

تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على أداء أسهم الشركات المقيدة ببورصة الأوراق
المالية المصرية "دراسة تطبيقية"

**The Effect of Russian–Ukrainian War on Stocks
Performance at Listed Companies in the Egyptian Stock
Exchange "An Applied Study"**

عبيد عبدالله عبد المنعم صقر

المشرفين

د/ أميرة سيد محمد

أ.د/ فراج مخيمر محمد عبد العال

جاد

مستخلص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من: تأثير الحرب الروسية الأوكرانية علي أداء أسهم الشركات المسجلة بمؤشر الأسعار المصري EGX100، ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الباحثة علي اختبار الفرض التالي "توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل الحرب الروسية الأوكرانية وأثناءها".

حيث تم اختبار الفرض من خلال استخدام اختبار T لعينتين مستقلتين (Independent-Sample T-test)، لعينة مكونة من ٩٢ شركة وبنك مسجلين بذات المؤشر، وذلك خلال الفترة من يناير ٢٠١٩ وحتى ديسمبر ٢٠٢٢ بواقع ٤٤١٦ مشاهدة شهرية.

وتوصلت الدراسة إلى أنه وفقاً لنتائج التحليل الإحصائي وفروض الدراسة أظهرت النتائج قبول صحة الفرض القائل بأنه توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل وفي أثناء الحرب الروسية الأوكرانية.

الكلمات الافتتاحية: الحرب الروسية الأوكرانية، أداء الأسهم.

Abstract :

This study aimed to investigate Effect of Russian–Ukrainian War on stocks performance at listed companies in the EGX100 Index. To achieve these objectives, the researcher tested primary hypotheses."there are statistically significant differences in stock returns before and during the Russo-Ukrainian war".The hypothesis was tested using the Independent-Sample T-test, analyzing a sample of 92 companies and banks listed on the same index, covering the period from January 2019 to December 2022 monthly Observations.

The results of the statistical analysis confirmed the validity of the hypothesis, which stated that stock returns significantly differed before and during the Russo-Ukrainian war. The analysis indicated a positive impact on stock returns during the war, with the average stock return increasing to 2.521 during the conflict, compared to 1.327 before the war. This result suggests that the war had a positive effect on stock returns, contrary to expectations of a negative impact.

Keywords:Financial Shocks – Russian\ Ukrainian War – Stock Performance.

أولاً: مقدمة الدراسة:

أصبح اليوم وجود سوق أوراق مالية متطورة هو أحد أهم العناصر الأساسية للنظام المالي لأي دولة، نظراً لأهمية الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في الاقتصاد، كتوفير فرص للاستثمار من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، فتلك المشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لتمويل الأنشطة

والتوسع بها، ويتحقق ذلك من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين، كما أنها تعكس الوضع الاقتصادي العام وأن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية للدولة.

تواجه بورصة الأوراق المالية في الفترة الحالية العديد من الصدمات التي تؤثر على الاقتصاد عامة، والأسواق المالية خاصة، وذلك مثل: التغيرات غير المتوقعة في متغيرات السياسة النقدية، والانخفاض السريع في قيمة العملة، الحرب الروسية الأوكرانية، لذلك كلما كان النظام المالي للدولة أكثر تطوراً ومرونة ساعد ذلك في قدرة الدولة على مواجهة هذه الصدمات المفاجئة على نحو كبير، وذلك من خلال تنويعها لمصادر أموالها، بحيث إذا توقف مصدر مالي معين يكون هناك بديل يستوعب هذه الصدمات، فالدول المعتمدة - على نحو أساسي - على التمويل الخارجي وعدم تنويع مصادر التمويل لديها تكون أكثر عرضة للصدمات المالية التي قد تؤدي إلى انهيار الأسواق المالية على نحو مفاجئ.

يعتبر مستوى أداء الأسهم في بورصة الأوراق المالية المعيار الأساسي الذي يمكن أن يستند إليها المستثمر في الحكم على أداء الشركات في الوقت الحالي والمستقبلي، حيث إن انخفاض عوائد الأسهم يمثل مؤشراً على التقييم السلبي من قبل سوق المال، وعلى العكس من ذلك فإن مستوى الأداء الجيد لأسهم الشركات في بورصة الأوراق المالية يعكس التقييم الإيجابي من قبل سوق المال والمتعاملين فيه لأداء هذه الشركات وكذلك مستقبلها في مجال الأعمال، وبذلك تعتبر نسبة التغيير في أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً مرآة عاكسة للمستثمرين يمكن من خلالها تحديد أداء الأسهم في السوق واتخاذ قرار التعامل عليها.

ثانياً: الدراسات السابقة:

فيما يلي عرض مجموعة من الدراسات السابقة المتعلقة بالحرب الروسية الأوكرانية وتأثيرها على أداء الأسهم، حيث تناول العديد من الباحثين هذه المتغيرات مع مراعاة ترتيب هذه الدراسات من الأحدث إلى الأقدم من حيث سنة النشر.

١- الدراسات المتعلقة بتأثير الحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسهم

دراسة (Alberto Manelli, Roberta Pace, Maria Leone, 2024) هدفت هذه الدراسة الى دراسة العلاقة بين أداء مؤشر Eurostoxx ٥٠ الأوروبي ومتغيرات السوق مثل (سعر العقود الآجلة للقمح والغاز) في ظل الحرب الروسية الأوكرانية وذلك خلال الفترة من ٢٠١٩/٢/٢٥ حتى ٢٠٢٣/٩/٢٨ بشكل يومي باستخدام نموذج (VAR)، وكانت أهم نتائج الدراسة أثر الصراع الروسي الاوكراني على أسعار السلع الأساسية وأحدث تفاقم في أسعار السلع خاصة الدول المرتبطة بروسيا وأوكرانيا وبالتالي امتد أثر ذلك الي أسواق الأسهم، لكن نظراً لاستخدام الأدوات المالية المشتقة (العقود الآجلة) تم تثبيت السعر المستقبلي للسلع الأساسية وبذلك كانت العلاقة إيجابية بين المؤشر وسوق الأوراق المالية لهذه السلع.

دراسة (Dharen & Rima & Varun, 2023) هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الغزو الروسي لأوكرانيا عام ٢٠٢٢ على مؤشر سوق الأسهم الهندية NIFTY 500 تقتصر الدراسة على اختيار ١١٨٨ شركة خلال الفترة من ١ فبراير ٢٠٢١ إلى ٨ مارس ٢٠٢٢، باستخدام منهجية (Event Study)، وكانت أهم نتائج الدراسة هناك تأثير إيجابي للغزو الروسي على عوائد الأسهم الهندية، وأن الشركات الأكبر حجماً قادرة على التكيف مع الاضطرابات التي تسببت بها الحرب عن الشركات الصغيرة والمتوسطة.

دراسة (Hisham Abdeltawab, 2023) هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الحرب الروسية الأوكرانية (٢٠٢٢) على قطاعات البورصة المصرية، اعتماداً على تحليل عينة من ١٠ قطاعات في سوق الأوراق المالية المصرية، وهي البنوك والتعليم والغذاء والرعاية الصحية والصناعة وتكنولوجيا المعلومات والعقارات، من الفترة ٢٠١٩/٢/١ حتى ٢٠٢٢/٥/٣١ باستخدام نموذج (GARCH)، وكانت أهم نتائج الدراسة إن قياس ترابط التقلبات بين القطاعات في البورصة المصرية على نحو مستمر يتيح التنبؤ بحدوث صدمات أو أي اضطرابات اقتصادية، مما يجعلها أداة مهمة للتنبؤ ومراقبة بداية الأزمات المالية، وتحديد القطاعات الناقلة للصدمات نظراً لترابط القطاعات الاقتصادية ببعضها، وكيفية رسم سياسات تحوطية للحد من التقلبات بين القطاعات.

دراسة (Rajib& Shaker& Mostafa,2023) هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الأزمة الروسية الأوكرانية على مؤشر سوق الأسهم الأسترالية مؤشر S & P/ASX خلال الفترة من (٢٥ يوم تداول قبل ٢٢ فبراير ٢٠٢٢ تاريخ الحدث - إلى ٢٥ يوماً بعد الحدث)، باستخدام منهجية دراسة الحدث (Event Study)، وكانت أهم نتائج الدراسة تبين أن الأزمة الروسية الأوكرانية أدت إلى حدوث صدمة سلبية على أسعار الأسهم الأسترالية، حيث انخفضت أسعار الأسهم بيوم الحدث بنسبة ٠.٩٤٪.

دراسة (Mirzat & Kazi & Shabeer,2023) هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الحرب الروسية الأوكرانية والعقوبات التي تم فرضها على السوق المالية الروسية (مؤشرات الأسهم القطاعية)، وذلك خلال الفترة من ٢٠٢١/٩/١٢ حتى ٢٠٢٢/٤/٢٩ والتي تغطي فترة ما قبل الحرب واثناها، باستخدام نموذج (VAR)، وكانت أهم نتائج الدراسة هناك تأثير سلبي للحرب الروسية الأوكرانية على سوق الأوراق المالية الروسية (مؤشرات الأسهم القطاعية) أدى إلى زيادة مخاطر السوق خلال فترة الحدث، حيث اتضح أن قطاعات (النفط والغاز والمرافق والمعادن والتعدين والخدمات المالية والسلع الاستهلاكية) كان لها تأثير كبير على القطاعات الأخرى وكانت العقوبات الاقتصادية لها تأثير على قطاع النقل.

دراسة (Whelsy Bounou, 2023) هدفت هذه الدراسة إلى دراسة الحرب الروسية الأوكرانية تزيد من حالة عدم التأكد وكيف يؤثر ذلك على أداء أسواق الأسهم العالمية وأسعار السلع الأساسية، اعتماداً على ٩٦ مؤشراً لسوق الأسهم، وأسعار ٦٧ سلعة على مستوى العالم وذلك خلال الفترة من يناير ٢٠٢٢ حتى ابريل ٢٠٢٣، باستخدام نموذج (معامل الانحدار الخطي)، وكانت أهم نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين حالة عدم التأكد الناتجة من الحرب الروسية الأوكرانية وأداء سوق الأسهم أي أن كلما ارتفعت حالة عدم التأكد التي انخفض أداء سوق الأسهم، لكن تلاحظ أن الصدمات تقل كلما طالت فترة الحرب، كما يوجد علاقة إيجابية بين حالة عدم التأكد الناتجة من الحرب الروسية الأوكرانية وأسعار السلع الأساسية، أي كلما ارتفعت حالة

عدم التأكد كلما زادت أسعار السلع، لكن حدث ذلك بقوة أثناء الربع الأول وكان تأثيره يميل الي الانخفاض في كل ربع تلو الآخر.

من خلال الاطلاع على بعض الدراسات السابقة، تبين أن هناك اهتمام قوي بموضوع الحرب الروسية الأوكرانية وتأثيرها على أداء أسهم الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

تعد بورصة الأوراق المالية إحدى الأدوات المهمة في القطاع المالي، الذي يستطيع تحريك النشاط الاقتصادي وتحفيزه ودفعه نحو النمو من خلال تدوير رؤوس الأموال وتنشيط الأعمال، ولكن نظراً لما قد أصاب هذه السوق بمجموعة من الصدمات الداخلية والخارجية، أصبح السوق عاجزاً عن الوفاء بقدرته التنموية، وعليه وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لازماً على كل دولة أن تولي اهتماماً كبيراً بسوق الأوراق المالية لديها، وتعمل على تطويرها إلى جانب زيادة الأدوات المالية المتداولة وتنويعها؛ لأن ذلك يساعد على امتصاص الصدمات، ومن ثمّ ينعكس على أداء الأسهم.

لذلك في ضوء النتائج التي توصل إليها الباحثون بالدراسات السابقة، نجد أن أسواق الأسهم تعرضت للعديد من التقلبات فكان لها تأثير وحالة من عدم الاستقرار على عوائد الأسهم ومن ثمّ على أدائها، وقد ترجع إلى اندلاع الحرب الروسية الأوكرانية؛ لذا فإن مشكلة الدراسة تدور حول معرفة تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على أداء أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ومن ثمّ يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل البحثي التالي:

هل توجد فروق في عوائد الأسهم قبل الحرب الروسية الأوكرانية وأثناءها؟

رابعاً: فروض الدراسة:

بعد الرجوع إلى مشكلة الدراسة، وبعض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، يُمكن صياغة فرض واحد رئيسي على النحو التالي:

الفرض الأول: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل وأثناء الحرب الروسية الأوكرانية".

خامساً: أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف يمكن أن تحد من تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على أداء أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وتتمثل في النقاط التالية:

- 1- دراسة وتحليل أسباب الحرب الروسية الأوكرانية ومحاولة تقييم تأثيرها على عوائد أسهم الشركات المقيدة في البورصة المصرية وتحديد.
- 2- دراسة العلاقة بين الحرب الروسية الأوكرانية وتقلبات عوائد أسهم الشركات.
- 3- اختبار معنوية العلاقة بين الحرب الروسية الأوكرانية وتقلبات عوائد أسهم للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- 4- الوصول إلى مجموعة من النتائج والتوصيات التي يمكن الاستفادة منها من قبل الجهات المتعاملة في السوق.
- 5- محاولة إيجاد حلول لمعالجة الصعوبات والعوائق التي تحدثها الحرب الروسية الأوكرانية بالاستثمار في الأسهم ومحاولة التغلب على مشكلة انخفاض عوائد الأسهم.

سادساً: أهمية الدراسة:

يستمد هذا البحث أهميته نظراً للاهتمام بالحرب الروسية الأوكرانية وما قد ينتج عنها من تقلبات في عوائد الأسهم سواء إيجابية أو سلبية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبالتحديد تنبع أهمية الدراسة من جانبين:

1- الأهمية العلمية:

- تتطلب المتغيرات البيئية المتسارعة بورصات غير تقليدية من حيث أداء الأسهم وكيفية إدارة الصدمات (الحرب الروسية الأوكرانية) التي تتعرض لها أسواق الأسهم للحفاظ على الاستقرار في البورصة المصرية ورفع مستوى أدائها مما يكسب الموضوع أهمية كبرى.

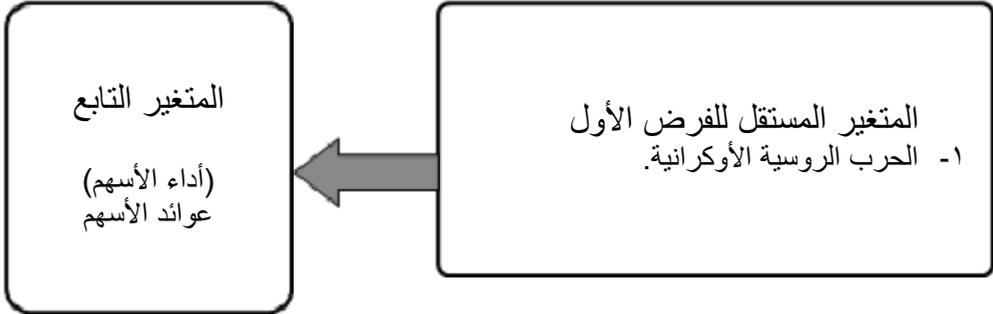
■ تقديم بعض التوصيات التي تفيد الباحثين في الدراسات المتعلقة بالحرب الروسية الاوكرانية.

٢- الأهمية العملية:

- تتيح لسوق المال المصري توفير معلومات عن تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على عوائد الأسهم حتى تكون بمثابة إرشاد للمستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري.
- بيان مدى انعكاس الحرب الروسية الأوكرانية على عوائد الأسهم.
- وضع معايير تسعى الى تمكين البورصة المصرية من بناء استراتيجية قوية لإدارة الصدمات (الحرب الروسية الأوكرانية) بما يتواءم مع الأقتصاد المصري.

سابعاً: متغيرات الدراسة:

اعتماداً على الأهداف المحددة وفرض الدراسة والتي يمثل محوره الرئيسي في محاولة التوصل إلى تأثير اندلاع الحرب الروسية الأوكرانية على أداء الأسهم، يمكن تحديد متغيرات الدراسة كما هو موضح بالشكل التالي:



شكل رقم (٢) متغيرات الدراسة

المصدر: من إعداد الباحثة.

وبما أن هناك نوعين أساسيين من المتغيرات هما المتغير المستقل والمتغير التابع؛ فإن هذا الجزء يتضمن شرحاً لمقاييس متغيرات الدراسة.

١- المتغير المستقل: الحرب الروسية الأوكرانية

٢- المتغير التابع: أداء الأسهم: (عوائد الأسهم)

$$\text{نسبة التغير في سعر السهم} = \frac{\text{سعر الاقفال في اليوم الحالي} - \text{سعر الاقفال في اليوم السابق}}{\text{سعر الاقفال في اليوم السابق}}$$

وسيتم اختباراه باستخدام اختبار Independent-Sample T-test

ثامناً: حدود الدراسة:

وتتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- ١- الحدود المكانية: حيث اقتصرت هذه الدراسة على الحدود المكانية لجمهورية مصر العربية والحدود القطاعية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- ٢- الحدود الزمانية: تقتصر الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة للفرض الأول من الفترة يناير ٢٠١٩ حتى ديسمبر ٢٠٢٢ على أساس شهري، والتي أمكن تجميع البيانات من التقارير الشهرية المنشورة.
- ٣- الحدود الموضوعية: تم إجراء هذا البحث في إطار حدود دراسة تأثير الحرب الروسية الأوكرانية على أداء أسهم الشركات، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بمؤشر الأسعار EGX100 في البورصة المصرية.

تاسعاً: منهجية الدراسة:

- ١- مجتمع الدراسة: يتمثل مجتمع البحث في الشركات المسجلة بالـ EGX100 ووجدت الباحثة صعوبة في تطبيق الدراسة على جميع هذه الشركات.
- ٢- عينة الدراسة: تتكون عينة الدراسة للفرض الأول من ٩٢ شركة وبنك مقيدة بالـ EGX100، ويعود اختيار هذه العينة لأسباب مرتبطة بتوافر البيانات وعدم توحيد الفترة الزمنية للشركات المسجلة بالمؤشر خلال فترة الدراسة وتكلفتها، كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول رقم (٢): مجتمع الدراسة وعينته

الشركات المسجلة بمؤشر الأسعار الـ EGX100		مجتمع الدراسة
عدد ٩٢ شركة وذلك خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٩/١/١ حتى ٢٠٢٢/١٢/٣١ (٤ أعوام) بعدد مشاهدات ٤٤١٦ مشاهدة قبل وأثناء الحرب على نحو شهري، وذلك لتوحيد الفترة الزمنية لهذه الشركات، متمثلة في الآتي:		عينة الدراسة للفرض الأول
من الفترة ٢٠٢١/١/١ حتى ٢٠٢٢/١٢/٣١ بشكل شهري بعدد مشاهدات ٢٢٠٨ مشاهدة. <u>أثناء اندلاع الحرب</u>	من الفترة ٢٠١٩/١/١ حتى ٢٠٢٠/١٢/٣١ بشكل شهري بعدد مشاهدات ٢٢٠٨ مشاهدة. <u>قبل اندلاع الحرب</u>	

٣- **جمع البيانات وتحليلها:** حيث تم الاعتماد على بعض البيانات الثانوية المسجلة والمنشورة ذات الصلة بعينة الدراسة؛ حيث تتمثل هذه البيانات في عوائد الأسهم عينة الدراسة المنشورة في سوق المال المصري.

٤- **أساليب التحليل الإحصائي للبيانات:** سوف تستخدم الدراسة الأساليب الإحصائية المناسبة لتحليل البيانات واختبار فرض الدراسة، من خلال استخدام Independent-Sample T-test من خلال استخدام برنامج E-Views 12.

عاشراً: منهج الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة علي منهج وصفي تحليلي لاستعراض الأدبيات المختلفة لتأثير الحرب الروسية الأوكرانية علي أداء الأسهم، وقد اعتمدت الباحثة في جمع البيانات الثانوية علي عوائد الأسهم المطروحة في البورصة المصرية، وتم الاعتماد علي نموذج احصائي (Independent-Sample T-test) في اختبار فرض البحث، وقد تناولت الدراسة مجتمع الدراسة وعينتها علي النحو التالي:

■ مجتمع الدراسة وعينتها:

وقد تناولت الدراسة مجتمعا وعينة؛ حيث تتكون عينة الدراسة للفرض الأول من ٩٢ شركة ويعود اختيار هذه العينة لأسباب مرتبطة بتوافر البيانات بالفترة الزمنية المستخدمة بالتحليل الإحصائي وتكلفتها من مفردات مجتمع EGX100.

الحادي عشر: الأساليب الإحصائية المستخدمة:

تم استخدام اختبار Independent-Sample T-test من خلال برنامج EViews 12 الاصدار الثاني عشر.

الحادي عشر: نتائج اختبارات الفروض:

لاختبار فروض الدراسة قامت الباحثة باستخدام Independent-Sample T-test ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:
اختبار صحة فرض الدراسة: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل وأثناء الحرب الروسية الأوكرانية".

ولاختبار هذا الفرض قامت الباحثة باستخدام دراسة الحدث وهي تحليل تجريبي يفحص تأثير حدوث محفز مهم أو حدث طارئ على قيمة الورقة المالية، مثل أسهم الشركة، وهذا التحليل يتطلب أولاً تحديد ما يسمي فترة الحدث (Event Window)، وفي هذا البحث سيتم استخدام فترتين هم من ٢٠١٩-٢٠٢٠ والفترة الثانية هي ٢٠٢١-٢٠٢٢، وسيتم استخدام اختبار Independent-Sample T-test نظراً لأن حجم العينة أكبر من ٣٠ شركة كما هو موضح بالجدول التالي.

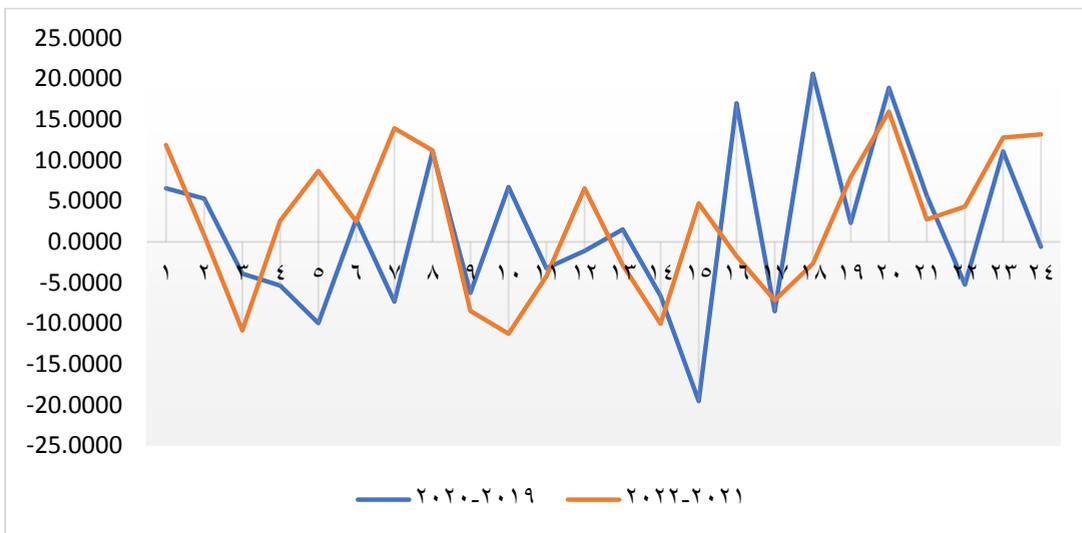
جدول (١٢)

دلالة الفرق في عوائد الأسهم في الفترة قبل الحرب الروسية الأوكرانية وأثناءها

مستوى الدلالة	قيمة ت	الانحراف المعياري	المتوسط	العدد	مجموعة المقارنة
دالة	-1.969	16.086	1.3274	2208	٢٠٢٠-٢٠١٩
		16.477	2.521	2208	٢٠٢٢-٢٠٢١

يتضح من بيانات الجدول السابق وجود فرق دال إحصائياً في عوائد السهم قبل الحرب الروسية الأوكرانية وأثناءها؛ حيث بلغت قيمة ت -1.969 فبالنظر الى قيم المتوسط قبل الحرب فوجد أنها بلغت ١,٣٢٧ ولكنها ارتفعت أثناء الحرب فبلغت ٢,٥٢١، ومن ثم فإن التأثير إيجابي.

مما يثبت صحة الفرض الثاني القائل بأنه: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل وأثناء الحرب الروسية الأوكرانية".



الثاني عشر: نتائج الدراسة:

بعد اختبار صحة فرض الدراسة باستخدام اختبار Independent-Sample T-test، توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

١- أظهرت نتائج الدراسة قبول فرض الدراسة بأنه توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل وأثناء الحرب الروسية الأوكرانية، حيث أوضح التحليل الإحصائي أن هذا التأثير إيجابي؛ حيث بلغت قيم المتوسط قبل الحرب فوجد أنها بلغت ١,٣٢٧، ولكنها ارتفعت أثناء الحرب فبلغت ٢,٥٢١.

وهو ما يؤكد قبول صحة الفرض بأنه "توجد فروق ذات دلالة إحصائية لعوائد الأسهم قبل الحرب الروسية الأوكرانية وأثناءها".

حيث اختلفت نتيجة الفرض للدراسة الحالية مع دراسة كل من (Hisham Abdeltawab, 2023)، (MdRajib& Shaker& Mostafa, 2023)، ودراسة (Mohamed Sameh, 2022)؛ حيث إن هذه الدراسات أثبتت أن الحرب الروسية الأوكرانية أحدثت صدمة سلبية أدت إلى اضطرابات في أسواق الأسهم. بعكس الدراسة

الحالية التي أثبتت أن الحرب الروسية الأوكرانية أحدثت تأثير إيجابي على عوائد الأسهم. كما تلاحظ بنتائج الدراسات السابقة المشار إليها سلفاً (على التوالي) ما يلي:

١- أن بعض قطاعات البورصة المصرية تأثرت بالحرب الروسية الأوكرانية وأن قطاع النقل كان مساهماً رئيساً في أحداث صدمات سلبية، بينما القطاع المصرفي كان أكبر متلقي للصدمات السلبية بخلاف قطاع التعليم لم يكن متلقياً أو ناقلاً للصدمات السلبية إلى قطاعات أخرى.

٢- أن الحرب أحدثت اضطرابات في أسواق الأسهم الأسترالية علي الشركات الصغيرة والمتوسطة فقط وأن الشركات الكبيرة كانت قادرة علي امتصاص هذه الصدمات.

٣- ارتفع مستوي متوسط السيولة في سوق الأسهم المصرية وترجع هذه الزيادة إلى الاكتتابات العامة الأولية الجديدة من برنامج الطروحات الحكومية (IPOs).

بينما اتفقت نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (Dharen & Rima & Varun, 2023) بأن هناك تأثير إيجابي للغزو الروسي الأوكراني علي عوائد الأسهم الهندية وأن الشركات الأكبر حجماً قادرة علي التكيف مع الاضطرابات التي تسببت بها الحرب، وقد يرجع سبب الاتفاق في تشابه اقتصاد البلدين.

وعليه تم قبول صحة الفرض بأنه "توجد فروق ذات دلالة إحصائية للعوائد الأسهم قبل وأثناء الحرب الروسية الأوكرانية". وقد يرجع سبب هذه النتيجة الى الأسباب الآتية:

١- اختلاف مجتمع الدراسة والفترة الزمنية المستخدمة بالدراسة الحالية عن الدراسات السابقة التي تم استعراضها بالدراسة.

٢- أن الحرب الروسية الاوكرانية تسببت في ارتفاع أسعار الغذاء وخصوصاً أسعار القمح ولأن مصر أكبر مستورد للقمح (٨٠%) من واردات القمح من روسيا وأوكرانيا البالغة ١٢.٩ مليون طن من القمح من الدولتين).

٣- كما تسببت الحرب الروسية الأوكرانية ارتفاع في أسعار الطاقة، لكن في الوقت نفسه استفادت مصر من الحرب بارتفاع أسعار الغاز الطبيعي في العالم، حيث

قامت مصر بتصدير كميات كبيرة من الغاز الطبيعي وارتفعت صادرات مصر البترولية عام ٢٠٢٢ إلى ١٨.٢ مليار دولار وتحقيق فائض في الميزان التجاري البترولي يتخطى ٣ مليار دولار.

٤- تسببت الحرب الروسية الاوكرانية في احداث تأثيراً سلبياً على إيرادات السياحة المصرية، حيث تمثل السياحة الوافدة لمصر من روسيا وأوكرانيا (حوالي ٤٠% من سوق السياحة المصري).

٥- انخفاض سعر صرف الجنيه المصري أمام العملات الأجنبية: في ٢١ مارس ٢٠٢٢ اتخذ البنك المركزي المصري بالفعل قرارا بتخفيض قيمة الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي بحوالي ١٦%، وجاء ذلك القرار نتيجة لامتصاص آثار صدمة الأزمة الروسية الأوكرانية.

٦- ارتفاع معدلات التضخم: أدت الأزمة الروسية الأوكرانية إلى ارتفاع كبير في معظم أسعار السلع المستوردة والمحلية، فقد ارتفع مؤشر التضخم الشهري الصادر عن البنك المركزي من ٨.٨% في فبراير ٢٠٢٢ إلى ١٠.٥% في نهاية مارس 2022، وبالتالي قام البنك برفع أسعار الفائدة للحد من التضخم.

وبناءً على الأسباب المشار إليها سلفاً يمكننا القول أن العينة المستخدمة في الدراسة الحالية من مؤشر الأسعار (EGX100) المصري تحتوي على نسبة بسيطة من شركات القطاع الغذائي والشركات البترولية، كما أنها تحتوي على عدد ٣ شركات مجال السياحة، لهذا لم يتحقق التأثير السلبي لعوائد الأسهم لمؤشر الأسعار (EGX100)، وأن التأثير كان غير مباشر بمعنى أن الصدمة التي أحدثتها الحرب الروسية الأوكرانية كان لها تأثيراً سلبياً على (التغير في متغيرات السياسة النقدية (سعر الصرف، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة)) مما انعكس على عوائد الأسهم بالسلب وأدى الي انخفاض عوائد الأسهم للمؤشر.

الثالث عشر: توصيات الدراسة

- في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يمكن وضع التوصيات التالية:
- ١- العمل على تحقيق الشفافية والسرعة في وصول المعلومات لجميع المستثمرين داخل سوق الأسهم المصري، بما يضمن عدم تحقيق بعض المستثمرين لعوائد غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.
 - ٢- ضرورة العمل على دعم سوق الأسهم المصري وتنشيطه، بما يعمل على سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار داخل السوق، وبما يضمن تحقيق الكفاءة بسوق الأسهم المصري (سوق كفاء).
 - ٣- تعزيز دور السياسة الاقتصادية للحكومة المصرية، بما في ذلك المساعدة على تطوير السوق المالية المصرية لتصبح جذابة لرأس المال المحلي والأجنبي، ومن ثم تحفيز الاستثمار في المشاريع طويلة الأجل.
 - ٤- ضرورة وضع خطة للاتجاه إلى الإنتاج من أجل التصدير لتعزيز القدرات التنافسية للمنتج المصري في الأسواق الخارجية، مما يحفز المستثمرين لتوجيه مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية.
 - ٥- تبني برنامج للنمو الاقتصادي يعتمد على التنوع في مصادر الإيرادات وزيادة الانفاق الاستهلاكي والاستثماري، بما يعمل على توفير فرص عمل، وخفض معدلات البطالة؛ حيث إن تحسن أداء الأداء الاقتصاد المصري على نحو عام سوف يحسن من قدرته على امتصاص الصدمات الاقتصادية.
 - ٦- عدم اللجوء إلى التمويل بالتضخم الذي يُعد كارثة حقيقية علي الدولة في ظل محدودية الإنتاج والتصدير، وانخفاض قيمة العملة المحلية للدولة.

قائمة المراجع
ثانياً: المراجع الأجنبية:

A- Periodicals:

- 1) Alberto Manelli, Roberta Pace & Maria Leone (2024), "Russia–Ukraine Conflict, Commodities and Stock Market: A Quantile VAR Analysis", **Journal of Risk and Financial Management**, PP. 17-29.
- 2) Dharen Kumar Pandey & Rima Assaf & Varun Kumar Rai (2023), "Did the Indian Stock Market Sail the Russia-Ukraine Storm Safely?", **The Journal of Economic Asymmetries**, Vol. 28, PP.1-10.
- 3) Evangelia Papapetrou (2001), "Oil price shocks, stock market, economic activity and employment in Greece", **Energy Economics**, Vol. 23, PP. 511-515.
- 4) Hisham Abdeltawab Mahran (2023), "The Impact of the Russia -Ukraine Conflict (2022) on Volatility Connectedness Between the Egyptian Stock Market Sectors: Evidence from the DCC GARCH Connectedness Approach", **The Journal of Risk Finance**, Vol. 24 No.1.
- 5) Magda Kandil (2000), "Macroeconomic Shocks and Dynamics in the Arab World", **International Monetary Fund and Department of Economics, Economic Research Forum**, PP. 1-6.
- 6) Rajib Kamal & Shaker Ahmed b & Mostafa Monzur Hasan (2023), "The Impact of the Russia-Ukraine Crisis on the Stock Market: Evidence from Australia", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 79, PP.1-26.
- 7) Michael Ellington (2018), "Financial market illiquidity shocks and macroeconomic dynamics: Evidence from the UK", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 89, PP. 226-230.
- 8) Mirzat Ullah, Kazi Sohag, Shabeer Khan (2023), "Impact of Russia–Ukraine conflict on Russian financial market: Evidence from TVP-VAR and quantile-VAR analysis", **Journal of Economics**, No. 9, PP. 284-305.

- 9) Mohamed Sameh Gameel (2022), "The Effect of the Russian–Ukrainian War on the Prices' Volatility and Liquidity of the Egyptian Stock Market: An Event Study", **Journal of Management Research**, Vol. 40 No. 4, PP1-18.
- 10) Mosab Tabash, Neenu Chalissery & Mujeeb Saif Mohsen Al-Absy (2024), "Market Shocks and Stock Volatility: Evidence from Emerging and Developed Markets", **Journal of Financial Studies**, PP 2-12.
- 11) Neveen Ahmed (2018), "The Effect of the Financial Crisis on the Dynamic Relation Between Foreign Exchange and Stock Returns", **Journal of Economic Studies**, Vol. 45 No. 5, PP.994-1031.
- 12) Christina Romer & David Romer (2004), "A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implication", **American Economic Review**, Vol. 4, No. 4, PP. 1066-1068.
- 13) Roni Bhowmik & Gouranga Chandra Debnath& Nitai Chandra Debnath& Shouyang Wang (2022), "Emerging Stock Market Reactions to Shocks During Various Crisis Periods", **Research Article**, No. 17, PP1-23.
- 14) Thomas Chiang (2023), "Real Stock Market Returns and Inflation: Evidence from Uncertainty Hypotheses", **Journal of Finance Research Letters**, Vol. 53, PP.1-8.
- 15) Tshembhani M.Hlongwane& Johannes P. S. Sheefeni (2022), "Examining the Effect of Financial Markets Shocks on Financial Stability in South Africa", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 12 No. 6, PP.30-37.
- 16) Wensheng Kang & Ronald Ratti & Joaquin Vespignani (2021), "Financial and nonfinancial global stock market volatility shocks", **International Journal of Economics**, Vol. 96, PP. 128-134.

17) Whelsy Bounou & Alhonita Yatié (2023), "Uncertainty, stocks and commodity prices during the Ukraine-Russia", **Journal of Economics & Finance**, PP.1-33.

B- Websites:

- <http://www.cbe.org.eg>.
- <https://www.investing.com>.
- <https://www.mubasher.info/countries/eg>.
- <https://www.egx.com.eg>.
- <https://data.albankaldawli.org>.
- <https://www.mof.gov.eg>.