



## الرافعة المالية والمخاطر الخاصة والعوائد غير العادية للإعلان عن عمليات

### إعادة شراء الأسهم في البورصة المصرية<sup>1</sup>

د. محمود فتحي شلقامى<sup>2</sup>

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

#### ملخص البحث

قدمت الدراسة تفسير للعوائد غير العادية للشركات المعلنه عن عمليات إعادة شراء الأسهم بواسطة الرافعة المالية والمخاطر الخاصة في البورصة المصرية، وقد أجريت الدراسة على بيانات 70 شركة قامت بالإعلان عن إعادة شراء الأسهم خلال فترة الدراسة خلال الفترة من 2008 إلى عام 2018، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة بين التغيرات في الرافعة المالية والمخاطر الخاصة، وكذلك وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المخاطر الخاصة والعوائد غير العادية للشركات المعلنه عن إعادة الشراء في البورصة المصرية.

**الكلمات المفتاحية:** العوائد غير العادية في الاجل الطويل - الإعلان عن إعادة شراء الأسهم - المخاطر الخاصة - البورصة المصرية.

#### 1- مقدمة

تعتبر العوائد غير العادية للشركات المعلنه عن عملية إعادة الشراء أحد غرائب السوق، حيث بدأ مصطلح غرائب السوق Market Anomalies في الظهور عندما جاءت نتائج العديد من الدراسات التطبيقية بما لا يتفق مع نظريات كفاءة السوق ونماذج تسعير الأصول، حيث يكون نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير قادر علي تفسير العديد من الظواهر. ومن تلك الغرائب على سبيل المثال تلك المتعلقة بتأثير الحجم حيث توصل بانز (Banz, 1981) الي أن الأسهم الصغيرة والتي تتميز بانها الأقل من حيث القيمة السوقية، هي التي تتميز بارتفاع متوسط العوائد الغير عادية، وقد وجد رول (Roll, 1981) تفسيراً لذلك حيث وجد ارتفاع الخطورة لدى المنظمات الصغيرة عن المنظمات الكبيرة، وبالتالي احقية المنظمات الصغيرة في المطالبة بالحصول على عوائد مرتفعة، وقد توصل برى وبرون (Barry & Brown, 1984) الى ن تفسير تلك الظاهرة يرجع الي الاختلاف في المعلومات المتاحة عن كلا من المنظمات الصغيرة والمنظمات الكبيرة، هو ما يسبب الخطورة المرتفعة للمنظمات الصغيرة. كما أظهرت الدراسات (Jegadeesh & Titman, 1993; Lin, 2018) نوع آخر من تلك الغرائب والذي يتمثل في شراء الأسهم الراححة في الفترة السابقة (من ثلاثة إلى 12 شهر) والاحتفاظ بها لمدة من ثلاثة إلى 12 شهر، وكذلك بيع الأسهم الخاسرة في الفترة السابقة (من ثلاثة إلى 12 شهر)، ينتج عن ذلك عوائد غير عادية وتسمى تلك الإستراتيجية الاستثمارية إستراتيجية الزخم Momentum Strategy.

<sup>1</sup> تم تقديم البحث في 2019/7/17، وتم قبوله للنشر في 2019/10/22.

<sup>2</sup> أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ([drmahmoudshalkmy@yahoo.com](mailto:drmahmoudshalkmy@yahoo.com))

وتمتد غرائب السوق لتشمل غرائب العوائد طويلة الأجل، والتي تشمل الإصدارات العامة الأولية وإصدارات الأسهم (الملكية) الموسمية، حيث يتم تسعير الأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية underpricing بعد الإعلان عن تلك الإصدارات وهذا ما توصل اليه لوجران وريتير (Loughran & Ritter, 1995) وكذلك ايده بريف وجمبرز (Brav & Gompers, 1997)، كما تشمل غرائب العوائد طويلة الأجل موضوع الدراسة وهو الإعلان عن إعادة شراء الأسهم Share Repurchases كما أظهرت دراسة فراج (فراج، 2014)، حيث يتحقق عوائد غير عادية نتيجة الاعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم (Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 1995; Lakonishok & Vermaelen, 1990; Wang & DeGennaro, 2019)

ولقد حظي موضوع المخاطر الخاصة idiosyncratic risk باهتمام العديد من الباحثين في مجال التمويل، وهي المخاطر المتعلقة بشركة معينة، او المخاطر غير المنتظمة والتي يمكن التخلص منها بالتنوع. وذلك وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث ان العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر هو لتعويضه عن المخاطر المنتظمة أو العامة فقط، ووفقا لذلك لا يجب تسعير المخاطر الخاصة، وعلى الرغم من ذلك فقد شهد أدب التمويل منذ وقت مبكر الدليل التطبيقي empirical evidence لتسعير المخاطر الخاصة، حيث أظهر دوغلاس (Douglas, 1969)، وكذلك لانتر (Lintner, 1965) معنوية تباين البواقي residuals وذلك لنموذج السوق من خلال تفسير متوسط عوائد الأسهم. ولقد استتبع ذلك ظهور نتائج العديد من الدراسات التي اشارت الي أن المستثمرين يجدون صعوبة في الاحتفاظ بمحفظة متنوعة تمامًا كما تقترحه نظرية المحفظة الحديثة. حيث وجد غوتزمان وكوما (Goetzmann & Kuma, 2004) ان نسبة محافظ المستثمرين الموجودة في عينة الدراسة والتي تحتوي علي سهم واحد تزيد عن 25%، كما ان المحافظ التي لا تزيد عن ثلاثة أسهم تشكل أكثر من نصف المحافظ، كما ان المحافظ التي تزيد عن 10 أسهم تشكل اقل من 10% من المحافظ. علاوة على ذلك فقد توصل كامبل وليتاو ومالكيل وشو (Campbell, Lettau, Malkiel & Xu, 2001). الي ان التقلبات الخاصة قد زادت بشكل كبير خلال الفترة من عام 1962 حتى عام 1997، على الرغم من أن التقلبات الكلية لسوق الأوراق المالية ظلت ثابتة نسبيًا، وأصبحت التقلبات الخاصة هي أكبر مكون لتقلبات العوائد الخاصة للشركة. وبالتالي يحتاج المستثمر الأقل تنوعًا إلى عوائد أكبر للتعويض عن تحملهم لمخاطر خاصة.

وقد تم الاستعانة بالمخاطر الخاصة لتفسير بعض غرائب السوق مثل استراتيجية الزخم حيث توصل ارينا وهاغارد ويان (Arena, Haggard & Yan, 2008)، الي وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المخاطر الخاصة وعوائد الزخم، حيث اجريت في الولايات المتحدة، وكذلك تم التوصل الي تلك النتيجة على مستوي كوريا الجنوبية بواسطة بيو وشين (Pyo & Shin, 2013). وقد امتد استخدام المخاطر الخاصة في تفسير غرائب السوق ليشمل العوائد غير العادية بعد إعادة الشراء في الاجل الطويل. حيث ان شركات إعادة الشراء قد تواجه برافعة مالية متزايدة بعد إعادة شراء الأسهم، مما قد يؤدي الي ارتفاع التقلبات الخاصة (المخاطر الخاصة) بشركات إعادة الشراء. حيث توصل دينيس وستريكلاندي (Dennis & Strickland, 2009) الي وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات الخاصة (المخاطر الخاصة) والرافعة المالية. ويشكل هذا الأساس الذي استند اليه تفسير العوائد غير العادية بعد الإعلان عن إعادة الشراء باستخدام المخاطر الخاصة.

## 2- مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في ضرورة التعرف على أثر المخاطر الخاصة على العوائد غير العادية في الاجل الطويل لاسهم الشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات اعادة شراء الأسهم في البورصة المصرية، وبناء على ذلك فإنه يمكن صياغة التساؤلات التالية في إطار مشكلة الدراسة الحالية:

- 1-2 هل تؤثر التغيرات في الرافعة المالية الناتجة عن الإعلان عن إعادة الشراء على المخاطر الخاصة؟
- 2-2 هل تؤثر المخاطر الخاصة على العوائد غير العادية في الاجل الطويل لاسهم الشركات المعلنه عن عمليات اعادة شراء الأسهم؟

## 3- أهمية وهدف الدراسة

تنبع أهمية الدراسة الحالية من الموضوع الذي تناولته والذي يتمثل في المخاطر الخاصة، حيث توجد ندرة في الأبحاث العربية في هذا الموضوع على مستوي جمهورية مصر العربية وكذلك الدول العربية بشكل عام، كما تتضح أهمية الموضوع من حيث ان دراسة العلاقة بين المخاطر الخاصة والعوائد غير العادية في الاجل الطويل لاسهم الشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات اعادة شراء الأسهم، تساعد كل من الباحث والمستثمر في عملية اتخاذ القرارات وذلك سواء كان فردا أو مؤسسة استثمارية. كما تساعد الدراسة الحالية على تمهيد الطريق لإجراء المزيد من الدراسات المتعلقة بالمخاطر الخاصة ودورها في تفسير غرائب السوق على مستوي مصر وكذلك على مستوي الدول العربية نظرا لزيادة أهميتها كجزء من المخاطر التي يواجهها المستثمر.

وتأسيسا على ما سبق، واتساقا مع التساؤلات التي سيتم التركيز على إجابتها، فان الهدف الرئيسي التي تسعى إليه الدراسة الحالية التعرف على أثر المخاطر الخاصة على العوائد غير العادية في الاجل الطويل لاسهم الشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات اعادة شراء الأسهم في البورصة المصرية.

ويتحقق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- 1-3 التعرف على مدى تأثير التغيرات في الرافعة المالية الناتجة عن الإعلان عن إعادة الشراء على المخاطر الخاصة.

- 2-3 التعرف على مدى تأثير المخاطر الخاصة على العوائد غير العادية في الاجل الطويل لاسهم الشركات المعلنه عن عمليات اعادة شراء الأسهم.

## 4- الدراسات السابقة

يزخر أدب التمويل بالدراسات الخاصة بموضوع الإعلان عن إعادة شراء الأسهم، حيث اظهرت العديد من الدراسات تحقيق عوائد غير عادية علي المدى الطويل بعد إعلانات برامج إعادة الشراء، فمن تلك الدراسات دراسة ايكنبيري وزملاؤه (Ikenberry, et al., 1995) التي أجريت علي مستوي الولايات المتحدة الامريكية وخلال الفترة من 1980 الي 1990، وقد تم قياس العوائد غير العادية في الاجل الطويل باستخدام طريقة الشراء والاحتفاظ للعائد غير الطبيعي (BHAR) لمدة اربع سنوات بعد تاريخ الإعلان، كما قام ايكنبيري ولوكونيشوك

وفيرمالن (Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 2000) بتدعيم نتائج الدراسة السابقة ولكن بالتطبيق علي مستوي السوق الكندي وخلال الفترة من 1989 الي 1997، وقد ايدت تلك النتائج دراسة تشان وايبكبري ولي (Chan, Ikenberry & Lee, 2004) التي أجريت علي إعلانات إعادة الشراء في الولايات المتحدة خلال الفترة من 1980 الي 1996، وتم تأييد تلك النتائج علي مستوي تايوان بواسطة دراسة وانج ولين وفونج وتشن (Wang, Lin, Fung & Chen, 2013)، وعلي مستوي السوق المصري فقد توصلت دراسة السيد (السيد، 2016) الي تحقيق عوائد غير عادية علي المدى الطويل.

وقد أظهرت الدراسات العديد من التفسيرات لتحقيق تلك العوائد غير العادية بعد الإعلان عن إعادة الشراء، فهناك تفسير يقوم علي ان السهم يتم تقييمه بأقل من القيمة الحقيقية Undervaluation حيث تلجا المنظمة بالإعلان عن إعادة شراء الأسهم بغرض إعطاء إشارة Signal بما لديها من معلومات مواتية حول قيمة مستقبل الشركة في المستقبل بان سعر سهم هذه المنظمة في السوق هو اقل من قيمته الحقيقية، وتم تأييد هذا التفسير بواسطة العديد من الدراسات منها علي مستوي الولايات المتحدة مثل دراسة كومينت وجاريل (Comment & Jarrell, 1991) حيث أظهرت نتائجها وجود علاقة ايجابية ذات دلالة معنوية بين عوائد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم والنسب المطلوبة من الأسهم في إعادة الشراء. ووجود وعلاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين عوائد الإعلان عن عملية إعادة الشراء وعوائد الأسهم السابقة للإعلان.

ويوجد تفسير اخر يعتمد على استخدام عمليات إعادة شراء الأسهم كبديل للتوزيعات وتم تأييد هذا التفسير بدراسة فاما وفرنش (Fama & French, 2001). وقد قدمت نتائج بعض الدراسات تفسيراً اخر يقوم على فروض التدفق النقدي الحر the free cash flow، حيث يستند هذا التفسير على ان المنظمات تستخدم عمليات الإعلان عن إعادة شراء الأسهم لتتمكن من توزيع الفائض النقدي وكذلك تقليل التدفقات النقدية الحرة المتاحة استخدامها من قبل إدارة الشركة مما يساعد على تدنية تكلفة الوكالة المتعلقة باستثمارات المديرين المبالغ فيها وايضا بالاستثمار في مجالات غير منتجة. وايدت هذا التفسير نتائج دراسة جرلون ومايكي (Grullon & Michaely, 2004) حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة معنوية بين عوائد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم والنسب المطلوبة في إعادة الشراء proportion sought والنقدية cash، وذلك بالنسبة للمنظمات ذات معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية المنخفض، وعلاقة سالبة مع معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والحجم.

وعلى الرغم من تلك التفسيرات الا ان موضوع تحقيق عوائد غير العادية بعد الإعلان عن إعادة الشراء ظل محل جدل ودراسة، حيث تم اقتراح إمكانية استخدام المخاطر الخاصة لتفسير لتلك العوائد وذلك استنادا الي ان شركات إعادة الشراء تواجه رافعة مالية متزايدة بعد إعادة شراء الأسهم. حيث ينفق المستثمرين الأموال سواء نقدًا أو عن طريق الاقتراض عند إعادة شراء الأسهم مما يؤدي الي خفض حقوق الملكية وزيادة الدين بما يدفع بزيادة الرافعة المالية، وتم تايد ذلك من خلال ما توصلت اليه العديد من الدراسات (Dittmar, 2000; Hovakimian, 2004; Stephens & Weisbach, 1998) مما يعرض الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة لمخاطر الإفلاس وبالتالي تكون تقلبات العوائد مرتفعة. وتم تأييد ذلك من خلال الدراسات التي قامت بدراسة العلاقة بين المخاطر الخاصة والرافعة المالية حيث أظهرت نتائج دراسة براون وكاباديا (Brown & Kapadia, 2007) ان الرافعة المالية تزيد من المخاطر الخاصة، وقد أجريت الدراسة على مستوي الولايات المتحدة

الامريكية خلال الفترة من 1963 الي 2004. وايدت تلك النتائج دراسة فينك وفينك وجيرلون وويستون (Fink, Fink, Grullon & Weston, 2010) والتي أجريت خلال الفترة من 1926 الي 2006، وكذلك توصلت دراسة جيرلاخ، أوبادين، وزوربروج (Gerlach, Obaydin & Zurbruegg, 2015) الي وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغيرين خلال الفترة من 2000 الي 2012. وتم تأيد هذا التفسير من خلال نتائج دراسة هسو وهوانج (Hsu & Huang, 2016) والتي توصلت الي وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المخاطر الخاصة والعوائد غير العادية للشركات التي قامت بالإعلان عن اعادة الشراء في الاجل الطويل علي مستوي الولايات المتحدة وخلال الفترة من 1984 الي 2012. وقد تناولت الدراسة الحالية قدرة المخاطر الخاصة على تفسير العوائد غير العادية في الاجل الطويل لاسهم الشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات اعادة شراء الأسهم في البورصة المصرية.

### 5- فروض الدراسة

بناء على ما سبق من نتائج الدراسات السابقة تم صياغة الفرضيين التاليين لتحقيق أهداف الدراسة:  
**الفرض الأول:** يوجد تأثير إيجابي للرافعة المالية على المخاطر الخاصة للشركات المعلنه عن اعادة الشراء.  
**الفرض الثاني:** يوجد تأثير إيجابي للمخاطر الخاصة على العوائد غير العادية للشركات المعلنه عن اعادة الشراء.

### 6- حدود الدراسة

تم تطبيق الدراسة من الناحية الزمانية خلال الفترة من 2008 إلى عام 2018، كما اقتصرت الدراسة على الشركات المدرجة في البورصة المصرية والتي قامت بالإعلان عن إعادة شراء الأسهم، وكذلك فقد تم اختبار الفروض باستخدام نموذجين للانحدار بهما متغيرات رقابية Control Variables، ولكنها لا تشمل جميع المتغيرات الرقابية، لذلك تقتصر النتائج التي توصلت اليها الدراسة على مجموعة المتغيرات الرقابية التي تضمنها نموذج الانحدار فقط.

### 7- مجتمع الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة تم تعريف مجتمع الدراسة بأنه جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية والتي قامت بالإعلان عن إعادة شراء الأسهم في الفترة من 2008 إلى عام 2018، وذلك لأنه لم يتم تسجيل بيانات بالبورصة عن عمليات أسهم الخزينة قبل 2008/11/30، ويتكون مجتمع البحث من 70 شركة أعلنت عن إعادة شراء الأسهم خلال فترة الدراسة. كما مبين بالملحق رقم 1، وقد تم الحصول على البيانات من شركة مصر- لنشر المعلومات [www.egidegypt.com](http://www.egidegypt.com).

### 8- متغيرات الدراسة وأساليب قياسها

- (BHAR): وتمثل متغير العوائد غير العادية في الاجل الطويل، ويجدر الإشارة هنا الي انه توجد طريقتين لقياس متغير العوائد غير العادية في الاجل الطويل بعد مرور الشركات بأحداث معينة events مثل اجراء

التوزيعات dividend او الإصدارات العامة الأولية IPO وكذلك الإعلان عن عمليات إعادة الشراء وهو ما تناولته الدراسة الحالية وتتمثل الطريقتين فيما يلي:

**الطريقة الاولى:** وهي طريقة calendar-time method وتستخدم نموذج فاما وفرنش Fama & French (1993)

three-factor model ، حيث تعبر قيمة  $\alpha_i$  عن العوائد غير العادية في النموذج التالي:

$$R_{i,d} - R_{f,d} = \alpha_{i,d} + b_{i,d} [R_{m,d} - R_{f,d}] + s_{i,d} SMB_d + h_{i,d} HML_d + e_{i,d} \quad (1)$$

**الطريقة الثانية:** وهي طريقة Buy-and-hold abnormal return وهي الطريقة التي تم استخدامها في الدراسة الحالية، حيث تعد تلك الطريقة من أكثر الطرق التي تم تطبيقها في الدراسات السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة الحالية، حيث تم قياس العوائد غير العادية في الاجل الطويل بعد (الحدث event) وهو الإعلان عن إعادة الشراء لمدة ثلاث سنوات باستخدام طريقة الشراء والاحتفاظ للعائد غير الطبيعي (BHAR) بعد تاريخ الإعلان، حيث تساوي تلك العوائد (BHAR) الفرق في العائد المجمع compound return لمدة ثلاث سنوات بين الشركات التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء repurchasing firm والشركات المناظرة matching firm.

وقد تم تحديد الشركات المناظرة من خلال الخصائص التالية: أولاً: الا يكون لدي تلك الشركات أي إعلانات عن إعادة الشراء لمدة الثلاث سنوات السابقة لتاريخ اعلان الشركات التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء repurchasing firm ثانياً: بالنسبة لحجم الشركة يجب ان تنتمي الشركة لنفس المستوى العشري same size decile، وكذلك بالنسبة لمعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة (B/M) quintile وتشكل تلك النسبة العنصر الأكثر أهمية بالنسبة لباقي المعايير حيث يتم اختيار الشركة المناظرة من الشركات التي تفي بالمعايير بناء على اقرب نسبة لمعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة التي قامت بإعلان عن إعادة شراء الأسهم.

تم استخدام طريقة الشراء والاحتفاظ للعائد غير الطبيعي (BHAR) باتباع دراسة باربر وليون Barber & Lyon (1997)، كما يلي:

$$BHAR_{(i,a,b)} = \prod_{t=a}^b (R_{it} + 1) - \prod_{t=a}^b (R_{mt} + 1) \quad (2)$$

حيث تمثل  $BHAR_{(i,a,b)}$  العوائد غير العادي للشركة التي قامت بإعادة شراء الأسهم i (event firm). عبر فترة زمنية تبدأ من a الي b.

وتمثل  $R_{mt}$  عوائد السهم i في الشهر t.

وتمثل  $R_{it}$  عوائد الشركات المناظرة matching firm في الشهر t.

-  $Abnormal\_ \Delta IVOL_i$ : ويمثل متغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية وتم حسابه بالحصول على الفرق في التغيرات للتقلبات الخاصة من الشهر (-1) إلى الشهر +36 بين الشركات التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء والشركات المناظرة. ويوضح جدول رقم 1 الإحصاءات الوصفية  $Abnormal\_ \Delta IVOL_i$  قياس التغير في التقلبات الخاصة غير العادية.

جدول 1: الإحصاءات الوصفية لمتغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية

البيان	العدد	الوسط الحسابي	الوسيط
تغيرات التقلبات الخاصة للشركات التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء	70	0.072	0.048
تغيرات التقلبات الخاصة للشركات المناظرة	70	0.052	0.037
الفرق ( $Abnormal\_ \Delta IVOL_i$ )		0.032	0.016

وقد تم الحصول على التقلبات الخاصة باتباع دراسة كلا من (Ang, Hodrick, Xing & Zhang, 2006; Fu, 2009) وذلك كما يلي:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + b_{i,t} [R_{m,t} - R_{f,t}] + s_{i,t} SMB_t + h_{i,t} HML_t + e_{i,t}$$

حيث يمثل  $R_i$  العائد الشهري للسهم  $i$ . ويمثل  $R_f$  معدل العائد الشهري الخالي من الخطر، وقد تم استخدام متوسط معدل العائد الشهري لأذون الخزانة، ويمثل  $R_m$  العوائد الشهرية للسوق.

ويمثل SMB عوائد محافظة الشركات ذات الأسهم الصغيرة يطرح من عوائد محافظة الشركات ذات الأسهم الكبيرة، وتم ذلك بترتيب الاسهم وفقاً للقيمة السوقية ثم تكوين محفظتين منفصلتين وذات أوزان متساوية Equally-Weighted Portfolios، ويتم ذلك بأخذ اعلي واقل 30% من الاسهم بعد ترتيبها لتشكيل المحفظتين (محفظة الأسهم الكبيرة ومحفظة الأسهم الصغيرة) Big and Small Size Stocks، ثم إيجاد الفرق بين المحفظتين (Small Minus Big).

ويمثل HML عوائد محافظة الشركات ذات المعدل المرتفع لمعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية يطرح من عوائد محافظة الشركات ذات المعدل المنخفض لمعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. حيث تم ترتيب الاسهم وفقاً لنسبة القيمة الدفترية إلى السوقية. ثم تكوين محفظتين منفصلتين وذات أوزان متساوية، ويتم ذلك بأخذ اعلي واقل 30% من الأسهم بعد ترتيبها لتشكيل المحفظتين (محفظة الأسهم الأعلى في نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية ومحفظة الأسهم الأقل في نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية)، ثم إيجاد الفرق بين المحفظتين (High Minus Low).

وبالنسبة إلى المخاطر الخاصة فقد تم الحصول عليها من خلال الانحراف المعياري للبواقي لنموذج الانحدار السابق  $e_{i,t}$ ، ويجدر الإشارة هنا إلى انه من المتوقع أن يكون هناك تأثير ايجابي للمخاطر الخاصة على

العوائد غير العادية للشركات المعلنة عن إعادة الشراء. كما اوضحت نتائج دراسة هسو وهوانج ( Hsu & Huang, 2016).

-  **$\Delta$ Leverage**: التغير في الرافعة المالية والذي تم التعبير عنه بالتغيير في الرافعة المالية من السنة السابقة للإعلان عن إعادة شراء الأسهم والسنة التي تلي الإعلانات. ومن المتوقع أن يكون هناك تأثير ايجابي للرافعة المالية على المخاطر الخاصة للشركات المعلنة عن إعادة الشراء كما أظهرت نتائج دراسة هسو وهوانج (Hsu & Huang, 2016).

- **Rep**: ويمثل متغير إعادة شراء الأسهم الفعلي والذي تم التعبير عنه بقيمة الأسهم التي تم إعادة شراءها فعلا مقسومة على القيمة السوقية للأسهم العادية في السنة السابقة للإعلان عن إعادة شراء الأسهم. ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين إعادة شراء الأسهم الفعلي والعوائد غير العادية في الاجل الطويل كما أظهرت نتائج دراسة هسو وهوانج (Hsu & Huang, 2016).

- **(M/B)**: معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والذي تم التعبير عنه بالقيمة السوقية للأسهم مقسومة على القيمة الدفترية للأسهم. ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والمخاطر الخاصة (Ferreira & Laux, 2007; Hsu & Huang, 2016).

- **Ln\_MktCap**: لوغاريتم القيمة السوقية لراس المال. ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين لوغاريتم القيمة السوقية لراس المال والعوائد غير العادية في الاجل الطويل وذلك ما اوضحته نتائج دراسة هسو وهوانج (Hsu & Huang, 2016).

- **Dividend**: التوزيعات وهو متغير وهمي Dummy Variable يأخذ القيمة (واحد) في حالة دفع الشركة للتوزيعات ويأخذ القيمة صفر خلاف ذلك. ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين التوزيعات والمخاطر الخاصة (Ferreira & Laux, 2007; Hsu & Huang, 2016).

- **ROE**: معدل العائد على حقوق الملكية، وتم التعبير عنه صافي الربح بعد الضرائب مقسوم على حقوق الملكية. ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين معدل العائد على حقوق الملكية والمخاطر الخاصة (Ferreira & Laux, 2007; Hsu & Huang, 2016).

- **Diversification**: التنوع وهو متغير وهمي Dummy Variable يأخذ القيمة (واحد) في حالة إذا كانت الشركة تعمل في مجالات متعددة ويأخذ القيمة صفر خلاف ذلك. ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين التنوع والمخاطر الخاصة (Ferreira & Laux, 2007; Hsu & Huang, 2016).

## 9- اختبار تأثير الرافعة المالية على المخاطر الخاصة

تم اختبار تأثير الرافعة المالية على المخاطر الخاصة باستخدام نموذج الانحدار التالي:



$$\text{Abnormal\_}\Delta\text{IVOL}_i = a + b_1\text{REP}_i + b_2\Delta\text{Leverage}_i + b_3\text{M/B}_i + b_4\text{Ln\_MktCap}_i + b_5\text{Dividend}_i + b_6\text{ROE}_i + b_7\text{Diversification}_i + e_i \quad (3)$$

### 1-9 الإحصاءات الوصفية لبيانات متغيرات النموذج

ويوضح جدول رقم 2 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج من حيث الوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري.

جدول 2: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
0.33	0.016	0.032	Abnormal $\Delta\text{IVOL}_i$
0.34	0.038	0.037	Rep
0.36	0.018	0.021	$\Delta$ Leverage
0.35	0.019	0.025	(M/B)
0.31	0.026	0.029	Ln_MktCap
0.37	0.029	0.028	Dividend
0.034	0.016	0.037	ROE
0.036	0.027	0.021	Diversification

### 2-9 نتائج اختبار النموذج

ويوضح جدول رقم 3 معامل التحديد لنموذج الدراسة كما يلي:

جدول 3: معامل التحديد ( $R^2$ ) لمعرفة القدرة التفسيرية للنموذج

خطأ التقدير	قيمة R المعدلة	قيمة R تربيع	قيمة R
0.051	0.811	0.81.2	0.910

يتضح من الجدول رقم 2 أن المتغيرات المستقلة للنموذج (Rep)، ( $\Delta$  Leverage)، (M/B)، (Ln\_MktCap)، (Dividend)، (ROE)، (Diversification)، قادرة على تفسير 81.2 % من التغيرات في متغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية.

جدول 4: نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	
0.006	2.756-		(constant)
0.004	0.164	0.008	Rep
0.000	1.521	0.049	$\Delta$ Leverage
0.120	2.584	0.142	(M/B)
0.324	0.867	0.063	Ln_MktCap
0.220	2.385	0.678	Dividend
0.021	2.322	0.115	ROE
0.324	0.710	0.214	Diversification

يتضح من الجدول رقم 4 ما يلي:

وجود تأثير معنوي لمتغير إعادة شراء الأسهم (REP) وملتغير التغير في الرافعة المالية  $\Delta$  Leverage على متغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية، حيث بلغت قيمة الاحتمال P. Value على الترتيب (0.004)، (0.000) وهي اقل من مستوي المعنوية 5%، أما باقي المتغيرات فليس لها تأثير معنوي.

### 3-9 اختبار تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار

ويوضح جدول رقم 5 نتائج اختبار تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار كما يلي:

جدول 5: نتائج اختبار تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار

قيمة F	قيمة Sig
82.641	0.000

يلاحظ من نتائج هذا الاختبار أن قيمة Sig=0.000 اقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي فإننا نرفض الفرض العدمي مما يعني ان الانحدار غير معنوي ونقبل الفرض البديل القائل بان الانحدار معنوي، حيث يمكن القول بصحة اختبارات معنوية الانحدار مما يعني التأكد من وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

### 10- اختبار تأثير المخاطر الخاصة على العوائد غير العادية للشركات التي قامت بالإعلان عن

#### إعادة الشراء

تم اختبار تأثير المخاطر الخاصة على العوائد غير العادية للشركات التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء باستخدام نموذج الانحدار التالي:

$$BHAR_i = a + b_1 Abnormal\_DIVOL_i + b_2 REP_i + b_3 \Delta Leverage_i + b_4 M/B_i + b_5 Ln\_MktCap_i + b_6 Dividend_i + e_i \quad (4)$$

## 1-10 الإحصاءات الوصفية لبيانات متغيرات النموذج

ويوضح جدول رقم 6 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج من حيث الوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري.

جدول 6: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
0.34	0.025	0.021	$BHAR_i$
0.35	0.023	0.023	Abnormal $\Delta IVOL$
0.30	0.036	0.037	Rep
0.32	0.015	0.021	$\Delta$ Leverage
0.32	0.016	0.024	(M/B)
0.26	0.026	0.029	Ln_MktCap
0.31	0.027	0.027	Dividend

## 2-10 نتائج اختبار النموذج

ويوضح جدول رقم 7 معامل التحديد لنموذج الدراسة كما يلي:

جدول 7: معامل التحديد ( $R^2$ ) لمعرفة القدرة التفسيرية للنموذج

قيمة R	قيمة R تربيع	قيمة R المعدلة	خطأ التقدير
0.931	0.813	0.861	0.041

يتضح من الجدول رقم 7 أن المتغيرات المستقلة للنموذج (Rep)، ( $\Delta$  Leverage)، (M/B)، (Ln\_MktCap)، (Dividend)، (ROE)، (Diversification) قادرة على تفسير 81.3% من التغيرات في متغير العوائد غير العادية في الاجل الطويل.

جدول 8: نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	
0.006	2.741-		(constant)
0.000	0.147	0.005	Abnormal $\Delta IVOL$
0.003	1.445	0.041	Rep
0.020	2.715	0.131	$\Delta$ Leverage
0.274	2.374	0.047	(M/B)
0.210	2.581	0.434	Ln_MktCap
0.331	2.451	0.165	Dividend

يتضح من الجدول رقم 8 ما يلي:

وجود تأثير معنوي لمتغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية  $Abnormal \Delta IVOL$ ، ومتغير إعادة شراء الأسهم (REP)، ومتغير التغير في الرافعة المالية  $\Delta$  Leverage على متغير العوائد غير العادية في الاجل الطويل،

حيث بلغت قيمة الاحتمال P. Value على الترتيب (0.000)، (0.003)، (0.020) وهي اقل من مستوي المعنوية 5%، أما باقي المتغيرات فليس لها تأثير معنوي.

### 10-3 اختبار تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار

ويوضح جدول رقم 9 نتائج اختبار تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار كما يلي:

جدول 9: نتائج اختبار تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار

قيمة F	قيمة Sig
80.312	0.000

يلاحظ من نتائج هذا الاختبار أن قيمة Sig=0.000 اقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي فإننا نرفض الفرض العدمى وهو أن الانحدار غير معنوي ونقبل الفرض البديل القائل بان الانحدار معنوي، مما يعني صحة في اختبارات معنوية الانحدار لأنها تؤكد وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

### 11- الخلاصة والدراسات المستقبلية

قدمت الدراسة تفسير للعوائد غير العادية للشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات إعادة شراء الاسهم بواسطة الرافعة المالية والمخاطر الخاصة في البورصة المصرية، وقد استند هذا التفسير على حدوث ارتفاع للرافعة المالية نتيجة الإعلان عن عملية إعادة شراء الأسهم مما ادى الي ارتفاع المخاطر الخاصة بتلك الشركات مما يزيد من العوائد غير العادية لتلك الشركات، وقد أجريت الدراسة على عينة تشمل 70 شركة، خلال الفترة من 2008 إلى عام 2018، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة بين التغيرات في الرافعة المالية والمخاطر الخاصة، حيث اظهرت النتائج ان المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير 81.2% من التغيرات في متغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية، وكذلك وجود تأثير معنوي لمتغير إعادة شراء الأسهم و لمتغير التغير في الرافعة المالية على متغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية، وتتفق تلك النتائج مع نتائج دراسة هسو وهوانج (Hsu & Huang, 2016)، وكذلك وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المخاطر الخاصة والعوائد غير العادية للشركات التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء، حيث اوضحت النتائج ان المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير 81.3% من التغيرات في متغير العوائد غير العادية في الاجل الطويل، كما أوضحت النتائج وجود تأثير معنوي لمتغير التغير في التقلبات الخاصة غير العادية و متغير إعادة شراء الأسهم و متغير التغير في الرافعة المالية على متغير العوائد غير العادية في الاجل الطويل، وذلك ما تدعمه نتائج دراسة هسو وهوانج ( Hsu & Huang, 2016) علي مستوي الولايات المتحدة.

ويمثل موضوع الدراسة مجالا خصباً امام الباحثين حيث يجب إجراء المزيد من الدراسات التي تقدم تفسير لموضوع العوائد غير العادية للشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم، سواء على مستوي السوق المصري او الأسواق العربية. وكذلك يجب إجراء المزيد من الدراسات عن التمويل السلوكي، لإيجاد مزيد من التفسيرات حول غرائب السوق في البورصة المصرية وفي الدول العربية.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- السيد، أحمد (2016). دراسة أثر إعلان الشركات عن إعادة شراء أسهمها على الأداء بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية. (رسالة ماجستير غير منشورة). كلية التجارة جامعة القاهرة.
- فراج، أحمد. (2014). قياس أثر برامج إعادة شراء الشركات لأسهمها على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*. 5 (1)، 319-342.

### ثانياً: المراجع الاجنبية

- Ang, A.; Hodrick, R.; Xing, Y., & Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns. *The Journal of Finance*, 61, (1), 259–299.
- Arena, M.; Haggard, K. and Yan, X. (2008). Price momentum and idiosyncratic volatility. *Financial Review*, 43, (2), 159-190.
- Banz, W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, 9, (1), 3–18.
- Barber, B., & Lyon, J. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43, (3), 341- 372.
- Brav, A., & Gompers, P. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies, *The Journal of Finance*, 52, (5), 1791-1821.
- Brown, G., & Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics*, 84, (2), 358–388.
- Campbell, J.; Lettau, M.; Malkiel, B. and Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56, (1), 1–43.
- Chan, K.; Ikenberry, D., & Lee, I. (2004). Economic sources of gain in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, (3), 461–479.
- Comment, R., & Jarrell, G. (1991). The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share purchases. *The Journal of Finance*, 46, (4), 1243–1271.

- Dittmar, A. (2000). Why do firms repurchase stocks?. *Journal of Business*, 73, (3), 331-355.
- Douglas, G., (1969). Risk in the equity markets: An empirical appraisal of market efficiency. *Yale Economic Essays*, 9, (1), 3-45.
- Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, (1), 3-56.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60, (1), 3-43.
- Ferreira, M., & Laux, P., (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance* 62(2):951-989
- Fink, J.; Fink, K.; Grullon, G., & Weston, J. (2010). What drove the increase in idiosyncratic volatility during the internet boom?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, (5), 1253-1278.
- Fu, F. (2009). Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 91, (1), 24-37
- Gerlach, R.; Obaydin, I., & Zurbruegg, R. (2015). The impact of leverage on the idiosyncratic risk and return relationship of REITs around the financial crisis. *International Review of Economics and Finance*, 38, (15), 207-219.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59, (2), 651-680.
- Hovakimian, A. (2004). The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchases. *The Journal of Business*, 77, (4), 1041-1072.
- Hsu, Y., & Huang, C., (2016). Idiosyncratic risk and share repurchases. *Finance Research Letters*, 18, (3), 76-82.
- Ikenberry, D.; Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, (2-3), 181-208.
- Ikenberry, D.; Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. *The Journal of Finance*, 55, (5), 2373-2397.

- Jegadeesh, N.; Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48, (1), 65-91.
- Kahle, K. (2002). When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63, (2), 235-261.
- Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1990). Anomalous price behavior around repurchase tender offers. *The Journal of Finance*, 45, (2), 455-477.
- Lin, Q. (2018). Residual momentum and the cross-section of stock returns: Chinese evidence. *Finance Research Letters*, 29, (c), 206-215.
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*, 20, (4), 587-615.
- Loughren, T., & Ritter, J. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of Finance* 50, (1), 23-51.
- Pyo, U., & Shin, Y. (2013). Momentum profits and idiosyncratic volatility: the Korean evidence. *Review of Accounting and Finance*, 12, (2), 180-200.
- Stephens, C., & Weisbach, M. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *The Journal of Finance*, 53, (1), 313-333.
- Wang, C., & DeGennaro, R. (2019). Overshooting: Evidence from share repurchases and subsidiary selling. *Research in International Business and Finance*, 49, (C), 41-54.
- Wang, L.; Lin, C.; Fung, H., & Chen, H. (2013). An analysis of stock repurchase in Taiwan. *International Review of Economics and Finance*, 27, (3), 497-513.

## ملخص البحث باللغة الإنجليزية

### Abstract

The study examined the Impact of the idiosyncratic risk on the long-run abnormal returns after share repurchase announcements, by using data from the Egyptian stock exchange during the years 2008-2018, The results show a significant impact of financial leverage on idiosyncratic risk, and There is significant relationship between idiosyncratic risk and the long-run abnormal returns after share repurchase announcements.

**Keywords:** Long-run abnormal returns - share repurchase announcements - Idiosyncratic risk - Egyptian Exchange.

### التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

شلقامى، محمود فتحى (2019). الرافعة المالية والمخاطر الخاصة والعوائد غير العادية للإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم فى البورصة المصرية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية، 56(4)، 51 - 66.