

## تحليل مدى استجابة سوق الأوراق المالية المصرية للتغيرات في سعر الصرف خلال الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٤)

### Analyzing the Egyptian Stock Market's Response to Exchange Rate Adjustments During (2016 – 2024)

د. سميرة محمود علام  
مدرس بقسم إدارة الأعمال  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

د. عيد رشاد عبد القادر  
مدرس بقسم الاقتصاد  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

[Samira.allam@bus.asu.edu.eg](mailto:Samira.allam@bus.asu.edu.eg)

[Eideconomist@bus.asu.edu.eg](mailto:Eideconomist@bus.asu.edu.eg)

#### المستخلص:

هدفت الدراسة إلى تحليل مدى استجابة سوق الأوراق المالية المصرية للتغيرات في سعر الصرف خلال الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٤) باستخدام بيانات يومية لسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، وصافي استثمارات محفظة الأجانب في البورصة المصرية، وقيم الإقبال لمؤشر البورصة الرئيسي EGX30 من يوم ١ مارس ٢٠١٥ إلى يوم ٢ يوليو ٢٠٢٤، بإجمالي عدد مشاهدات بلغ ٢٢٤١ مشاهدة. تم تطبيق اختبار سببية غرانجر (Granger Causality Test) لتحديد اتجاه العلاقة بين سعر الصرف وقيم المؤشر EGX30، كما تم استخدام أسلوب دراسة الحدث Event study لمعرفة أثر أحداث التعويم الأربعة (٣ نوفمبر ٢٠١٦، ٢١ مارس

٢٠٢٢، ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢، ٦ مارس ٢٠٢٤) خلال الفترة المذكورة على مؤشر البورصة الرئيسي EGX30، كما تم اجراء تحليل الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لمعرفة تأثير التغيرات في سعر الصرف وصافي استثمارات محفظة الأجانب على مؤشر البورصة الرئيسي EGX30. جاءت النتائج كالتالي: تغيرات سعر الصرف تقود التغيرات في أسعار الأسهم وقيم المؤشر، وهو ما يدعم النهج التقليدي، وتزداد قوة العلاقة السببية كلما كان مقدار الخفض في سعر الصرف كبيراً. أدى تخفيض سعر الصرف إلى تحقيق مكاسب فورية (أسبوعية) في قيمة المؤشر في جميع أحداث التخفيض، ولكن الاستجابة اللاحقة (الشهرية) كانت متباينة. تخفيضات سعر الصرف المرتبطة ببرامج لصندوق النقد الدولي كان لها تأثيراً معنوياً وقوة تفسيرية أكبر مقارنة بالتخفيضات غير المرتبطة ببرامج الصندوق. وتقدم الدراسة توصيات لصانع السياسة الاقتصادية في مصر بضرورة وضع ضوابط على حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل "الأموال الساخنة" لدورها الكبير في التأثير على سعر الصرف، وضرورة تقليل الاعتماد على الديون والأموال الساخنة في تمويل برامج التنمية المحلية، وكذلك اختيار توقيت التخفيض المناسب ومقداره، كما تنصح المستثمر في سوق الأوراق المالية باختيار التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق وضرورة التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف.

**الكلمات المفتاحية:** سعر الصرف، أسعار الأسهم، صافي استثمارات محفظة الأجانب، سوق الأوراق المالية، مؤشر البورصة الرئيسي، النهج التقليدي، نهج المحفظة، دراسة الحدث، الأموال الساخنة، تخفيض العملة.

## **Abstract:**

This study aims to analyze the Egyptian stock market's response to exchange rate changes during the period from 2016 to 2024. The analysis utilized daily data on the Egyptian pound exchange rate against the US dollar, net portfolio investments in the Egyptian Stock Exchange, and the closing values of the main stock index EGX30, from March 1, 2015, to July 2, 2024, with a total of 2,241 observations. The Granger Causality Test was applied to determine the direction of the relationship between the exchange rate and the EGX30 index values. Additionally, an event study was conducted to assess the impact of four devaluation events (November 3, 2016, March 21, 2022, October 27, 2022, and March 6, 2024) on the EGX30 index during the mentioned period. Furthermore, a multiple regression analysis using the Ordinary Least Squares (OLS) method was performed to determine the effect of exchange rate changes and net portfolio investments on the EGX30 index. The results showed that exchange rate changes cause changes in stock prices and values of EGX30, supporting the traditional approach. Taking into consideration that the strength of the causal relationship increases with the magnitude of the exchange rate reduction. Exchange rate reductions resulted in instant (weekly) gains in the index value in all devaluation events; however, the subsequent (monthly) response was varied. Devaluations supported by the International Money Fund (IMF) had a more significant and strong explanatory power compared to those not supported by IMF. The study recommends that Egyptian economic policymakers should impose capital controls on short-term flows "hot money" due to their significant effect on the exchange rate. It also suggests reducing reliance on debt and hot money in financing domestic development programs and selecting the appropriate timing and magnitude for devaluation. Additionally, it advises stock market investors to choose the suitable time for entering and exiting the market and to hedge against exchange rate volatility.

**Keywords:** Exchange Rate, Stock Prices, Net Portfolio Investments, Stock Market Index, Traditional Approach, Portfolio Approach, Event Study, Hot Money, Devaluation.

## مقدمة

تُعد الأسواق المالية مرآة للاقتصاد ومؤشر على صحة الدولة المالية واستقرارها الاقتصادي والمالي، فبانكماشه تتراجع وينموه تزدهر، وبالتالي فإن تعرضها لأي اضطراب سوف يؤثر بالضرورة على قيم شركاتها وأصولها المالية، مما يجعلها مؤشر إنذار مبكر للتعرض للأزمات المالية (Kalam, 2020). وفي ظل الانفتاح والعولمة المالية أصبحت الأسواق المالية ليست مجرد وسيطاً مالياً فحسب، بل أداة لنقل الصدمات والأزمات المالية بين الدول (Mosallamy & Gamal, 2024). ولأن سوق الصرف وسوق الأسهم سوقان عالميان فإن العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم تتأثر بالتقلبات في الأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية. فارتفاع أسعار الفائدة المحلية أو فروق أسعار الفائدة من شأنها أن تحفز تدفقات رأس المال الأجنبي وبالتالي تسبب زيادة في سعر الصرف وأسعار الأسهم (Silva, Wilhelm, & Tabak, 2023)

وفي ظل سعي الأسواق الناشئة لجذب الاستثمار الأجنبي لسد فجوة الموارد المحلية لديها، فإنها تسعى لتطوير أدائها مما يجعلها بديلاً استثمارياً مميّزاً أمام المستثمر الأجنبي (Sakr, Youssef, & Mahrous, 2022). ومن أهم الحوافز المقدمة لجذب الاستثمار الأجنبي هو رفع أسعار الفائدة المحلية وتخفيض أسعار الصرف، وتؤثر هذه العوامل بلا شك على أسعار الأصول المالية داخل تلك الأسواق. وفي بادئ الأمر فإن هذه العوامل تؤدي إلى جذب الأموال الساخنة والتي توفر السيولة المطلوبة وتؤدي إلى تحسن أسعار الصرف وأسعار الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة التفاوض وعض الطرف عن كم ونوع المخاطرة المصاحبة لهذه الأموال، ولكن عند تغير الظروف الدولية التي تؤثر على تغير معنويات المستثمرين ينقلب الأمر سريعاً وتخرج هذه الأموال مسببة تدهوراً كبيراً في أسعار الصرف لاقتصادات تلك الدول.

وإذا نظرنا للحالة المصرية نجد أنه خلال الفترة (٢٠١٥ - ٢٠٢٤) نفذت الحكومة المصرية برنامجاً طموحاً لزيادة الاستثمارات العامة خاصة في البنية التحتية،

نتيجة لتراجع الاستثمارات الخاصة بسبب حالة عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ (زادت الاستثمارات العامة من ٦٪ عام ٢٠١٥ إلى ١٠.٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٢١). ونتيجة لضعف معدل الادخار المحلي زادت فجوة الموارد المحلية إلى ٨.٢٪ كمتوسط خلال الفترة المذكورة مقارنة ب ٥.٣٪ من الناتج كمتوسط خلال الفترة السابقة لها (٢٠٠٥ - ٢٠١٤) ووصلت ذروتها عام ٢٠١٧ حيث سجلت ١٢.٨٪ (البنك الدولي، ٢٠٢٤).

اعتمدت الحكومة المصرية في تمويل فجوة الموارد المحلية على الدين العام الخارجي واستثمارات المحفظة الأجنبية (الأموال الساخنة)، ونتيجة لذلك زاد الدين العام الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من ١٥.١٪ عام ٢٠١٥ إلى ٤١.٦٪ عام ٢٠٢٣، وتراوحت استثمارات المحفظة الأجنبية بين ٦.٤٪ من الناتج عام ٢٠١٧ إلى ٤.٤٪ عام ٢٠٢٢ بمتوسط ١٪ خلال الفترة (٢٠١٥ - ٢٠٢٤) ومن ثم كانت أشد تقلباً عند مقارنتها بمصادر التمويل الأخرى (البنك المركزي المصري، ٢٠٢٤). تسببت الزيادة الكبيرة في الدين العام الخارجي والاعتماد المفرط على استثمارات المحفظة في تمويل فجوة الموارد المحلية إلى زيادة تعرض الاقتصاد المصري للعملة الأجنبية وتغير معنويات المستثمرين في ظل بيئة دولية تتسم بعدم الاستقرار بسبب سياسة التنافس بين القوى العظمى.

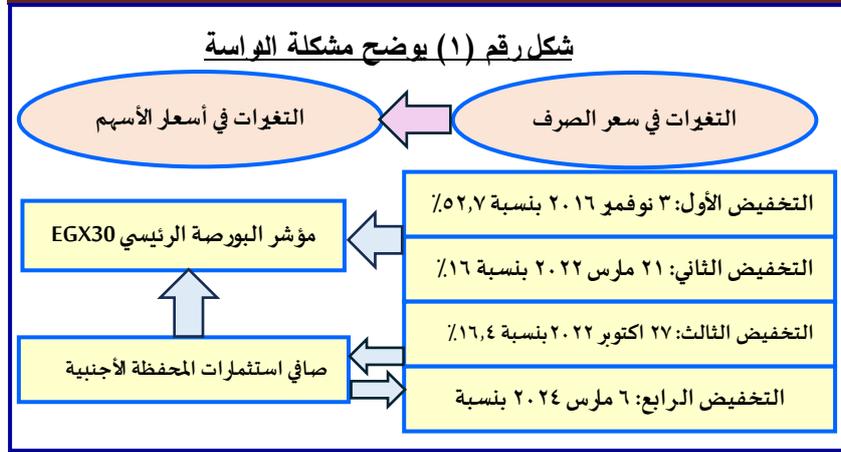
خلال الفترة المذكورة طبقت الحكومة المصرية أربعة برامج للإصلاح الاقتصادي بدعم من صندوق النقد الدولي، انخفض خلالها سعر صرف الجنيه المصري من ١٣ سنت (الدولار = ٧.٦٩ جنيه) إلى ٢ سنت (الدولار = ٤٨.٣٢ جنيه) من خلال أربعة أحداث لتخفيض سعر الصرف. كان التخفيض الأول في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ كشرط مسبق للبرنامج الأول بنسبة ٥٢.٧٪، وكان التخفيض الثاني في ٢١ مارس ٢٠٢٢ بنسبة ١٦٪ كمحاولة من البنك المركزي لتحقيق مرونة سعر الصرف نتيجة خروج استثمارات المحفظة الأجنبية بحوالي ٢٠ مليار دولار بعد الأزمة الروسية الأوكرانية، أما التخفيض الثالث فكان في ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢ بنسبة ١٦.٤٪ بعد التوصل لاتفاق على مستوى الخبراء للبرنامج الرابع، والتخفيض الرابع جاء في ٦ مارس ٢٠٢٤ بنسبة ٦٠.٤٪ كنتيجة لتعديل البرنامج الرابع (IMF, April 26,

(2024). وفي نفس الوقت ارتفع مؤشر البورصة الرئيسي من ٨٣٧١.٥ نقطة في عام ٢٠١٥ إلى ٢٧٩٦٩.٦ نقطة في ١ يوليو ٢٠٢٤ (البنك المركزي المصري، ٢٠٢٤).

ومن ثم فإن الدراسة الحالية قامت في أساسها على دراسة مدى حساسية سوق الأوراق المالية المصرية للتغيرات في سعر الصرف خلال الفترة المذكورة من خلال الإجابة على التساؤلات التالية، هل تقود التغيرات في سعر الصرف التغيرات في أسعار الاسهم وقيم المؤشر؟، هل هناك مكاسب قصيرة أو طويلة الأجل مصاحبة لكل قرار من قرارات تخفيض سعر الصرف انعكست في قيم مؤشر EGX30؟، ما هو مدى تأثير سعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة الأجنبية على مؤشر البورصة الرئيسي EGX30؟

### مشكلة الدراسة

شهد سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي تدهوراً كبيراً خلال الفترة (٢٠١٥ - ٢٠٢٤)، فقد بلغت نسبة الانخفاض الكلية ٦٢٨٪ (من ١٣ سنت للجنيه الواحد إلى حوالي ٢ سنت)، وكانت أغلب هذه التخفيضات باتفاق مع صندوق النقد الدولي. وكان ذلك نتيجة اعتماد الحكومة على تمويل فجوة الموارد المحلية من خلال الاعتماد على الدين العام الخارجي واستثمارات المحفظة الأجنبية مما تسبب في انهيار في قيمة الجنيه المصري. وخلال الفترة ذاتها شهد مؤشر البورصة الرئيسي EGX30 ارتفاعاً بنسبة ٣٣٤٪ (من ٨٣٧١.٥ نقطة عام ٢٠١٥ إلى ٢٧٩٦٩.٦ نقطة في ١ يوليو ٢٠٢٤). ومن ثم فإن الدراسة الحالية تستكشف مدى استجابة سوق الأوراق المالية لتلك التغيرات في سعر الصرف وكذلك التغيرات في صافي استثمارات محفظة الأجانب. ويلخص الشكل رقم (١) مشكلة الدراسة.



## فروض الدراسة

تختبر الدراسة مدى صحة الفروض التالية:

- ١- توجد علاقة سببية تتجه من أسعار الصرف إلى أسعار الأسهم مُتمثلة في قيم مؤشر البورصة الرئيسي EGX30.
- ٢- توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية لقيم مؤشر EGX30 قبل وبعد إعلان البنك المركزي عن تخفيض سعر الصرف.
- ٣- يوجد تأثير معنوي لكل من سعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة الأجنبية على قيم مؤشر البورصة الرئيسي EGX30.

## منهجية الدراسة

استخدمت الدراسة المنهج الاستنباطي والأساليب التالية:

- ١- أسلوب دراسة السببية لـ Granger : لتحديد اتجاه العلاقة بين سعر الصرف وقيم مؤشر EGX 30.
- ٢- أسلوب دراسة الحدث Event Study : لتحديد ما إذا كانت هناك مكاسب قصيرة أو طويلة الأجل نتجت عن قرارات التخفيض الأربعة محل الدراسة، من خلال تحليل كل قرار بشكل منفصل.

٣- أسلوب نموذج الانحدار Multiple Regression باستخدام OLS لتحديد مدى قدرة كل من سعر الصرف، وصافي استثمارات محفظة الأجانب على تفسير التغيرات الحادثة في قيم مؤشر EGX30.

### أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى الآتي:

- ١- معرفة اتجاه السببية بين سعر الصرف وقيم مؤشر EGX30 .
- ٢- تحليل أثر تخفيض سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٤) على مؤشر البورصة الرئيسي EGX30.
- ٣- تقدير تأثير التغيرات في سعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة الأجنبية على قيم مؤشر EGX30 في البورصة المصرية.

### أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها من جانبين، الجانب الأول هو الجانب البحثي والأكاديمي حيث قامت الدراسة الحالية بسد فجوة في الأدبيات في هذه النقطة البحثية. وعلى الجانب التطبيقي فأنها تقدم توصيات لصانع السياسة الاقتصادية في مصر يمكن أن تفيده في هذا الوقت الحرج حيث ترتبط مصر بتنفيذ برنامج مع صندوق النقد الدولي يستمر حتى أكتوبر ٢٠٢٧ وتتعهد مصر خلاله بالاستمرار في سياسة سعر الصرف المرن. كذلك يقدم توصيات للمستثمر في سوق المال المصرية بضرورة اختياره للتوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق.

### حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الآتي:

- ١- الحدود المكانية: سوق الأوراق المالية المصري.
- ٢- الحدود الزمنية: الفترة (١مارس ٢٠١٥ - ٢ يوليو ٢٠٢٤)

## أولاً: الإطار النظري للدراسة

يمكن تفسير العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في النظرية الاقتصادية من خلال ثلاثة نماذج أو مناهج هي:

### ١. النهج الأول المعروف بالنهج التقليدي **Traditional Approach** أو بنهج

سوق السلع<sup>(١)</sup>، ويشير هذا النهج إلى أن تغيرات أسعار الصرف تقود التغيرات في أسعار الأسهم أي أن اتجاه السببية يتجه من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم (Zhang & Yang, 2018). ويشير هذا النهج إلى أن التغيرات في أسعار الصرف - الناتجة عن اختلال الحساب الجاري - تؤثر على القدرة التنافسية الدولية للاقتصاد المفتوح، وبالتالي ربحية شركاته مما تنعكس في أسعار الأسهم. ومع ذلك فإن تأثير تقلبات سعر الصرف على سوق الأسهم سوف يعتمد على ما إذا كانت الشركات المكونة للاقتصاد هي في الغالب مصدرة صافية أو مستوردة صافية أو ما إذا كانت تمتلك شركات تابعة أجنبية، وما إذا كانت تتحوط ضد تقلبات سعر الصرف. واعتماداً على هذه العوامل وغيرها قد يتسبب ارتفاع قيمة العملة المحلية في زيادة صافية أو انخفاض صافي في مؤشر سوق الأسهم، على سبيل المثال من المتوقع أن يؤدي ارتفاع قيمة العملة إلى تحفيز سوق الأسهم في بلد يهيمن عليه الاستيراد "تأثير إيجابي" وخفض سوق الأسهم في اقتصاد يهيمن عليه التصدير "تأثير سلبي". (Obben, Pech, & Shakur, 2006).

### ٢. النهج الثاني هو نهج توازن المحفظة<sup>(٢)</sup> **Portfolio Balance Approach**

لتحديد سعر الصرف والذي يؤكد أن سوق الأسهم المساعدة من شأنها أن تجذب تدفقات رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية ومن ثم زيادة قيمتها، وبالتالي يفترض نهج توازن المحفظة أن اتجاه السببية يمتد من أسعار

(١) ويعرف أحياناً بالنهج الموجه نحو التيار (التدفق) Flow-oriented models.

(٢) ويعرف أحياناً بالنهج الموجه نحو الأسهم (أو الرصيد) Stock oriented models.

الأسهم إلى أسعار الصرف، ويتناول نهج المحفظة تحليل العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف من منظور تحليل أداء حساب رأس المال. (Obben, Pech, & Shakur, 2006). وحيث أن الأسهم تعتبر جزء من الثروة فزيادة أسعار أسهم الشركات المحلية تؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين المحليين وبالتالي زيادة الطلب على النقود، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، وتجذب أسعار الفائدة المحلية المرتفعة المستثمرين الأجانب مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع قيمتها، ومن ثم فإن العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف علاقة طردية (Zhang & Yang, 2018).

### ٣. النهج الثالث نظرية تسعير المراجعة Arbitrage Pricing Theory

(APT)، ويفترض نموذج APT أن المكاسب المتوقعة من الأوراق المالية تعتمد على العوامل الاقتصادية الكلية، ولأن سوق الصرف وسوق الأسهم سوقان عالميتان فإن العلاقة بين سعر الصرف وسعر الأسهم تتأثر بالتقلبات في الأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية. فارتفاع أسعار الفائدة المحلية أو فروق أسعار الفائدة من شأنها أن تحفز تدفقات رأس المال الأجنبي وبالتالي تسبب زيادة في سعر الصرف وأسعار الأسهم، وفي نموذج APT فإن سعر الصرف كعامل اقتصادي كلي هو الذي يحدد أسعار الأسهم، ومن ثم تتجه علاقة السببية من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم كما هو الحال في المنهج التقليدي (Gbadebo, 2023).

### ثانياً: الدراسات السابقة والفجوة البحثية

في أعقاب انهيار نظام بريتون وودز لنظام أسعار الصرف الثابتة في عام ١٩٧٣، وما تلاه من التحول لنظم أسعار الصرف المَعَوَمة، تحول تركيز الدراسات في مجال التمويل إلى دراسة دور أسعار الصرف في تسعير الأصول المالية. وبدأت الدراسات التجريبية باستخدام بيانات من فترة ما بعد عام ١٩٧٣ (Zarei, Ariff, & Bhatti, 2019). ثم ازدهرت الدراسات المهمة بدراسة العلاقة بين أسعار الصرف

وأسعار الأسهم بعد الأزمة المالية الآسيوية في عام ١٩٩٧، ثم في أعقاب الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ (Bahmani-Oskooee & Saha, 2015). وأخيراً بعد جائحة كوفيد-١٩ والأزمة الروسية عام ٢٠٢٢، بما يتضح معه أهمية هذه العلاقة خاصة في أوقات الأزمات.

وقد اختلفت الدراسات التجريبية التي تناولت دراسة العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم فيما بينها، فمنها من يؤيد النهج التقليدي (تغيرات أسعار الصرف تقود التغيرات في أسعار الأسهم)، ومنها من يؤيد نهج توازن المحفظة (تغيرات أسعار الأسهم تقود التغيرات أسعار الصرف) ومنها من يؤيد العلاقة التبادلية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم، ومنها من لم يجد علاقة معنوية بينهما. وقد اختلفت هذه الدراسات من حيث الدولة محل الدراسة أو منهجية الدراسة أو نوعية البيانات التي تم استخدامها مما يُبرهن على أن أسعار الصرف وأسعار الأسهم علاقة معقدة ومتعددة الأوجه. وفي الجدول التالي نستعرض أهم هذه الدراسات وأهم النتائج التي توصلت إليها.

### جدول رقم (١)

بعض أهم الدراسات التجريبية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم

الدراسة	الدولة	البيانات	المنهجية	النتائج
(Hussain, Bashir, & Rehman, 2024)	مجموعة البريكس	بيانات يومية من يناير ٢٠١٩ إلى يونيو ٢٠٢١	GARCH Model	وجود ترابط بين أسواق الصرف الأجنبي وأسواق الأسهم دون تحديد اتجاه السببية.
(Thuranira, Muthoga, & Maingi, 2024)	كينيا	بيانات شهرية من عام ٢٠٠٨ – ٢٠١٥	اختبار السببية ومتجه الانحدار الذاتي (VAR)	تقلبات أسعار الصرف لها تأثير كبير وممتد على أسعار الأسهم، مع تأثيرات يمكن أن تستمر لعدة سنوات. (المنهج التقليدي)
(Bansal & Bhurat, 2024)	الهند	بيانات أسبوعية (يناير ٢٠١٠ – ديسمبر ٢٠١٩)	Regression model using excel	التغير في سعر الصرف له تأثير معنوي على أسعار الأسهم الهندية، واتجاه السببية من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم (المنهج التقليدي)
(Alimi & Adediran, 2023)	١٢ اقتصاداً متقدماً و١٣ اقتصاداً ناشئاً	بيانات يومية (يناير ٢٠١٧ إلى سبتمبر ٢٠٢٢)	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	وجود علاقة عكسية ثنائية الاتجاه بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في الاقتصادات المتقدمة والناشئة وكان حجم التأثير أكبر أثناء الجائحة. (المنهج التقليدي ونهج توازن المحفظة)

وجود علاقة سببية من سعر الصرف إلى سعر السهم (النهج التقليدي)	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	بيانات شهرية (٢٠٠٠ - ٢٠٢٢)	نيجيريا	(Gbadebo, 2023)
التغيرات الإيجابية في أسعار الصرف أدت إلى انخفاض عوائد الأسهم. فمقابل كل صدمة إيجابية بنسبة ١٪ لأسعار الصرف في مصر ونيجيريا وتونس والمغرب وتنزانيا، انخفضت العوائد بنسبة ١,٠١٢٪ و ١,٠٤٪ و ٠,١١٢٪ و ٠,٢١٤٪ على التوالي.	NARDL	بيانات سنوية (١٩٨٠ - ٢٠٢٢)	مصر، نيجيريا، تونس، المغرب، تنزانيا	(Umoru, et al., 2023)
وجود علاقة إيجابية طويلة الأجل معنوية بين أسعار الصرف وعوائد سوق الأسهم في جميع البلدان باستثناء إندونيسيا، والتي أظهرت تأثيرًا سلبيًا كبيرًا.	اختبار التكامل المشترك	بيانات يومية (١ يناير ٢٠١٩ - ١ يناير ٢٠٢٢)	البرازيل، الصين، الهند، إندونيسيا، المكسيك، روسيا، تركيا	(El-Diftar, 2023)
توجد علاقة في الأجل الطويل والأجل القصير تمتد من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم (النهج التقليدي)، وتختلف هذه العلاقة باختلاف البلدان، كما أن الأزمة المالية العالمية والأزمة الآسيوية كان لها تأثير كبير على أسعار الأسهم.	ARDL & NARDL	بيانات ربع سنوية (١٩٨٥ - ٢٠١٦)	ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، كوريا، اليابان، المملكة المتحدة، ألمانيا، هونغ كونغ وإندونيسيا.	(Wong, 2022)
أدى تخفيض قيمة الجنيه المصري في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ إلى تحقيق المستثمرين لعوائد إيجابية جوهرية يومية ومجمعة امتدت لـ ٣٠ يوم بعد الحدث، وزيادة جوهرية في المخاطر الكلية.	أسلوب دراسة الحدث	بيانات يومية (يونيو ٢٠١٥ - مايو ٢٠١٧)	مصر	(المغني، ٢٠٢١)
لا يوجد ارتباط بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في الهند وباكستان، ولكن يوجد ارتباط طويل وقصير الأجل بينهما في سريلانكا.	اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	بيانات يومية (٢٠٠٧ - ٢٠١٦)	الهند - باكستان - سريلانكا	(Rehan, Zehra, Chhapra, & Makhija, 2019)
تتفق النتائج مع نهج تسعير APT، حيث يؤثر سعر الصرف على عوائد الأسهم في الدول المذكورة.	اختبار التكامل المشترك ARDL	بيانات شهرية (فبراير ١٩٩٩ - مارس ٢٠١٦)	استراليا، كندا، السويد، ألمانيا، اليابان، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة	(Zarei, Ariff, & Bhatti, 2019)

وجود علاقة سببية من سعر الأسهم إلى سعر الصرف في نيجيريا (نهج المحفظة)، بينما العلاقة ثنائية الاتجاه في جنوب إفريقيا (نهج التقليدي ونهج المحفظة)	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	بيانات شهرية (يناير - ٢٠١٠ - سبتمبر ٢٠١٧)	نيجيريا وجنوب إفريقيا	(Anifowose, 2018)
توجد علاقة ثنائية الاتجاه بين سعر صرف وأسعار الأسهم، وأن ارتفاع قيمة الرنمينبي سيؤدي إلى انخفاض سوق الأسهم (نهج التقليدي ونهج المحفظة)	نموذج GARCH-in-Mean	بيانات شهرية (يونيو - ٢٠٠٥ - أغسطس ٢٠١٧)	الصين	(Zhang & Yang, 2018)
توجد علاقة طويلة الأجل بين سعر الصرف وأسعار الأسهم، ولكنها غير ذات دلالة إحصائية، ولا توجد علاقة قصيرة الأجل بينهما.	VAR + ARDL	بيانات شهرية (٢٠٠٤ - ٢٠١٦)	زامبيا	(Mwaanga & Njebele, 2017)
في الأمدن القصير والطويل هناك سببية ثنائية الاتجاه بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم. (نهج التقليدي ونهج المحفظة)	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	بيانات أسبوعية (١٩٩٩ - ٢٠٠٥)	نيوزيلندا	(Obben, Pech, & Shakur, 2006)
جاءت النتائج تدعم نهج المحفظة في الأجل القصير والنهج التقليدي في الأجل الطويل في السوق المالية التايوانية، في حين أن نهج المحفظة غير مناسب لسوق الأسهم اليابانية.	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	بيانات شهرية (يناير - ١٩٩١ - يوليو ٢٠٠٥)	اليابان وتايوان	(Yau & Nieh, 2006)
هناك ارتباط طردي بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف، ويعتبر سعر السهم الأمريكي هو المتغير المسبب الذي يعمل كقناة تربط أسعار الصرف في البلدان الخمسة بمؤشرات سوق الأوراق المالية الخاصة بها	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	بيانات شهرية (١٩٨٠ - ١٩٩٨)	هونج كونج - إندونيسيا - ماليزيا - الفلبين - سنغافورة - تايلاند	(Phylaktis & Ravazzolo, 2005)
قبل الأزمة لا توجد علاقة سببية بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف باستثناء الفلبين وماليزيا، وخلال فترة الأزمة توجد علاقة سببية بين المتغيرين، ولا توجد علاقة تكامل مشترك قبل وأثناء الأزمة في عام ١٩٩٧.	اختبار السببية واختبار التكامل المشترك	بيانات أسبوعية (١٩٩١ - ٢٠٠٢)	(هونج كونج وإندونيسيا وسنغافورة وماليزيا وكوريا الجنوبية والفلبين وتايلاند)	(Lean, Halim, & Wong, 2005)

## الفجوة والأصالة البحثية

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في عدة جوانب. الجانب الأول أنها استخدمت فترة زمنية أطول (٢٠١٥ - ٢٠٢٤) بإجمالي ٢٢٤١ مشاهدة يومية، شهدت أربعة أحداث رئيسية لتخفيض قيمة العملة، ومن ثم يمكن استخلاص أهم الدروس المستفادة من هذه الأحداث ومقارنتها ببعضها البعض. ويتمثل الجانب الثاني في تنوع المنهجية المستخدمة ما بين علاقة السببية وأسلوب دراسة الحدث وتحليل الانحدار المتعدد. في حين يشير الجانب الثالث إلى أنها أول دراسة شاملة تتناول فترة مهمة من الفترات التي حدث خلالها العديد من الإصلاحات الاقتصادية. هذا بالإضافة إلى أن الموضوع محل الدراسة تم تناوله من خلال منظور اقتصادي تمويلي.

### ثالثاً: أسعار الصرف وأسعار الأسهم في مصر خلال الفترة (٢٠١٥ - ٢٠٢٤)

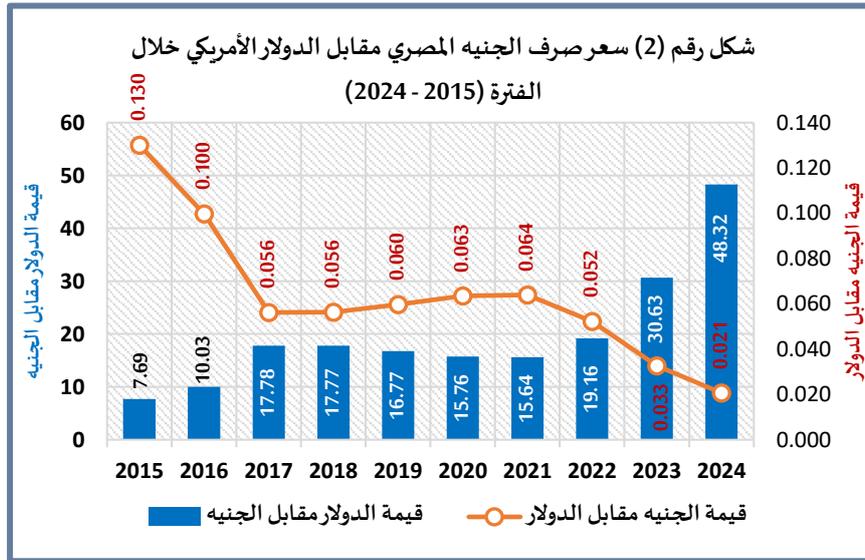
نعرض فيما يلي أهم الأحداث التي أدت إلى انهيار قيمة الجنيه المصري خلال الفترة المذكورة وتأثير هذا الانهيار على مؤشر البورصة الرئيسي:

#### ١- برامج صندوق النقد الدولي والتخفيضات المتتالية لقيمة الجنيه المصري

خلال الفترة (٢٠١٥ - ١ يوليو ٢٠٢٤) ارتفع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري من ٧.٦٩ إلى ٤٨.٣٢ جنيه لكل دولار بنسبة ارتفاع حوالي ٦٢٨٪، بما يعني انخفاض سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي من حوالي ٠.١٣ (١٣ سنت) إلى ٠.٠٢١ (٢ سنت) كما يتضح من الشكل رقم (٢). ويأتي أغلب هذه التخفيضات في إطار برامج لصندوق النقد الدولي، فقد توصلت الحكومة المصرية خلال تلك الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٤) إلى عقد أربع برامج مع صندوق النقد الدولي<sup>(٣)</sup> (عبدالقادر، ٢٠٢٣).

<sup>(٣)</sup> تمت الموافقة على البرنامج الأول (تسهيل الصندوق EFF الممدد لمدة ٣ سنوات) في ١١ نوفمبر ٢٠١٦ وبموجبه تم تخفيض الجنيه في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ كشرط مسبق للصندوق بنسبة تقرب من ١٠٠٪ (من ٨.٨٨ إلى حوالي ١٦ جنيه)، والبرنامج الثاني (أداة التمويل السريع RFI لمدة سنة) والثالث (اتفاق الاستعداد الائتماني SBA) تمت الموافقة عليهما في ١١ مايو ٢٠٢٠.

جاء التخفيض الأول في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ كشرط مسبق للصندوق على البرنامج الأول، أما التخفيض الثاني فجاء في ٢١ مارس ٢٠٢٢ بنسبة ١٦٪ (من ١٥.٧٥ إلى ١٨.٢٦) كمحاولة من البنك المركزي للحد من خروج استثمارات المحفظة الأجنبية نتيجة لتداعيات الأزمة الروسية الأوكرانية وتشديد السياسة النقدية العالمية، وكان التخفيض الثالث في ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢ كنتيجة للتوصل لاتفاق على مستوى الخبراء مع الصندوق - وكشرط مسبق - للبرنامج الرابع والذي جاءت موافقة المجلس التنفيذي عليه في ١٦ ديسمبر ٢٠٢٢ (IMF, January 10, 2023). أما التخفيض الرابع فجاء في ٦ مارس ٢٠٢٤ بحوالي ٦٠٪ (من ٣٠.٩٣ جنيه إلى ٤٩.٥٧ جنيه) كشرط مسبق أيضاً لتعديل البرنامج الرابع وزيادة قيمته من ٣ مليار دولار إلى ٨ مليار دولار (IMF, April 26, 2024).



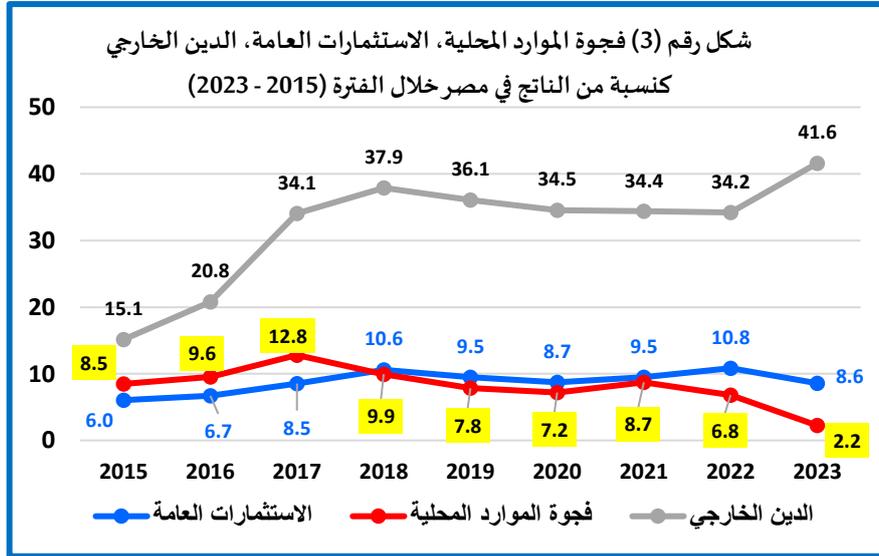
المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات البنك المركزي عن سعر الصرف

<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/statistics/exchange-rates/historical-data>

٢٦ يونيو ٢٠٢٠ على التوالي، والبرنامج الرابع والأخير (تسهيل الصندوق الممدد EFF لمدة ٤٦ شهر) والأخير جاءت الموافقة عليه في ١٦ ديسمبر ٢٠٢٢. (عبدالقادر، ٢٠٢٣)

## ٢- الاستثمارات العامة وفجوة الموارد المحلية وزيادة الاعتماد على التمويل الخارجي

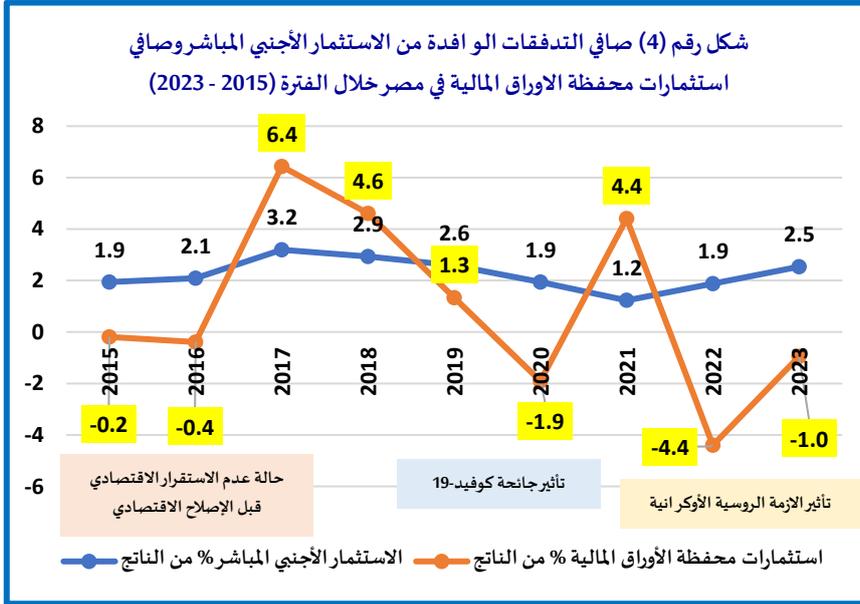
خلال الفترة (٢٠١٥ - ٢٠٢٤) بدأت الحكومة المصرية برنامجاً طموحاً لزيادة الاستثمارات العامة، وخاصة في البنية التحتية كنتيجة لتراجع دور القطاع الخاص بسبب حالة عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، فقد زادت الاستثمارات العامة كنسبة من الناتج من ٦٪ عام ٢٠١٥ إلى ١٠.٨٪ عام ٢٠٢١ كما يتضح من الشكل رقم (٣). ونتيجة لضعف معدلات الادخار المحلي، مع تزايد الاستثمارات العامة ارتفعت فجوة الموارد المحلية حتى بلغت ذروتها عام ٢٠١٧ ووصلت إلى ١٢.٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي قبل أن تتراجع بعد ذلك، وبلغ متوسطها خلال الفترة المذكورة ٨.٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بـ ٥.٣٪ خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠١٤). ويلاحظ من الشكل البياني رقم (٣) مدى ارتباط فجوة الموارد المحلية بالاستثمارات العامة، حيث تزداد فجوة الموارد المحلية مع زيادة الاستثمارات العامة بافتراض ثبات معدل الادخار المحلي.



المصدر: البنك الدولي، مؤشرات التنمية الدولية.

وقد ذكر تقرير صندوق النقد الدولي عن البرنامج الرابع الذي تم الكشف عنه في ١٠ يناير ٢٠٢٣ أن الاستثمارات العامة وخاصة المشروعات القومية قد ساهمت في زيادة الضغوط على الحساب الجاري الذي تم تمويله من خلال السحب من صافي الأصول الأجنبية للبنوك (IMF, January 10, 2023, pp. 5-6).

اعتمدت الحكومة على التمويل الخارجي كمصدر لتمويل فجوة الموارد المحلية ونتيجة لذلك زاد الدين الخارجي - أحد أهم مصادر التمويل الخارجي - من ١٥.١٪ عام ٢٠١٥ إلى ٤١.٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٢٣ كما يتضح من الشكل رقم (٣). أما بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر فقد تراوحت قيمته بين ١.٢٪ عام ٢٠٢١، ٣.٢٪ عام ٢٠١٧ بمتوسط ٢.٣٪ وبتذبذب معياري ٠.٦٪. وبالنسبة لاستثمارات محفظة الأوراق المالية فقد كانت أشد تقلباً فقد تراوحت بين -٤.٤٪ عام ٢٠٢٢ بسبب تداعيات الأزمة الروسية الأوكرانية، و ٦.٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي

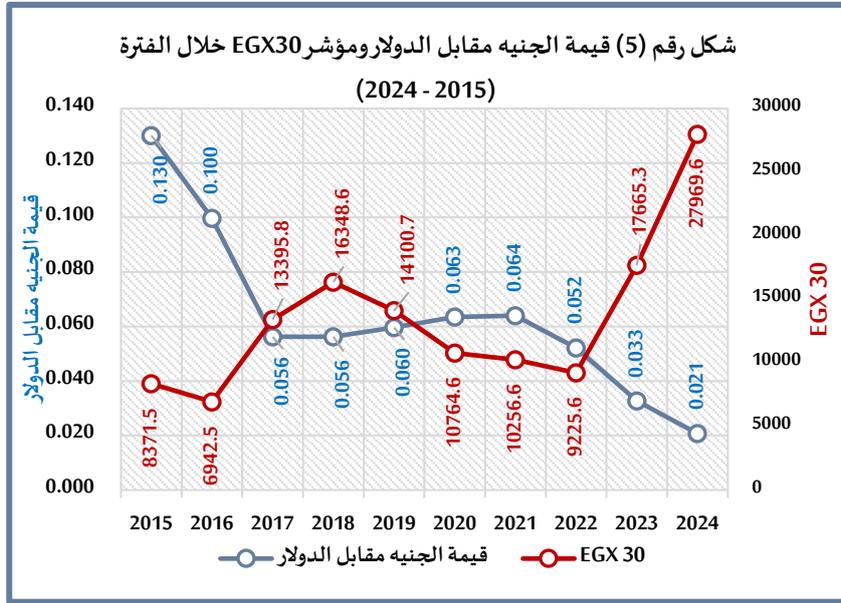


عام ٢٠١٧ بمتوسط ١٪ وانحراف معياري ٣.٥٪، كما يتضح من الشكل رقم (٤) ومن ثم فإن استثمارات محفظة الأوراق المالية كانت أشد تقلباً مقارنة بمصادر التمويل الأخرى وبالتالي ساهمت بدور كبير في تقلبات سعر الصرف خلال الفترة المذكورة.

وخلاصة القول إنه خلال الفترة المذكورة (٢٠١٥ - ٢٠٢٣) ساهم زيادة الاعتماد على التمويل الدولي وخاصة الدين الخارجي واستثمارات المحفظة - لسد فجوة الموارد المحلية - في زيادة تعرض الاقتصاد المصري للصدمات الخارجية وتغير معنويات المستثمرين في ظل بيئة دولية غير مستقرة، حيث التنافس الجيوستراتيجي بين القوى العظمى، وما لذلك من تداعيات اقتصادية على مختلف الدول وخاصة الاقتصادات الناشئة كما هو الحال في مصر، وقد ساهم ذلك في انهيار قيمة الجنيه المصري أمام العملات الأجنبية.

### ٣- تدهور سعر صرف الجنيه المصري وتأثيره على مؤشر البورصة المصرية EGX30

كما ذكرنا سابقاً تدهورت قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي من ١٣ سنت عام ٢٠١٥ إلى ما يوازي ٢ سنت في ١ يوليو ٢٠٢٤، وخلال تلك الفترة ارتفع مؤشر البورصة المصرية EGX30 من ٨٣٧١.٥ نقطة عام ٢٠١٥ إلى ٢٧٩٦٩.٦ نقطة في ١ يوليو ٢٠٢٤ كما يتضح من الشكل رقم (٥)، بنسبة ارتفاع بلغت ٣٣٤٪، ويتضح من الشكل أن مؤشر البورصة المصرية يتناسب عكسياً مع قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، فعند خروج الأموال الساخنة (استثمارات المحفظة) من مصر نتيجة لتغير الظروف الدولية تضغط على سعر صرف الجنيه المصري بما يترتب عليه ظهور السوق الموازية وظهور سعرين لسعر الصرف، وفي هذه الحالة يطالب صندوق النقد الدولي بمرونة سعر الصرف من أجل توحيد سعر الصرف مما يدفع البنك المركزي لتخفيض قيمته ورفع سعر الفائدة المحلية من أجل جذب الأموال الساخنة مرة أخرى، وهكذا ندخل في حلقة مفرغة كلما تغيرت الظروف الدولية التي تؤثر على حركة الأموال الساخنة.



المصدر: البنك المركزي المصري، بيانات موزان المدفوعات، وبيانات الأسهم.  
<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series>

## رابعاً: التحليل القياسي

### ١. منهجية الدراسة:

قامت الدراسة الحالية في دراستها لطبيعة العلاقات المُفسرة لكيفية استجابة سوق الأوراق المالية المصري مُمثلاً في استجابة قيم مؤشر EGX30 للتغيرات في سعر الصرف من خلال أربعة قرارات للتخفيض تم اتخاذها بواسطة البنك المركزي خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٤. بالاعتماد على دراسة السببية لـ Engle, Granger لتحديد اتجاه العلاقة بين سعر الصرف وقيم مؤشر EGX 30. ثم أسلوب دراسة الحدث Event Study لتحديد ما إذا كانت هناك مكاسب قصيرة أو طويلة الأجل نتجت عن قرارات التخفيض الأربعة محل الدراسة، من خلال تحليل كل قرار بشكل منفصل. وأخيراً استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحديد مدى قدرة كل من سعر الصرف، وصافي استثمارات محفظة الأجانب على تفسير التغيرات الحادثة في قيم مؤشر EGX30 طوال فترة الدراسة.

## ٢. العينة ووصف البيانات :

قامت الدراسة بالاعتماد على بيانات يومية بدايةً من ١ مارس ٢٠١٥ وحتى ٢ يوليو ٢٠٢٤، لكل من سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، وصافي استثمارات محفظة الأجانب التي يتم حسابها عن طريق الفرق بين قيم معاملات تداول الشراء والبيع للمستثمرين الأجانب، وقيم الاغلاق اليومية لمؤشر EGX30 بما يخدم هدف ومنهجية الدراسة. يوضح الجدول رقم (٢) التواريخ الخاصة بقرار البنك المركزي فيما يخص تخفيض قيمة العملة خلال فترة الدراسة.

### جدول رقم (٢) تواريخ قرار البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة.

نسبة خفض الجنيه المصري	سعر صرف الدولار		تاريخ القرار	القرار
	بعد التعويم	قبل التعويم		
52.70%	13.5277	8.8583	03/11/2016	الأول
16.00%	18.1708	15.6608	21/03/2022	الثاني
16.40%	22.8503	19.6342	27/10/2022	الثالث
60.40%	49.4743	30.8414	06/03/2024	الرابع

Sources: <https://www.cbe.org/en/monetary-policy/mpc-meetings-schedule>

## ٣. نتائج التحليل الاحصائي واختبار فروض الدراسة:

### أ- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم اجراء التحليل الوصفي للبيانات قبل وبعد قرارات التخفيض الأربعة محل الدراسة بواقع ٣٠ يوم عمل في البورصة المصرية، وذلك لتجنب عدم التوزيع الطبيعي للبيانات. وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول رقم (٣)، حيث تم التركيز على دراسة التغيرات الحادثة في كل من سعر الصرف، صافي استثمارات محفظة استثمارات الأجانب، وقيم مؤشر EGX30 وذلك داخل كل فترة من فترات التخفيض الأربعة محل الدراسة. ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

- شهدت فترة التخفيض الأولى (٣ نوفمبر ٢٠١٦) ارتفاعاً في سعر الصرف الدولار من ٨.٨٥٨ إلى ١٧.١٣٨، مما يعكس انخفاضاً كبيراً في قيمة الجنيه مسبباً ارتفاعاً في تكاليف الاستيراد ومعدلات التضخم. كما ارتفعت قيم مؤشر EGX30 من ٨,٢١١.٦٤ إلى ١١,٠٨٥.٧٧ مما يشير إلى إيجابية استجابة السوق وزيادة ثقة المستثمرين. وأيضاً ارتفعت قيمة صافي استثمارات محفظة

الأجانب بشكل كبير من ٠.٢٦٤ مليون جنيهه إلى ١٥٥.٩٣٤ مليون جنيهه، مما يشير إلى زيادة القدرة على جذب الاستثمار الأجنبي.

### جدول (٣): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

التاريخ الفرار (الحدث)	المتغيرات	الحدث	عدد	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط	الانحراف المعياري
03/11/2016	صافي استثمارات محفظة الأجانب	قبل التعويم	30	-67.073	171.466	0.264	61.509
		بعد التعويم	30	1.467	563.527	155.934	132.270
	EGX 30	قبل التعويم	30	7881.11	8524.66	8211.64	193.99
		بعد التعويم	30	9349.90	11631.41	11085.77	558.79
	سعر الصرف	قبل التعويم	30	8.857	8.858	8.858	0.000
		بعد التعويم	30	15.134	18.453	17.138	1.012
21/03/2022	صافي استثمارات محفظة الأجانب	قبل التعويم	30	-776.702	22.334	-149.863	171.623
		بعد التعويم	30	-642.109	40.378	-117.973	143.007
	EGX 30	قبل التعويم	30	10396.83	11596.29	11100.05	427.22
		بعد التعويم	30	10444.76	11743.91	11064.40	378.83
	سعر الصرف	قبل التعويم	30	15.660	15.662	15.661	0.000
		بعد التعويم	30	18.211	18.513	18.346	0.092
27/10/2022	صافي استثمارات محفظة الأجانب	قبل التعويم	30	-373.613	380.859	-65.771	150.724
		بعد التعويم	30	-719.044	197.161	-101.399	178.479
	EGX 30	قبل التعويم	30	9685.85	10553.20	9999.21	224.31
		بعد التعويم	30	11179.20	15150.31	12861.07	1260.37
	سعر الصرف	قبل التعويم	30	19.292	19.634	19.509	0.122
		بعد التعويم	30	24.003	24.567	24.393	0.162
6/03/2024	صافي استثمارات محفظة الأجانب	قبل التعويم	30	-691.270	564.205	-1.033	224.863
		بعد التعويم	30	-1142.540	1032.868	-23.170	371.432
	EGX 30	قبل التعويم	30	27270.63	30668.89	28661.21	828.27
		بعد التعويم	30	26777.05	33382.51	29303.00	1691.51
	سعر الصرف	قبل التعويم	30	30.841	30.841	30.841	0.000
		بعد التعويم	30	46.508	49.341	47.748	0.751

\*ملحوظة صافي استثمارات محفظة الأجانب بالمليون جنيه.

- واصل سعر صرف الدولار الارتفاع في الفترة الثانية (٢١ مارس ٢٠٢٢)، حيث ارتفع من ١٥.٦٦١ جنيه إلى ١٨.٣٤٦ جنيه، مما يؤكد على استمرارية ضعف العملة المحلية (قيمة الجنيه المصري) وسط الضغوط الاقتصادية. عانى مؤشر EGX30 انخفاضاً طفيفاً مسجلاً ١١,٠٦٤.٤٠ بعد ما كان ١١,١٠٠.٠٥ مما يدل على الاستقرار النسبي والتأثير الضئيل للتخفيض على حركة السوق واستجابة المستثمرين. بينما حققت صافي استثمارات محفظة الأجانب تحسناً فارتفعت من -١٤٩.٨٦٣ مليون جنيه إلى -١١٧.٩٧٣ مليون جنيه إلا أنها مازالت سالبة، مما يعكس نجاحاً محدوداً في عكس اتجاه التدفقات الخارجية، وقد يرجع ذلك تأثير الأزمة الروسية وما ترتب عليها من تشديد السياسة النقدية العالمية ومن ثم لم تقلح سياسة البنك المركزي المصري في تخفيض العملة ورفع أسعار الفائدة المحلية في استعادة الأموال الساخنة مرة أخرى.
- في الفترة الثالثة (٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢) استمر سعر صرف الدولار في مواصلة ارتفاعه وصولاً إلى ٢٤.٣٩٣ جنيه، مما يسلط الضوء على تقادم واستمرار ضعف الجنيه المصري وزيادة التحديات الاقتصادية. بينما حقق مؤشر EGX30 تحسناً وظهر مسجلاً ١٢,٨٦١.٠٧ نقطة بعد أن كان ٩,٩٩٩.٢١ نقطة مما يدل على تجدد ثقة السوق والاستقبال الإيجابي لقرار التخفيض. في نفس الوقت تدهورت استثمارات الأجانب فتحولت من -٦٥.٧٧١ مليون جنيه إلى -١٠١.٣٩٩ مليون جنيه، بسبب الاستمرار في تشديد السياسة النقدية العالمية وتقادم الأوضاع المحلية.
- وصولاً لقرار التخفيض الرابع في (٦ مارس ٢٠٢٤) والتي استمر فيها سعر صرف الدولار في مواصلة الارتفاع بشكل حاد من ٣٠.٨٤١ إلى ٤٧.٧٤٨، بما يصاحب ذلك من ضغوط تضخمية كبيرة وزيادة هائلة في تكاليف الاستيراد مع الأخذ في الاعتبار وضع الدولة المصرية فيما يخص الاستيراد. وواصلت قيم مؤشر EGX 30 الارتفاع فوصلت إلى ٢٩,٣٠٣.٠٠، مما يدل على زيادة

واستمرارية ثقة المستثمرين والبيئة الاقتصادية المستقرة بما يتفق مع ما جاء به (Nalin & Yajima , 2020) بشأن ما تحدثه قرارات التخفيض من تأثير ايجابي على أسواق الدول محل التخفيض. بينما انخفضت صافي استثمارات الأجانب من -١.٠٣٣ مليون جنية إلى -٢٣.١٧٠ مليون جنية، مما يدل على استمرار التحديات في جذب الاستثمار الأجنبي على الرغم من التحسن النسبي السائد في بادئ الأمر، مما قد يُفسر بتحقق توقعات الأجانب تجاه المزيد قرارات تخفيض العملة الأمر الذي يرفع من حالات عدم التأكد مما يجعل ما يحدث داخل السوق المصري يسير في عكس الاتجاه المرغوب من تخفيض العملة الذي يسمح للأجنبي بتدنيه المخاطر عن طريق الاستثمار في السوق المصري محل التخفيض.

## ب- نتائج اختبار فروض الدراسة

### ▪ اختبار الفرض الأول

لإجراء اختبار الفرض الأول تم تطبيق اختبار سببية غرانجر (Granger Causality Test)، لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين محل الدراسة- سعر صرف الدولار (X) وقيمة EGX30 (Y) خلال فترات التخفيض الأربعة بداية من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٤، ومن ثم تحديد اتجاه العلاقة وتقرير أي المناهج تتبع؟ ويوضح الجدول رقم (٣) نتائج الاختبار. ويتضح من الجدول صحة الفرض الأول حيث إن العلاقة السببية تتجه من سعر الصرف إلى قيم مؤشر EGX30 وهو ما يتفق مع النهج التقليدي.

وذلك يمكن تناوله من خلال ملاحظة وتفسير ما جاء به كل من التخفيض الأول (٣ نوفمبر ٢٠١٦)، والرابع (٦ مارس ٢٠٢٤) حيث إن كل من هذين القرارين قد نتجا عنهما انخفاضاً كبيراً في قيمة الجنيه المصري بما يعادل (٥٢.٧٠٪ و ٦٠.٤٠٪) على التوالي. وبالتالي تم استنتاج أن الانخفاض الكبير في قيمة العملة يؤدي إلى زيادة حساسية سوق الأوراق المالية لتلك التقلبات، مسبباً هذا التأثير الملحوظ. وبالنظر للانخفاض الحادث بالقرارين الثاني (٢١ مارس ٢٠٢٢) والثالث (٢٧ أكتوبر

٢٠٢٢) بنسبة (١٦.٠٠٪ و ١٦.٤٠٪) على التوالي، يمكن القول بأن الانخفاض الطفيف التابع لهذين القرارين غير كافي لإحداث تأثير ملحوظ على قيم المؤشر محل الدراسة، مما يؤدي إلى عدم وجود علاقة سببية يمكن ملاحظتها. الأمر الذي يشير إلى أن نسبة الانخفاض تلعب دوراً حيوياً في تحديد قوة سببية العلاقة بين سعر الصرف وأداء الأسواق المالية. فالأمر ليس متوقفاً فقط على قرار التخفيض، ولكن على النسبة التي تم بها.

#### جدول (٤): نتائج اختبار الفرض الأول (اختبار سببية غرانجر)

الاحتمالية	اختبار السببية لاجل جرانجر	نسبة خفض الجنيه المصري	سعر صرف الدولار		تاريخ القرار	القرار
			قبل التعويم	بعد التعويم		
0.0001	التغير في سعر صرف الدولار (X) يسبب التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y)	52.70%	13.5277	8.8583	03/11/2016	الأول
0.0939	التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y) لا يسبب التغير في سعر صرف الدولار (X)					
0.655	التغير في سعر صرف الدولار (X) لا يسبب التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y)	16.00%	18.1708	15.6608	21/03/2022	الثاني
0.308	التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y) لا يسبب التغير في سعر صرف الدولار (X)					
0.535	التغير في سعر صرف الدولار (X) لا يسبب التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y)	16.40%	22.8503	19.6342	27/10/2022	الثالث
0.792	التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y) لا يسبب التغير في سعر صرف الدولار (X)					
0.0382	التغير في سعر صرف الدولار (X) يسبب التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y)	60.40%	49.4743	30.8414	06/03/2024	الرابع
0.3874	التغير في قيمة مؤشر EGX30 (Y) لا يسبب التغير في سعر صرف الدولار (X)					

#### ■ اختبار الفرض الثاني:

لاجراء اختبار الفرض الثاني فقد تم استخدام اختبار Wilcoxon Signed-Rank، والذي يوفر قيمة  $Z$  والتي يتم حسابها على النحو التالي:

$$Z = W / \sqrt{\frac{N(N+1)(2N+1)}{6}}$$

حيث: (W) مجموع الرتب لجميع الملاحظات، (N) عدد المشاهدات لكل مجموعة، ووفقاً لمستوى الأهمية (المرتبط بقيمة  $Z$ )، يمكن قبول أو رفض فروض الدراسة. تم قياس أثر التغيرات الحادثة في سعر الصرف على أداء قيم مؤشر EGX30 للبورصة المصرية. بالاعتماد على المقارنة بين وضع قيم المؤشر قبل وبعد أحداث التخفيض. من خلال قياس قبلي وبعدي لقيم مؤشر البورصة المصرية EGX30 لفترة أسبوعية

تلخص استجابته الفورية وأخرى شهرية للتعرف على الاستجابة اللاحقة لقرار تغيير سعر الصرف، للتحقق من مدى صحة الفرض الثاني وذلك خلال أحداث التخفيض الأربعة محل الدراسة. يوضح الجدول رقم (٥) نتائج اختبار الفرض الثاني:

**جدول (٥): نتائج اختبار الفرض الثاني (اختبار الفروق).**

Sig .	Z	المتوسط	متوسط الرتب	ملاحظات	الفروق بين القياس القبلي والبعدي	المتغير	فترة المقارنة	تاريخ الحدث (التخفيض)	
0.0431	-2.023	8411.84	0.00	0 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال أسبوع	03/11/2016	
		10042.56	3.00	5 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.000	-3.92	8324.99	0.00	0 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال شهر		
		10924.80	10.50	20 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.0431	-2.023	10649.68	0.00	0 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال أسبوع		21/03/2022
		11580.56	3.00	5 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.040	-2.053	10893.55	6.25	8 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال شهر		
		11209.04	13.33	12 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.043	-2.023	10376.17	0.00	0 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال أسبوع	27/10/2022	
		11312.03	3.00	5 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.000	-3.92	10032.33	0.00	0 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال شهر		
		12097.07	10.50	20 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.043	-2.023	29622.08	0.00	0 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال أسبوع		06/03/2024
		32255.70	3.00	5 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			
0.247	-1.157	29000.78	9.25	8 <sup>a</sup>	الرتب السلبية	مؤشر EGX30 - قبل التعويم	خلال شهر		
		29668.30	11.33	12 <sup>b</sup>	الرتب الإيجابية	مؤشر EGX30 - بعد التعويم			

a. قيمة مؤشر EGX30 - بعد التعويم > قيمة مؤشر EGX30 - قبل التعويم  
b. قيمة مؤشر EGX30 - بعد التعويم < قيمة مؤشر EGX30 - قبل التعويم

يوضح الجدول السابق كيفية استجابة قيم مؤشر EGX30 لأحداث التخفيض الأربعة محل الدراسة من خلال تحليل الأثر الفوري الحادث خلال أسبوع والأثر اللاحق أو البعدي خلال شهر من تاريخ اتخاذ البنك المركزي لكل قرار تخفيض بشكل منفصل.

أسفرت نتائج هذا التحليل عن صحة الفرض الثاني جزئياً. حيث اتضح أنه يمكن تعميم نتائج الاستجابة الفورية لسوق الأوراق المالية ممثلةً باستجابة قيم مؤشر EGX30، فقد أسفرت النتائج عن استجابة موحدة لأحداث (قرارات) التخفيض الأربعة محل الدراسة، فلم يُظهر مؤشر EGX30 أي رتبةً سلبية خلال الأسبوع التالي لقرار التخفيض، وبالتالي لا توجد أي انخفاضات في المؤشر خلال هذه الفترة القصيرة الأجل حيث أفادت جميع الحالات برتب إيجابية، مما يعكس تحسناً ثابتاً ومعنوياً إحصائياً ( $Z \approx -2.023$ ،  $Sig \approx 0.043$ ). يشير هذا التوحيد إلى أن قرارات التخفيض تبث الثقة الفورية للمستثمرين، مسببةً نوعاً من التفاؤل يعكس في تعزيز عمليات الشراء مما يؤدي إلى مكاسب قصيرة الأجل.

أما بالانتقال إلى الأثر الشهري فيمكن تناوله من خلال اتجاهين حيث يمكن دمج الأثر الحادث خلال حدثي التخفيض الأول والثالث، ثم الثاني والرابع معاً. فقد أظهرتا فترتي الحدثين الأول والثالث (٢٠١٦/١١/٠٣ و ٢٠٢٢/١٠/٢٧) زيادات قوية ومتسقة في جميع الحالات بواقع (٢٠ مرتبة إيجابية) مما يعني أن هناك ارتفاع في قيم المؤشر بعد اتخاذ قرار التخفيض عن القيم قبل اتخاذه، مع وجود فرق إحصائي كبير ( $Z \approx -3.92$ ،  $Sig = 0.000$ ). يعكس اتجاهات إيجابية كبيرة، مما يشير إلى أن الزخم الإيجابي الناتج عن التخفيض العام الأولي استمر طوال الشهر، مؤدياً إلى مكاسب كبيرة داخل المؤشر.

في حين أن فترتي حدثي التخفيض الثاني والرابع فقد أوضح التحليل أنهما قد شهدتا نوعاً من التباين في ردود الأفعال حيث كشفت البيانات الشهرية لهاتين الفترتين عن أثراً أكثر تنوعاً للتخفيض على قيم المؤشر. فقد أظهر المؤشر رتبةً إيجابية قدرها (١٢) رتبة مقارنةً بالسلبية وعددها (٨)، مما يشير إلى الأثر الإيجابي الذي أحدثه قرار التخفيض في هاتين الفترتين وقدرته على رسم اتجاه تصاعدي عام، إلا أن الأثر لم يكن معنوياً في ٢٠٢٤ وكان الفارق ( $Z = -1.157$ ،  $Sig = 0.247$ ). مما يشير إلى أنه في حين كان للتخفيض أثراً إيجابياً، إلا أنه لم يكن قوياً أو ثابتاً

كما كان الحال في فترات أخرى، ربما بسبب عوامل خارجية أو ظروف السوق التي خفتت من تفاؤل المستثمرين.

#### ■ اختبار الفرض الثالث

لاختبار الفرض الثالث، تم إجراء اختبار الانحدار المتعدد من أجل معرفة تأثير كل من سعر الصرف، و صافي استثمارات محفظة الأجانب كمتغيرات مستقلة على قيم مؤشر EGX30 كمتغير تابع، باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary Least Squares. وجاءت المعادلة المقدرة حسب نموذج الانحدار الخطي المتعدد كالتالي:

$$\hat{Y}_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 X_{1t} + \hat{\beta}_2 X_{2t} + \hat{u}_t$$

حيث:  $(\hat{\alpha})$  الحد الثابت لنموذج الانحدار،  $(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2)$  معاملات المتغيرات المستقلة،  $(\hat{u})$  الخطأ القياسي للنموذج المقدر،  $(\hat{Y}_t)$  قيمه المتغير التابع قيم مؤشر EGX30 في الفترة  $(t)$  سعر الصرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري في الفترة  $(t)$ ،  $(X_{2t})$  صافي تدفقات المحفظة للأجانب في الفترة  $(t)$ ، وجاءت نتائج الاختبار للفرض كما يوضحها الجدول رقم (٦).

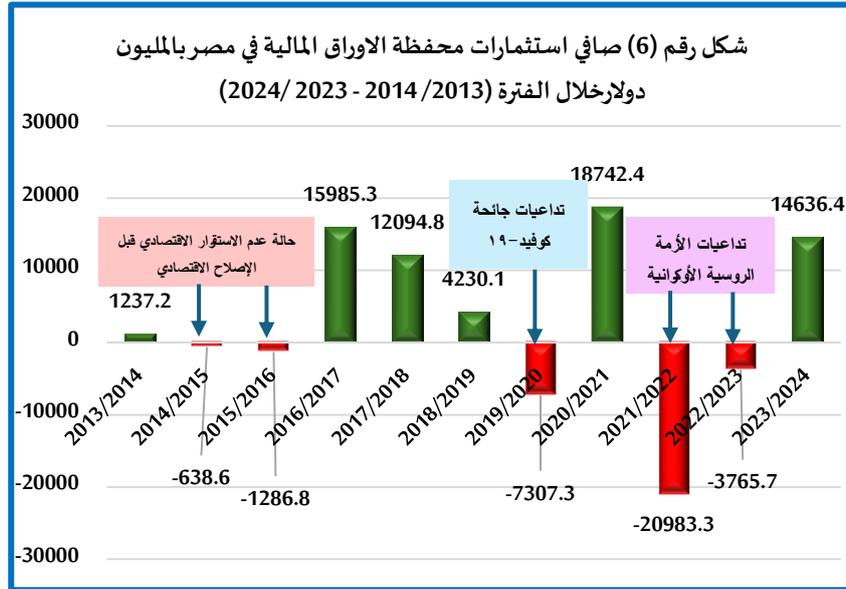
كشفت نتائج اختبار الفرض الثالث الموضحة بالجدول (٦) عن صحة الفرض الثالث جزئياً. فقد أسفرت النتائج عن درجات متفاوتة من تأثير المتغيرات المستقلة، مما يشير إلى أن العلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر EGX30 جاءت غير متسقة بمرور الوقت وتحتاج لتفسير. والتي يمكن تناولها كما يلي:

### جدول (٦): نتائج اختبار الفرض الثالث (اختبار التأثير)

القرار	تاريخ القرار	ملخص النموذج		تحليل التباين ANOVA		معاملات المتغيرات المستقلة		المتغيرات المستقلة				
		R <sup>2</sup>	R	Sig.	F	معياري	غير معياري					
						Beta	B					
الأول	03/11/2016	95.69%	97.80%	0.000	644.00	33.4	4838.14	الحد الثابت				
								0.000	32.1	1.070	381.63	سعر الصرف الدولار
								0.000	-5.4	-0.17	0.000	صافي استثمارات المحفظة الأجنبية
								0.000	17.2		11468.0	الحد الثابت
الثاني	21/03/2022	2.62%	16.20%	0.463	0.78	-0.5	-19.109	سعر الصرف الدولار				
								0.238	1.2	0.155	0.000	صافي استثمارات المحفظة الأجنبية
								0.109	-1.6		-1563.284	الحد الثابت
								0.000	13.4	0.852	586.394	سعر الصرف الدولار
الثالث	27/10/2022	77.03%	87.80%	0.000	97.23	-2.1	-0.13	صافي استثمارات المحفظة الأجنبية				
								0.920	0.1		18783317.5	الحد الثابت
								0.853	-0.2	-0.02	-860732.4	سعر الصرف الدولار
								0.790	-0.3	-0.03	-0.064	صافي استثمارات المحفظة الأجنبية
الرابع	06/03/2024	0.17%	4.10%	0.951	0.05	-0.2	-0.02	سعر الصرف الدولار				
								0.920	0.1		18783317.5	الحد الثابت
								0.853	-0.2	-0.02	-860732.4	سعر الصرف الدولار
								0.790	-0.3	-0.03	-0.064	صافي استثمارات المحفظة الأجنبية

- **قرار التخفيض الأول:** أظهر النموذج قدرة تفسيرية كبيرة حيث بلغ معامل التحديد ( $R^2 = 95.69\%$ )، مما يعني أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير حوالي ٩٦٪ من التغيرات الحادثة في المتغير التابع (قيم مؤشر EGX30). وجاءت العلاقة بين سعر صرف الدولار الأمريكي وقيمة مؤشر EGX30 طردية، بمعنى آخر أن انخفاض قيمة العملة المحلية (الجنيه المصري) يؤدي إلى ارتفاع قيمة مؤشر EGX30، وهذه النتائج تتسق مع التحليل السابق شكل رقم (٥). أما العلاقة بين صافي تدفقات محفظة الأجانب ومؤشر EGX30 فجاءت عكسية ربما بسبب أن التقلبات الشديدة في استثمارات المحفظة الأجنبية تعطي انطباعاً سلبياً عن حالة السوق وبالتالي تؤثر سلباً على قيمة مؤشر البورصة.
- **قرار التخفيض الثاني:** بلغ معامل التحديد ٢.٦٢٪ وهو ضعيف جداً، وهو يعني أن كل من أسعار الصرف وصافي تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية يفسر أقل من ٣٪ من التغيرات في قيمة مؤشر البورصة وكانت النتائج غير معنوية أيضاً. ويمكن تفسير ذلك بسبب العوامل الأخرى غير المدرجة في النموذج فتخفيض سعر الصرف في هذه الفترة لم يفلح في وقف نزيف هروب استثمارات

المحفظة (الأموال الساخنة) ولا إحداث تحسناً في مؤشر البورصة الرئيسي وقد تتمثل أهم هذه العوامل الأخرى هنا في حالة عدم اليقين التي صاحبت الأزمة الروسية الأوكرانية وتشديد السياسة النقدية العالمية. ويمكن أن يفسر الشكل رقم (٦) هذه الحالة. حيث يتضح من الشكل أن أكبر خروج لاستثمارات المحفظة الأجنبية كان في عام ٢٠٢٢، بعد الغزو الروسي لأوكرانيا في ٢٤ فبراير ٢٠٢٢. وقد أشار صندوق النقد الدولي في تقريره الصادر في ١٠ يناير ٢٠٢٣ أن التدفقات الخارجة من غير المقيمين خلال فبراير ومارس ٢٠٢٢ قد زادت من الضغوط على سعر الصرف وسوق الدين بالعملة المحلية (IMF, January 10, 2023).



المصدر: البنك المركزي المصري، مؤان المدفوعات.

<https://www.cbe.org.ar/economic-research/time-series>

▪ **قرار التخفيض الثالث:** بلغ معامل التحديد ٧٧.٠٣٪ وجاءت النتائج معنوية، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة (سعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة الأجنبية) تُفسر ٧٧٪ من التغيرات في المتغير التابع (قيمة مؤشر EGX30) وهذا التفسير يتفق تماماً مع نفس نتائج التخفيض الأول. وقد يكون ارتفاع القدرة التفسيرية هنا مقارنة بقرار التخفيض الثاني أن هذا الانخفاض في سعر الصرف ارتبط بالتوصل إلى اتفاق مع صندوق النقد الدولي على مستوى الخبراء في ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢ وهو ما يعني زيادة ثقة المستثمرين وبالتالي انعكس على مؤشر البورصة الرئيسي (IMF, January 10, 2023).

▪ **قرار التخفيض الرابع:** جاء معامل التحديد منخفض جداً (٠.١٧٪) وجاءت النتائج غير معنوية، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة (سعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة لم تفسر التغير في المتغير التابع (قيمة مؤشر EGX30)).

وعلى الرغم من أن نتائج تحليل الانحدار توضح أنه لا يوجد تأثير لسعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة الأجنبية على مؤشر البورصة الرئيسي إلا أن بيانات البنك المركزي توضح أن استثمارات محفظة الأوراق المالية تحولت إلى صافي تدفق للداخل بلغ ١٤.٦ مليار دولار خلال الفترة (١ يوليو ٢٠٢٣ - ٣١ مارس ٢٠٢٤) كما يتضح من الشكل رقم (٦)، وتركزت هذه التدفقات خلال الربع الأول أي الفترة (يناير/ مارس ٢٠٢٤)، ويرجع ذلك بصفة أساسية نتيجة تحسن أداء الاقتصاد المصري بعد صفقة رأس الحكمة وقرارات ٦ مارس ٢٠٢٤ (البنك المركزي المصري، ٢٠٢٤). وتوجهت هذه الأموال الساخنة للاستثمار في أدون الخزانة المصرية بعد رفع البنك المركزي أسعار الفائدة ب ٦ نقاط مئوية لتصل إلى ٢٧.٢٥٪ على الإيداع و ٢٨.٢٥٪ على الإقراض، وبذلك احتلت مصر المرتبة الخامسة عالمياً ضمن الدول صاحبة أعلى فائدة (American University in Cairo, 2024).

## خامساً: النتائج والتوصيات

فيما يلي أهم نتائج الدراسة والتوصيات الخاصة بها

### ١- النتائج

توصل الدراسة إلى النتائج التالية:

#### أ- نتائج اختبار السببية "الفرض الأول"

تتجه علاقة السببية من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم (مُقاسة بقيم مؤشر EGX30) وهو ما يتفق مع النهج التقليدي، مع ملاحظة أنه كلما كان الانخفاض في سعر الصرف كبيراً (سعر الجنيه المصري) زادت قوة العلاقة السببية، كما هو الحال في التخفيض الأول والرابع. الأمر الذي يشير إلى أن نسبة الانخفاض في سعر الصرف تلعب دوراً حيوياً في تحديد قوة سببية العلاقة، وهو ما يؤكد صحة الفرض الأول.

#### ب- نتائج دراسة الحدث "الفرض الثاني"

- **الاستجابة الفورية (خلال اسبوع):** أدى تخفيض سعر الصرف خلال الأحداث الأربعة إلى تحسن قيم مؤشر EGX30، ويشير هذا إلى أن تخفيض قيمة العملة قد زاد من ثقة المستثمرين مسبباً نوعاً من التفاؤل انعكس في تعزيز عمليات الشراء مما يؤدي إلى مكاسب قصيرة الأجل في المؤشر.
- **الاستجابة اللاحقة:** في الحدثين الأول والثالث أدى تخفيض سعر الصرف إلى تحسن قيم مؤشر البورصة وهو ما يعني أن الانخفاض في قيمة العملة المرتبطة ببرامج مع صندوق النقد الدولي تزيد من ثقة المستثمر وهو ما ينعكس على عمليات الشراء في البورصة. أما الحدثان الثاني والرابع فقد أظهرتا أثراً إيجابياً، ولكنه غير معنوي.

### ج- نتائج تحليل الانحدار المتعدد "الفرض الثالث"

- **التخفيض الأول والثالث:** أوضح النموذج قدرة تفسيرية عالية، حيث بلغ معامل التحديد ٩٦٪ في القرار الأول، و٧٧٪ في القرار الثالث، وكانت النتائج معنوية، ويمكن تفسير ذلك بارتباط هذين القرارين ببرامج لصندوق النقد الدولي، وهو ما عزز من ثقة المستثمرين الاجانب وهو ما يتسق مع نتائج دراسة الحدث.
- **التخفيض الثاني والرابع:** جاءت القدرة التفسيرية منخفضة جداً والنتائج غير معنوية، وهذا ما يعني أن هناك عوامل خارجية لم تدرج في النموذج أثرت على قيمة المؤشر والتي قد تكون حالة عدم اليقين المرتبطة بالأزمة الروسية الأوكرانية وتشديد السياسة النقدية العالمية وحرب غزة وإسرائيل.

## ٢- التوصيات

تقدم الدراسة التوصيات التالية:

- أ- يقترح وضع ضوابط على حركة رؤوس الأموال قصير الأجل "الأموال الساخنة" لدورها الكبير في تقلبات سعر الصرف وما له من دور في تسعير الاصول المالية.
- ب- ينصح بتقليل الاعتماد على التمويل الدولي وخاصة الديون واستثمارات المحفظة في تمويل برامج التنمية المحلية لما لها من آثار على تغير معنويات المستثمرين عند تغير الظروف الدولية.
- ج- يقترح على صانع السياسة الاقتصادية تحديد التوقيت المناسب لتخفيض العملة، ومقدار التخفيض وحساب الآثار الاقتصادية الكلية للتخفيض قبل اتخاذ مثل هذا القرار.
- د- ينصح بضرورة قيام المستثمر بتحديد التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق والتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف خاصة في أوقات الأزمات.

## سادساً: الأبحاث المستقبلية

### يُقترح القيام بالأبحاث التالية مستقبلاً

١. أثر التشديد النقدي العالمي على أسعار الصرف وأسعار الأسهم في الأسواق الناشئة.
٢. أثر تقلبات استثمارات محفظة الاجانب على أسعار الصرف في الاقتصادات الناشئة.
٣. تأثير العوامل السلوكية على أسعار الأسهم في ظل تغيرات أسعار الصرف.

## سابعاً: المراجع

### ١- المراجع العربية

- البنك الدولي. (٢٠٢٤). قاعدة بيانات مؤشرات التنمية الدولية.  
البنك المركزي المصري. (٢٠٢٤). السلاسل الزمنية، بيانات ميزان المدفوعات.  
البنك المركزي المصري. (٨ يوليو، ٢٠٢٤). بيان صحفي بشأن اداء ميزان المدفوعات خلال الفترة يوليو/مارس من السنة المالية ٢٠٢٣ / ٢٠٢٤. تم الاسترداد من

<https://www.cbe.org.eg/ar/news->

[publications/news/2024/07/08/12/18/press-release-balance-of-payments-performance-in-july-march-of-fy-2023-2024](https://www.cbe.org.eg/ar/news-publications/news/2024/07/08/12/18/press-release-balance-of-payments-performance-in-july-march-of-fy-2023-2024)

عيد رشاد عبد القادر. (٢٠٢٣). الإصلاح الاقتصادي والموازنة العامة في مصر دراسة تحليلية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية - كلية التجارة جامعة مدينة السادات*، ١٥ (٤)، ٥٩٢ - ٦٣٢.

<https://doi:10.21608/masf.2023.330396>

هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني. (٢٠٢١). أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية. *المجلة العربية للإدارة*، ٤١ (١)، ١٢٧-١٤٤. (<https://doi:10.21608/aja.2021.150992>)

## ٢- المراجع الأجنبية

- Alimi, A. S., & Adediran, I. (2023, July). A new look at stock price-exchange rate nexus: Analysis of COVID-19 pandemic waves in advanced and emerging economies. *Scientific African*, 20. doi: <https://doi.org/10.1016/j.sciaf.2023.e01671>
- American University in Cairo. (2024, August 9). Alternative Policy Solutions. *Hot Money Flows in Unstable Economies, Fuels Fiscal Crises*. Retrieved from Alternative Policy Solutions: <https://aps.aucegypt.edu/en/articles/1419/hot-money-flows-in-unstable-economies-fuels-fiscal-crises>.
- Anifowose, A. D. (2018). Dynamics of exchange rate and stock Price index in Emerging Markets: An empirical evidence from Nigeria and South Africa. *Journal of Business Strategies*. doi: [https://doi.org/10.29270/JBS.12.1\(18\).01](https://doi.org/10.29270/JBS.12.1(18).01).
- Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2015). On the relation between stock prices and exchange rates: a review article. *Journal of Economic Studies*, 42(4), 707-732. <https://doi.org/10.1108/JES-03-2015-0043>.
- Bansal, V., & Bhurat, C. (2024). Discovering The Relation Between Stock Prices and Exchange Rates. *International Journal for Multidisciplinary Research*, 6(4). Retrieved from <https://www.ijfmr.com/papers/2024/4/25431.pdf>.
- El-Diftar, D. (2023). The impact of exchange rates on stock market performance of the Emerging 7. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(2). doi: <https://doi.org/10.1108/JCMS-03-2023-0005>.

- Gbadebo, A. D. (2023). Causality Evidence of Exchange Rate - Stock Price Relation in Nigeria: Symmetric and Asymmetric Approach. *Financial Economics*, 19(4), 193-209. Retrieved from <https://dj.univ-danubius.ro/index.php/AUDOE/article/view/2377>.
- Hussain, M., Bashir, U., & Rehman, R. (2024). Exchange Rate and Stock Prices Volatility Connectedness and Spillover during Pandemic Induced-Crises: Evidence from BRICS Countries. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31, 183-203. doi: <https://doi.org/10.1007/s10690-023-09411-0>.
- IMF. (April 26, 2024). *Arab Republic of Egypt: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Monetary Policy Consultation, and Requests for Waiver of Nonobservance of a Performance Criterion, and Augmentation and Rephasing of Access-P*. International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/04/26/Arab-Republic-of-Egypt-First-and-Second-Reviews-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-548335>.
- IMF. (January 10, 2023). *Arab Republic of Egypt: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility-Press Release; and Staff Report*. International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/01/06/Arab-Republic-of-Egypt-Request-for-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-527849>.

- Kalam, K. (2020, August). The Effects of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: Evidence from Malaysia's Stock Market Return Performance. *Journal of World Business*. Retrieved from [https://www.researchgate.net/profile/Khaled-Kalam-2/publication/344158504\\_The\\_Effects\\_of\\_Macroeconomic\\_Variables\\_on\\_Stock\\_Market\\_Returns\\_Evidence\\_from\\_Malaysia's\\_Stock\\_Market\\_Return\\_Performance/link/s/5f56a548299bf13a31aaeffc/The-Effects-of-Macroeconomic-V](https://www.researchgate.net/profile/Khaled-Kalam-2/publication/344158504_The_Effects_of_Macroeconomic_Variables_on_Stock_Market_Returns_Evidence_from_Malaysia's_Stock_Market_Return_Performance/link/s/5f56a548299bf13a31aaeffc/The-Effects-of-Macroeconomic-V).
- Lean, H.-H., Halim, M., & Wong, W.-K. (2005). Bivariate causality between exchange rates and stock prices on major Asian countries. *Monash University, Australia. DEPARTMENT OF ECONOMICS DISCUSSION PAPER 10/05*. Retrieved from [https://www.monash.edu/data/assets/pdf\\_file/0005/925601/bivariate\\_causality\\_between\\_exchange\\_rates\\_and\\_stock\\_prices\\_on\\_major\\_asian\\_countries.pdf](https://www.monash.edu/data/assets/pdf_file/0005/925601/bivariate_causality_between_exchange_rates_and_stock_prices_on_major_asian_countries.pdf).
- Mosallamy, D. A., & Gamal, N. (2024). Empirical Evidence on Testing the Efficient Market Hypothesis in Egypt: Case of Currency Devaluation. *MSA-Management science journal*, 3(2), pp. 1-27. Retrieved from [https://msamsj.journals.ekb.eg/article\\_337042\\_9489f432a2a43d25a9635ef00df98320.pdf](https://msamsj.journals.ekb.eg/article_337042_9489f432a2a43d25a9635ef00df98320.pdf)
- Mwaanga, C., & Njebete, N. (2017, December). The Long-Run and Short-Run Relationship between the Exchange Rates and Stock Market Prices. *Journal of Financial Risk Management*, 315-324. <https://doi:10.4236/jfrm.2017.64023>
- Nalin, L., & Yajima, G. T. (2020, December). Balance Sheet Effects of a Currency Devaluation: A Stock-Flow Consistent Framework for Mexico? *Levy Economics Institute of Bard college, Working Paper No. 980*. Retrieved from [https://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_980.pdf](https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_980.pdf)

- Obben, J., Pech, A., & Shakur, S. (2006, December). Analysis of the relationship between the share market performance and exchange rates in New Zealand: A cointegrating VAR approach. *New Zealand Economic Papers*, 40(2), 147-180.  
<https://doi:DOI:10.1080/00779954.2006.9558559>
- Phylaktis, K., & Ravazzolo, F. (2005, November). Stock prices and exchange rate dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 24(7), 1031-1053. doi:  
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2005.08.001>
- Rehan, R., Zehra, I., Chhapra, I., & Makhija, P. (2019). The Relationship between Exchange Rate and Stock Prices in South Asian Countries. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 6(9), 113-135.  
Retrieved from  
[https://www.ijicc.net/images/Vol6Iss9/6909\\_Rehan\\_2019\\_E\\_R.pdf](https://www.ijicc.net/images/Vol6Iss9/6909_Rehan_2019_E_R.pdf)
- Sakr, A. M., Youssef, A., & Mahrous, M. (2022). Measuring Stock Returns after Controlling Inflation Effect and Foreign Currency Fluctuations: Evidence from Egypt. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 20(s1). Retrieved from  
<https://www.abacademies.org/articles/measuring-stock-returns-after-controlling-inflation-effect-and-foreign-currency-fluctuations-evidence-from-egypt-13112.html>
- Silva, T. C., Wilhelm, P. V., & Tabak , B. M. (2023, July). The effect of interconnectivity on stock returns during the Global Financial Crisis. *The North American Journal of Economics and Finance*, 67. doi:  
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.101940>

- Thuranira, K. E., Muthoga, S., & Maingi, J. N. (2024). Dynamic Response of Stock Prices to Changes in Foreign Exchange Rate. 8(1). doi: <https://doi.org/10.53819/81018102t5320>
- Umoru, D., Effiong, S. E., Umar, S. S., Okpara, E., Ugbaka, M. A., Otu, C. A., . . . Ekeoba, A. A. (2023). Reactions of stock returns to asymmetric changes in exchange rates and oil prices. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 7(3), 42-56. doi: <https://doi.org/10.22495/cgobrv7i3p4>
- Wong, H. T. (2022, December). The impact of real exchange rates on real stock prices. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 27(54), 262-276. doi: <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2021-0011>
- Zarei, A., Ariff, M., & Bhatti, M. (2019). The impact of exchange rates on stock market returns: new evidence from seven free-floating currencies. *The European Journal of Finance*, 25(14), 1277-1288. doi: <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1589550>
- Zhang, W., & Yang, P. (2018, December). Research on Dynamic Relationship between Exchange Rate and Stock Price—Based on GARCH-in-Mean Model. *Journal of Service Science and Management*, 11(6), 691-702. <https://doi:10.4236/jssm.2018.116046>