

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري

بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

دكتور/ وحيد احمد ابو الفتوح رزق

مدرس المحاسبة – أكاديمية اخبار اليوم

المستخلص:

استهدفت الدراسة تحليل أثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية – دراسة تطبيقية عن الفترة من ٢٠١٣-٢٠٢٣ ، وذلك من خلال اختبار العلاقة بين تحرير سعر الصرف متمثلة في معامل بيتا لأسهم الشركات موضوع الدراسة والمدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من يناير ٢٠١٣ حتى ديسمبر ٢٠٢٣، وبين مؤشرات تتعلق بالسيولة (ممثلة بمتوسط نسبة التداول للشركة) والربحية (ممثلة بمتوسط معدل العائد على حقوق الملكية للشركة) والرفع المالي (ممثلة بمتوسط نسبة المديونية للشركة) .

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثيراً ذو دلالة إحصائية لتحرير سعر الصرف متمثل في كل من متوسط نسبة التداول، ومتوسط معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط نسبة المديونية لشركات قطاع العقارات المصرية على رأس المال السوقي لأسهم تلك الشركات متمثلة في معامل بيتا لها، حيث فسر نموذج الانحدار المتعدد المستخدم في هذه الدراسة أن المتغير الأكثر تأثيراً في معامل بيتا هو متوسط معدل العائد على حقوق الملكية بينما ظهر من خلال النموذج المذكور أن متوسط نسبة السيولة هو المتغير الأقل تأثيراً، وأظهر التحليل الإحصائي أن متغير واحد من المتغيرات المستقلة الثلاثة وهو (متوسط نسب المديونية) أظهر علاقة منطقية مع المتغير التابع (علاقة طردية)، حيث من المنطقي أن تزداد مخاطر تغير سعر الصرف لسهم الشركة مع زيادة مديونيتها، أما المتغير (متوسط نسبة التداول، متوسط معدل العائد

على حقوق) أظهر علاقة غير منطقية مع المتغير التابع (علاقة طردية) حيث إن الغير منطقي أن تزداد مخاطر تغير سعر الصرف لسهم الشركة مع زيادة سيولتها ومع زيادة معدل الربحية ، وأوصت الدراسة بعدة توصيات أهمها: الاستفادة من نموذج هذه الدراسة عند اتخاذ قرار الاستثمار في القطاع العقاري المصري من حيث مراعاة محددات تغيرات سعر الصرف المنتظمة (مديونية الشركة وسيولتها والعائد على حقوق الملكية) والتي بدورها تؤثر على معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي بدوره يؤثر في قيمة الاستثمار المتوقعة. وإجراء المزيد من البحث لاكتشاف المزيد من العوامل المحددة لمخاطر تغيرات سعر الصرف.

الكلمات المفتاحية: – سعر الصرف – نسب المديونية – نسب السيولة – رأس المال السوقي .

The Impact of Exchange Rate Liberalization on the Market Capitalization of Real Estate Investment Companies in the Egyptian Stock Exchange(٢٠١٣-٢٠٢٣)

Abstract

This study aims to analyze the impact of exchange rate liberalization on the market capitalization of real estate investment companies listed on the Egyptian Stock Exchange—an applied study covering the period from 2013 to 2023. The research examines the relationship between exchange rate liberalization, represented by the beta coefficient of the stocks of the studied companies, and several financial indicators, including liquidity (represented by the company's average trading ratio), profitability

(measured by the company's average return on equity), and financial leverage (represented by the company's average debt ratio).

This study found a statistically significant impact of exchange rate liberalization—reflected in the average trading ratio, average return on equity, and average debt ratio of Egyptian real estate companies—on the market capitalization of these companies, as measured by their beta coefficients. The multiple regression model used in this study identified the average return on equity as the most influential factor affecting beta, while liquidity had the least impact. The statistical analysis further revealed that only one of the three independent variables—the average debt ratio—exhibited a logical relationship with the dependent variable (a positive correlation). This suggests that exchange rate risk increases as a company's debt level rises, which is a rational expectation. Conversely, the relationship between liquidity and return on equity with the beta coefficient were found to be illogical (also positive correlations). It is not reasonable to assume that exchange rate risk would increase alongside higher liquidity or greater shareholder profitability. The study provides several recommendations, primarily emphasizing the importance of using its model when making investment decisions in the Egyptian real estate sector. Investors should consider systematic exchange

rate risk determinants, such as a company's debt level, liquidity, and return on equity, as these factors influence the required rate of return on investment, which in turn affects the expected value of investments. The study also calls for further research to identify additional determinants of exchange rate risk.

Keywords: Exchange rate – Debt ratios – Liquidity ratios – Market capitalization.

١- الإطار العام للدراسة:

١/١- مقدمة:

تحرير سعر الصرف هو أحد السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها الدول لمعالجة الاختلالات النقدية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي (Joseph et al., 2024) ، وشهدت مصر اتخاذ قرار تحرير سعر الصرف أكثر من مره خلال فترة الدراسة ، مما أدى إلى تغييرات كبيرة في البيئة الاقتصادية والاستثمارية ، ويهتم التحليل المالي بالكشف عن نقاط القوة والضعف في المراكز المالية للشركات بهدف ترشيد القرارات الاستثمارية، والتي في أغلب الأحيان تهدف إلى تعظيم المنفعة من الاستثمار والتوازن بين العائد والمخاطر، والعائد المتوقع من أي استثمار (الإمبابي، ٢٠٢٢)، يتوقف على المخاطر المنتظمة لهذا الاستثمار، حيث إن زيادة المخاطر المنتظمة تعمل على زيادة العائد المطلوب عليه، والذي بدوره يؤثر في تحديد القيمة العادلة للاستثمار (Battiston & Monasterolo , 2021) ، وبناء عليه تأتي أهمية تحديد العوامل المؤثرة في المخاطر المنتظمة للاستثمار، ومن أهمها التغيرات في اسعار الصرف للعملات الاجنبية ، والتي تعتبر المخاطر الملاءمة، والتي تتمثل في درجة تأثر عائد استثمار معين

بالظروف المؤثرة في عائد السوق (Shah, & Albaity, 2022) ، ويشهد سوق العقار المصري نمواً ملاحظاً مع كثرة المشروعات ودخول الدولة كعنصر رئيسي بالتخطيط لإنشاء ١٥ مدينة جديدة تنصدها العاصمة الإدارية، ودخولها مجال الإسكان الفاخر. كما شهد القطاع العقاري المصري أحداثاً واضحة غيرت ملامح القطاع العقاري، بدأت بتضرر السوق بشدة بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ ثم توقف للمشروعات لانخفاض الطلب، ثم بعد ذلك حدث نمو قوي بعد تعويم الجنيه أكثر من مرة ، وشهد خلالها القطاع نشاطاً قوياً بزيادة المشروعات وحجم المبيعات ، وتهدف هذه الدراسة الى تأثير تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري في البورصة المصرية، حيث يتأثر هذا القطاع بشكل مباشر بتغيرات سعر الصرف بسبب اعتماده على الاستثمارات الأجنبية والتمويل المصرفي (Subburayan, 2024) ، وعلى جانب آخر فإن التقلبات في معدلات اسعار الصرف للعملة الأجنبية يعد احد اهم المتغيرات المؤثرة على الاداء المالي للشركات والبنوك بصفة عامة لما له من تأثير على ربحية الشركات وتدفقاتها النقدية ومن ثم التأثير على قيمة الشركة والمتمثلة في قيمة السهم وبالتالي رأس المال السوقي لهذه الشركات (Apergis et al., 2011) ، ولذلك يصبح من الضروري قياس المخاطر التي قد تتعرض لها الشركات نتيجة لهذه التقلبات ، وادارتها بالشكل الذي يحقق ويضمن تعظيم قيمة الشركة (Kodongo & Ojah, 2012) ، ولقد استقرت الادبيات النظرية على وجود ثلاثة انواع من مخاطر تقلبات معدلات الصرف الاحنبي وهي مخاطر الصفقة ومخاطر التشغيل ومخاطر الترجمة (Ilia et al., 2019) ، والتي تؤدي في نهاية المطاف الى التأثير على التدفقات النقدية المستقبلية ، ومن ثم التأثير على معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم وبالتالي التأثير على قيمة الشركة ورأس المال السوقي لها .

١ / ٢- مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في تحليل مدى تأثير تحرير سعر الصرف على أداء شركات الاستثمار العقاري المدرجة في البورصة المصرية، من خلال قياس التغيرات في رأس المال السوقي لهذه الشركات ، حيث إن المهتمون بالاستثمار دائماً ما يسعون إلى ترشيد قراراتهم وتقليل المخاطر المرتبطة باستثماراتهم عن طريق الحصول على معلومات تتميز بالدقة حول محددات قيم الاستثمار (Molele et al.,2020) ، حيث إن نظرية الاستثمار توضح أن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر، إلا أن مخاطر تغير اسعار الصرف – جزء من المخاطر المنتظمة - والتي تعتبر المحدد الرئيسي للعائد عليه وتتأثر بعوامل مختلفة (Bonga & Mpoha, 2024)، وتلك العوامل تؤثر بدورها في مدى استجابة عائد الاستثمار للعوامل المؤثرة في السوق ، من هنا جاءت مشكلة الدراسة حيث لا بد من تتبع تلك العوامل من خلال دراسة ما يمكن أن يؤثر في المخاطر المنتظمة وتعتبر نسب السيولة ومعدل العائد على حقوق الملكية ونسب المديونية من أهم العوامل التي تؤثر في مخاطر الشركة وعائدها وفقاً للنظريات المالية والتي تختلف من دولة الى أخرى (Lily et al.,2018)، وبناء على ما سبق تأتي هذه الدراسة في محاولة لتحديد مدى تأثير تحرير سعر الصرف على أداء شركات الاستثمار العقاري بالسوق المصري ، من خلال قياس التغيرات في رأس المال السوقي لهذه الشركات ومدى تأثير مؤشرات السيولة، الربحية، المديونية في المخاطر المنتظمة لأسهم قطاع العقارات المصرية والذي يعتبر من أهم القطاعات بالبورصة المصرية ، وعلى صعيد اخر شهدت مصر تقلبات في اسعار الصرف خلال فترة الدراسة وخاصة الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠٢٤ من خلال اربعة تعويمات للجنية المصرى مقابل الدولار الامريكي وإن كان الفاصل الزمني بينهم قليل نسبةً إلى اول تعويم للجنيه مقابل الدولار عام ١٩٧٧ ويوضح الجدول رقم (١) تقلبات سعر الصرف للجنيه المصري مقابل الدولار الامريكي للفترة من ١٩٧٧ وحتى ٢٠٢٤

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)
د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق

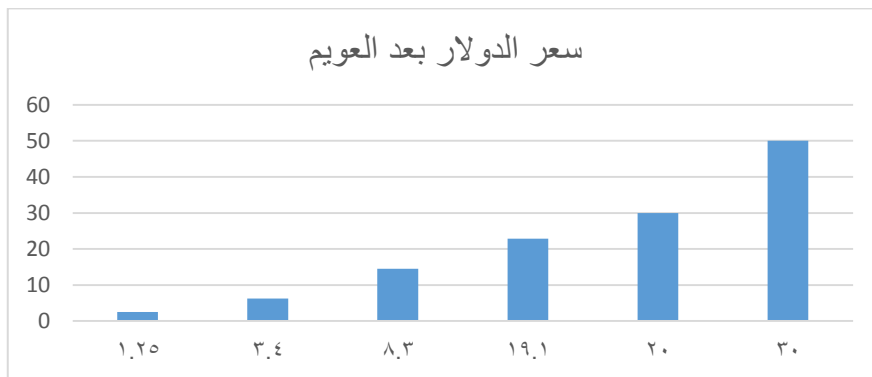
جدول رقم (١)

تقلبات اسعار الصرف للجنيه المصري مقابل الدولار الامريكي

عام	١٩٧٧	٢٠٠٣	٢٠١٦	٢٠٢٢	٢٠٢٣	٢٠٢٤
السعر \$ قبل التعويم	١.٢٥ جنية	٣.٤٠ جنية	٨.٣٠ جنية	١٩.١٠ جنية	-	-
السعر \$ بعد التعويم	٢.٥ جنية	٦.٢٠ جنية	١٤.٥٠ جنية	٢٢.٨٥ جنية	٣٠.٠٠ جنية	٥٠.٠٠ جنية

المصدر: تقرير البنك المركزي المصري ٢٠٢٤ اعداد الباحث

كما يوضح الشكل رقم (١) مدى الانخفاض الذي تعرض له الجنيه المصري مقابل الدولار الامريكي خلال فترة الدراسة



شكل رقم (١)

يوضح تقلبات سعر الصرف للدولار الامريكي مقابل الجنيه المصري منذ بدأ التعويم عام ١٩٧٧

اعداد الباحث

وبناءً على ما سبق فإن مشكلة الدراسة تتمثل في محاولة الإجابة على السؤال الأساسي التالي:

ما هو تأثير تحرير سعر الصرف على أداء شركات الاستثمار العقاري المدرجة في البورصة المصرية وينبثق عن هذا السؤال الأساسي كل من السؤالين الفرعيين التاليين:

السؤال الأول:

هل هناك تأثير لتحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري المدرجة في البورصة المصرية بمؤشر (Z-Score).

السؤال الثاني:

هل هناك تأثير لتحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري المدرجة في البورصة المصرية بمقياس مخاطر محفظة البنوك (NPL).

٣/١ أهداف الدراسة :

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في قياس تأثير تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية، حيث يتأثر هذا القطاع بشكل مباشر بتغيرات سعر الصرف بسبب اعتماده على الاستثمارات الأجنبية والتمويل المصرفي خلال فترة الدراسة، وعلى جانب آخر فإن التقلبات في معدلات اسعار الصرف للعملة الاجنبية يعد احد اهم المتغيرات المؤثرة على الاداء المالي لشركات الاستثمار العقاري بصفة عامة لما له من تأثير على ربحية الشركات وتدفقاتها النقدية ومن ثم التأثير على قيمة الشركة والمتمثلة في قيمة السهم وبالتالي رأس المال السوقي لهذه الشركات ، مع التركيز على المؤشرات المالية المستخدمة لتقييم مدى التأثير بالمخاطر، مثل تقلبات العائدات، نسب السيولة، معدلات الرافعة المالية، ومستويات التذبذب في أسعار الأسهم. كما تستعرض الدراسة تأثير الأزمات

الاقتصادية، والتغيرات في السياسات النقدية والمالية، والعوامل الخارجية التي قد تسهم في زيادة مستوى المخاطر النظامية، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الفرعية الآتية:

١/٣/١- تحليل تأثير تحرير سعر الصرف على القيمة السوقية لشركات الاستثمار العقاري.

١/٣/٢- قياس العلاقة بين تقلبات سعر الصرف وأداء أسهم الشركات العقارية.

١/٣/٣- دراسة التأثيرات قصيرة وطويلة المدى على رأس المال السوقي للشركات العقارية.

١/٤/٤ أهمية الدراسة:

١/٤/١ الأهمية العلمية:

أ- تعد الدراسة الحالية من الدراسات التي قد تكون قليلة - في حدود علم الباحث - التي تناولت موضوع أثر التعويم على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية، لما يتضمنه قطاع الاستثمار العقاري من شركات مختلفة ومتنوعة تمثل كبرى الشركات في سوق الأوراق المالية بالبورصة المصرية.

ب- ترجع أهمية هذه الدراسة من الحاجة إلى فهم ديناميكيات السوق المصري بشكل أعمق، مما يساعد المستثمرين ومتخذي القرار على تطوير استراتيجيات تحوط فعالة، وتعزيز استقرار شركات الاستثمار العقاري المدرجة في مؤشرات البورصة المصرية. وتعتمد الدراسة على نهج تحليلي كمي، باستخدام بيانات مالية تمتد لعدة سنوات، بهدف تقديم رؤية شاملة حول مدى قدرة هذه الشركات على الصمود أمام المخاطر النظامية والتكيف مع التغيرات الاقتصادية.

ج- تقدم الدراسة إضافة علمية للمجال البحثي المتعلق بأسواق المال وتأثيرات الاقتصاد الكلي ، حيث يمثل قطاع الاستثمار العقاري إحدى الدعامات الأساسية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال بناء الهيكل الاقتصادي للدولة، ومن جهة أخرى تعتبر شركات هذا القطاع من الشركات الأكثر تعرضاً للمخاطرة، ووفقاً لذلك تتلخص الأهمية العلمية لهذه الدراسة في دراسة أثر تغيرات سعر الصرف كأحد متغيرات المخاطر النظامية المرتبطة بالشركات والبنوك ذات الصلة بالمؤشرات الاقتصادية والمؤشرات القطاعية، والمخاطر المتعلقة بالضوابط التنظيمية، والمخاطر الداخلية على مستوى المؤشرات المالية، والمخاطر على مستوى الأحداث العالمية ، وعلى الاستقرار المالي في القطاعات المكونة للمؤشر في البورصة المصرية، بداية من الربع الأول من عام ٢٠١٣ حتى الربع الرابع لعام ٢٠٢٣، والتي تتوافر فيها البيانات المالية التي يمكن من خلالها اختبار فروض الدراسة، والوصول إلى نتائج الدراسة التطبيقية.

٢/٤/١ الأهمية العملية:

أ- تساهم نتائج الدراسة في توضيح مدى تأثير قطاع العقارات بسياسات النقد الأجنبي ، والمساهمة في معرفة تأثير المخاطر النظامية على قيم الشركات العقارية وذلك من خلال دراسة تأثير المتغيرات على مستوى الاقتصاد الكلي المتمثلة في (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وسعر الصرف)، والمتغيرات على مستوى القطاعات المتمثلة في (القروض الممنوحة للقطاعات المختلفة، نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي الأسمي) .

ب- تساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات مستنيرة حول الاستثمار في الشركات العقارية ، وتقديم الفائدة لهم ولللأطراف ذات العلاقة وأصحاب المصالح حول الأثر الفعلي لتغيرات أسعار الصرف على القيمة السوقية لاسهم القطاع العقاري ، ومن ثم رأس المال السوقي لهذه الشركات .

٥/١ فرضيات الدراسة:

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها في ضوء عرض وتحليل لأهم الدراسات السابقة المتعلقة بأثر تغيرات اسعار الصرف (التعويم) على قيمة السهم وبالتالي رأس المال السوقي لشركات القطاع العقاري المصري ، تم صياغة فروض الدراسة ، حيث تم وضع فرضية الدراسة الرئيسية وسوف يشتق من هذه الفرضية فرضيات نوعية كما هو موضح:

الفرضية الرئيسية :

هناك تأثير معنوي بين تحرير سعر الصرف والتغير في رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري.

الفرضية الفرعية الأولى: تحرير سعر الصرف أدى إلى زيادة جاذبية الاستثمار الأجنبي في قطاع العقارات.

الفرضية الفرعية الثانية: تأثير تحرير سعر الصرف يختلف حسب حجم الشركة ونوع أنشطتها العقارية.

٦/١ منهجية الدراسة :

تتمثل منهجية الدراسة في الخطوات التي قام بها الباحث من أجل تحقيق أهداف البحث والإجابة على التساؤلات البحثية، واختبار الفروض، وفي ضوء ذلك فإن منهج البحث الحالي يشتمل على الآتي:

١/٦/١- استخدمت الدراسة المنهج الاستقرائي، لتحديد الإطار النظري للبحث، واستعراض الدراسات السابقة لتحديد الفجوة البحثية، ومن ثم صياغة مشكلة الدراسة وتحديد المتغيرات المستقلة والتابعة والرقابية محل الدراسة، وصياغة فروض البحث.

٢/٦/١- طرق جمع البيانات: في ضوء أهداف الدراسة، والفروض التي تقوم عليها، تم اتباع الأسلوبين المتكاملين التاليين:

١/٢/٦/١- **الدراسة المكتبية :** وتعتمد على دراسة كل ما يتعلق بالعلاقة بين تغير أسعار الصرف ومؤشرات السيولة والربحية ومديونية الشركات، واثر ذلك على رأس المال السوقي ، سواء دراسة نظرية، وتحليلية للكتابات، والدراسات الميدانية السابقة في مجموعة من الدول، سواء العربية أم الأجنبية.

٢/٢/٦/١- **البيانات المتوافرة على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم المصري:** تم الاعتماد على البيانات المتوافرة والمنشورة على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية حول الشركات العقارية موضع هذه الدراسة، وذلك خلال فترة الدراسة من يناير ٢٠١٣ – وحتى ديسمبر ٢٠٢٣ .

٣/٦/١- **مجتمع وعينة الدراسة:** تعتمد هذه الدراسة على البيانات المتوافرة عن شركات قطاع العقارات المصري والمدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في قطاع العقارات المصري حسب بيانات شهر يوليو ٢٠٢٢ (٢٩) شركة ، والجدير بالذكر أن هناك شركات تم قيدها في قطاع العقار المصري بعد يونيو ٢٠١٤، وقد تم استبعاد هذه الشركات من مجتمع الدراسة لعدم توافر بيانات كافية لكامل النطاق الزمني للدراسة الممتد بين يناير ٢٠١٣ حتى ديسمبر ٢٠٢٣ ، ويمكن القول إن الدراسة تمت بأسلوب الحصر الشامل حيث تمت الدراسة على كل شركات قطاع العقار المصري المدرجة بالبورصة المصرية .

٧/١ خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها وتمهيداً لاختبار الفروض الإحصائية، تناول الباحث العناصر التالية:

➤ الإطار النظري.

- النظرية المفسرة لأثر التغير في اسعار الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية.

- سعر الصرف .
- الاستثمار العقاري .
- رأس المال السوقي .

➤ الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة.

➤ الدراسة التطبيقية.

➤ النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

٢- الإطار النظري:

١/٢ النظرية المفسرة لأثر التغير في اسعار الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية : يمكن تفسيره من خلال عدة نظريات اقتصادية ومالية، وأبرزها:

١/١/٢ - نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP - Purchasing Power Parity)

توضح هذه النظرية أن التغيرات في أسعار الصرف تعكس الفروقات في معدلات التضخم بين الدول (Rabe, & Waddle, 2020) ، فإذا انخفضت قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار، فقد يؤدي ذلك إلى زيادة تكلفة استيراد المواد الخام للبناء، مما يؤثر على هوامش ربح شركات العقارات وبالتالي على تقييمها في البورصة.

٢/١/٢ - نظرية تأثير التدفقات النقدية الأجنبية (Huffman et al., 2010)

عند انخفاض سعر صرف الجنيه المصري، قد تتزايد الاستثمارات الأجنبية في القطاع العقاري نظرًا لانخفاض تكلفة الأصول العقارية مقارنةً بالعملات الأجنبية. هذا قد يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات العقارية وزيادة رأس مالها السوقي، على العكس، إذا ارتفع سعر الصرف، قد تتراجع الاستثمارات الأجنبية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم ، وبالتالي قيمة رأس المال السوقي .

٣/١/٢- نظرية العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الصرف (Xie et al., 2021)

إذا رفع البنك المركزي المصري أسعار الفائدة لمواجهة التضخم الناتج عن انخفاض الجنيه، فقد يؤثر ذلك سلبًا على الشركات العقارية التي تعتمد على التمويل البنكي، مما يقلل من تقييمها في البورصة ، وبالتالي انخفاض رأس المال السوقي .

٤/١/٢- نظرية التسعير بالمراجحة (Arbitrage Pricing Theory - APT)

تفترض هذه النظرية أن هناك عوامل متعددة تؤثر على أسعار الأسهم، مثل التضخم، أسعار الفائدة، وأسعار الصرف (Poncet & Portait, 2022) ، وفقًا لها، فإن انخفاض قيمة الجنيه قد يجعل الشركات العقارية أكثر جاذبية للمستثمرين الدوليين، ما يرفع من رأس المال السوقي لها، ولكن في الوقت نفسه قد يزيد من تكلفة الديون الخارجية.

٥/١/٢- تحليل عملي للنظريات المفسرة لحالة السوق المصري يرى الباحث ان :

انخفاض الجنيه المصري، يرتفع الطلب الأجنبي على العقارات، مما قد يدفع أسعار أسهم الشركات العقارية للارتفاع ، ارتفاع تكلفة المواد المستوردة قد يؤثر سلبًا على ربحية الشركات العقارية ويؤدي إلى تراجع أسعار أسهمها ، وايضا القرارات الحكومية، مثل دعم التمويل العقاري أو فرض ضرائب جديدة، قد تعزز أو تحد من التأثير الفعلي لتغير سعر الصرف ، وبالتالي فان العلاقة بين أسعار الصرف ورأس المال السوقي لشركات العقارات في البورصة المصرية معقدة، وتعتمد على التفاعل بين عدة عوامل اقتصادية ومالية.

٢/٢- سعر الصرف واثاره الاقتصادية :

يُعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر بشكل مباشر على الاقتصاد المحلي والعالمي (Tai, 2024) ، فهو يحدد قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملة الأجنبية مما يؤثر على التجارة، الاستثمار، التضخم، والسياسات النقدية ،

ويتغير سعر الصرف بناءً على العديد من العوامل، مثل العرض والطلب، والسياسات الحكومية، والمتغيرات الاقتصادية العالمية (Karolyi & Wu, 2022) ، ويختلف مفهوم سعر الصرف باختلاف نوعه **فسعر الصرف الثابت** وفقا لذلك تقوم الحكومة أو البنك المركزي بتحديد سعر صرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية أو سلة من العملات يتم التدخل في السوق للحفاظ على استقرار السعر (Lily et al., 2022) ، كما هو الحال في بعض الدول الخليجية التي تربط عملاتها بالدولار الأمريكي، **سعر الصرف المرن (العائم)** وفيه يتحدد سعر العملة بناءً على قوى السوق (العرض والطلب) دون تدخل مباشر من الحكومة، ويتغير السعر باستمرار وفقاً للظروف الاقتصادية (Lily et al., 2022) ، مثل ما يحدث في معظم الدول الصناعية الكبرى ، **سعر الصرف المدار** وفيه يجمع هذا النظام بين السعر الثابت والمرن، حيث يسمح البنك المركزي للعملة بالتقلب ضمن نطاق معين، ويتدخل عند الحاجة للحفاظ على الاستقرار (Chakrabarti, 2022) ، ويوجد عدد من العوامل الاقتصادية والسياسية التي تتدخل وتؤثر على سعر الصرف منها **التضخم** حيث ان ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة، بينما التضخم المنخفض يعزز قوتها (Chakrabarti, 2022) ، **أسعار الفائدة** فعندما ترتفع أسعار الفائدة، تجذب الاستثمارات الأجنبية، مما يزيد الطلب على العملة المحلية ويرفع قيمتها، **الميزان التجاري** فالفائض التجاري (الصادرات أكبر من الواردات) يدعم العملة المحلية، بينما العجز التجاري يضغط عليها، **التدخل الحكومي** من خلال السياسات النقدية مثل التحكم في احتياطات النقد الأجنبي أو تغيير أسعار الفائدة، **الاستقرار السياسي والاقتصادي** فالدول المستقرة تجذب الاستثمارات الأجنبية، مما يدعم سعر صرف عملتها (Chakrabarti, 2022) ، هذا بالإضافة الى انه توجد مجموعة من الآثار على الاقتصاد القومي نتيجة لتغيرات سعر الصرف منها **تأثيره على التجارة الخارجية** فانخفاض سعر الصرف يجعل الصادرات أرخص وأكثر تنافسية في الأسواق العالمية، لكنه يزيد تكلفة الواردات، وارتفاع سعر الصرف يقلل من جاذبية الصادرات، لكنه يجعل الواردات أرخص، مما قد يؤدي إلى عجز في الميزان التجاري، **التضخم** عندما تنخفض قيمة العملة، ترتفع

أسعار السلع المستوردة، مما يزيد من معدلات التضخم ، وعلى العكس، ارتفاع قيمة العملة يساعد في استقرار الأسعار، الاستثمار الأجنبي فالاستقرار في سعر الصرف يعزز ثقة المستثمرين الأجانب، بينما التقلبات الحادة قد تؤدي إلى هروب رأس المال الأجنبي (Ranaldo & de Magistris, 2022) ، السياسة النقدية قد يضطر البنك المركزي إلى التدخل في حالة التقلبات الحادة من خلال رفع أسعار الفائدة أو استخدام احتياطي النقد الأجنبي للحفاظ على استقرار العملة (Olayeni et al., 2020) ، ويؤثر سعر الصرف بشكل كبير على الأداء الاقتصادي لأي دولة، حيث يحدد مستوى التنافسية التجارية، الاستقرار المالي، وجاذبية الاستثمار. لذلك، فإن التحكم في سعر الصرف من خلال سياسات اقتصادية فعالة يعد أمرًا ضروريًا للحفاظ على التوازن الاقتصادي والاستقرار النقدي (Du & Schreger, 2022) .

٢/٣- الاستثمار العقاري:

تُعَدُّ شركات الاستثمار العقاري من أبرز القطاعات المدرجة في البورصة المصرية، حيث تلعب دورًا محوريًا في دعم الاقتصاد الوطني وتلبية احتياجات السوق العقارية ، ووفقًا لهيئة الرقابة المالية، هناك ٣٦ شركة عقارية مدرجة في البورصة المصرية، بإجمالي رأس مال سوقي يبلغ حوالي ٢٦٣ مليار جنيه (صابر، ٢٠٢٢)، ولقد شهدت الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية أداءً قويًا خلال الفترة الأخيرة من فترة الدراسة وخاصة بعد القرار الأول للتعويم ، فعلى سبيل المثال، حققت ٥ شركات عقارية صافي أرباح بلغ ١٤ مليار جنيه خلال عام ٢٠٢٣، مما يعكس النمو المستمر في هذا القطاع العقاري (الحمامصي، ٢٠٢٣) ، ويلعب قطاع الاستثمار العقاري دورًا حيويًا في تعزيز الاقتصاد المصري، حيث يساهم في توفير فرص عمل، وتلبية احتياجات السكن، ودعم البنية التحتية، كما أن إدراج هذه الشركات في البورصة يعزز من شفافية القطاع ويتيح للمستثمرين فرصة المشاركة في نموه بشكل عام، يُظهر قطاع الاستثمار العقاري في البورصة المصرية نموًا مستدامًا، مما يعكس الثقة المتزايدة للمستثمرين في هذا القطاع الحيوي، ويوضح الجدول رقم (٢) شركات

أثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ محمد أحمد أبو الفتوح رزق

الاستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية وفقاً للتقرير السنوي للبورصة المصرية يناير ٢٠٢٤ ، ويُعتبر قطاع الاستثمار العقاري أحد أهم القطاعات الاقتصادية في مصر، حيث يلعب دوراً محورياً في التنمية العمرانية وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية. ويمثل رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري في البورصة المصرية مؤشراً هاماً على أداء القطاع ومدى جاذبيته للمستثمرين.

جدول رقم (٢)
يوضح شركات الاستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية

كود الترميز الدولي	اسم الشركة	كود رويترز	ق.س	تاريخ القيد	العملة
EGS675S1C011	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	AMER.CA	0.7	09/11/2010	ج.م.
EGS071L1C018	اطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	AIPL.CA	0.1	07/11/2012	ج.م.
EGS673Y1C015	إعمار مصر للتنمية	EMFD.CA	1	04/03/2015	ج.م.
EGS65011C016	الاستثمار العقاري العربي - البكو	RREL.CA	1	11/08/2011	ج.م.
EGS214Q1C011	الإسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	IDRE.CA	4	16/06/2011	ج.م.
EGS65081C019	التعمير والاستشارات الهندسية	DAPH.CA	14	19/06/1996	ج.م.
EGS651B1C018	الخارجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	CCRS.CA	6	30/12/2001	ج.م.
EGS65851C015	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	OCDI.CA	4	10/03/1998	ج.م.
EGS72AQ1C016	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	ACAMD.CA	0.1	13/06/2018	ج.م.
EGS65091C018	الشمس للإسكان والتعمير	ELSH.CA	1	12/09/1995	ج.م.
EGS21531C016	المصعد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	UEGC.CA	1	07/05/1997	ج.م.
EGS67191C014	العالمية للاستثمار والتنمية	ICID.CA	1	02/02/1985	ج.م.
EGS65551C011	العبور للاستثمار العقاري	OBRI.CA	5	18/06/1998	ج.م.
EGS65461C013	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	GIHD.CA	4	12/09/1994	ج.م.
EGS65071C010	القاهرة للإسكان والتعمير	ELKA.CA	0.5	30/03/1995	ج.م.
EGS65061C011	المتحدة للإسكان والتعمير	UNIT.CA	1.25	14/12/1994	ج.م.
EGS65211C012	المجموعة المصرية العقارية	AREH.CA	0.2	16/02/1998	ج.م.
EGS65341C017	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	EHDR.CA	0.1	03/08/1994	ج.م.
EGS694A1C018	المطورون العرب القابضة	ARAB.CA	0.1	20/10/2015	ج.م.
EGS65131C012	الوطنية للإسكان للتقانات المهنية	NHPS.CA	10	30/03/1995	ج.م.
EGS70321C012	اوراسكوم للتنمية مصر	ORHD.CA	1	18/06/1998	ج.م.
EGS697S1C015	اية كابيتال القابضة	ACAP.CA	0.3	25/05/2023	ج.م.
EGS655L1C012	بالم هيلز للتعمير	PHDC.CA	2	27/12/2006	ج.م.
EGS21FW1C015	بليونيرز بروبرتيز للتنمية العمرانية	PRDC.CA	4.5	10/10/2021	ج.م.
EGS656M1C010	بنبان للتنمية والتجارة	BONY.CA	1	22/01/2025	ج.م.
EGS21EB1C011	تنمية للاستثمار العقاري	TANM.CA	1	16/06/2021	ج.م.
EGS69191C012	ريكاند للاستثمارات المالية	REAC.CA	5	08/08/2006	ج.م.
EGS21171C011	زهراء المعالي للاستثمار والتعمير	ZMID.CA	1	03/07/1996	ج.م.
EGS691S1C011	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TMGH.CA	10	25/11/2007	ج.م.
EGS65571C019	مدينة مصر للإسكان والتعمير	MASR.CA	1	07/05/1995	ج.م.
EGS739Z1C016	مرسيلا المصرية الخليجية للاستثمار العقاري	MAAL.CA	0.5	19/01/2022	ج.م.
EGS65591C017	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	HELL.CA	0.25	07/05/1995	ج.م.
EGS65441C015	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	MENA.CA	1	27/09/1995	ج.م.

إعداد الباحث

المصدر : التقرير السنوي لبورصة المصرية

٤/٢ - رأس المال السوقي :

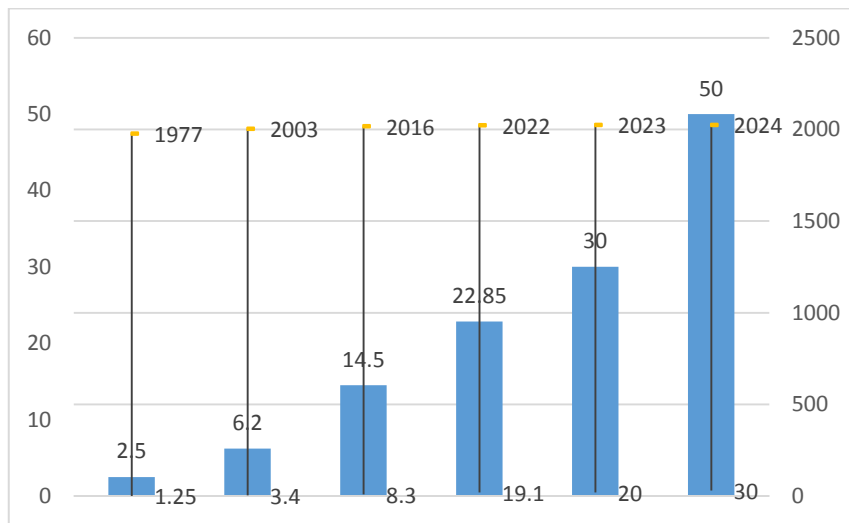
رأس المال السوقي (Market Capitalization) هو إجمالي قيمة أسهم الشركة المتداولة في السوق، ويتم حسابه بضرب سعر السهم الحالي في إجمالي عدد الأسهم المصدرة، ويُعد هذا المقياس أساسيًا في تقييم حجم الشركة ومدى تأثيرها في سوق الأوراق المالية ، وترجع أهمية رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري في البورصة المصرية لانه يعكس مدى استقرار الشركة وقوتها في السوق ، وايضا أهميته في تأثيره على قرارات المستثمرين فكلما زاد رأس المال السوقي للشركة، زادت ثقة المستثمرين فيها، مما يعزز سيولتها وقدرتها على جذب التمويل اللازم للتوسعات والنمو المستقبلي (سليمان ، ٢٠٢٠)، وايضا تتمثل اهمية رأس المال السوقي في تأثيره على الاقتصاد القومي ، فيشير إلى حجم النشاط العقاري ومدى مساهمته في الاقتصاد الوطني، خاصة في ظل النمو العمراني المستمر في مصر، ووفقاً لبيانات هيئة الرقابة المالية، يبلغ إجمالي رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري المدرجة في البورصة المصرية حوالي ٢٦٣ مليار جنيه، وتُعدُّ هذه الشركات من القطاعات الحيوية التي تشهد نشاطاً مستمراً نتيجة الطلب المتزايد على المشروعات السكنية والتجارية ، ومن العوامل المؤثرة في رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري في مصر **تغيرات سعر الصرف** فانخفاض الجنيه المصري قد يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العقارات من قبل المستثمرين الأجانب، مما يزيد من قيمة الأسهم في السوق (صابر، ٢٠٢٢) ، وعلى الجانب الآخر، زيادة تكاليف البناء بسبب التضخم قد تؤثر على هامش ربح الشركات العقارية ، وايضا **السياسات الحكومية** فقوانين الاستثمار العقاري والإعفاءات الضريبية تؤثر على أداء الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية ، وايضا التوسع في مشروعات الإسكان الاجتماعي والمدن الجديدة يعزز من فرص النمو للشركات العقارية ، وتتحكم **قوى العرض والطلب** في السوق العقاري فالطلب المتزايد على العقارات السكنية والتجارية يرفع من أسعار الأسهم في البورصة وبالتالي من رأس المال السوقي لهذه الشركات ، وايضا الركود العقاري قد يؤدي إلى تراجع رأس المال السوقي لبعض الشركات نتيجة

لتراجع اسعار اسهمها في سوق الاوراق المالية ، ويؤثر اتجاه المستثمرون الأفراد والمؤسسات المحلية والدولية على حركة الأسهم العقارية، وتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة في العقارات قد يدفع أسعار الأسهم للارتفاع (صابر، ٢٠٢٢) ، واجمالاً فإن رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري في البورصة المصرية مؤشراً هاماً على قوة القطاع العقاري ومدى مساهمته في الاقتصاد (ويوضح الجدول رقم (٣) رأس المال السوقي للبورصة المصرية خلال فترة الدراسة)، ويعتمد أدائه على عدة عوامل، من بينها السياسات الاقتصادية، تغيرات أسعار الصرف (كما هو موضح بالشكل رقم ٢)، والطلب على العقارات، ومع استمرار المشروعات العقارية الكبرى من المتوقع أن يحافظ القطاع على نموه في المستقبل القريب، مما يعزز من جاذبية الاستثمار في أسهم الشركات العقارية المدرجة في البورصة.

جدول رقم (٣) رأس المال السوقي بالبورصة المصرية ٢٠١٣ - ٢٠٢٤	
التاريخ / السنة	رأس المال السوقي بالجنيه
٢٠١٣/١٢/٣١	426,810,398,402
٢٠١٤/١٢/٣١	500,020,829,725
٢٠١٥/١٢/٣١	429,793,360,459
٢٠١٦/١٢/٣١	601,594,996,759
٢٠١٧/١٢/٣١	824,917,572,171
٢٠١٨/١٢/٣١	749,713,337,535
٢٠١٩/١٢/٣١	708,267,856,967
٢٠٢٠/١٢/٣١	650,867,502,204
٢٠٢١/١٢/٣١	765,579,774,501
٢٠٢٢/١٢/٣١	961,222,168,388
٢٠٢٣/١٢/٣١	1,719,696,356,478
٢٠٢٤/١٢/٣١	2,169,813,947,782

المصدر : التقرير السنوي للبورصة المصرية

اعداد الباحث



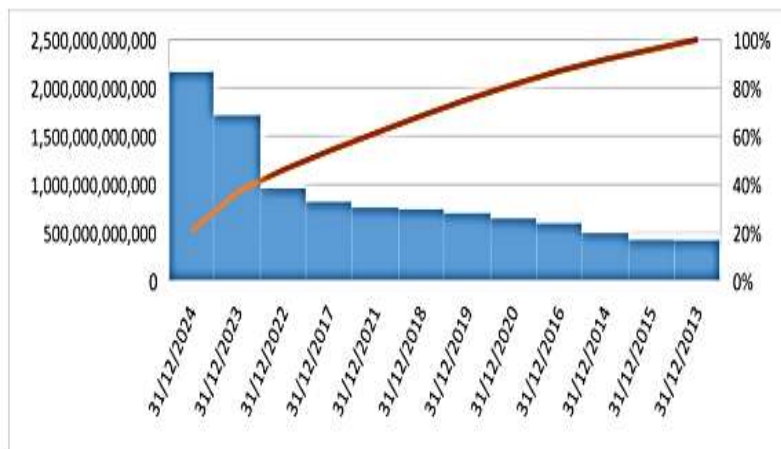
شكل رقم (٢)
تغيرات سعر الصرف خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

ويتضح من جدول رقم (٣) زيادة رأس المال السوقي بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة في الوقت الذي شهد فيه السوق المصري تغيرات قوية في سعر الصرف الاجنبي (دولار مقابل الجنيه) ، ويوضح الشكل رقم (٣) تغيرات رأس المال السوقي بالزيادة خلال فترة الدراسة مع انخفاض قيمة الجنيه مقابل الدولار مما يؤكد مدى جاذبية السوق المصري للمستثمر الاجنبي ، وتأثير ذلك على رأس المال السوقي كما هو موضح بجدول رقم (٤) .

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية من الفترة (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق



شكل رقم (3)

اثر تغيرات سعر الصرف على رأس المال السوقي خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

وبتحليل التغيرات التي طرأت على سعر الصرف الاجنبي قبل وبعد قرارات التعويم واثرها على رأس المال السوقي تبين وجود علاقة عكسية بين انخفاض قيمة الجنيه مقابل الدولار ورأس المال السوقي كما هو موضح بالشكل رقم (٤) ، مما يؤكد اتجاه المستثمرون الأفراد والمؤسسات المحلية والدولية وتأثيره على حركة الأسهم بالسوق المصري بصفة عامة ، وأسهم الشركات العقارية بصفة خاصة ، وتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة في العقارات قد يدفع أسعار الأسهم للارتفاع ، وان رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري في البورصة المصرية مؤشراً هاماً على قوة القطاع العقاري ومدى مساهمته في الاقتصاد القومي.

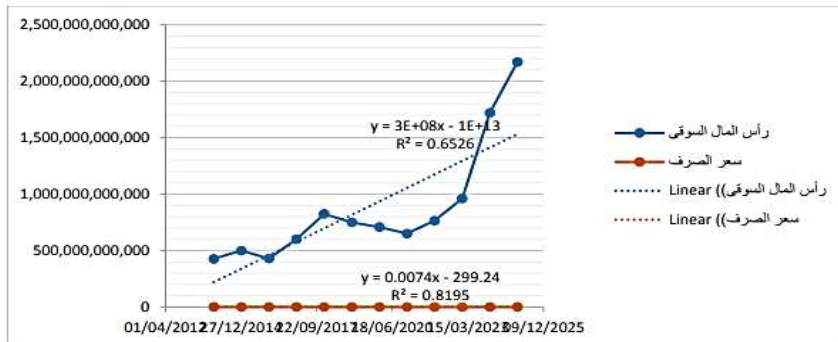
اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق

جدول رقم (٤)		
تغيرات سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الامريكى مع رأس المال السوقي بالبورصة المصرية ٢٠٢٤ - ٢٠١٣		
التاريخ / السنة	رأس المال السوقي	سعر صرف الجنيه/ الدولار الامريكى
٢٠١٣/١٢/٣١	426,810,398,402	١٠
٢٠١٤/١٢/٣١	500,020,829,725	١٢
٢٠١٥/١٢/٣١	429,793,360,459	١٤
٢٠١٦/١٢/٣١	601,594,996,759	١٦
٢٠١٧/١٢/٣١	824,917,572,171	١٨
٢٠١٨/١٢/٣١	749,713,337,535	٢٠
٢٠١٩/١٢/٣١	708,267,856,967	٢٢
٢٠٢٠/١٢/٣١	650,867,502,204	٢٤
٢٠٢١/١٢/٣١	765,579,774,501	٢٦
٢٠٢٢/١٢/٣١	961,222,168,388	٢٨
٢٠٢٣/١٢/٣١	1,719,696,356,478	٣٠
٢٠٢٤/١٢/٣١	2,169,813,947,782	٥٠

اعداد الباحث

المصدر : التقرير السنوي للبورصة المصرية



شكل رقم (4)

اثر تغيرات سعر الصرف الاجنبي برأس المال السوقي خلال فترة الدراسة

٥/٢ - رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري :

لقد شهدت البورصة المصرية نموًا ملحوظًا في رأس المال السوقي خلال فترة الدراسة، فعلى سبيل المثال، ارتفع رأس المال السوقي للأسهم

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ وحيده احمد ابو الفتوح رزق

المقيدة في السوق الرئيسي إلى ١.٨١١ تريليون جنيه بنهاية مارس ٢٠٢٤، بمعدل نمو ٧٢.٧% مقارنة بالفترة نفسها من العام السابق، وفي نهاية عام ٢٠٢٤، تجاوز رأس المال السوقي للبورصة ٢ تريليون جنيه، محققاً نمواً بنسبة ٢٦.٢% مقارنة بعام ٢٠٢٣، كما يظهر بجدول رقم (٥) ، ويوضحه ايضا الشكل رقم (٥)

جدول رقم (٥)

اجمالي رأس المال السوقي بالبورصة المصرية ٢٠١٣ - ٢٠٢٤

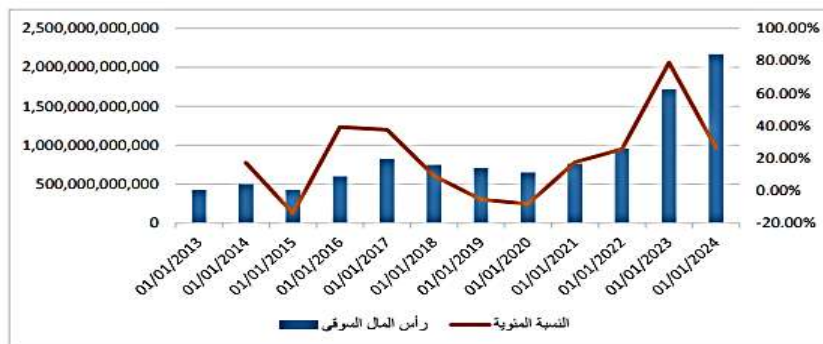
التاريخ / السنة	رأس المال السوقي	النسبة المئوية	الاتجاه	التغير
٢٠١٣/١٢/٣١	426,810,398,402	-	-	-
٢٠١٤/١٢/٣١	500,020,829,725	١٧.١٥%	↑	صعود
٢٠١٥/١٢/٣١	429,793,360,459	-١٤%	↓	هبوط
٢٠١٦/١٢/٣١	601,594,996,759	٣٩.٢٠%	↑	صعود
٢٠١٧/١٢/٣١	824,917,572,171	٣٧.٥%	↑	صعود
٢٠١٨/١٢/٣١	749,713,337,535	-٩.١١%	↓	هبوط
٢٠١٩/١٢/٣١	708,267,856,967	-٥.٥%	↓	هبوط
٢٠٢٠/١٢/٣١	650,867,502,204	-٨.١٠%	↓	هبوط
٢٠٢١/١٢/٣١	765,579,774,501	١٧.٦٢%	↑	صعود
٢٠٢٢/١٢/٣١	961,222,168,388	٢٥.٥٥%	↑	صعود
٢٠٢٣/١٢/٣١	1,719,696,356,478	٧٨.٩%	↑	صعود
٢٠٢٤/١٢/٣١	2,169,813,947,782	٢٦.١٧%	↑	صعود

اعداد الباحث

المصدر : التقرير السنوي للبورصة المصرية

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق



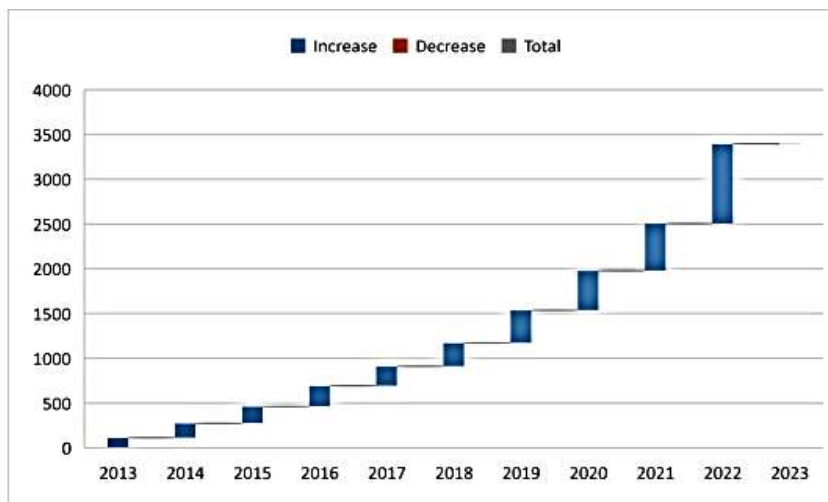
شكل (5)

يوضح تغيرات رأس المال السوقي الإجمالي خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

ويمثل رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري أحد المؤشرات الأساسية لتقييم حجم وأداء الشركة في السوق، حيث يعكس مدى ثقة المستثمرين في الشركة ويعكس تأثير العوامل الاقتصادية عليها ، وتضم البورصة المصرية العديد من شركات الاستثمار والتطوير العقاري التي تختلف من حيث حجم رأس المال السوقي، ونوع المشروعات التي تنفذها، ومدى تأثرها بالمتغيرات الاقتصادية مثل سعر الصرف ، فمنها مثلاً من تعتمد بشكل كبير على التمويل والاستثمارات الأجنبية، مما يجعلها عرضة لتأثيرات تحرير سعر الصرف ، ومنها من تتأثر استثماراتها بالتغيرات الاقتصادية وسعر الصرف نظراً لاعتمادها على المواد المستوردة في البناء ، ومن الشركات الرائدة في مجال الاستثمار العقاري من يتأثر رأس مالها السوقي بتغير حجم الطلب على العقارات ومدى تأثر السوق بقيمة الجنيه المصري ، ويشمل السوق المصري فروع لشركات عربية حيث تتأثر استثماراتها بشكل مباشر بتحركات سعر الصرف نتيجة التعاملات بالدولار ، وايضا شركات التطوير العقاري والتي تستهدف شرائح مختلفة من السوق العقاري وتتأثر أسعار أسهمها بالعرض والطلب في السوق وكذلك بالتغيرات في سعر الصرف، وهذا ما اتضح للباحث بالدراسة التطبيقية لهذه

الشركات وتأثر رأس المال السوقي لها نتيجة التغيرات في اسعار الصرف خلال فترة الدراسة كما هو موضح بالجدول رقم (٦) وشكل رقم (٦) والذي يظهر ارتفاع رأس المال السوقي لقطاع الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة .



شكل (٦)

يوضح تغيرات رأس المال السوقي لقطاع الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)
د/ وحيد احمد ابو الفتوح رزق

جدول رقم (6)

يوضح رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة (القيمة بالمليون) جنيه مصري

الشركة/ رأس المال السوقي/ السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
مجموعة عمل القابضة (عالم حروب)	114	161	188	230	217	262	365	441	527	891	1.065
بنك الإنشاء والتعمير	98	112	143	211	203	257	370	414	440	580	831
إعمار مصر للتنمية	17.113	21.162	19.148	18.289	22.615	23.267	24.012	23.546	29.540	32.882	36.687
طلس للاستثمار العقاري	138	173	192	238	220	298	377	441	517	689	833
الاسماعيلية الجنبه للتطوير والتنمية	139	157	129	283	272	277	369	445	514	601	793
التعمير والاستثمارات الهندسية	117	167	179	230	209	291	348	427	499	854	1.247
الساحل من القوي للتنمية والاستثمار	7.110	11.261	9.481	8.892	12.516	13.627	14.201	13.645	19.450	20.288	23.872
الشركة العربية للإدارة وتطوير الأصول	-	-	-	-	-	251	352	432	507	870	1.256
النسج للإسكان والتعمير	143	175	192	238	227	277	377	445	517	881	1.374
الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار	132	177	179	232	211	262	348	427	499	854	1.276
العلمية للاستثمار والتنمية	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	323
الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	149
القاهرة للإسكان والتعمير	156	184	198	235	210	273	325	422	501	981	1.864
المتحدة للإسكان والتعمير	678	852	914	722	684	732	745	992	1.017	1.256	1.977
المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	148	172	189	232	207	268	352	432	507	891	1.367
المطورون العرب لقابضة	-	-	-	454	460	514	845	732	965	1.789	2.958
الوطنية للإسكان للتقنيات المهنية	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	غ متوفر	160

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق

25.435	20.882	19.540	13.574	14.410	13.627	11.516	9.892	10.481	12.261	8.110	لورسكوم للتنمية مصر
2.055	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	ليه كايثيل القنبنة
18.575	13.955	8.975	5.112	6.254	5.897	4.980	4.322	4.002	5.173	3.148	بلم هيلز للتصوير
591	478	380	240	195	154	-	-	-	-	-	ريكات للاستثمارات المالية
1.763	1.254	1.008	990	754	712	684	720	924	852	673	زهراء المعادي للاستثمار والتصوير
110.8	75.263	39.811	30.201	20.342	19.250	17.659	15.243	14.980	14.101	11.414	مجموعة طلعت مصطفى القنبنة
8.646	7.852	5.490	5.122	4.957	4.146	3.987	4.354	3.140	2.125	2.323	منية مصر للأسكان والتصوير
652	598	-	-	-	-	-	-	-	-	-	مريديا المصرية الخفيفة للاستثمار
14.392	9.102	8.545	7.950	7.521	6.988	6.125	5.969	5.420	5.143	3.454	مصر الجيدة للأسكان والتصوير
1.398	981	501	422	325	270	201	223	198	174	150	مينا للاستثمار السياحي والعقاري

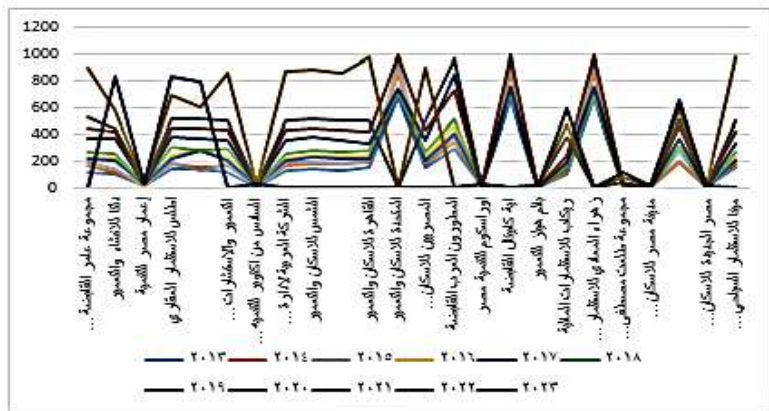
اعداد الباحث

المصدر : التقارير السنوية للبورصة المصرية

وعند تحرير سعر الصرف في نوفمبر ٢٠١٦، قفز سعر الدولار مقابل الجنيه المصري، وأدى ذلك إلى عدة تأثيرات على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري (شكل رقم ٧) ، منها زيادة تكلفة البناء والتطوير نظراً لاعتماد شركات العقارات على مواد مستوردة مثل الحديد والأسمنت وبعض التجهيزات ، وارتفعت التكلفة، مما أدى إلى انخفاض هامش الربح ، وايضا تحفيز الاستثمار الأجنبي بعد انخفاض قيمة الجنيه كما هو موضح (شكل رقم ٨).

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ محمد احمد ابو الفتوح رزق

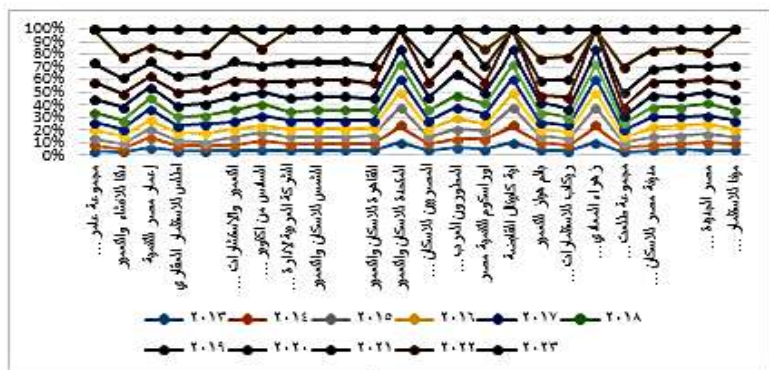


شكل (٧)

يوضح تغيرات رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالقيمة (بالمليون جنيه) خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

□

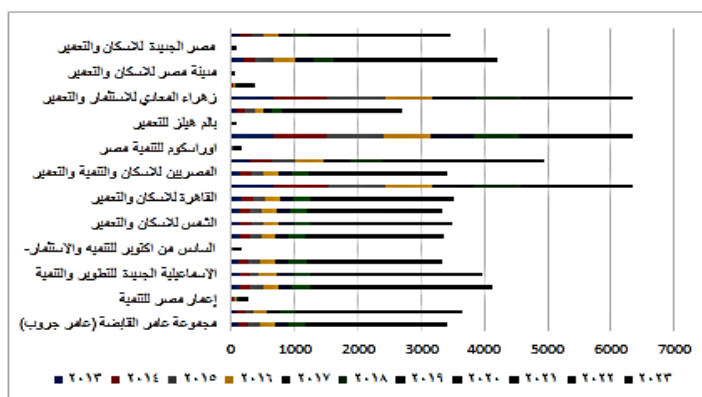


شكل (٨)

يوضح تغيرات رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بتسبب التغير خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

وأصبحت العقارات المصرية أرخص بالنسبة للمستثمرين الأجانب، مما زاد من الإقبال على شراء العقارات، خاصة في المناطق السياحية والسكنية الفاخرة ، وتأثرت اسعار الأسهم لبعض الشركات حققت ارتفاعاً في قيمتها السوقية بعد تحرير سعر الصرف نتيجة لزيادة الطلب على العقارات كملاد آمن من مخاطر التضخم (شكل رقم ٩) ، وشركات أخرى واجهت تحديات نتيجة ارتفاع تكاليف الديون المقومة بالدولار، ومع ارتفاع معدلات التضخم، زادت أسعار العقارات، مما أثر على معدل المبيعات والسيولة المتاحة للشركات، وانعكس ذلك على رأس المال السوقي لكل شركة وفقاً لقدرتها على التعامل مع هذه التحديات الاقتصادية.



شكل (٩)

يوضح اثر تغير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة

اعداد الباحث

٣- الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة :

تُظهر الدراسات السابقة تأثيرات متعددة لتغيرات سعر الصرف على الشركات المتداولة في الاسواق المالية، بما في ذلك شركات الاستثمار العقاري ، منها أثرتغيرات سعر الصرف على قيم التداول بالاسواق المالية (Komalasari et al.,

(2022) ، وتحديد أكثر القطاعات تأثرًا بسعر الصرف، باستخدام تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية ، وايضا اثر ذلك على عوائد ومخاطر الاسهم (He et al., 2023) ، وتُعدُّ البيانات المالية لشركات الاستثمار العقاري المدرجة في البورصة المصرية من المصادر الأساسية لتقييم أدائها المالي والتشغيلي، وتتضمن هذه البيانات معلومات حول الإيرادات، الأرباح، الأصول، الخصوم، والتدفقات النقدية، مما يساعد المستثمرين والمحللين على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة (Petry et al., 2023) ويمكن تصنيف الدراسات السابقة الى دراسات تناولت اثر تغير سعر الصرف على قيم التداول وعوائد ومخاطر الاسهم وايضا اثر ذلك على تكلفة رأس المال والافصاح المحاسبي عن هذه التغيرات لترشيد قرارات المستثمرين ، وشملت الدراسات السابقة دراسات لبعض الاسواق المالية الاوربية والاسيوية والافريقية .

١/٣ - دراسات تناولت اثر تغيرات سعر الصرف على قيم التداول وعوائد ومخاطر الاسهم والافصاح المحاسبي:

ففي دراسة (Deng et al., 2023)، والتي أظهرت أن هناك علاقة إيجابية كبيرة وقوية بين تغيرات سعر الصرف والتدفقات النقدية التشغيلية وبين الأداء في القطاع المصرفي في نيجيريا، وهناك أيضاً علاقة سلبية وضعيفة بين التدفقات النقدية الاستثمارية والتدفقات النقدية التمويلية مع الأداء ، وعلى صعيد اخر هدفت دراسة (على، ٢٠٢٤) الى قياس أثر الإفصاح عن مخاطر تغيرات أسعار الصرف على العلاقة بين جودة المراجعة المدركة والقيمة السوقية للأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، باستخدام أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير المالية لعينة مكونة من (٨٢) شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (٢٠١٩-٢٠٢٣)، وأشارت النتائج إلى وجود تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية للإفصاح عن مخاطر التغيرات في أسعار الصرف على العلاقة بين جودة المراجعة المدركة والقيمة السوقية للأسهم، كما أوصى الباحث بأنه يتعين على مدراء ومسؤولي المنشآت إعداد الرؤى الإستراتيجية لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الصرف، حتى لا يؤدي إغفال التعامل مع تلك المخاطر إلى حدوث خسائر مباشرة وغير مباشرة،

بالإضافة إلى ضرورة التركيز على العوامل التي تفعل جودة المراجعة المدركة وذلك لضمان جودة التقارير المالية وترشيد قرارات المستثمرين، لما لها من تأثير على القيمة السوقية لأسهم الشركة ، وقد قامت دراسة (Poncet & Portait, 2022) بتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (التدفق النقدي من العمليات إلى الأصول، التدفق النقدي من رأس المال، والتدفق النقدي من صافي الدخل) والمتغيرات التابعة (أسعار الأسهم، والعائد على الأسهم)، بحيث توصلت هذه الدراسة إلى أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على سعر السهم السوقي وكذلك المتغيرات مجتمعة تؤثر في العائد على السهم، وأن انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية ساهم في عدم تركيز المستثمر على تحليل المؤشرات النقدية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، ومن ناحية أخرى جاءت دراسة (Boubaker et al., 2022)، والتي أظهرت أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من دين الشركة، دوران الموجودات الإجمالية، وحجم الشركة على ربحية الشركة بتطبيقها على عينة من الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الأنونيمية عن الفترة الزمنية محل الدراسة ، وتناولت دراسة (Abdelfattah & Aboud, 2020) والتي توصلت إلى أن هناك علاقة إحصائية مهمة وموجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية - للشركات الصناعية العامة المصرية - عند مستوى المعنوية ١% ، وأشار لوجود علاقة مهمة إحصائياً وسالبة بين الهيكل المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو عند مستوى المعنوية ١% ، وفي دراسة (Du et al., 2024)، والتي توصلت إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي للشركات على مقاييس الأداء المحاسبية - العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات، معدل نمو المبيعات - كما يمتد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة، وهناك أيضاً أثراً سلبياً للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج Tobin's q. كما توصل الباحثان (Nerlinger & Utz, 2022) إلى أن تأثير مجموعة من العوامل (الأصول الملموسة والحجم والربحية) على هيكل رأس المال، ممثلاً بالرفع المالي ومقاساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول، في الشركات المساهمة - بتطبيقها على عينة من ٦٤ شركة مساهمة خلال فترة الدراسة

أضعف الاتجاه لدى الإدارات في الشركات المساهمة نحو الاعتماد على الرفع المالي لأسباب متعددة ، ومن ناحية أخرى جاءت دراسة (Bianchi & Lorenzoni, 2022) ، والتي توصلت فيها إلى وجود أثر لتغيرات اسعار الصرف وحجم الشركة على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية لصالح الشركات كبيرة الحجم، بتطبيقها على عينة من ٢٠ شركة صناعية ، بينما كانت المخاطر النظامية - معامل بيتا كممثل للمخاطر النظامية - في الشركات الكبيرة الحجم أكبر من المخاطر النظامية في الشركات صغيرة الحجم، وهذا ما يفسر سبب زيادة عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم بسبب وجود العلاقة الطردية الموجبة بين العائد والمخاطر، وفي سياق متصل تناولت دراسة (المغني ، ٢٠٢١) أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته أمام العملات الأجنبية على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية، باستخدام أسلوب دراسة الحدث، وقد اعتمدت الدراسة في ذلك على البيانات اليومية لعوائد عينة مكونة من ٣٠ سهماً من أسهم البورصة المصرية، خلال الفترة من يونيو ٢٠١٥ حتى مايو ٢٠١٧، وهي فترة جاءت بعد تعرض مصر لعدد من الأزمات التي أدت لحدوث نقص حاد في العملات الأجنبية بالسوق المصري، وحدثت تقلبات كبيرة في سعر صرف الجنيه المصري، وهو ما أدى إلى قيام البنك المركزي المصري في ٣ نوفمبر ٢٠١٦، بالإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة الجنيه المصري أمام العملات الأجنبية ، وقد قامت الدراسة بتقييم أثر هذا الحدث على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية، وأظهرت النتائج أنه بالنسبة لعوائد الأسهم، فقد أدى الحدث إلى تحقيق المستثمرين لعوائد إيجابية جوهرية يومية ومجمعة، لفترة امتدت من اليوم - ١٠ قبل الحدث إلى اليوم + ٣٠ بعد الحدث. وهو ما يشير إلى وصول معلومات مبكرة عن هذا الحدث إلى السوق قبل الإعلان عنه بعشرة أيام، مما أثر إيجابيا على عوائد وثروة المستثمرين لمدة امتدت حتى ثلاثين يوماً بعد الحدث، وهو ما يشير إلى عدم كفاءة سوق الأسهم المصري، أما بالنسبة للمخاطر الكلية للأسهم، فقد أدى الحدث إلى حدوث زيادة جوهرية في المخاطر الكلية للأسهم خلال فترة الحدث. وبالنسبة للمخاطر المنتظمة للأسهم، فلم يكن لحدث الدراسة أي أثر جوهرية

على المخاطر المنتظمة للأسهم، وتأتي هذه النتائج لتوضح أن حدوث تغيرات مفاجئة في سياسات سعر صرف الجنيه المصري، يؤثر جوهرياً على العوائد والمخاطر الكلية بالبورصة المصرية.

٢/٣ - دراسات تناولت رأس المال السوقي وتأثره بالمخاطر المالية والنظامية وبصفة خاصة بالاسواق المالية الناشئة :

لقد تناولت دراسة (محمود ، ٢٠٢٣) اختبار محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، واختبار تأثير مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال الشركات من منظور محاسبي، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠٢٢ بعد اتخاذ الحكومة المصرية قرار تعويم أسعار صرف العملات الأجنبية ، وذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وتوصلت الدراسة الي وجود تأثير معنوي لكل من حجم الشركة والمعاملات بعملة اجنبية، وكذلك استخدام الشركة لاستراتيجيات التحوط من تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، بينما لم تجد الدراسة تأثيراً معنوياً لدرجة السيولة ونسبة الرفع المالي على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. وأخيرا أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال للشركات ، وفي دراسة (Kumbure et al., 2022) ، وهدفت إلى دراسة أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات على المخاطر النظامية لأسهمها على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية خلال فترة الدراسة ، معبراً عن تركيبة الهيكل الرأسمالي بمعدل المديونية، وكذلك عن مخاطر الأسهم النظامية بمعامل بيتا. وقد قام (Alamgir & Amin, 2021) بالتعرف على المخاطر التشغيلية وآلية احتساب رأس المال اللازم لمواجهة تلك المخاطر بما يتلاءم مع مقررات لجنة بازل، كما قام بفحص وتحديد حجم ونطاق المخاطر التشغيلية التي تواجه البنوك العاملة في جنوب شرق اسيا، ومدى كفاءة تلك البنوك في التعامل مع هذه المخاطر وكيفية إدارتها بما يتفق مع

مبادئ الممارسات السليمة لإدارة وضبط المخاطر التشغيلية (الحمامصي ، ٢٠٢٣) ، وفي دراسة (Fiet , 2022)، التي أكدت على أن هناك علاقة عكسية بين الزيادة في الرفع المالي لدى الشركة والقيمة السوقية لها، حيث أجرى البحث على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق جوهانسبرج للأوراق المالية وعددها ١١٣ شركة، وذلك لاختبار مدى العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للمشروع. كما توصلنا إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية واقتصادية بين هيكل رأس المال للشركات الصناعية، خلال فترة الدراسة ، وكلاً من ربحية الشركة، وسيولتها، وهيكل أصولها، ومخاطرها عند مستوى معنوية أقل من ٥% ، دراسة (Soemitra , 2021)، والتي ربطت خصائص الشركات بخصائص الهيكل التمويلي لإيجاد قاسم مشترك بين خصائص الشركة وطريقة التمويل، بالتطبيق على عينة عددها ٩٦٣ شركة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق بومبي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة ، وتوصل إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الدين من جهة ونسبة نمو الشركة وسيولة الشركة ومعدل تغطية الديون لدى الشركة من جهة أخرى، وأن هناك علاقة إيجابية بين نسبة الدين وحجم الشركة. كما توصلت أيضاً الدراسة إلى أن نسبة الدين في الشركات الصناعية تتأثر بها هامش الربح التشغيلي ونسبة نمو الأصول، وذلك من خلال اختبار الأثر المحتمل لمحددات الهيكل المال على نسبة استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الاندوتيسية، وعلى صعيد آخر تناولت دراسة (ابو الخير ، ٢٠٢٣) الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية ودورها في ترشيد قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري ، ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث بصياغة مجموعة من الفروض لعل أهمها : "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية ودرجة قناعة المستثمرين بعدالة القوائم المالية" ، "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتخفيض مخاطر الاستثمار" ، ولإختبار هذه الفروض تم الإستعانة بمجموعة من الأساليب الإحصائية تم إستخدامها لخدمة إعداد الدراسة الميدانية بهدف تحقيق أغراض البحث ، وقد أسفرت تلك الدراسة عن مجموعة من

النتائج كان أهمها أن المعلومات المستقبلية هي معلومات إختيارية لها بعد مستقبلية وتعكس الأحداث التي من المحتمل حدوثها مستقبلاً ورد فعل المنشأة تجاهها ، ويشمل الإفصاح عنها خطط الإدارة المستقبلية والتنبؤات المالية ، بالإضافة إلى أن قيم مستوى الدلالة بالنسبة لعبارات المحور الأول من قائمة الاستقصاء هي أكبر من ٠.٠٥ . بمعنى أنه يمكن رفض الفرض الأول العدمي والذي ينص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية ودرجة قناعة المستثمرين بعدالة القوائم المالية ، وبالتالي قبول الفرض البديل ، وفي النهاية أوصى الباحث بدعم وتعزيز الثقة في السوق المالي المصري ، وذلك من خلال توعية المستثمرين بأهمية المعلومات المستقبلية ، ومدى قدرتها في تحقيق الشفافية من أجل صنع القرارات الإستثمارية الناجحة.

٣/٣- التعليق على الدراسات السابقة:

اظهرت الدراسات السابقة أن تغيّرات أسعار الصرف تؤثر بشكل ملحوظ على القيمة السوقية للشركات، بما في ذلك شركات الاستثمار العقاري ، على الرغم من عدم توفر دراسات محددة تركز تحديداً على قطاع الاستثمار العقاري، إلا أن الدراسات التي تناولت قطاعات مختلفة في السوق المصري تشير إلى وجود تأثيرات ملموسة لتقلبات أسعار الصرف على عوائد الأسهم وقيمتها السوقية (ابوالخير، ٢٠٢٣ ؛ على، ٢٠٢٤؛ المغني، ٢٠٢١؛ محمود، ٢٠٢٣) ، ايضاً وجد انه يوجد تأثير مباشر لسعر الصرف على ربحية وعوائد الاسهم فقد أشارت بعض الدراسات (Du, 2024; Deng, 2023; Poncet, 2022; Nerlinger, 2022) إلى أن انخفاض قيمة العملة المحلية أمام العملات الأجنبية يؤدي إلى زيادة تكلفة المواد الخام والمعدات المستوردة، مما يرفع تكاليف المشروعات ويؤثر سلباً على ربحية الشركات، ومن ثم على تقييمها السوقي، وفي المقابل قد تستفيد بعض الشركات المساهمة والتي تمتلك مشاريع دولارية أو تعتمد على البيع للأجانب من انخفاض سعر الصرف، حيث يصبح الاستثمار العقاري أكثر جاذبية لهم (Liu et al., 2023) وأوضحت بعض الدراسات أن التأثير يختلف بناءً على نموذج الأعمال الخاص بكل شركة، حيث إن

الشركات التي تعتمد على التمويل بالدولار أو تمتلك استثمارات خارجية قد تتأثر إيجاباً، بينما الشركات المحلية التي تعتمد على السوق الداخلي قد تواجه تحديات بسبب ارتفاع التكاليف (Bustamante et al., 2021) ، وتشير بعض الدراسات التي شملت بورصة الأوراق المالية بطوكيو إلى أن العلاقة بين سعر الصرف ورأس المال السوقي للشركات المساهمة لا يمكن تحليلها وتحديد أثرها بمعزل عن عوامل أخرى مثل أسعار الفائدة، معدلات التضخم، وحالة الطلب في سوق الأوراق المالية ، وايضا عدم اغفال الازمات العالمية مثل جائحة كورونا (Narayan et al., 2020) ، فعلى سبيل المثال، ارتفاع سعر الفائدة المصاحب لانخفاض قيمة العملة قد يقلل من رغبة المستثمرين للقطاع العقاري، مما ينعكس سلباً على أسهم الشركات المدرجة في البورصة (Narayan et al., 2020) ، وفي ضوء استعراض الدراسات السابقة فقد تبين للباحث وجود ندرة نسبية للبحوث المحاسبية في حدود علم الباحث التي تناولت العلاقة بين اثارالتغير في اسعار الصرف ورأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية ، حيث أن أغلب الدراسات التي تناولت اثر التغير لسعر الصرف لم تتناول الاثر المباشر على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية . فركزت معظم الدراسات السابقة على اثر التغير لسعر الصرف على عدة مجالات بحثية هي الاثر على الشركات المساهمة بصفة عامة والصناعية بصفة خاصة ، تكاليف التشغيل ، المبيعات ، الإيرادات ، الربحية ، اسعار التداول في الاسواق المالية المختلفة ، ومن هنا جاءت هذه الدراسة لتغطي الفجوة البحثية التي اوجدتها الدراسات السابقة كما بالشكل رقم (١٠) .



٤/٣- اشتقاق فرض الدراسة :

بناءً على ما سبق، يمكن صياغة فرض الدراسة الرئيسي على النحو التالي:
"يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتغيرات سعر الصرف على رأس المال السوقي في البورصة المصرية".

ويمكن تفصيل الفرض الرئيسي إلى فرضيات فرعية، مثل:

- تؤثر تغيرات سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية.
- تؤثر تغيرات سعر الصرف على عوائد الاستثمار العقاري على المدى الطويل بالبورصة المصرية.
- تحرير سعر الصرف أدى إلى زيادة جاذبية الاستثمار الأجنبي في قطاع العقارات.
- تأثير تحرير سعر الصرف يختلف حسب حجم الشركة ونوع أنشطتها العقارية.

تعتمد هذه الفرضيات على تحليل العلاقة بين تغيرات سعر الصرف وحركة رأس المال السوقي ببورصة الاوراق المالية المصرية ، مما يساعد في تقديم فهم أعمق لقيمة رأس المال السوقي في دعم النمو الاقتصادي وتحقيق استدامة الأسواق المالية، من خلال:

- دراسة تأثير تطور رأس المال السوقي (نسبة رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الأسمى) .
- دراسة أثر مخاطر تغيرات سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بمقياس مخاطر محفظة الشركات.
- دراسة أثر جائحة كورونا على رأس المال السوقي عامة وعلى شركات الاستثمار العقاري خاصة ، بمقياس (Z-Score)، ومقياس مخاطر محفظة الشركات (NPL) في جمهورية مصر العربية.

٤- الدراسة التطبيقية :

تتمثل خطوات الدراسة التطبيقية فيما يلي:

- تحديد مجتمع وعينة الدراسة، حيث تمثل مجتمع الدراسة في جميع شركات الاستثمار العقاري .
- تحديد الفترة الزمنية للدراسة والتي تمتد من الربع الأول عام ٢٠١٣ وحتى الربع الرابع عام ٢٠٢٣ .
- تم تجميع البيانات اللازمة للبحث من خلال الاعتماد على المصادر الثانوية لبيانات التقارير المالية السنوية المنشورة بتقارير البورصة المصرية وهيئة سوق المال والتقارير السنوية للبنك المركزي المصري على موقع مباشر مصر والمواقع الإلكترونية للبنوك.
- تحديد متغيرات الدراسة وأساليب قياسها.
- تصميم وبناء النماذج الإحصائية للدراسة: حيث تم صياغة نموذج انحدار خطي متعدد لكل فرض من فروض الدراسة.

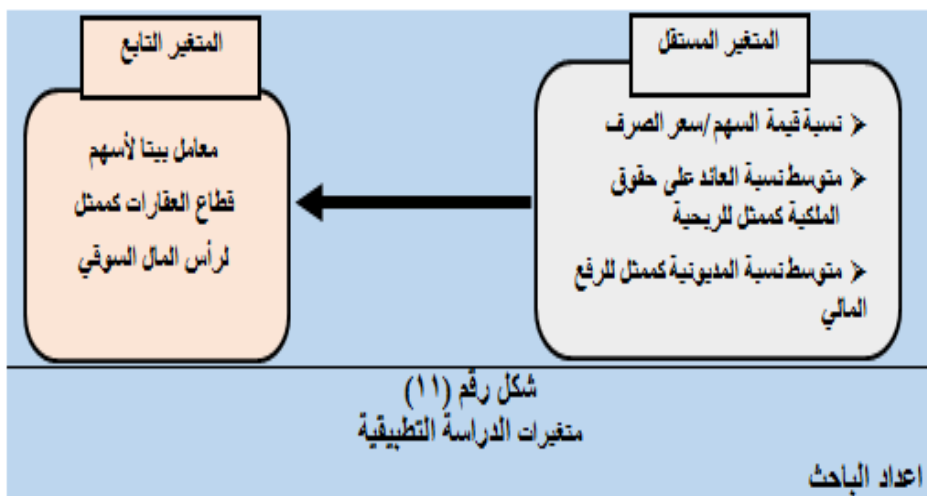
- تحديد أساليب التحليل الإحصائي للبيانات التي تم تجميعها: حيث قام الباحث بإجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة من خلال الاعتماد على الوسط الحسابي والانحراف المعياري والتكرارات وأعلى وأقل قيمة كما قام الباحث بإجراء الإحصاء الاستدلالي أو التحليل من خلال تطبيق نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary least Squares (OLS)، وذلك لاختبار فروض الدراسة.

١/٤: متغيرات الدراسة :

يمكن عرض متغيرات الدراسة والتي تهدف إلى قياس أثر التغير لاسعار الصرف على رأس المال السوقي عامة ولشركات الاستثمار العقاري خاصة بالبورصة المصرية حيث يوضح جدول رقم (٧) متغيرات الدراسة المستقلة، والتابعة .

٢/٤: نموذج الدراسة

وبناء على ما سبق يمكن صياغة نموذج الدراسة المقترح والذي يمثل العلاقة بين تغيرات سعر الصرف ورأس المال السوقي كما هو موضح بالشكل رقم (١١).



جدول رقم (٧)

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ وحيد احمد ابو الفتوح رزق

يوضح متغيرات الدراسة ، وطريقة القياس

م	الرمز	المتغير	أسلوب القياس المتغيرات التابعة
1	Y	رأس المال السوقي	Z-Score = (العائد على الأصول + نسبة حقوق الملكية إلى الأصول) + الانحراف المعياري للعائد على الأصول
2	Y2		NPL: نسبة رأس المال السوقي للشركة إلى إجمالي رأس المال السوقي الإجمالي
1	X1	معدل نمو الناتج المحلي	معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي
2	X2	سعر الصرف	سعر صرف الدولار مقابل الجنيه
3	X3	رأس المال السوقي للشركات المقيدة في البورصة	رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الأسمى
4	X4	معدل العائد على الأصول	صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول
5	X5	مخاطر السيولة	القروض كنسبة من الودائع
6	X6	الرفعة المالية	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
7	X7	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
8	X8	أزمة فيروس كورونا (كوفيد- 19)	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) بعد حدوث الأزمة، والقيمة (صفر) قبل حدوث الأزمة

المصدر: إعداد الباحث

وفقاً لنموذج الدراسة كما هو موضح في الشكل رقم (١١) يمكن صياغة فروض الدراسة ونماذج الانحدار على النحو التالي:

نموذج الانحدار الخطي المتعدد فيما يخص الفرضية الرئيسية الأولى (H1): لا يوجد أثر ذو دلالة لتغيرات سعر الصرف على رأس المال السوقي في البورصة المصرية بمقياس مؤشر (Z-Score).

$$Y1 = BO + B1 X1 + B2 X2 + B3 X + B4 X4 + B5 X5 + B6 X + B7 X7 + B8 X8 + Ei.$$

١- احتساب معدلات العائد الشهرية لكل سهم من أسهم شركات قطاع العقار المصري لفترة الدراسة وذلك بالمعادلة التالية:

$$R_{St} = \frac{P_{St} - P_{S(t-1)}}{P_{S(t-1)}} \times 100\%$$

حيث أن

R_{St} : معدل العائد الذي حققه السهم s من خلال السنة t علماً بأن s تأخذ قيمةً من ١ إلى ٢٥ (بعدد مفردات الدراسة) و t تأخذ قيمةً من ١ إلى ٦١ (بعدد أشهر النطاق الزمني).

- P_{st} : سعر إغلاق السهم s المعدل في نهاية الشهر t .
- $P_{s(t-1)}$: سعر إغلاق السهم s المعدل في نهاية الشهر $(t-1)$ أي الشهر السابق للشهر t .

السعر المعدل للسهم: تم احتسابه من قبل سوق الأسهم المصري (البورصة المصرية) لأسهم الشركات المصرية ليزيل أثر أحداث أثرت على السعر الفعلي للشركة مثل توزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم، وتتبع أهمية استخدام السعر المعدل في هذه الدراسة في أنه يستبعد أي تذبذبات في أسعار الأسهم ناتجة عن أحداث غير عادية أثرت في قيم الأسهم.

٢- احتساب معدلات العائد الشهرية لمؤشر سوق الأسهم المصرية للفترة نفسها من خلال المعادلة التالية:

$$RM_t = \frac{M_t - M_{(t-1)}}{M_{(t-1)}} \times 100\%$$

حيث أن

- RM_t : معدل العائد الذي حققه السوق خلال الشهر t .
- M_t : قيمة المؤشر العام للبورصة في نهاية الشهر t .
- $M_{(t-1)}$: قيمة المؤشر العام للبورصة في نهاية الشهر $(t-1)$ أي الشهر السابق للشهر t .

٣- احتساب قيم معامل بيتا لأسهم شركات قطاع العقار المصري: حيث تم احتساب كل قيمة لمعامل بيتا في الاعتماد على ٦١ قيمة سابقة لعوائد السهم المحققة والمحسوبة في الخطوة رقم (١)، و ٦١ قيمة مناظرة لعوائد مؤشر السوق المحققة للفترة نفسها والمحسوبة في الخطوة رقم (٢)، واحتساب معامل بيتا لأسهم الشركات في الاعتماد على المعادلة التالية:

$$\beta_s = \frac{COV(R_s, RM)}{\delta^2 RM}$$

حيث أن:

- β_s : معامل بيتا للسهم s .

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق

- $COV(R_s, RM)$: الانحراف المشترك لعوائد السهم s وعوائد السوق خلال فترة ٦١ شهراً.

- $\delta^2 RM$: تباين عوائد السوق خلال فترة ٦١ شهراً.
بعد الانتهاء من الخطوات من ١ إلى ٣ تمكنا من إعداد الجدول رقم (٨).

جدول رقم (٨)

يوضح معاملات بيتا لشركات الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة

معامل بيتا سهم الشركة	ق.م	كود رويترز	اسم الشركة	كود التقييم الدولي
1.36852110	0.7	AMER.CA	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	EGS675S1C011
0.91963051	0.1	AIFI.CA	اطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	EGS071L1C018
1.22856231	1	EMFD.CA	إعمار مصر للتنمية	EGS673Y1C015
0.712033625	1	RREL.CA	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	EGS65011C016
0.90256335	4	IDRE.CA	الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	EGS214Q1C011
1.36362202	14	DAPH.CA	التعمير والاستثمارات الهندسية	EGS65081C019
0.82378860	6	CCRS.CA	الخارجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	EGS651B1C018
0.93205561	4	OCDI.CA	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	EGS65851C015
1.12856231	0.1	ACAMD.CA	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	EGS72AQ1C016
0.85689663	1	ELSH.CA	الشمس للإسكان والتعمير	EGS65091C018
0.89562250	1	UEGC.CA	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	EGS21531C016
1.05506358	1	ICID.CA	العالمية للاستثمار والتنمية	EGS67191C014
1.12300668	5	OBRI.CA	العبور للاستثمار العقاري	EGS65551C011
1.23069872	4	GIHD.CA	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	EGS65461C013
1.12355892	0.5	ELKA.CA	القاهرة للإسكان والتعمير	EGS65071C010
1.02565203	1.25	UNIT.CA	المتحدة للإسكان والتعمير	EGS65061C011
0.86596003	0.2	AREH.CA	المجموعة المصرية العقارية	EGS65211C012
0.96200125	0.1	EHDR.CA	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	EGS65341C017
0.99562250	0.1	ARAB.CA	المطورون العرب القابضة	EGS694A1C018
1.31589361	10	NHPS.CA	الوطنية للإسكان للثقافات المهنية	EGS65131C012
1.23691582	1	ORHD.CA	اوراسكوم للتنمية مصر	EGS70321C012
0.77365221	2	PHDC.CA	بالم هيلز للتعمير	EGS655L1C012
1.32691572	4.5	PRDC.CA	بايونيرز بروبورتيز للتنمية العمرانية	EGS21FW1C015
0.91963051	5	REAC.CA	ريكانب للاستثمارات المالية	EGS69191C012
1.13796580	1	ZMID.CA	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	EGS21171C011
1.02315801	10	TMGH.CA	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	EGS691S1C011
1.37706613	1	MASR.CA	مدينة مصر للإسكان والتعمير	EGS65571C019
1.36974153	0.25	HELI.CA	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	EGS65591C017
1.89652250	1	MENA.CA	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	EGS65441C015

المصدر: اعداد الباحث

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ وحيد احمد ابو الفتوح رزق

٤- احتساب متوسط نسب التداول لشركات الاستثمار العقاري المصري بالاعتماد على الميزانيات المنشورة لهذه الشركات خلال فترة الدراسة وذلك باستخدام المعادلة الآتية:

$$CR_{ey} = \frac{CA_{ey}}{CL_{ey}}$$

حيث أن

CR_{ey} : نسبة التداول للشركة e في السنة y حيث تأخذ e قيمةً من ١ إلى ٢٥ و y قيمةً من ٥.

CA_{ey} : إجمالي الأصول المتداولة للشركة e في نهاية العام y .

CL_{ey} : الخصوم المتداولة المستحقة على الشركة e في نهاية العام y .

ثم بعد ذلك تم احتساب قيم متوسطات نسبة التداول لكل الشركات محل الدراسة للأعوام من ٢٠١٣ - ٢٠٢٣. بعد الانتهاء من الخطوة (٤) أمكن الحصول على الجدول (٩).

جدول رقم (٩)

يوضح متوسط نسب السيولة لشركات الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة

متوسط نسبة السيولة	اسم الشركة	كود الترميز الدولي
4.12568821	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	EGS675S1C011
1.81252210	اطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	EGS071L1C018
2.65992115	إعمار مصر للتنمية	EGS673Y1C015
5.93562130	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	EGS65011C016
0.83621584	الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	EGS214Q1C011
3.15173394	التعمير والاستشارات الهندسية	EGS65081C019
1.01386569	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	EGS651B1C018
5.84760233	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	EGS65851C015
1.72347101	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	EGS72AQ1C016
1.32521589	الشمس للإسكان والتعمير	EGS65091C018
3.00789264	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	EGS21531C016
2.07691927	العالمية للاستثمار والتنمية	EGS67191C014
2.9245865	العبور للاستثمار العقاري	EGS65551C011
2.2685524	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	EGS65461C013
2.2155892	القاهرة للإسكان والتعمير	EGS65071C010
2.1568912	المتحدة للإسكان والتعمير	EGS65061C011
8.65625992	المجموعة المصرية العقاريه	EGS65211C012

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/وحيد احمد ابو الفتوح رزق

1.56325814	المصريين للاسكان والتنمية والتعمير	EGS65341C017
1.14256335	المطورون العرب القابضة	EGS694A1C018
2.00015236	الوطنية للاسكان للنقابات المهنية	EGS65131C012
1.46589225	اوراسكوم للتنمية مصر	EGS70321C012
0.83875421	بالم هيلز للتعمير	EGS655L1C012
3.7682340	بايونيرز بروبرتيز للتنمية العمرانية	EGS21FW1C015
3.138233056	ريكاب للاستثمارات المالية	EGS69191C012
1.182010780	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	EGS21171C011
4.12568821	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	EGS691S1C011
1.81252210	مدينة مصر للاسكان والتعمير	EGS65571C019
2.65992115	مصر الجديدة للاسكان والتعمير	EGS65591C017
5.93562130	ميناء للاستثمار السياحي والعقاري	EGS65441C015

المصدر: اعداد الباحث

٥- احتساب متوسط نسب العائد على حقوق الملكية لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية من واقع الميزانيات وقوائم الدخل المنشورة لهذه الشركات خلال فترة الدراسة من خلال المعادلة التالية:

$$ROE_{ey} = \frac{NI_{ey}}{TE_{ey}}$$

حيث أن

- ROE_{ey} : معدل العائد على حقوق الملكية للشركة e في السنة y حيث تأخذ e قيمة من ١ إلى ٢٥ و y قيمة من ٥ إلى ٥.

- NI_{ey} : الدخل الصافي للشركة e في نهاية العام y .

- TE_{ey} : إجمالي حقوق الملكية للشركة e في نهاية العام y .

بعد الإنتهاء من الخطوة رقم (٥) أمكن الحصول على الجدول رقم (١٠):

جدول رقم (١٠)

يوضح متوسط نسب معدل العائد على حقوق الملكية لشركات الاستثمار العقاري خلال فترة

الدراسة

متوسط نسب معدل العائد	اسم الشركة	كود الترميز الدولي
0.147583681	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	EGS675S1C011
0.403330251	اطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	EGS071L1C018
0.111488128	إعمار مصر للتنمية	EGS673Y1C015
0.034301065	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	EGS65011C016
0.020201335	الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	EGS214Q1C011
0.06163501	التعمير والاستشارات الهندسية	EGS65081C019
0.02315353	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	EGS651B1C018

العدد الاول - يناير ٢٠٢٥

المجلد السادس عشر

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ وحيد احمد ابو الفتوح رزق

0.087118553	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	EGS65851C015
0.05730703	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	EGS72AQ1C016
0.0578632	الشمس للإسكان والتعمير	EGS65091C018
0.168203210	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	EGS21531C016
0.21065283	العالمية للاستثمار والتنمية	EGS67191C014
0.00853256	البحر للاستثمار العقاري	EGS65551C011
-0.019001838	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	EGS65461C013
0.060322339	القاهرة للإسكان والتعمير	EGS65071C010
0.205517801	المتحدة للإسكان والتعمير	EGS65061C011
0.181885223	المجموعه المصريه العقاريه	EGS65211C012
0.17192650	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	EGS65341C017
0.05953359	المطورون العرب القابضة	EGS694A1C018
0.08694006	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية	EGS65131C012
0.12873062	اوراسكوم للتنمية مصر	EGS70321C012
0.06172563	بالم هيلز للتعمير	EGS655L1C012
0.18137752	بايونيرز بروبرتيز للتنمية العمرانية	EGS21FW1C015
0.29365220	ركاب للاستثمارات المالية	EGS69191C012
0.29278163	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	EGS21171C011
0.0578632	مجموعة طلعت مصطفی القابضة	EGS691S1C011
0.05953359	مدينة مصر للإسكان والتعمير	EGS65571C019
0.17192650	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	EGS65591C017
0.21065283	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	EGS65441C015

المصدر: اعداد الباحث

6- احتساب متوسط نسب المديونية لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية من واقع الميزانيات وقوائم الدخل المنشورة لهذه الشركات خلال فترة الدراسة من خلال المعادلة التالية:

$$DA_{ey} = \frac{TD_{ey}}{TA_{ey}}$$

حيث أن

- DA_{ey} : نسبة المديونية للشركة e في السنة y حيث تأخذ e قيماً من ١ إلى ٢٥ و y قيماً من ٥.

- TD_{ey} : إجمالي ديون الشركة e في نهاية العام y .

- TA_{ey} : إجمالي أصول الشركة e في نهاية العام y .

اثر تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لشركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠٢٣-٢٠١٣)

د/ وحيده احمد ابو الفتوح رزق

ثم بعد ذلك تم احتساب قيم متوسطات نسبة المديونية أمكن الحصول على الجدول رقم (١١):

جدول رقم (١١)

يوضح متوسط نسب المديونية لشركات الاستثمار العقاري خلال فترة الدراسة

متوسط نسب معدل العائد	اسم الشركة	كود الترميز الدولي
0.64957125	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	EGS675S1C011
0.32824451	اطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	EGS071L1C018
0.17797718	إعمار مصر للتنمية	EGS673Y1C015
0.38745977	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	EGS65011C016
0.74362868	الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	EGS214Q1C011
0.64161778	التعمير والاستثمارات الهندسية	EGS65081C019
0.21249831	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	EGS651B1C018
0.52115182	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	EGS65851C015
0.61625586	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	EGS72AQ1C016
0.43069264	الشمس للإسكان والتعمير	EGS65091C018
0.31225869	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	EGS21531C016
0.2459548	العالمية للاستثمار والتنمية	EGS67191C014
0.11219325	العبور للاستثمار العقاري	EGS65551C011
0.21163625	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	EGS65461C013
0.66672158	القاهرة للإسكان والتعمير	EGS65071C010
0.06695376	المتحدة للإسكان والتعمير	EGS65061C011
0.03466373	المجموعه المصريه العقاريه	EGS65211C012
0.53852662	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	EGS65341C017
0.30151538	المطورون العرب القابضة	EGS694A1C018
0.08008381	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية	EGS65131C012
0.56852598	اوراسكوم للتنمية مصر	EGS70321C012
0.26895223	بالم هيلز للتعمير	EGS655L1C012
0.70193527	بايونيرز بروبترتيز للتنمية العمرانية	EGS21FW1C015
0.42562841	ريكاب للاستثمارات المالية	EGS69191C012
0.66688156	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	EGS21171C011
0.64957125	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	EGS691S1C011
0.32824451	مدينة مصر للإسكان والتعمير	EGS65571C019
0.17797718	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	EGS65591C017
0.38745977	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	EGS65441C015

المصدر: اعداد الباحث

٧- إعداد نموذج الانحدار المتعدد من الدرجة الأولى: نقوم في هذه الخطوة اختبار العلاقة بين معاملات بيتا لشركات الاستثمار العقاري وبين متوسطات نسب التداول (CR) والعائد على حقوق الملكية (ROE) والمديونية (DN) ، وذلك بتطوير نموذج انحدار متعدد ، حيث تم إدخال البيانات التي تم الحصول عليها في الخطوات (٣، ٤، ٥، ٦) إلى برنامج SPSS ليتم إعداد نموذج الانحدار الخطي المتعدد فتم الحصول على النموذج المبين في الجداول (١٢، ١٣، ١٤) من خلال نتائج إعداد نموذج الانحدار المتعدد من الدرجة الأولى في الخطوة رقم (٧) يتضح ما يلي:

أولاً: معادلة الانحدار المتعدد

يوضح الجدول رقم (١٢) معاملات نموذج الانحدار المتعدد، والتي تظهر العلاقة الكمية بين المتغير التابع (معامل بيتا β من جهة، والمتغيرات المستقلة (نسب التداول (CR) والعائد على حقوق الملكية (ROE) والمديونية (DN) من جهة أخرى، وتدل إشارة معامل التغير المستقل على اتجاه العلاقة فالإشارة الموجبة تدل على علاقة طردية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، والإشارة السالبة تدل على علاقة عكسية بينهما، حيث يظهر النموذج علاقة طردية بين نسب المديونية ونسب السيولة ومعدل العائد على حقوق الملكية من جهة ومعامل بيتا من جهة أخرى ، ويتضح أيضاً من الجدول أن معامل بيتا لسهم الشركة يزداد بمقدار 0.116 وحدة إذا زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة (1.2%)، مع ثبات باقي العوامل، ويزداد معامل بيتا بمقدار 1.557 وحدة بزيادة معدل العائد على حقوق الملكية بوحدة واحدة (8.2%) مع ثبات باقي العوامل، ويزداد معامل بيتا بمقدار 1.196 وحدة بزيادة نسبة الديون بوحدة واحدة (0.1%) مع ثبات باقي العوامل.

جدول رقم (١٢)

معاملات معادلة الانحدار المتعدد

النموذج	قيمة المعامل	قيمة T المحسوبة	مستوى المعنوية sig	درجة الثقة
متوسط نسبة التداول	0.116	2.725	0.012	98.8%
متوسط العائد على حقوق الملكية	1.577	1.823	0.082	91.8%
متوسط نسب المديونية	1.196	3.821	0.001	99.9%

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS

ثانياً: درجة تفسير النموذج للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة يتضح من الجدول رقم (١٣) ان ما يزيد على ٨٤% من التغيرات المحققة في معامل بيتا لأسهم شركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية سببه التغيرات المحققة في كلاً من (متوسط نسب المديونية ، متوسط نسب التداول ، متوسط معدلات العائد على حقوق الملكية) حيث بلغ معامل التحديد لنموذج الدراسة ٠.٨٤٩ .

جدول رقم (١٣)

معامل التحديد لنموذج الانحدار المتعدد

النموذج	معامل الارتباط المتعدد	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
1	0.921	0.849	0.828	0.468851249447

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS

ثالثاً: معنوية النموذج ومعاملاته

في الجدول رقم (١٣) قمنا بإجراء اختبار مدى ملائمة النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والمعروف باختبار (F test)، وتبين أن النموذج يصلح لتمثيل العلاقة المذكورة عند مستوى معنوية صفر، بدرجة ثقة 100%، كذلك تم إجراء اختبار معنوية كل من معاملات نموذج الدراسة والمعروف باختبار (T test) فتبين أن جميع معاملات النموذج ذات دلالة إحصائية حيث ظهر، أن معامل المتغير المستقل (متوسط نسبة السيولة) فقد أظهر مستوى معنوية 0.012 أي بدرجة ثقة 98.8%، ومعامل المتغير المستقل (متوسط معدل العائد على حقوق

الملكية) أظهر مستوى معنوية 0.082 أي درجة ثقة 91.8%، أما معامل التغير المستقل (متوسط نسبة المديونية) ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.001 أي درجة ثقة 99.9%.

رابعاً: منطقية اتجاه العلاقة

من التحليل السابق نلاحظ أن متغير واحد من المتغيرات المستقلة الثلاثة وهو (متوسط نسب المديونية) أظهر علاقة منطقية مع المتغير التابع، حيث من المنطقي أن تزداد المخاطر المستقلة لسهم الشركة مع زيادة مديونيتها، أما الغير منطقي أن تزداد المخاطر المنتظمة لسهم الشركة مع زيادة سيولتها ومع زيادة معدل ربحية المالكين ويفسر الباحث العلاقة الطردية بين (متوسط نسبة السيولة، ومتوسط معدلات العائد على حقوق الملكية) والمخاطر المنتظمة الممثلة في معامل بيتا كما يلي:

جدول رقم (١٤)

تحليل التباين لنموذج الانحدار

النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	قيمة F المحسوبة	مستوى معنوية النموذج	درجة الثقة
الانحدار	٢٧.١٠٧	٣	٩.٠٣٩	41.104	٠	١٠٠%
المتبقي	٤.٨٣٦	٢٢	٠.٢٢٠			
الاجمالي	٣١.٩٤٣	٢٥				

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS

- بالنسبة للعلاقة الطردية بين متوسط نسبة السيولة والمخاطر المنتظمة يفسرها الباحث بأن المستثمر المصري خلال فترة الدراسة كان يفضل العائد المرتفع عند اتخاذه لقرار الاستثمار، وهو أقل تجنباً للمخاطر، حيث يرى هذا المستثمر أن زيادة السيولة لدى الشركات من شأنه تقوية الفرصة لزيادة الأرباح الناتج من استثمار السيولة لذلك ظهرت السيولة على أنها من العوامل التي تزيد من معامل بيتا للسهم وبالتالي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر وبالتالي تقييم السهم بقيمة منخفضة كلما ارتفعت سيولته.

- بالنسبة للعلاقة الطردية بين متوسط معدلات العائد على حقوق الملكية والمخاطر المنتظمة يفسرها الباحث بأنه خلال فترة الدراسة كانت تمر مصر بظروف اقتصادية غير عادية نتيجة ثورة ٢٥ يناير وثورة ٣٠ يونيو مما أدى إلى تذبذب في أسعار العملات والسياسة الداخلية والخارجية وأدى أيضاً إلى ركود نسبي في قطاع العقارات والخوف من الاستثمار رغم ارتفاع معدلات الأرباح.

٥- النتائج والتوصيات:

ختمت هذه الدراسة بمجموعة من النتائج والتوصيات كمايلي

١/٥- النتائج :

توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً ذو دلالة إحصائية لتحرير سعر الصرف متمثل في كل من متوسط نسبة التداول، ومتوسط معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط نسبة المديونية لشركات قطاع العقارات المصرية على رأس المال السوقي لأسهم تلك الشركات متمثلة في معامل بيتا لها، حيث فسر نموذج الانحدار المتعدد المستخدم في هذه الدراسة ما يلي :

١- المتغير الأكثر تأثيراً في رأس المال السوقي هو متوسط معدل العائد على حقوق الملكية حيث بزيادته بوحدة واحدة تزداد نسبة رأس المال السوقي والمتمثلة بمعامل بيتا بمقدار 1.577 وحدة مع ثبات باقي العوامل.

٢- المتغير الأقل تأثيراً في رأس المال السوقي هو متوسط نسبة السيولة حيث بلغ معامل هذا المتغير 0.116

٣- تفسر العلاقة الطردية بين تغير رأس المال السوقي وسيولة الشركة (على الرغم من قلة الأثر) بقلة ميل المستثمر لتجنب اثر تغيرات سعر الصرف خلال فترة الدراسة.

٤- هناك أثر ذو دلالة إحصائية لمديونية شركات القطاع العقاري المصري وسيولتها وربحياتها على رأس المال السوقي لأسهم تلك الشركات حيث تتأثر تغيرات سعر الصرف بالمديونية والسيولة وربحياتها بشكل إيجابي، وعليه يمكن قبول فروض الدراسة الثلاثة التي تقول "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين (متوسط نسب السيولة) لشركات قطاع العقار المصري (كمتغير مستقل) رأس المال السوقي لأسهم تلك الشركات، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (متوسط نسب العائد على حقوق الملكية) لشركات قطاع العقار المصري (كمتغير مستقل) ورأس المال السوقي لأسهم تلك الشركات ، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (متوسط نسب المديونية) لشركات قطاع العقار المصري (كمتغير مستقل) ورأس المال السوقي لأسهم تلك الشركات.

٥- تفسر العلاقة الطردية بين متوسط معدلات العائد على حقوق الملكية ورأس المال السوقي بأنه خلال فترة الدراسة كانت تمر مصر بظروف اقتصادية غير عادية نتيجة ثورة ٢٥ يناير وثورة ٣٠ يونيو مما أدى إلى تذبذب في أسعار العملات والسياسة الداخلية والخارجية، وأدى أيضاً إلى ركود نسبي في قطاع العقارات والخوف من الاستثمار رغم ارتفاع معدلات الأرباح. حيث واجه القطاع العقاري المصري العديد من المشكلات من أبرزها:

6 - عدم الثقة التي ظهرت بعد ثورة ٢٥ يناير حيث قام الكثير من المستهلكين باتهام المطورين العقاريين بالفساد حيث بات السوق العقاري في مصر من أكثر القطاعات فساداً بين الأسواق العقارية المختلفة، وذلك بعد تسليط الضوء بشكل مكثف على بعض حالات الفساد في الأراضي والتي أثرت على ثقة العملاء في السوق العقاري بأكمله واختلاط المطور الجيد بالمطور السيئ.

7 - تخوف معظم البنوك من منح التمويل العقاري اللازم في ظل الظروف الراهنة، ويعود ذلك إلى تخوفها من عدم الاستقرار الذي يخيم على الوضع الحالي، إلى جانب تخوفها من سحب الأرض من المطور.

٨- الشركات ذات التمويل الأجنبي استفادت من تحرير سعر الصرف أكثر من الشركات التي تعتمد على التمويل المحلي ، ان الشركات التي تعتمد على مواد بناء محلية قد تكون أقل تأثراً بارتفاع التكاليف مقارنة بالشركات التي تعتمد على المواد المستوردة ، واجمالاً فإن تأثيرات تحرير سعر الصرف على رأس المال السوقي لم تكن موحدة على جميع الشركات، بل تفاوتت حسب الاستراتيجية المالية لكل شركة.

٢/٥- التوصيات:

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج ، يمكن وضع عدد من التوصيات كما يلي :

١- اختبار العلاقة بين قيمة الأسهم العقارية ، وتغيرات سعر الصرف، ومخرجات التحليل المالي، وإضافة جوانب أخرى من جوانب التحليل المالي مثل المخاطر التشغيلية وكفاءة نشاط المنشأة.

٢- الاستفادة من نموذج هذه الدراسة عن اتخاذ قرار الاستثمار في القطاع العقاري المصري من حيث مراعاة محددات المخاطر المنتظمة (مديونية الشركة وسيولتها والعائد على حقوق الملكية) والتي بدورها تؤثر على معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي بدوره يؤثر في قيمة الاستثمار المتوقعة.

٣- على إدارات شركات القطاع العقاري المصري مراعاة درجة تأثير هذه العوامل على قيمة المنشأة عن اتخاذ قرارات تؤثر في السيولة والمديونية والعائد على حقوق الملكية.

٤- لقد استهدفت الدراسة شركات القطاع العقاري المصري؛ الأمر الذي يشجع على إجراءات مستقبلية مثيلة، لكن تكون على قطاعات أخرى.

٥- إجراء المزيد من البحوث لاكتشاف المزيد من العوامل التي تؤثر علي رأس المال السوقي ، قيمة الشركة

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية :

١. ابو الخير ، محمد حارس محمد طه ، (٢٠٢٣) ، " الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية ودورها في ترشيد قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري " ، مجلة البحوث المحاسبية ، المجلد ١١ ، العدد ٤ ، الجزء الثاني ، الصفحة ٦٩٤-٧٢٩ .
٢. الامبابي، محمد عبد الحميد (2022). قياس وتقدير مخاطر (Covid-19) على سوق الأوراق المالية المصري باستخدام القيم المعرضة للخطر (VAR). المجلة العلمية للبحوث التجارية، 45(2).

Retrieved from https://sjsc.journals.ekb.eg/?_action=article&au=507315

٣. الحماصبي، إيمان فتحي عبده (2023). انعكاسات كفاية رأس المال وفقاً لمقررات Basel II على ربحية البنوك التجارية التابعة للقطاع شركات المؤشر الثلاثيني المصري خلال الفترة (2013-2022). المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية. 4(2).

Retrieved from

<https://cfdj.journals.ekb.eg/?action=article&kw=406414& kw=%D9%87%D8%A7%D9%85%D85B4+%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%A7%D8%A6%D8%AF%D8%A9+%D8%A7%D9%84%D8%B5%D8%A75D9%81%D9%8A>

٤. المغني ، هناء (٢٠٢١) ، " أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية" ، المجلة العربية للإدارة ، المجلد ٤١ ، العدد ١ ، مارس ، الصفحة 127-144 .

٥. سليمان، أسماء سليمان عبد الحميد (2020). قياس الاستقرار المالي للبنوك العربية: دراسة مقارنة. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس.

Retrieved from https://jces.journals.ekb.eg/article_143728.html (4)11.

٦. صابر، محمد عبد العليم، خليل، منى علي (2022). أثر السياسة النقدية على تعزيز الاستقرار المالي في مصر خلال الفترة (1990-2020): دراسة تحليلية قياسية. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية 59(6).

٧. علي، وليد احمد محمد، (٢٠٢٤)، "أثر الإفصاح عن مخاطر تغيرات أسعار الصرف على العلاقة بين جودة المراجعة المدركة والقيمة السوقية للأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية - دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، ١١(١).

٨. محمود، عمرو السيد زكي، (٢٠٢٣)، "محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وأثر تلك المخاطر على تكلفة رأس المال من منظور محاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد ١٠، العدد ٤، ١١٠٦-١٠١١.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Abdelfattah, T., & Aboud, A. (2020). **Tax avoidance, corporate governance, and corporate social responsibility: The case of the Egyptian capital market.** *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 38, 100304.
2. Alamgir, F., & Amin, S. B. (2021). **The nexus between oil price and stock market: Evidence from South Asia.** *Energy Reports*, 7, 693-703.
3. Apergis, N., Artikis, P., & Sorros, J. (2011). **Asset pricing and foreign exchange risk.** *Research in International Business and Finance*, 25(3), 308-328.
4. Battiston, S., Dafermos, Y., & Monasterolo, I. (2021). **Climate risks and financial stability.** *Journal of Financial Stability*, 54, 100867.
5. Bianchi, J., & Lorenzoni, G. (2022). **The prudential use of capital controls and foreign currency reserves.** In *Handbook of International Economics* (Vol. 6, pp. 237-289). Elsevier.
6. Bonga-Bonga, L., & Mpoha, S. (2024). **Assessing the extent of exchange rate risk pricing in equity markets: emerging versus**

developed economies. African Journal of Economic and Management Studies.

7. Boubaker, S., Goodell, J. W., Pandey, D. K., & Kumari, V. (2022). **Heterogeneous impacts of wars on global equity markets: Evidence from the invasion of Ukraine.** Finance Research Letters, 48, 102934.

8. Bustamante, C. V., Mingo, S., & Matusik, S. F. (2021). **Institutions and venture capital market creation: The case of an emerging market.** Journal of Business Research, 127, 1-12.

9. Chakrabarti, G. (2022). **Regime Switching Dynamic Currency Exposure of Indian Stock Market.** In Revisiting the Indian Financial Sector: Recent Issues and Perspectives (pp. 229-251). Singapore: Springer Nature Singapore.

10. Deng, P., Wen, J., He, W., Chen, Y. E., & Wang, Y. P. (2023). **Capital market opening and ESG performance.** Emerging Markets Finance and Trade, 59(13), 3866-3876.

11. Du, Q., Li, Z., Du, M., & Yang, T. (2024). **Government venture capital and innovation performance in alternative energy production: The moderating role of environmental regulation and capital market activity.** Energy Economics, 129, 107196.

12. Du, W., & Schreger, J. (2022). **CIP deviations, the dollar, and frictions in international capital markets.** In Handbook of International Economics (Vol. 6, pp. 147-197). Elsevier.

13. Fiet, J. O. (2022). **Risk avoidance strategies in venture capital markets.** In Venture capital (pp. 219-242). Routledge.

14. He, X., Gokmenoglu, K. K., Kirikkaleli, D., & Rizvi, S. K. A. (2023). **Co-movement of foreign exchange rate returns and stock market returns in an emerging market: Evidence from the wavelet coherence approach.** International Journal of Finance & Economics, 28(2), 1994-2005.

15. Huffman, S. P., Makar, S. D., & Beyer, S. B. (2010). **A three-factor model investigation of foreign exchange-rate exposure**. Global Finance Journal, 21(1), 1-12.
16. Ilia, K., Mariia, E., & Yury, D. (2019). **The impact of currency risk on the value of firms in emerging countries**. Корпоративные финансы, 13(1), 7-27.
17. Joseph, A., E, G., Radhakrishnan, R., & Jain, R. (2024). **Macro-financial nexus: a systematic review on the impact of macroeconomic factors on bank stock returns**. Cogent Economics & Finance, 12(1), 2354101.
18. Karolyi, G. A., & Wu, Y. (2022). **Understanding the pricing of currency risk in global equity markets**. Journal of Multinational Financial Management, 63, 100727.
19. Kodongo, O., & Ojah, K. (2012). **A comparative examination of currency risk pricing and market integration in the stock markets of Nigeria and South Africa**. Review of Development Finance, 2(3-4), 118-129.
20. Komalasari, P. T., Asri, M., Purwanto, B. M., & Setiyono, B. (2022). **Herding behaviour in the capital market: what do we know and what is next?**. Management Review Quarterly, 72(3), 745-787.
21. Kumbure, M. M., Lohrmann, C., Luukka, P., & Porras, J. (2022). **Machine learning techniques and data for stock market forecasting: A literature review**. Expert Systems with Applications, 197, 116659.
22. Lily, J., Bujang, I., & Karia, A. A. (2022). **The impact of thin trading adjustments on exchange rate exposure**. Gadjah Mada International Journal of Business, 24(2), 127-150.
23. Lily, J., Bujang, I., Karia, A. A., & Kogid, M. (2018). **Exchange rate exposure revisited in Malaysia: a tale of two measures**. Eurasian Business Review, 8(4), 409-435.

24. Liu, F., Umair, M., & Gao, J. (2023). **Assessing oil price volatility co-movement with stock market volatility through quantile regression approach**. Resources Policy, 81, 103375.
25. Molele, M. H., & Mukuddem-Petersen, J. (2020). **Emerging market currency risk exposure: evidence from South Africa**. The Journal of Risk Finance, 21(2), 159-179.
26. Narayan, P. K., Devpura, N., & Wang, H. (2020). **Japanese currency and stock market—What happened during the COVID-19 pandemic?**. Economic Analysis and Policy, 68, 191-198.
27. Nerlinger, M., & Utz, S. (2022). **The impact of the Russia-Ukraine conflict on energy firms: A capital market perspective**. Finance Research Letters, 50, 103243.
28. Olayeni, O. R., Tiwari, A. K., & Wohar, M. E. (2020). **Global economic activity, crude oil price and production, stock market behaviour and the Nigeria-US exchange rate**. Energy economics, 92, 104938.
29. Petry, J., Koddenbrock, K., & Nölke, A. (2023). **State capitalism and capital markets: Comparing securities exchanges in emerging markets**. Environment and planning A: economy and space, 55(1), 143-164.
30. Poncet, P., & Portait, R. (2022). **Arbitrage Pricing Theory and Multi-factor Models**. In Capital Market Finance: An Introduction to Primitive Assets, Derivatives, Portfolio Management and Risk (pp. 963-990). Cham: Springer International Publishing.
31. Poncet, P., & Portait, R. (2022). **Capital Market Finance**. Springer Texts in Business and Economics. DOI, 10, 978-3.
32. Rabe, C., & Waddle, A. (2020). **The evolution of purchasing power parity**. Journal of International Money and Finance, 109, 102237.

33. Ranaldo, A., & de Magistris, P. S. (2022). **Liquidity in the global currency market**. Journal of Financial Economics, 146(3), 859-883.
34. Shah, S. F., & Albaity, M. (2022). **Bank return heterogeneity, do governance, sentiment, and uncertainty matter?**. Cogent Economics & Finance, 10(1), 2150133.
35. Soemitra, A. (2021). **The policy responses towards contemporary Islamic capital market in Indonesia: The dynamics and challenges**. EKONOMIKA SYARIAH: Journal of Economic Studies, 5(1), 31-49.
36. Subburayan, B. (2024). **Causality and volatility spillovers of banks' stock price returns on BSE Bankex returns**. Journal of Corporate Accounting & Finance, 35(1), 59-75.
37. Tai, C. S. (2024). **Is the exchange rate exposure puzzle really a puzzle? International evidence**. Managerial Finance, 50(8), 1444-1461.
38. Xie, Z., Chen, S. W., & Hsieh, C. K. (2021). **Facing up to the polysemy of purchasing power parity: New international evidence**. Economic Modelling, 98, 247-265.