

أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

مدرس بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة
جامعة الإسكندرية
جمهورية مصر العربية

الملخص

تهدف الدراسة الحالية إلى بحث 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 30 سهمًا من أسهم البورصة المصرية، خلال الفترة من يونيو 2015 حتى مايو 2017. 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 3 نوفمبر 2016، 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. وقد أظهرت النتائج أنه بالنسبة لعوائد الأسهم، فقد أدى الحدث إلى تحقيق المستثمرين لعوائد إيجابية جوهرية يومية ومجمعة، لفترة امتدت من اليوم 10- قبل الحدث إلى اليوم 30+ 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 يومًا 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 جوهري على المخاطر المنتظمة للأسهم، وتأتي هذه النتائج لتوضح أن حدوث تغيرات مفاجئة في سياسات سعر صرف الجنيه المصري، يؤثر جوهريًا على العوائد والمخاطر الكلية بالبورصة المصرية.

الكلمات المفتاحية: تحرير سعر صرف الجنيه المصري، البورصة المصرية، عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية.

المقدمة

يعتبر سعر صرف العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية، عنصرا من العناصر الأساسية المؤثرة على كافة النواحي الاقتصادية والمالية بالدول المختلفة، خاصة الدول النامية. فقد أدى تعرض بعض البلدان النامية لأزمات مالية متكررة، إلى حدوث تقلبات وانخفاضات كبيرة في سعر صرف عملتها المحلية مقابل العملات الأجنبية. وهو ما أدى إلى تدخل بعض الحكومات لتثبيت نظم سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية لحمايتها من الانخفاضات المتتالية أثناء الأزمات المختلفة. ومن النظم التي يمكن أن تقررها الحكومات لاستعادة التوازن وتحقيق الاستقرار بالاقتصاد بعد هذه الأزمات، هو اتخاذ قرار بتحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية أمام العملات الأجنبية. ويعتبر هذا القرار الخاص بتحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية، من القرارات الهامة التي يمكن أن يكون لها تداعيات مباشرة على الأسواق المختلفة وخاصة أسواق الأسهم. فسعر الصرف هو أحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي يمكن أن تؤثر

* تم استلام البحث في أكتوبر 2019، وقبل للنشر في نوفمبر 2019، وتم نشره في مارس 2021.

على أسواق الأسهم، من خلال التأثير على قيمة الأصول الحقيقية للشركات المسجلة بتلك الأسواق، والتدفقات النقدية المتوقعة منها، وأسعار الخصم المستخدمة في خصم هذه التدفقات، مما يؤثر في النهاية على أسهم هذه الشركات بالسوق (Chortareas et al 2012). وقد مرت مصر منذ 2011 وحتى الآن بعدد من الأزمات التي أثرت على القطاع الاقتصادي والمالي بشكل كبير. فقد تعرضت مصر لعدد من الأزمات التي نتج عنها انخفاضات كبيرة في الاحتياطيات النقدية من العملات الأجنبية، ونقص حاد في السيولة النقدية من العملات الأجنبية بالسوق المصري. وقد أدى ذلك إلى حدوث انخفاضات وتقلبات كبيرة في قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية. وقد حاولت الحكومة المصرية بداية مواجهة ذلك من خلال وضع نظم لتثبيت سعر صرف العملة المصرية بالأسواق الرسمية. إلا أنه وبعد زيادة حدة التقلب بسعر الجنيه المصري وحدوث انخفاضات متتالية بسعر الجنيه بالأسواق الموازية غير الرسمية، قامت الحكومة المصرية في 3 نوفمبر 2016، بالإعلان عن تخفيض قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية وتحرير سعر الصرف الرسمي للجنيه المصري. وقد أدى هذا الإعلان إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري لأكثر من 100% من قيمته الرسمية قبل هذا الإعلان⁽¹⁾. هذا ويعتبر إعلان الحكومة المصرية عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة الجنيه مقابل العملات الأجنبية، من المعلومات الاقتصادية الهامة التي يمكن أن تؤثر جوهرياً على الأسواق المختلفة كما وضحنا، ومنها سوق الأسهم المصري. حيث يهتم هذا البحث بدراسة مدى تأثير هذه المعلومات الخاصة بالإعلان عن تحرير سعر الصرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية في 3 نوفمبر 2016، على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية.

الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة

جذبت العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وتحركات أسواق الأسهم اهتماماً خاصاً من قبل العديد من الباحثين. فالأزمات والآثار السلبية الناتجة عن التغيرات في أسعار الصرف لا تؤثر على السوق الذي حدثت به الأزمة فحسب، بل تنتقل بشكل كبير وسريع من سوق إلى آخر. ومثال على ذلك ما حدث في أزمة العملات الآسيوية 1997، والأزمة المالية العالمية في عام 2008. وقد قدمت الأدبيات المختلفة عدة تفسيرات لتأثير سعر الصرف على سوق الأسهم. حيث وضحت الأدبيات أن التغيرات في أسعار الصرف، خاصة التغيرات المفاجئة، هي إحدى العوامل الهامة المؤثرة على سوق الأسهم. ويرجع هذا التأثير لسعر الصرف على سوق الأسهم إلى أن التحركات في سعر الصرف تؤثر على القدرة التنافسية الدولية وتوازن الميزان التجاري والنتائج الحقيقي لهذه البلاد، الذي يؤثر بدوره على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للشركات، وهو ما يؤثر على قيمة هذه الشركات وعوائد أسهمها داخل السوق (Dornbusch and Fisher, 1980). وهو ما يؤدي أيضاً إلى زيادة التقلبات في عوائد أسهم هذه الشركات، وزيادة المخاطر التي تتعرض لها هذه الأسهم داخل السوق (Chen and So, 2002).

أثر التغير في سعر الصرف على عوائد الأسهم

أكدت دراسات عديدة على وجود تأثير جوهري لأسعار الصرف على عوائد الأسهم. حيث يظهر هذا الأثر بشكل جوهري عند حدوث تغيرات كبيرة في سعر الصرف، خاصة عند لجوء الحكومات إلى تغيير سياسة تحديد سعر الصرف، مثل القيام بتخفيض قيمة العملة المحلية وتحرير سعر الصرف. وهو ما أكدته دراسة (Aggarwal, 1981) التي بحثت العلاقة بين تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي وتحركات ثلاث مؤشرات للأسهم الأمريكية في الفترة ما بين 1974-1978، وهي فترة حدث بها تغيرات كبيرة بسعر صرف الدولار الأمريكي نتيجة تعويم الدولار الأمريكي وتخفيض قيمة في منتصف سنة 1974. وقد وجدت الدراسة أن الانخفاض الذي حدث في قيمة الدولار الأمريكي قد أدى إلى حدوث انخفاض في أسعار الأسهم. وهو ما أشارت إليه أيضاً دراسة (Penttinen, 2000) التي قامت بدراسة سوق الأسهم الفنلندي في الفترة من 1989 حتى 1992، وهي فترة سبقت تخفيض قيمة البيزو الفنلندي. وقد أظهرت الدراسة أن تخفيض قيمة العملة أدى إلى اتجاه أسعار الأسهم نحو الانخفاض قبل تخفيض قيمة العملة بسنة كاملة، وهو ما أرجعته الدراسة إلى وجود توقع مسبق بحدوث هذا التخفيض قبل الإعلان عنه. أما دراسة (Aydemir and Demirhan, 2009) فقد قامت باستخدام بيانات عن مؤشرات سوق الأسهم التركية من 2001 – 2008، وهي فترة تم خلالها تغيير نظام سعر الصرف وتعويم العملة التركية. حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وجميع المؤشرات خلال هذه الفترة.

(1) - البنك المركزي المصري: <http://www.cbe.org.eg/en/Pages/default.aspx>

هذا وقد قامت دراسات عديدة باستخدام أسلوب دراسة الحدث لتقييم أثر الحدث الخاص بتحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية على عوائد الأسهم. فمن خلال أسلوب دراسة الحدث يمكن تحديد مدى جوهرية تأثير هذا الحدث على عوائد الأسهم، ومدى إمكانية استغلال المستثمرين لهذا الحدث في تحقيق عوائد غير عادية جوهرية خلال مجموعة من الفترات الزمنية التي تبدأ قبل وقوع الحدث وتستمر إلى ما بعد الحدث (Binder, 1998). فالمنهجية الخاصة بدراسة الحدث، تقوم على دراسة سلوك أسعار الأوراق المالية عند وقوع حدث ما، وتقييم أثر هذا الحدث على العوائد غير العادية التراكمية التي يمكن أن يحققها المستثمرون داخل السوق، ومدى تأثير ذلك على ثروة المستثمرين خلال مجموعة من الفترات الزمنية التي تبدأ قبل الحدث وتنتهي بعد الحدث (Dimson and Mussavian, 1998). هذا وترجع بداية استخدام أسلوب دراسة الحدث من قِبل الأدبيات إلى دراسة (Fama et al., 1969)، التي قامت باستخدام أسلوب دراسة الحدث في قياس فرض الصبغة المتوسطة من نظرية السوق الكفاء. فالسوق المتوسط الكفاءة هو السوق الذي تعكس الأسعار به وبصورة سريعة جميع المعلومات العامة الجديدة، بحيث لا يكون هناك فرصة لتحقيق بعض المستثمرين أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين. فهذه المعلومات الجديدة من المفترض أن تكون متاحة لجميع المستثمرين في الوقت نفسه، بحيث لا يمكن لبعض المستثمرين استغلال هذه المعلومات في الحصول على أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين. فإذا أثبتت دراسة الحدث إمكانية تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية نتيجة لهذه المعلومات الخاصة بالحدث، فإن ذلك يشير إلى عدم سرعة انعكاس المعلومات الجديدة على الأسعار، وعدم كفاءة السوق طبقاً للصبغة المتوسطة الكفاءة (Fama, 1991).

هذا وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة التي اعتمدت على أسلوب دراسة الحدث، في تحديد أثر الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة على عوائد الأسهم. ففي حين أشارت بعض الدراسات إلى أن هذا الإعلان يؤدي إلى تحقيق الأسهم لعوائد غير عادية سلبية، أشارت بعض الدراسات الأخرى إلى أن هذا الإعلان يؤدي إلى تحقيق الأسهم لعوائد غير عادية إيجابية. فقد قامت دراسة (Patro et al., 2014) باستخدام أسلوب دراسة الحدث في تقييم رد فعل الأسعار بسوق الأسهم المحلي تجاه إعلان الدولة عن تخفيض قيمة العملة المحلية في 41 دولة مختلفة من 1979-2011. وقد وجدت الدراسة أن أسهم هذه الدول قد حققت عوائد سلبية غير عادية جوهرية قبل عام من الإعلان عن تخفيض قيمة العملة، وهو ما يشير إلى وجود توقع مسبق بتخفيض قيمة العملة قبل الإعلان عن الحدث. كما أظهرت الدراسة أن هذا الاتجاه السلبي في عوائد الأسهم استمر بعد هذا الإعلان لمدة تصل إلى ربع السنة التالية، ثم انعكس هذا الاتجاه السلبي ليصبح اتجاهًا إيجابيًا بعد ذلك. كما وضحت الدراسة أيضًا أنه كلما كان الانخفاض في قيمة العملة أكبر كلما كان الانخفاض في عوائد الأسهم أكبر، خاصة إذا كانت هذه الدولة دولة نامية وتصنيفها الائتماني متدهور، وكذلك إذا انخفض سعر الصرف الحقيقي للعملة عن سعر الصرف الرسمي المعلن عنه خلال السنوات السابقة للإعلان. أما دراسة (Dewenter et al., 2005) فقد أظهرت أن أثر الإعلان عن تخفيض العملات المحلية بالأسواق الناشئة ليس قاصراً على أسواق الأسهم بالأسواق الناشئة فقط، بل يمكن أن يمتد إلى أسهم الشركات المتعددة الجنسيات المسجلة بالأسواق المتقدمة. فمن خلال أسلوب دراسة الحدث، وجدت الدراسة أنه في اليوم الذي خفضت فيه تايلاند الباهت التايلاندي (وهو ما أدى بعد ذلك إلى حدوث الأزمة المالية في آسيا 1997)، حققت أسهم 430 شركة من الشركات المتعددة الجنسية بالسوق الأمريكي عوائد غير عادية سلبية، خاصة الشركات التي لها العديد من العمليات المرتبطة بالأسواق الآسيوية. هذا ومن جهة أخرى فقد أظهرت بعض الدراسات من خلال أسلوب دراسة الحدث أيضًا، أن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة له تأثير إيجابي وليس سلبي على عوائد الأسهم، فقد قامت دراسة (Torbjorn et al., 2000) بتحليل أثر تخفيض قيمة البيزو المكسيكي في عام 1994، على عوائد الأسهم. وقد وجدت الدراسة أنه في أسبوع تخفيض قيمة العملة، حققت الشركات عوائد غير عادية إيجابية، خاصة الشركات الأعلى تصديراً. كما وضحت الدراسة أيضًا أن هذا الأداء غير العادي في العوائد، قد بدأ في التحقق قبل عام تقريباً من الحدث الفعلي، وهو ما يشير إلى وجود توقع مسبق بهذا التخفيض في العملة حتى قبل الإعلان عنه. كذلك قامت دراسة (Dewenter et al., 2002) باستخدام أسلوب دراسة الحدث لبحث ردود فعل أسعار أسهم الشركات المسجلة بالسوق المكسيكي والتايلاندي، والتي لها أعمال بالأسواق الدولية، تجاه التغيرات الكبيرة وغير المتوقعة في سعر الصرف نتيجة الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994، والباخت التايلاندي في يوليو 1997. وقد وجدت الدراسة أن هذه التغيرات المفاجئة

في قيمة هاتين العمليتين قد أدى إلى تحقيق الأسهم لعوائد غير عادية إيجابية بالبلدين خلال فترة هذا الحدث. أما دراسة (Chortareas et al., 2012) فقد استخدمت دراسة الحدث لاختبار تأثير الإعلان عن تخفيض سعر الصرف على عوائد الأسهم بثلاثة بلدان بعد الأزمات المالية التي مرت بها، وذلك في المغرب وتركيا عام 2001، وفي مصر عام 2003. وقد وجدت الدراسة أن تحرير سعر الصرف وانخفاض قيمة العملة المصرية، قد أدى إلى تحقيق الأسهم المصرية لعوائد غير عادية إيجابية جوهرية بعد يوم من الإعلان عن الحدث. كما أدى الإعلان عن الحدث إلى تحقيق الأسهم التركية لعوائد إيجابية جوهرية غير عادية قبل وبعد الإعلان عن الحدث. أما الأسهم المغربية فلم تحقق أي عوائد غير عادية عند الإعلان عن الحدث.

وبذلك تؤكد نتائج الدراسات السابقة، على وجود تأثير جوهرى للتغيرات الكبيرة في سعر الصرف على عوائد الأسهم. فمن خلال أسلوب دراسة الحدث، أكدت نتائج الدراسات السابقة أن الحدث الخاص بإعلان الدولة عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية، له تأثير جوهرى على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة. وعلى الرغم من اختلاف نتائج هذه الدراسات حول ما إن كان هذا التأثير هو تأثير إيجابي أم سلبي، إلا أنها قد أكدت على جوهرية هذا التأثير، وعلى إمكانية استغلال المستثمرين لهذا الحدث في تحقيق عوائد غير عادية جوهرية.

أثر التغير في سعر الصرف على مخاطر الأسهم

أشارت الدراسات السابقة إلى أن الزيادة في تقلبات أسعار الصرف تؤدي إلى حدوث تقلبات جوهرية في عوائد الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة جوهرية في المخاطر التي تتعرض لها الأسهم (Kasman et al., 2011). فقد أثبتت دراسات عديدة وجود علاقة جوهرية بين التقلبات في أسعار الصرف والتقلبات في أسعار الأسهم، حيث يؤدي التقلب في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم بالأسواق المختلفة سواء أكانت أسواق عالمية أو ناشئة (Chkili et al., 2011; Mun, 2007).

هذا وقد بحثت بعض الدراسات في أثر حدوث تغيرات فجائية في سعر الصرف على المخاطر الكلية والمنتظمة التي تتعرض لها الأسهم، فقد بحثت دراسة (Chen and So, 2002) العلاقة بين تقلب سعر الصرف وحجم المخاطر الكلية والمنتظمة التي تتعرض لها أسهم الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات التي لها مبيعات في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، وذلك عند وقوع تغير فجائي في أسعار الصرف نتيجة الأزمة المالية الآسيوية عام 1997. وقد أظهرت النتائج أنه مع وقوع الأزمة الآسيوية وحدث تقلبات كبيرة في أسعار الصرف، زادت التقلبات في عوائد الأسهم. وهو ما أدى إلى حدوث زيادة جوهرية في المخاطر الكلية والمنتظمة لأسهم الشركات متعددة الجنسيات خلال فترة وقوع هذا الحدث، مقارنة بالفترات الأخرى السابقة واللاحقة للحدث. وهو ما أكدته دراسة (Muller and Verschoor, 2009) من خلال بحث أثر حدوث تقلبات فجائية بأسعار الصرف بسبع دول ناشئة ناتجة عن أزمات مالية مختلفة خلال التسعينيات، وذلك على المخاطر الكلية والمنتظمة لأسهم الشركات متعددة الجنسيات في أمريكا. وقد وجدت الدراسة أنه مع حدوث تقلب كبير بأسعار صرف عملات هذه الدول الناشئة، حدثت زيادة جوهرية في المخاطر الكلية والمنتظمة لأسهم الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات التي لها أعمال في هذه البلدان. أما دراسة (Chortareas et al., 2012) فقد وجدت أن الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة في تركيا والمغرب عام 2001، وفي مصر عام 2003، قد أدى إلى حدوث زيادة جوهرية في تقلبات عوائد الأسهم المصرية والتركية، بينما لم يؤدي هذا الإعلان إلى أي زيادة جوهرية في تقلبات عوائد الأسهم المغربية.

هذا وتؤكد نتائج هذه الدراسات السابقة على وجود أثر جوهرى للتقلبات في سعر الصرف على مخاطر الأسهم، وأن التغيرات الكبيرة في سعر الصرف تؤثر بشكل جوهرى على المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم، خلال فترة حدوث التقلبات في أسعار الصرف مقارنة بالفترات السابقة واللاحقة للتغيرات.

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

- 1- أظهرت الدراسات السابقة أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر جوهرياً على عوائد الأسهم. وأن هذا التأثير يظهر بشكل جوهرى عند حدوث تغيرات كبيرة وفجائية في أسعار الصرف،

- 2- أظهرت الدراسات التي اعتمدت على أسلوب دراسة الحدث، أن الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة، يؤثر جوهرياً على عوائد الأسهم وثروة المستثمرين.
 - 3- أظهرت الدراسات السابقة وجود أثر جوهري للتقلبات الكبيرة في سعر الصرف على المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم خلال فترة وقوع هذه التقلبات.
 - 4- وضحت الدراسة التي قامت بدراسة السوق المصري، أن الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المصرية في مصر 2003، قد أدى إلى تحقيق الأسهم لعوائد إيجابية غير عادية جوهرياً بعد يوم واحد من هذا الإعلان، وحدوث زيادة جوهرياً في تقلبات عوائد الأسهم.
- هذا ولم تصل الباحثة لدراسات سابقة خاصة بدراسة أثر إعلان الحكومة المصرية عن تغيير سياسة سعر الصرف في نوفمبر 2016، على عوائد ومخاطر الأسهم المصرية. ولتغطية هذه الفجوة ستقوم الدراسة الحالية من خلال الأجزاء التالية ببحث أثر هذا الإعلان على عوائد ومخاطر الأسهم المصرية.

مشكلة الدراسة

أشارت الدراسات السابقة إلى أن التغيرات الكبيرة وغير المتوقعة في سعر الصرف، تؤدي إلى حدوث تغيرات كبيرة وغير عادية في عوائد الأسهم. فالتغيرات الكبيرة في سعر الصرف تؤثر على التدفقات النقدية التشغيلية التي تحققها الشركات المختلفة، مما يؤثر في النهاية على العوائد المتوقعة من أسهم هذه الشركات (Chow et al., 1997). هذا وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن التغيرات الكبيرة في سعر الصرف الناتجة عن تخفيض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، يؤدي إلى ارتفاع تكلفة واردات الشركات، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التشغيل وانخفاض التدفقات النقدية التشغيلية وانخفاض الربحية المتوقعة من تلك الشركات. وهو ما يؤدي إلى التأثير سلباً على العوائد المتوقعة من أسهم هذه الشركات وقيمتها السوقية داخل السوق (Christopher and Wenchikao, 1990; Šimáková, 2017). وفي المقابل أشارت بعض الدراسات الأخرى إلى أن خفض قيمة العملة المحلية وتحرير سعر الصرف، يمكن أن يؤدي إلى تحفيز النشاط الاقتصادي وزيادة صادرات الشركات المصدرة، مما يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية التشغيلية وزيادة الربحية المتوقعة من هذه الشركات وقيمتها السوقية داخل السوق (Bernanke and Kuttner, 2005; Chortareas et al, 2012). كذلك بالنسبة لمخاطر الأسهم، فقد أشارت بعض الدراسات إلى أن التغيرات الفجائية في أسعار الصرف، يؤدي إلى توقع المستثمرين الحصول على علاوات إضافية نتيجة زيادة مخاطر الاستثمار، بما يؤدي إلى حدوث تقلبات غير عادية في عوائد الأسهم، وزيادة المخاطر الكلية والمنتظمة التي تتعرض لها هذه الأسهم (Chen and So, 2002). هذا وفي ظل قيام الحكومة المصرية بالإعلان عن تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية في 3 نوفمبر 2016، يأتي التساؤل حول أثر هذا الإعلان على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية. حيث ستتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة عن السؤال التالي:

«ما هو أثر الإعلان عن تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية في 3 نوفمبر 2016، على عوائد الأسهم ومخاطرها الكلية والمنتظمة بالبورصة المصرية؟»

أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة الحالية فيما يلي:

- 1- تحديد أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، على عوائد الأسهم بالبورصة المصرية.
- 2- تحديد أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، على المخاطر الكلية التي تتعرض لها الأسهم بالبورصة المصرية.
- 3- تحديد أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، على المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأسهم بالبورصة المصرية.

أهمية الدراسة

ترجع أهمية هذه الدراسة إلى المساهمات التي يمكن أن تقدمها على المستوى الأكاديمي والعملي. فأما على المستوى الأكاديمي، فالدراسات التي اهتمت بتأثير التغيرات الفجائية في سياسات ونظم سعر صرف الجنيه المصري على عوائد الأسهم تعتبر قليلة نسبياً، وتسعى الدراسة الحالية لتغطية هذه الفجوة وتحديد أثر تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المصرية مقابل العملات الأجنبية على التغيرات غير العادية في عوائد الأسهم بالبورصة المصرية. كذلك فإن الدراسات التي اهتمت بتأثير التغيرات الفجائية في سياسات سعر الصرف على المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم بالأسواق المختلفة خاصة الأسواق الناشئة ومنها السوق المصري، تعتبر قليلة نسبياً، وتسعى الدراسة الحالية لتغطية هذه الفجوة من خلال دراسة أثر تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المصرية مقابل العملات الأجنبية على المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم. أما بالنسبة للأهمية على المستوى العملي، فيعتبر تحديد أثر الإعلان عن تغيير سياسة تحديد سعر صرف الجنيه المصري على عوائد ومخاطر الأسهم من الأهمية بمكان، لما تقدمه من معلومات مهمة سواء للحكومة المصرية أو للشركات وللمستثمرين الحاليين والمحتملين بسوق الأسهم المصري. فالتعرف على طبيعة رد فعل سوق الأسهم لهذه التغيرات المفاجئة في نظم تحديد سعر الصرف، سيوضح لجميع هذه الأطراف معلومات مهمة حول مدى تأثير هذه التغيرات الفجائية في سعر صرف الجنيه المصري على عوائد أسهم الشركات المصرية، وعلى طبيعة المخاطر التي تتعرض لها هذه الأسهم، وعلى مدى إمكانية استفادة المستثمرين من هذه التغيرات.

فروض الدراسة

وضحنا من خلال الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة، أن الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة، يؤثر بشكل جوهري على عوائد الأسهم وعلى المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم. وبناءً على ذلك وللإجابة عن سؤال الدراسة ولتحقيق أهدافها، ستقوم الدراسة بقياس الفروض التالية:

- الفرض الأول: يؤدي تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، إلى زيادة جوهرياً في العوائد غير العادية التي تحققها الأسهم بالبورصة المصرية.
- الفرض الثاني: يؤدي تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، إلى زيادة جوهرياً في المخاطر الكلية التي تتعرض لها الأسهم بالبورصة المصرية.
- الفرض الثالث: يؤدي تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، إلى زيادة جوهرياً في المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأسهم بالبورصة المصرية.

تصميم الدراسة

مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الأسهم المقيدة في سوق الأسهم المصري، والتي يبلغ عددها حالياً حوالي 267 شركة⁽¹⁾. وسيتم اختيار عينة الدراسة من هذا المجتمع طبقاً للشروط التالية:

- 1- أن تتوافر عن هذه الأسهم بيانات يومية خلال الفترة التي تغطيها الدراسة.
- 2- أن تكون أسهم نشطة وعلماً تعاملات منتظمة خلال الفترة التي تغطيها الدراسة.

وقد تحققت الشروط السابقة في عينة تتكون من 30 سهماً توافرت عنها البيانات المطلوبة خلال فترة الدراسة وتوافقت مع الشروط المحددة لاختيار عينة الدراسة، وسيتم توضيح هذه الأسهم والبيانات الخاصة بها من خلال جدول (1) الخاص بالتحليل الوصفي للبيانات الدراسية.

بيانات الدراسة وأداة جمع البيانات:

تتضمن بيانات الدراسة الحالية القيم اليومية لمؤشر سوق الأسهم المصري EGX30، والأسعار اليومية لعينة الدراسة المكونة من الأسهم المسجلة بسوق الأسهم المصري خلال الفترة من 29 يونيو 2015 وحتى 15 مايو 2017. وهو

(1) بورصة الأوراق المالية المصرية: <http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

ما أسفر عن حوالي 459 ملاحظة للأسعار اليومية لأسهم عينة الدراسة وللقيم اليومية للمؤشر المصري EGX30، وذلك خلال أيام عمل البورصة المصرية. حيث سيمثل اليوم «0» يوم الإعلان عن الحدث في 3 نوفمبر 2016. وستبدأ فترة الدراسة من اليوم -328 قبل الإعلان عن الحدث «0»، وتنتهي في اليوم +130 بعد الإعلان عن الحدث. وسيتم الاعتماد على الفترة من اليوم -328 وحتى اليوم -131 قبل الحدث، لتقدير العائد المتوقع خلال فترة الحدث. حيث ستبدأ فترة تقييم أثر الحدث من اليوم -130 قبل الحدث حتى اليوم +130 بعد الحدث، متضمنة يوم الإعلان عن الحدث «0».

أما بالنسبة لطريقة جمع هذه البيانات، فقد تم الحصول على القيم اليومية لمؤشر سوق الأسهم المصري EGX30، والأسعار اليومية لعينة الدراسة من خلال موقع: <http://www.investing.com>.

أساليب تحليل البيانات:

حيث إن التغيرات في أسعار الأوراق المالية، عادة لا تمثل علاقات خطية، فسيتم تحويل بيانات السلاسل الزمنية الخاصة بقيم مؤشر السوق EGX30، وأسعار الأسهم عينة الدراسة إلى سلسلة لوجاريتمية. حيث يعمل تحويل البيانات إلى اللوغاريتم الطبيعي على تمهيد التغير غير الخطي في البيانات وتحويله إلى علاقات خطية. وبذلك يتم تكوين سلسلة زمنية جديدة تمثل سلسلة التغير في أسعار الوحدات وهو ما يطلق عليه «معدل العائد» (Fama, 1965). حيث يمثل معدل العائد (R) الفرق بين اللوغاريتم الطبيعي لقيم مؤشر السوق أو لسعر السهم في نهاية الفترة t وقيم المؤشر والسعر في نهاية الفترة t-1 كما يلي: $R = \text{Lin}R_t - \text{Lin}R_{t-1}$

حيث سيتم استخدام السلاسل الزمنية الخاصة بالعائد في قياس أثر الحدث على عائد ومخاطر الأسهم.

1- قياس أثر الحدث على عوائد الأسهم

ستقوم الدراسة الحالية في الاعتماد على أسلوب دراسة الحدث لقياس أثر حدث الدراسة على عوائد الأسهم. حيث يقوم أسلوب دراسة الحدث، على أساس أن عوائد الأسهم سوف تتأثر بالحدث بمجرد الإعلان عنه. فعند الإعلان عن الحدث يقوم المستثمرون بمراجعة تقييماتهم للعوائد الخاصة بالأسهم، وهو ما يتسبب في حدوث تحول في عوائد الأسهم لتختلف عن قيمها العادية المتوقعة (Bahlous, 2013).

فإذا كان العائد على سهم محدد في فترة عادية (بخلاف فترة الحدث) هو r_{it} ، فإنه يمكن التنبؤ بعائد هذا السهم في الفترات اللاحقة بناءً على العلاقة بين عائد هذا السهم خلال الفترة العادية وعائدات مؤشر السوق (r_{mt}) خلال نفس هذه الفترة العادية (Brown and Warner, 1985)، (Bahlous, 2013). فمن خلال استخدام نموذج السوق يتم إجراء معادلة الانحدار بين عائد السهم r_{it} وعائد السوق r_{mt} خلال فترة عادية سابقة لفترة تقييم أثر الحدث طبقاً للمعادلة التالية:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it}$$

حيث α_i هي الجزء الثابت في معادلة الانحدار، و β_i هي قيمة بيتا التي تقبس الخطر المنتظم للسهم، أما e_{it} فهي الخطأ العشوائي. واعتماداً على قيم المعاملات التي تم تحديدها من خلال معادلة الانحدار السابقة α_i و β_i ، وباستخدام قيم عائد السوق r_{mt} خلال الحدث، يمكن التنبؤ بالقيمة المتوقعة لعائد السهم $E(r_{it})$ خلال فترة الحدث. حيث تمثل القيمة $E(r_{it})$ قيمة العائد العادي المتوقع الحصول عليه سواء وقع الحدث أم لا، طبقاً للمعادلة التالية (Scholes & Williams, 1977):

$$E(r_{it}) = \alpha_i + \beta_i r_{mt}$$

هذا ولتحديد مدى تحقيق الأسهم لعوائد إضافية غير عادية نتيجة حدوث الحدث، يتم إضافة قيمة جديدة إلى معادلة الانحدار الأولى وهي (Ar_{it}) ، كما في المعادلة التالية: $r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + Ar_{it} + e_{it}$

حيث تمثل قيمة (Ar_{it}) العائد غير العادي لكل سهم i في الفترة t، والتي تمثل الفرق بين العائد الحقيقي الذي حققه السهم بالفعل خلال فترة الحدث r_{it} ، والعائد العادي الذي تم توقع تحقيقه $E(r_{it})$. حيث يمكن تقدير العائد غير العادي Ar_{it} لكل سهم عن كل يوم من أيام الحدث كما يلي: $Ar_{it} = r_{it} - \alpha_i - \beta_i r_{mt}$ أي أن: $Ar_{it} = r_{it} - E(r_{it})$.

كذلك ولتقييم مدى حدوث تغيير كبير في ثروة المساهمين نتيجة لهذا الحدث، يتم حساب متوسط العائد اليومي الزائد AAr_{nt} لجميع أسهم عينة الدراسة (N سهم) عن كل يوم من أيام تقييم الحدث، وذلك طبقاً للمعادلة التالية (Patro et al, 2014; Khotari and Warner, 2004):

$$AAr_{nt} = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N Ar_{it}$$

ولمعرفة التأثير المتراكم للحدث على ثروة المساهمين خلال عدد محدد من الأيام التي تمثل فترة تقييم الحدث، فسيتم حساب العوائد غير العادية الزائدة المجمعة $CARs_{nL}$ خلال عدد من الأيام (L) التي تمثل فترة تقييم الحدث، وذلك طبقاً للمعادلة التالية (Patro et al, 2014):

$$CARs_{nL} = \sum_{t=1}^L AAr_{nt}$$

ثم يتم بعد ذلك اختبار مدى الدلالة الإحصائية لمتوسط العوائد غير العادية اليومية AAr_{nt} ، والعوائد غير العادية المجمعة $CARs_{nL}$ ، ومدى اختلاف هذه القيم جوهرياً عن الصفر، طبقاً للاختبارات الإحصائية التي سنوضحها من خلال الجزء الخاص بالاختبارات الإحصائية.

2- قياس أثر الحدث على مخاطر الأسهم:

ستقوم الدراسة بتقييم أثر الحدث على المخاطر الكلية والسوقية للأسهم كما يلي:

أ- أثر الحدث على المخاطر الكلية للأسهم:

لتقييم أثر الحدث على المخاطر الكلية للأسهم، سيتم حساب قيم الانحراف المعياري (SD) لكل سهم من أسهم الدراسة خلال فترة الحدث والفترات السابقة واللاحقة للحدث، طبقاً للمعادلة التالية:

$$SD_i = \sqrt{\left(\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (x_i - \bar{x}_i)^2\right)}$$

حيث x_i هي عائد السهم i في الفترة t ، \bar{x}_i هي متوسط عائد السهم i خلال عدد الفترات n ،

فإذا كانت قيم الانحراف المعياري للأسهم خلال فترة الحدث تختلف جوهرياً عن قيم الانحراف المعياري لهذه الأسهم خلال الفترات السابقة واللاحقة للحدث، فإن ذلك يشير إلى أن الحدث له أثر جوهري على المخاطر الكلية للأسهم (Bahlous, 2013).

ب- أثر الحدث على المخاطر السوقية للأسهم

لتقييم تأثير الحدث على المخاطر المنتظمة للأسهم، سيتم حساب قيمة معامل بيتا β_i لكل سهم من أسهم العينة لكل فترة من فترات التقييم، طبقاً لنموذج السوق التالي: $r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it}$ ، فإن متوسط قيم بيتا خلال فترة الحدث سيختلف جوهرياً عن قيم بيتا لهذه الأسهم خلال الفترات السابقة واللاحقة للحدث (Bahlous, 2013).

الاختبارات الإحصائية المستخدمة

- 1- الإحصاءات الوصفية: سيتم استخدام هذه الإحصاءات لتوصيف بيانات الدراسة.
- 2- تحليل الانحدار الخطي البسيط: سيتم استخدام هذا الاختبار لحساب قيم المعاملات الخاصة بنموذج السوق، وهي قيم بيتا وألفا الخاصة بكل سهم من أسهم عينة الدراسة.
- 3- اختبار "T" لعينة واحدة (One sample T-test): وهو اختبار معلمي يتم من خلاله اختبار فرضية أن متوسط العينة يساوي قيمة محددة (Bowman, 1983). حيث سيتم استخدام هذا الاختبار لتحديد مدى الدلالة الإحصائية لمتوسط العوائد اليومية غير العادية الزائدة (AAr_{nt})، والعوائد غير العادية الزائدة المجمعة ($CARs_{nL}$)، ومدى اختلاف هذه العوائد جوهرياً عن الصفر.

4- اختبار "T" لعينتين غير مستقلتين (Paired samples T-test): وهو اختبار معلمي، يقوم بدراسة الفرق بين متوسطي عينتين غير مستقلتين. حيث سيتم استخدام هذا الاختبار لاختبار مدى وجود فروق جوهرية بين قيم الانحراف المعياري وقيم بيتا خلال فترة الحدث، وهذه القيم خلال الفترات السابقة واللاحقة للحدث (Samontaray and Choudhary, 2013).

5- اختبار ويلكسون لعينتين غير مستقلتين: وهو اختبار لا معلمي يقوم بدراسة الفرق بين متوسطي عينتين غير مستقلتين، من خلال إشارات ورتب الفروق بين هاتين العينتين. حيث ستقوم الدراسة باستخدام هذا الاختبار لاختبار مدى وجود فروق جوهرية بين قيم الانحراف المعياري وقيم بيتا خلال فترة الحدث، وهذه القيم خلال الفترات السابقة واللاحقة للحدث (Chen and So, 2002).

جدول رقم (1)

الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة

الانحراف المعياري	متوسط العائد	الحد الأعلى للعائد	الحد الأدنى للعائد	عدد المفردات	الأسهم عينة الدراسة / مؤشر السوق
.02656	.0007	.09	-.10	458	أديتا
.02619	-.0004	.09	-.11	458	أوراسكوم للاستثمار
.02066	.0001	.06	-.09	458	أوراسكوم للإنشاءات
.02398	-.0007	.08	-.09	458	إعمار مصر
.01890	.0012	.08	-.07	458	البنك التجاري الدولي (مصر)
.01586	.0010	.07	-.06	458	الحديد والصلب
.01586	.0010	.07	-.06	458	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك
.01589	.0010	.07	-.06	458	السويدي للكبالات
.05767	-.0009	.10	-1.10	458	الشرقية للدخان
.01586	.0010	.07	-.06	458	الصعيد للمقاولات
.02326	-.0005	.07	-.10	458	العربية للاستثمارات المالية
.02618	-.0010	.09	-.09	458	العربية للأسمت
.04135	-.0001	.50	-.41	458	العربية لحلح الأقطان
.01883	.0001	.09	-.05	458	القابضة المصرية الكويتية
.02765	.0019	.09	-.20	458	القاهرة للزيوت والصابون
.02365	-.0016	.06	-.10	458	القلعة للاستشارات المالية
.03170	.0013	.27	-.29	458	المجموعة المالية هرمس القابضة
.02063	.0005	.08	-.09	458	المصرية للاتصالات
.02445	.0000	.09	-.08	458	المصرية للمنتجات السياحية
.01379	.0009	.06	-.05	458	بالم هيلز للتعمير
.02642	.0006	.10	-.09	458	بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية
.13398	.0038	1.83	-1.45	458	بورتو القابضة
.02523	.0020	.11	-.09	458	جلوبال تيلكوم
.02651	-.0013	.11	-.13	458	جي بي أتو
.02726	.0019	.18	-.10	458	حديد عز
.02653	-.0001	.16	-.08	458	دومتي (الصناعات الغذائية العربية)
.02273	-.0003	.07	-.10	458	طلعت مصطفى القابضة
.01586	.0010	.07	-.06	458	عامر القابضة
.06173	.0005	.89	-.83	458	مدينة نصر للإسكان والتعمير
.01586	.0010	.07	-.06	458	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
.03000	.00	.19	-.21	458	متوسط بيانات عينة الدراسة
.01587	.0010	.07	-.06	458	مؤشر السوق المصري EGX30

الدراسة الميدانية

سيتم من خلال هذا الجزء عرض أهم الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة، وأهم النتائج التي تم التوصل إليها بشأن دراسة أثر حدث الدراسة على عوائد ومخاطر الأسهم المصرية.

الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة:

يوضح جدول (1) الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة. حيث تشير البيانات إلى أن عدد مفردات عينة الدراسة 458 مفردة. وقد حققت الأسهم خلال فترة الدراسة حدا أدنى للعائد تراوح بين -14.5% و5% بمتوسط -21%. كما تراوح الحد الأعلى لعائد الأسهم بين 6% و183%، بمتوسط 19%. أما متوسط العائد لأسهم الدراسة فقد تراوح بين -0.16% و0.38%، بمتوسط إجمالي 0.00%. أما بالنسبة للانحراف المعياري للأسهم فقد تراوح بين 13.40% و1.40%، بمتوسط 3%. أما بالنسبة لمؤشر السوق المصري EGX30 فقد بلغ عدد مفرداته 458 مفردة، والحد الأدنى لعائد المؤشر 6%، والحد الأعلى لعائد المؤشر 7%، ومتوسط العائد 0.10%. أما الانحراف المعياري للمؤشر فقد بلغ 1.58%.

نتائج تقييم أثر الحدث على عوائد الأسهم:

جدول رقم (2)

تقييم أثر الحدث على عوائد الأسهم اليومية غير العادية AAr_{nt}

متوسط العوائد اليومية غير العادية	متوسط العوائد اليومية غير العادية	أيام الحدث	متوسط العوائد اليومية غير العادية		أيام الحدث
			قيم (t)	AAr_{nt}	
0.012-	(2.567-)**	+1	(0.390-)	0.001-	-30
0.001	(.1740)	+2	*(3.396-)	0.006-	-29
0.003-	(0.465-)	+3	(1.093-)	0.002-	-28
0.008	(1.793)***	+4	(.107-)	0.000	-27
0.019	*(5.433)	+5	(1.282-)	0.002-	-26
0.009	(1.424)	+6	(.710-)	0.001-	-25
0.011	**(2.242)	+7	***(.1702-)	0.005-	-24
0.004-	(0.054-)	+8	(1.028-)	0.003-	-23
0.035	(0.433)	+9	***(.1758)	0.005	-22
0.001-	(0.225-)	+10	**(-2.393)	0.008-	-21
0.000	(0.100)	+11	(1.055-)	0.002-	-20
0.009	**(2.561)	+12	**(2.720-)	0.009-	-19
0.002	(0.401)	+13	**(-2.570)	0.012-	-18
0.001-	(0.295-)	+14	***(-2.012)	0.008-	-17
0.005-	***(.1734-)	+15	***(-2.821)	0.007	-16
0.009-	*(4.673-)	+16	(.889)	0.004	-15
0.006	***(.1982)	+17	(1.349-)	0.005-	-14
0.002	(.673)	+18	***(-2.872-)	0.016-	-13
0.009	**(2.484)	+19	*(3.400-)	0.014-	-12
0.007	(1.531)	+20	***(-2.210-)	06-0.0	-11
0.004	1.056	+21	***(-2.699)	0.009	-10
0.006-	(1.481-)	+22	(1.034-)	0.004-	-9
0.003-	(-0.639)	+23	(1.039-)	0.003-	-8
0.008-	***(-2.145-)	+24	(1.683)	0.005	-7
0.004-	(1.047-)	+25	***(-2.544)	0.010	-6
0.007	***(-1.866)	+26	*(3.507)	0.013	-5
0.000	(.0320)	+27	(1.520)	0.004	-4
0.011-	*(3.317-)	+28	***(-2.043)	0.006	-3
0.001	(.5420)	+29	***(-1.828)	0.007	-2
0.004	(1.088)	+30	(1.664)	0.006	-1
			(0.879-)	0.005-	0

تشير العلامة* إلى أن قيم AAr_{nt} تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة 99%، وتشير العلامة** إلى أن قيم AAr_{nt} تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة 95%، كما تشير العلامة* إلى أن قيم AAr_{nt} تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة 90%.

وبدرجة ثقة تراوحت بين 90% و99%. وحققت الأسهم متوسط عوائد سلبية جوهرياً غير عادية ذات دلالة إحصائية في الأيام +1، +15، +16، +24، +28، بمتوسط تراوح بين -1.2%، -0.5%، وبدرجة ثقة تراوحت بين 99% و90%.

وتشير النتائج السابقة إلى أن حدث الدراسة قد أثر إيجابياً على العوائد اليومية للأسهم. حيث تحولت العوائد اليومية من عوائد غير عادية سلبية جوهرياً خلال معظم الأيام من اليوم -30 حتى اليوم -11 قبل الحدث، إلى عوائد غير عادية إيجابية جوهرياً خلال معظم الأيام من اليوم -10 حتى اليوم +30 بعد الحدث. وهو ما يشير إلى أن حدث الدراسة كان له أثراً إيجابياً على عوائد وثروة المساهمين.

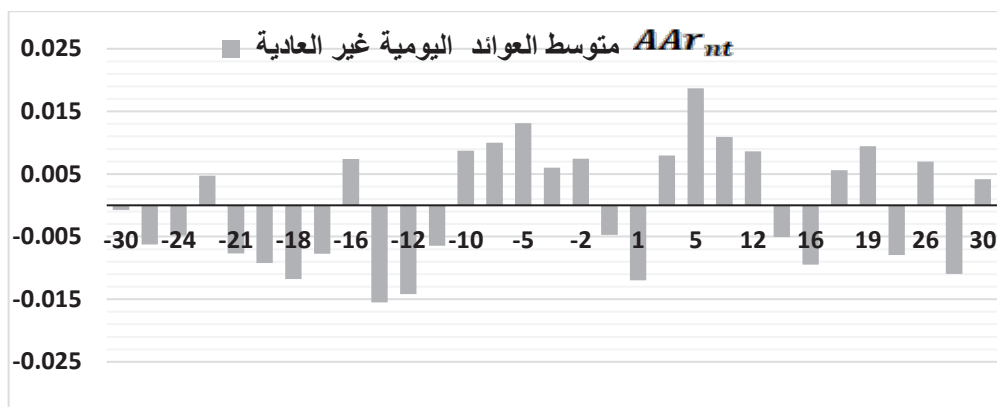
يوضح هذا الجزء نتائج تقييم أثر حدث الدراسة، على عوائد الأسهم بالبورصة المصرية.

1- نتائج تقييم أثر الحدث على عوائد الأسهم اليومية غير العادية AAr_{nt} :

يوضح جدول (2) وشكل (1)، نتائج تقييم أثر حدث الدراسة على متوسط العوائد اليومية غير العادية للأسهم خلال فترة امتدت من اليوم -30 حتى اليوم +30. حيث يتضمن جدول (2) قيم متوسط العوائد اليومية غير العادية للأسهم AAr_{nt} ، وقيم إحصائية «t»، التي توضح الدلالة الإحصائية للعوائد. كما يتضمن شكل (1) متوسط العوائد اليومية غير العادية للأسهم من اليوم -30 إلى اليوم +30.

وتشير النتائج الموضحة بجدول (2) وشكل (1)، إلى أنه خلال معظم الأيام من اليوم -30 حتى اليوم -11، حققت أسهم عينة الدراسة متوسط عوائد جوهرياً غير عادية سلبية جوهرياً خلال الأيام -29، -24، -21، -19، -18، -17، -13، -12، -11، بمتوسط تراوح بين 1.6% و-0.5%، حيث كانت هذه العوائد تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة تراوحت بين 99% و90%. ثم تحولت هذه العوائد السلبية إلى عوائد إيجابية غير عادية جوهرياً خلال الأيام السابقة مباشرة للحدث -10، -6، -5، -3، -2، بمتوسط تراوح بين 0.6% و1.3%، وهي قيم تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة تراوحت بين 99% و90%.

أما في يوم الحدث «0»، فعلى الرغم من تحقيق الأسهم لعوائد سلبية غير عادية، إلا أنها كانت عوائد لا تختلف جوهرياً عن الصفر. ثم بداية من اليوم +1 وحتى اليوم +30 بعد الحدث، فقد حدث تذبذب في العوائد غير العادية اليومية التي حققتها الأسهم ما بين عوائد إيجابية وسلبية، إلا أنها كانت عوائد إيجابية في معظم الأيام. حيث حققت الأسهم عوائد إيجابية غير عادية ذات دلالة إحصائية خلال الأيام +4، +5، +7، +12، +17، +19، +26، بمتوسط تراوح بين 0.6% و1.9%،



شكل (1): متوسط العوائد اليومية غير العادية لأسهم الدراسة خلال أيام الحدث من اليوم +30 إلى اليوم -30

2- نتائج تقييم أثر الحدث على عوائد الأسهم غير العادية المجمعمة (CARs_{nt}):

يوضح جدول (3) نتائج تقييم أثر الحدث على العوائد غير العادية المجمعمة خلال مجموعات مختلفة من

الأيام، حيث تمثل كل مجموعة من الأيام فترة من فترات دراسة الحدث. ويتضمن جدول (3) الفترات الخاصة بدراسة الحدث، والعوائد غير العادية المجمعمة (CARs_{nt}) خلال كل فترة من هذه الفترات، وقيم إحصائية «t»، التي توضح الدلالة الإحصائية لهذه العوائد. هذا وقد قامت الدراسة بتقسيم فترة دراسة الحدث إلى ثلاث مجموعات. تتضمن المجموعة الأولى فترة ما قبل الحدث، التي تتضمن فترة ما قبل الحدث (1) التي تبدأ بالأيام -130، -70، -40، وتنتهي باليوم -11، وفترة ما قبل الحدث (2) التي تبدأ بالأيام -130، -70، -40، وتنتهي باليوم -1. أما المجموعة الثانية فتغطي فترة الحدث، وتتضمن فترة الحدث (1) التي تبدأ باليوم -10 وتنتهي بالأيام +20، +30، +60، +90، +120، وفترة الحدث (2) التي تبدأ بيوم الحدث «0» وتنتهي أيضاً بالأيام +20، +30، +60، +90، +120. أما المجموعة الثالثة والأخيرة فهي فترة ما بعد الحدث، وتتضمن فترة ما بعد الحدث (1)، التي تبدأ باليوم +21 وتنتهي بالأيام +60، +90، +130، وفترة ما بعد الحدث (2)، التي تبدأ باليوم +31 وتنتهي أيضاً بالأيام +60، +90، +130.

جدول رقم (3)

تقييم أثر الحدث على العوائد غير العادية المجمعمة (CARs_{nt})

العوائد غير العادية المجمعمة خلال الفترة	عدد أيام الفترة	أيام الفترة	الفترة	CARs _{nt} قيم اختبار (t)	
				CARs _{nt}	قيم اختبار (t)
فترة ما قبل الحدث (1)	120	11- إلى 130	من اليوم -130 إلى -11	0.230	(-2.215)**
من اليوم -70 إلى -11	60	11- إلى 70	من اليوم -70 إلى -11	0.094	(-1.127)
من اليوم -40 إلى -11	30	11- إلى 40	من اليوم -40 إلى -11	0.120	(-3.742)*
فترة ما قبل الحدث (2)	130	1- إلى 130	من اليوم -130 إلى -1	0.176	(-1.631)
من اليوم -70 إلى -1	70	1- إلى 70	من اليوم -70 إلى -1	-0.040	(0.654)
من اليوم -40 إلى -1	40	1- إلى 40	من اليوم -40 إلى -1	0.066	(-1.518)
فترة الحدث (1)	31	20+ إلى 10	من اليوم -10 إلى 20+	0.131	(2.634)**
من اليوم -10 إلى 30+	41	10+ إلى 30+	من اليوم -10 إلى 30+	0.116	(2.090)**
من اليوم -10 إلى 60+	71	10+ إلى 60+	من اليوم -10 إلى 60+	0.097	(1.379)
من اليوم -10 إلى 90+	101	10+ إلى 90+	من اليوم -10 إلى 90+	0.100	(1.295)
من اليوم -10 إلى 120+	131	10+ إلى 120+	من اليوم -10 إلى 120+	0.082	(1.013)
فترة الحدث (2)	31	30+ إلى 0	من اليوم 0 إلى 30+	0.062	(-1.193)
من اليوم 0 إلى 60+	61	0 إلى 60+	من اليوم 0 إلى 60+	0.043	(-0.662)
من اليوم 0 إلى 90+	91	0 إلى 90+	من اليوم 0 إلى 90+	0.046	(-0.627)
من اليوم 0 إلى 120+	121	0 إلى 120+	من اليوم 0 إلى 120+	0.032	(-0.365)
فترة ما بعد الحدث (1)	40	60+ إلى 21	من اليوم 21 إلى 60+	0.016	(-0.526)
من اليوم 21 إلى 90+	70	21 إلى 90+	من اليوم 21 إلى 90+	0.031	(-0.604)
من اليوم 21 إلى 130+	110	21 إلى 130+	من اليوم 21 إلى 130+	-0.020	(-0.422)
فترة ما بعد الحدث (2)	30	60+ إلى 31	من اليوم 31 إلى 60+	-0.014	(-0.298)
من اليوم 31 إلى 90+	60	31 إلى 90+	من اليوم 31 إلى 90+	-0.012	(-0.232)
من اليوم 31 إلى 130+	100	31 إلى 130+	من اليوم 31 إلى 130+	0.055	(-0.324)

تشير العلامة* إلى أن قيم (CARs_{nt}) تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة 99%. وتشير العلامة** إلى أن قيم (CARs_{nt}) تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة 95%. وتشير العلامة* إلى أن قيم (CARs_{nt}) تختلف جوهرياً عن الصفر بدرجة ثقة 90%.

12% وبدرجة ثقة 95%، 99% على التوالي. أما خلال فترة ما قبل الحدث (2) التي تنتهي باليوم -1، فقد جاءت جميع العوائد غير عادية المجمع غير ذات دلالة إحصائية. أما بالنسبة لفترة الحدث (1) التي تبدأ باليوم -10، فقد حققت الأسهم عوائد غير عادية مجمعة إيجابية لها دلالة إحصائية خلال الفترة من اليوم -10 إلى اليوم +20، والفترة من اليوم -10 إلى اليوم +30 بمتوسط 13.1%، 11.6% على التوالي، بدرجة ثقة 95%. أما بالنسبة لبقيّة فترات الحدث (1) التي امتدت لما بعد اليوم +30، فكانت جميع العوائد غير العادية الإيجابية المجمع ليس لها دلالة إحصائية. أما بالنسبة لفترة الحدث (2) التي بدأت من اليوم «0»، فكانت جميع العوائد غير العادية المجمع ليس لها أي دلالة إحصائية، ولم تختلف جوهرياً عن الصفر. أما بالنسبة لجميع فترات ما بعد الحدث (1)، (2) فكانت جميع العوائد غير العادية المجمع خلالها ليس لها أي دلالة إحصائية.

هذا وتؤكد هذه النتائج على ما توصلت إليه الدراسة سابقاً، من وجود أثر إيجابي للحدث على عوائد الأسهم. حيث أظهرت النتائج تحول العوائد غير العادية المجمع من عوائد سلبية جوهريّة خلال فترة ما قبل الحدث من اليوم -130 واليوم -40 إلى اليوم -11، إلى عوائد إيجابية جوهريّة خلال فترة الحدث من اليوم -10 حتى اليوم +30. أي أن الأثر الإيجابي للحدث على العوائد قد بدأ بالظهور قبل الإعلان عن الحدث بعشرة أيام وامتد إلى ثلاثين يوماً بعد الحدث. وقد أكدت النتائج على أهمية هذه الأيام العشرة السابقة للحدث في تحقيق جوهريّة العوائد غير العادية المجمع خلال فترة الحدث، فعندما تم بدء فترة الحدث من اليوم «0» بدلاً من اليوم -10، تحولت جميع العوائد غير العادية المجمع إلى عوائد غير جوهريّة، وتشير هذه النتائج إلى وصول معلومات مبكرة عن الحدث إلى السوق قبل الإعلان عنه بعشرة أيام، وأن هذا الوصول المبكر للمعلومات كان له أثراً إيجابياً على العوائد لفترة امتدت حتى اليوم +30 بعد الحدث. ثم اختفى أثر الحدث على العوائد خلال جميع الفترات التي استمرت لما بعد اليوم +30.

هذا وتشير النتائج السابقة الخاصة بتقييم أثر حدث الدراسة على عوائد الأسهم، إلى أن الحدث قد أثر إيجابياً على عوائد الأسهم، وأدى إلى إمكانية تحقيق الأسهم لعوائد غير عادية إيجابية يومية ومجمعة بقيم لها دلالة إحصائية، لفترة امتدت من اليوم -10 قبل الحدث وحتى اليوم +30 بعد الحدث. وعلى ذلك يتم قبول فرض الدراسة الأول، حيث يؤدي تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، إلى زيادة جوهريّة في العوائد غير العادية التي تحققها الأسهم بالبورصة المصرية.

نتائج تقييم أثر الحدث على مخاطر الأسهم:

يوضح هذا الجزء نتائج تقييم أثر الحدث على المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم بالبورصة المصرية.

1- نتائج تقييم أثر الحدث على المخاطر الكلية للأسهم:

جدول رقم (4)
تقييم أثر الحدث على المخاطر الكلية للأسهم

المقارنة بين قيم الانحراف المعياري للأسهم خلال فترات تقييم الحدث	أيام الفترة		الفترة
	متوسط قيم SD_i	قيم (t)	
من اليوم -130 إلى 11	0.03	(-1.447)	*(-3.178)
من اليوم -70 إلى 11	0.029	(-1.447)	*(-3.075)
من اليوم -40 إلى 11	0.021	**(-2.405)	*(-3.569)
من اليوم -10 إلى 30+	0.048	-	-
فترة ما بعد الحدث من اليوم +31 إلى +60	0.026	**(-1.919)	*(-4.576)
من اليوم +31 إلى +90	0.024	**(-2.065)	**(-1.697)
من اليوم +31 إلى +130	0.022	**(-2.235)	*(-2.643)

تشير العلامة* إلى وجود فروق جوهريّة بين قيم (SDi) خلال الفترة وفترة الحدث بدرجة ثقة 99%، وتشير العلامة** إلى وجود فروق جوهريّة بين قيم (SDi) خلال الفترة وفترة الحدث بدرجة ثقة 95%، كما تشير العلامة* إلى وجود فروق جوهريّة بين قيم (SDi) خلال الفترة وفترة الحدث بدرجة ثقة 90%.

يوضح جدول (4) نتائج تقييم أثر الحدث على المخاطر الكلية للأسهم. حيث يتضمن الجدول متوسط قيم الانحراف المعياري للأسهم (SDi) خلال فترات تقييم الحدث، وقيم إحصائية «t» الخاصة باختبار «T» لعينتين غير مستقلتين، وقيم إحصائية «Z» الخاصة باختبار ويلكسون لعينتين غير مستقلتين. وتمثل فترة الحدث التي سيتم المقارنة على أساسها، في الفترة من اليوم -10 إلى اليوم +30، وهي الفترة التي استمرت خلالها أسهم الدراسة في تحقيق عوائد غير

عادية جوهرية. حيث ستنتهي الفترات السابقة للحدث عند اليوم -11 قبل الحدث، وستبدأ الفترات اللاحقة للحدث من اليوم +31 بعد الحدث.

هذا وتشير نتائج جدول (4)، إلى أنه خلال الفترات السابقة للحدث، تراوحت قيم متوسط الانحراف المعياري للأسهم بين 2.1% و3%. أما خلال فترة الحدث فقد ارتفعت قيمة متوسط الانحراف المعياري للأسهم إلى 4.8%. ثم انخفضت بعد ذلك قيم متوسط الانحراف المعياري للأسهم خلال الفترات التالية للحدث لتتراوح بين 2.2% و2.6%. وتشير نتائج اختبار «T»، إلى وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين قيم الانحراف المعياري لعوائد أسهم الدراسة خلال فترة الحدث، وقيم الانحراف المعياري خلال فترة واحدة من الفترات السابقة للحدث وهي الفترة من اليوم -40 إلى اليوم -11 بدرجة ثقة 95%. أما خلال الفترات اللاحقة للحدث، فتشير نتائج اختبار «T» إلى وجود فروق جوهرية بين قيم الانحراف المعياري للأسهم خلال فترة الحدث، وقيم الانحراف المعياري للأسهم خلال جميع الفترات اللاحقة للحدث بدرجة ثقة 95%. أما بالنسبة لنتائج اختبار ويلكسون، فتشير قيم إحصائية «Z» إلى وجود فروق جوهرية بين قيم الانحراف المعياري للأسهم خلال فترة الحدث، وقيم الانحراف المعياري خلال جميع الفترات السابقة واللاحقة للحدث، بدرجة ثقة تراوحت بين 99% و95%.

هذا وتشير النتائج السابقة الخاصة بقياس أثر حدث الدراسة على المخاطر الكلية للأسهم المصرية، إلى أن هذا الحدث قد أدى إلى زيادة جوهرية في قيم الانحراف المعياري للأسهم خلال فترة الحدث، مقارنة بقيم الانحراف المعياري خلال الفترات السابقة واللاحقة للحدث. وهو ما يشير إلى حدوث زيادة جوهرية في المخاطر الكلية للأسهم خلال فترة الحدث مقارنة بالفترات الأخرى. وبناءً على ذلك يتم قبول فرض الدراسة الثاني، حيث يؤدي تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، إلى زيادة جوهرية في المخاطر الكلية للأسهم بالبورصة المصرية.

2- نتائج تقييم أثر الحدث على المخاطر المنتظمة للأسهم

يوضح جدول (5) نتائج تقييم أثر حدث الدراسة على المخاطر المنتظمة للأسهم. حيث يتضمن الجدول متوسط قيم بيتا (β) للأسهم الدراسة خلال فترات تقييم الحدث، وقيم إحصائية «t»، وقيم إحصائية «Z» الخاصتين باختبار «T» واختيار ويلكسون لعينيتين غير مستقلتين، وستتمثل فترة الحدث التي سيتم المقارنة على أساسها، في الفترة من اليوم -10 إلى اليوم +30. كما ستنتهي الفترات السابقة للحدث عند اليوم -11 قبل الحدث، وستبدأ الفترات اللاحقة للحدث من اليوم +31 بعد الحدث.

جدول رقم (5)

نتائج تقييم أثر الحدث على المخاطر المنتظمة للأسهم

الفترة	أيام الفترة	المقارنة بين قيم بيتا للأسهم خلال فترات تقييم الحدث		
		متوسط قيم β_i	قيم (t)	قيم (Z)
فترة ما قبل الحدث	من اليوم -130 إلى -11	0.547	(1.476)	(-1.244)
	من اليوم -70 إلى -11	0.549	(1.554)	(-0.977)
	من اليوم -40 إلى -11	0.556	(1.578)	(-1.563)
فترة الحدث	من اليوم -10 إلى +30	0.459	-	-
فترة ما بعد الحدث	من اليوم +31 إلى +60	0.481	(4.290)	(-0.205)
	من اليوم +31 إلى +90	0.537	(1.346)	(-1.532)
	من اليوم +31 إلى +130	0.527	(1.153)	(-0.854)

تشير العلامة* إلى وجود فروق جوهرية بين قيم (β_i) خلال الفترة وفترة الحدث بدرجة ثقة 99%. وتشير العلامة** إلى وجود فروق جوهرية بين قيم (β_i) خلال الفترة وفترة الحدث بدرجة ثقة 95%. كما تشير العلامة* إلى وجود فروق جوهرية بين قيم (β_i) خلال الفترة وفترة الحدث بدرجة ثقة 90%.

وتشير البيانات الواردة بجدول (5)، إلى أن متوسط قيم بيتا للأسهم الدراسة خلال الفترات السابقة للحدث قد تراوح بين 0.547 و0.556. أما خلال فترة الحدث فقد بلغ متوسط قيمة بيتا للأسهم 0.459. أما بالنسبة للفترات التالية للحدث فقد تراوح متوسط قيم بيتا للأسهم بين 0.481 و0.537. هذا وتشير نتائج اختبار «T»، وكذلك نتائج اختبار ويلكسون، إلى عدم وجود أي فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين قيم بيتا خلال فترة الحدث وقيم بيتا خلال جميع الفترات الأخرى سواء السابقة أو اللاحقة للحدث.

هذا وتشير النتائج السابقة الخاصة بقياس أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، على المخاطر المنتظمة للأسهم المصرية، إلى أن هذا الحدث لم يكن له أي أثر جوهرية على المخاطر المنتظمة للأسهم. وبناءً على ذلك يتم رفض فرض الدراسة الثالث، حيث لا يؤدي تحرير سعر صرف

الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، إلى أي زيادة جوهرية في المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأسهم بالبورصة المصرية.

مناقشة نتائج الدراسة

اهتمت الدراسة بتقييم أثر الحدث الخاص بإعلان الحكومة المصرية عن تحرير سعر صرف الجنيه المصري، وتخفيض قيمته أمام العملات الأجنبية في 3 نوفمبر 2016، على عوائد ومخاطر الأسهم، باستخدام أسلوب دراسة الحدث. وفيما يلي تلخيص ومناقشة النتائج الأساسية للدراسة:

1- بالنسبة لأثر حدث الدراسة على العوائد اليومية للأسهم، فقد أظهرت النتائج أن هذا الحدث قد أدى إلى إمكانية تحقيق عوائد يومية غير عادية إيجابية جوهرية. فخلال الفترة من اليوم -30 قبل الحدث إلى اليوم +30 بعد الحدث، تحولت العوائد غير العادية اليومية من عوائد سلبية جوهرية خلال معظم الأيام من اليوم -30 إلى اليوم -11، إلى عوائد إيجابية جوهرية خلال معظم الأيام من اليوم -10 إلى اليوم +30. وهو ما يشير إلى أن هذا الحدث قد أحدث أثراً إيجابياً على عوائد الأسهم بالبورصة المصرية، وأحدث تغييراً إيجابياً في عوائد وثروة المستثمرين.

2- بالنسبة لأثر الحدث على العوائد غير العادية المجمعة للأسهم، فقد أظهرت النتائج أن الحدث قد أدى إلى إمكانية تحقيق عوائد غير عادية إيجابية جوهرية مجمعة خلال الفترة من اليوم -10 قبل الحدث إلى اليوم +30 بعد الحدث. حيث تحولت العوائد غير العادية السلبية الجوهرية المجمعة من اليوم -130 إلى اليوم -11، ومن اليوم -40 إلى اليوم -11، إلى عوائد إيجابية جوهرية خلال فترة امتدت من اليوم -10 حتى اليوم +30. وتشير هذه النتائج إلى أن هذا الحدث قد أثر إيجابياً على العوائد غير العادية المجمعة التي حققها الأسهم بالبورصة المصرية، وأحدث أثراً إيجابياً متراكماً في عوائد وثروة المستثمرين.

3- أشارت نتائج الدراسة إلى أن هذا الأثر الإيجابي الجوهري للحدث على عوائد أسهم الدراسة، قد ظهر قبل الإعلان عن الحدث بعشرة أيام وامتد إلى ثلاثين يوماً بعد الحدث. وهو ما يشير إلى وصول معلومات مبكرة إلى السوق عن اتجاه الحكومة المصرية نحو تغيير سياسية سعر الصرف، وهو ما أحدث أثراً جوهرياً إيجابياً على عوائد الأسهم واثروة المستثمرين. وقد كان أمام بعض المستثمرين الذين حصلوا على هذه المعلومات الفرصة لتحقيق عوائد غير عادية إيجابية جوهرية على حساب المستثمرين الآخرين. وهو ما يشير إلى عدم كفاءة سوق الأسهم المصري في تحقيق سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المستثمرين بالسوق، وفي تحقيق سرعة انعكاس هذه المعلومات على الأسعار داخل السوق.

4- بالنسبة للمخاطر الكلية لأسهم الدراسة، فقد أظهرت النتائج أن حدث الدراسة قد أدى إلى زيادة قيم الانحراف المعياري للأسهم خلال فترة الحدث التي امتدت من اليوم -10 إلى اليوم +30، وبفروق لها دلالة إحصائية عن الفترات السابقة واللاحقة للحدث. ويشير ذلك إلى أن هذا التغير الفجائي في سياسة سعر صرف الجنيه المصري، قد أدى إلى زيادة المخاطر الكلية التي تعرضت لها الأسهم بالبورصة المصرية.

5- بالنسبة للمخاطر المنتظمة لأسهم الدراسة، فتشير النتائج إلى عدم وجود فروق جوهرية بين قيم بيتا للأسهم خلال فترة الحدث التي امتدت من اليوم -10 إلى اليوم +30، وقيم بيتا لهذه الأسهم خلال الفترات السابقة واللاحقة لفترة الحدث. وهو ما يشير إلى أن التغير في سياسة سعر صرف الجنيه المصري لم يكن له أي تأثير جوهري على المخاطر المنتظمة للأسهم بالبورصة المصرية.

وتأتي هذه النتائج السابقة لتوضح أن تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته مقابل العملات الأجنبية، قد أدى إلى حدوث زيادة جوهرية في العوائد غير العادية اليومية والمجمعة بسوق الأسهم المصري لفترة امتدت من عشرة أيام قبل الإعلان عن الحدث حتى ثلاثين يوماً بعد الإعلان عن الحدث. وهو ما يشير إلى عدم كفاءة السوق المصري في تحقيق سرعة وصول المعلومات الجديدة للسوق وسرعة انعكاسها على الأسعار داخل السوق. أما بالنسبة للمخاطر

الكلية للأسهم، فقد أدى هذا الحدث إلى حدوث زيادة جوهرية في الخطر الكلي الذي تعرضت له الأسهم المصرية خلال الحدث. أما المخاطر المنتظمة، فلم يكن لهذا الحدث أي أثر جوهري على الخطر المنتظم للأسهم بالبورصة المصرية.

توصيات الدراسة

بناءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج خاصة بوجود أثر جوهري للتغيرات في سياسات سعر صرف الجنيه المصري على العوائد والمخاطر الكلية للأسهم المصرية، توصي الدراسة الحالية بما يلي:

- 1- ضرورة العمل على دعم الاقتصاد المصري بما يعمل على دعم العملة المصرية مقابل العملات الأجنبية، بما يقلل من التقلبات التي تتعرض لها العملة المصرية، وبما يقلل من آثار هذه التقلبات على عوائد الأسهم بالبورصة المصرية، وبما يقلل من التقلبات والمخاطر التي تتعرض لها الأسهم المصرية.
- 2- 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.
- 3- ضرورة العمل على دعم وتنشيط سوق الأسهم المصري، بما يعمل على سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار داخل السوق، وبما يضمن تحقيق الكفاءة بسوق الأسهم المصري.

حدود الدراسة

اعتمدت الدراسة على بيانات أسعار عينة من الأسهم المصرية وقيم المؤشر المصري EGX30 خلال الفترة من 29 يونيو 2015 وحتى 15 مايو 2017. وقد اقتصرت الدراسة على هذه الفترة فقط، لتحديد أثر الحدث الخاص بإعلان الحكومة المصرية عن تحرير سعر صرف الجنيه المصري في 3 نوفمبر 2016، على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية خلال الحدث وخلال الفترات السابقة واللاحقة للحدث.

اقتراحات لدراسات مستقبلية

قامت الدراسة بتقييم أثر الحدث الخاص بتحرير سعر صرف الجنيه المصري وتخفيض قيمته أمام العملات الأجنبية، على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية. وتقتصر الدراسة ما يلي:

- 1- القيام بإعادة هذا التقييم لتتم المقارنة بين سوق الأسهم المصري وبعض الأسواق الناشئة الأخرى التي قامت أيضًا بتحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية.
- 2- القيام بإعادة هذا التقييم ليشمل المقارنة مع الفترات الأخرى التي تم خلالها أيضًا تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المصرية.
- 3- القيام بإعادة هذا التقييم ليتم تقسيم أسهم السوق المصري بحسب قطاع العمل الذي تنتمي إليه، لمعرفة أثر تغيير سياسة سعر صرف الجنيه المصري على كل قطاع من هذه القطاعات داخل السوق.

المراجع

- Aggarwal, Raj. (1981). "Exchange rates and stock prices: A study of the US capital markets under floating exchange rates", *Business and Economic Review*, 12 (3), 7-12.
- Aydemir, O. and Demirhan, E. (2009). "The relationship between stock prices and exchange rates: evidences from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 23, 207-215.
- Bahlous, Mejda. (2013). "Does Cross listing benefit the shareholders? Evidence from Companies in the GCC Countries", *Asia-Pacific Financial Markets*, 20 (4), 345–381.
- Bernanke, B. and Kuttner, K. (2005). "What explains the stock market's reaction to federal reserve policy", *Journal of Finance*, 60 (3), 1221–1257.
- Binder, John. (1998). "The Event Study Methodology Since 1969", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111–137.
- Bowman, R.G. (1983). "Understanding and Conducting Event Studies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 10, 561-84.
- Brown, S. and Warner, J. (1985). "Using daily stock returns: the case of event studies", *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.
- Chen, C. and So, R. (2002). "Exchange rate variability and the riskiness of US multinational firms: Evidence from the Asian financial turmoil", *Journal of Multinational Financial Management*, 12, 411–428.
- Chkili, W.; Aloui, C.; Masood, O. and Fry, J. (2011). "Stock market volatility and exchange rates in emerging countries: A Markov-state switching approach", *Emerging Markets Review*, 12, 272-292.
- Chortareas, Georgios; Cipollini, Andrea and Eissa, Mohamed. (2012). "Switching to floating exchange rates, devaluations, and stock returns in MENA countries", *International Review of Financial Analysis*, 21, 119–127.
- Chow, Edward; Leen, Wayne and Solt, Michae. (1997). "The Exchange-Rate Risk Exposure of Asset Return", *The Journal of Business*, 70, (1), 105-123.
- Christopher, K. and Wenchi Kao. (1990). "On exchange rate changes and stock price reactions", *Journal of Business Finance & Accounting*, 17 (3).
- Dewenter, K. L.; Higgins, R. C. and Simin, T. T. (2002). "*Is there a contemporaneous relation between exchange rates and stock prices? Evidence from decisions to allow the Mexican Peso and Thai baht to float*", SSRN: <https://ssrn.com/abstract=305759>.
- Dewenter, K. L.; Higgins R. C. and Simin, T. T. (2005). "Estimating the Exchange Rate Exposure of US Multinational Firms: Evidence from an Event Study Methodology", In: Frenkel M., Rudolf M., Hommel U. (eds) *Risk Management*. Springer, Berlin, Heidelberg.
- Dimson, Elroy and Mussavian, Massoud. (1998). "A brief history of market efficiency", *European Financial Management*, 4 (1), 91-193.
- Dornbusch, R. and Fisher, S. (1980). "Exchange rates and the current account", *American Economic Review*, 70, 960--971.
- Fama, Eugene. (1965). "The Behavior of Stock-market Prices", *The Journal of Business*, 38 (1), 34-105.
- Fama, Eugene. (1991). "Efficient Capital Markets: II.", *Journal of Finance*, 46, 1575–1617.

- Fama, Eugene; Fisher, Lawrence; Jensen, Michael and Roll, Richard. (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, 10, 1–21.
- Kasman, S.; Vardar, G. and Tunc, G. (2011). "The impact of interest rate and exchange rate volatility on banks, stock returns and volatility: Evidence from Turkey", *Economic Modelling*, 28, 1328-1334.
- Khotari, S. P. and Warner, J. B. (2004). "The econometrics of event studies", In B. Espen Eckbo (Ed.), *The handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*, North-Holland: Elsevier.
- Muller, A., and Verschoor, Willem. (2009). "The effect of exchange rate variability on US shareholder wealth". *Journal of Banking and Finance*, 33, 1963-1972.
- Mun, K. (2007). "Volatility and correlation in international stock markets and the role of exchange rate fluctuations", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 17, 25-41.
- Patro, Dilip K.; John K. Wald and Yangru Wu. (2014). "Currency Devaluation and Stock Market Response: An Empirical Analysis", *Journal of International Money and Finance*, 40, 79– 94.
- Penttinen, A. (2000). "Devaluation-risk-related peso problems in stock returns", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 10 (2), 181–197.
- Samontaray, Durga and Choudhary, Khushbu. (2013). "Merger & Acquisition in Indian Banking Industry: An Event Study Approach", *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7 (11), 252-262
- Scholes, M. and J. Williams. (1977). "Estimating betas from nonsynchronous data", *Journal of Financial Economics*, 5, 309-328.
- Torbjorn, B.; Gaston, G. and Richards, A. (2000). "Devaluation expectations and the stock market: The case of Mexico in 1994/95", IMF Working Paper, No. 00/28.
- Šimáková, Jana. (2017). "The impact of exchange rate movements on firm value in visegrad countries", *Acta Univ. Agric. Silvic. Mendelianae Brun.* 65, 2105-2111.

The Effect of the Egyptian Currency Exchange Rate Liberalization On Returns and Risks of Stocks in the Egyptian Stock Exchange

Dr. Hanaa Abdelaziz Abdellatif Elmoghany

Assistant Professor

Business Administration Department

Faculty of Commerce – Alexandria University

Arab Republic of Egypt

hanaa.abdelazez@alexu.edu.eg

ABSTRACT

This study aims to reach the effect of the Egyptian currency exchange rate liberalization and devaluation on returns and risks of stocks in the Egyptian exchange, using the event study method. The study is based on data of daily returns of a sample of 30 stocks listed in Egyptian Stock Exchange, during the period from June 2015 to May 2017. This period came after several crises in Egypt that created large fluctuations in the Egyptian pound exchange rate, resulting finally in the Central Bank's announcement of exchange rate liberalization and devaluation of the Egyptian currency on November 3, 2016. The results showed a significant impact of the event on the returns and total risks of the stocks. First, for stock returns, the event enabled investors to achieve significant daily and cumulative positive returns, during the period starting from -10 days before the event to +30 days after the event. These results indicate that early information about the event reached the market, and it has had a significant positive impact on stock returns and investors' wealth, which showed an inefficiency of the Egyptian exchange. Second, regarding the total risk of stocks, the event led to a significant increase in the total risk during event period. Third, for the systematic risk of stocks, the event had no significant impact on the systematic risk during event period. These results show that sudden changes in the Egyptian pound exchange rate policy have a significant impact on returns and total risk of the Egyptian stock market.

Keywords: Egyptian currency exchange rate liberalization, Returns and risks of stocks in the Egyptian exchange. Egyptian Stock Exchange.