخدام البيانات الماضية لأسعار الأسهم بالتنبؤ بحرك هذه الاسعار فى المستقبل.

دراسة الجزيرى (1997) مدى ملائمة معامل بيتا لتفسير الخطر المنتظم فى سوق المال المصرى والتى إهتمت الدراسة بنوعية العلاقة بين مكونات مؤشر سوق المال المصرى ومدى تأثير كل مكون من هذه المكونات على إتجاهات سوق المال المصرى وقد إنتهت الدراسة إلى وجود إرتباط قوى موجب بين الزمن وقيم مؤشر السوق وأنه يمكن زيادة قدرة معامل بيتا على التعبير الكمى عن الخطر المنتظم للسوق عن طريق الأخذ فى الاعتبار لعوامل إضافية مثل أسعار الفائدة ومعدل التضخم

دراسة غرس الدين (1998) فعالية السياسات الاقتصادية الكلية فى الإقتصاد المصرى وقد هدفت الدراسة إلى أى مدى كان التوسع فى الطلب الكلى أثاراً تضخمية تفوق أثاره الحقيقية وقد توصلت الدراسة إلي أن عرض النقود وعجز الموازنة وسعر الصرف تأثيرها موجب علي الناتج المحلى وأيضا توصلت الدراسة إلى أن معدل التضخم المحلى يرتبط طردياً بكل من النمو في عرض النقود وعجز الموازنة وخفض قيمة العملة المحلية .

(6)

دراسة المهيلمى (2004) توصلت إلى أن التغيرات التى تحدث فى سوق الأوراق المالية تتأثر بالظروف الإقتصادية ودلل على ذلك أن تأرجح المؤشر أمر طبيعى حيث أن مؤشر داو جونز للأسهم الصناعية فى 3 ستمبر 1929 بلغ 386 نقطة وفى اقل من ثلاثة سنوات 1929 – 1932 وذلك أثناء فترة الكساد فى الثلاثينات كما إنخفض بنسبة 10.5 % أيضا مؤشر ناذدرك إنخفض بمعدل 21.6 % منذ مارس 2000 وحتى مايو 2004 وذلك متأثرا بالإوضاع الإقتصادية الراهنة فى الولايات المتحدة .

دراسة لبدة (1996) قدرة مؤشر سوق المال المصرى على التنبؤ بالحالة الاقتصادية . وكان هدف الدراسة هو دراسة قوة الإرتباط بين المؤشر العام لسوق المال وبين المعروض النقدى وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك إرتباط قوى معنوى مقداره 63.1 % بين المؤشر العام لسوق المال والمعروض النقدى وأن المؤشر إستطاع أن يعطى