أثر أداء صناديق الإستثمار على عائد البورصة المصرية

محمد أحمد حسين سيد أحمد

الملخص

هدفت الدراسة للوقوف على أثرأداء صناديق الاستثمار(المستثمر المؤسسي) على عائد البورصة المصرية،وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم تحليل البيانات باستخدام برامج التحليل الإحصائي SPSSوEviwes لاختبار فروض الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما زادت نسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار (المؤسسات)كلما زاد تأثيرها على عائد السوق، وأثبتت الدراسة أن نسبة حجم تداول صناديق الإستثمار (المؤسسات) تؤثر بشكل ضعيف على عائد السوق، وأوصت الدراسة بتشجيع عمليات إصدار صناديق المؤشرات بصورة أكبر وعدم قصرها على صندوق واحد مبني على أساس مؤشر EGX-30 حاليا، خاصة وأن مثل هذا النوع من الصناديق يزيد عمق السوق، ويرفع حجم التداول ويقلل في البورصة.

Abstract

The study aimed to assess the impact of the institutional investor trading on the Egyptian stock exchange return, was used descriptive analytical method, where data were analyzed using statistical analysis software SPSS and Eviwes to test the hypotheses of the study, and the study found that the greater the trading institutions value ratio the greater the impact on the market rate of return, and proved The study that the proportion of trading institutions are weak affect the market rate of return size, and the study recommended encouraging the issuance of index funds operations further and not limited to a single fund based on the EGX-30 index currently, especially since this kind of funds increases the depth of the market, and raise volume and decreases in the stock market.

المقدمة

تعتبر البورصة من أهم الأعمدة الأساسية في الاقتصاد القومي، فالدور الذي تؤديه في دفع أو اعاقة عملية التنمية يعتمد أساسا على مدى كفاءتها، وتساهم صناديق الاستثمار كمستثمر مؤسسي بدرجة كبيرة في تحقيق كفاءة البورصة ، لما تتمتع به من رشد ووعي استثماري بما تملكه من خبرات إدارية وقدرات مالية تفوق المستثمر الفردي، وتمثل صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية، وتتحقق كفاءة البورصة عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة بها في أي وقت كل المعلومات المتاحة عن هذه الأوراق، فالسوق الكفء يكون سوقاً عادلاً، والتعامل بالسوق الكفء هو دائماً مباراة عادلة بين جميع الأطراف، وبذلك يوفر السوق الكفء الحماية والثقة التي يرغب بها أي مستثمر، وهذا يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على الدخول في تلك المباراة العادلة والاستثمار بهذا السوق.

ويعد إنشاء صناديق الاستثمار من أهم الأمور التي استحدثت والتي أثرت على البورصة المصرية، حيث خلقت نوعا جديدا من الانعاش في البورصة خاصة مع تنفيذ برنامج الخصخصة، فقد زاد حجم التداول وحصلت زيادة في إقبال المستثمر الأجنبي على التعامل في البورصة المصرية، كما ساهمت في خلق قوة شرائية كبيرة في البورصة مما ساعد على تنشيط التعامل فيها.

الجزء الأول: الإطار العام للدراسة

أولاً: الدراسات السابقة

١-دراسة (عبد اللطيف،2001)(١):

استهدفت الدراسة تطبيق نظرية السوق الكفء على السوق المصري لمعرفة مستوى كفاءته، والتعرف على نقاط القوة والضعف التي تميز بها السوق المصري مقارنة ببعض الأسواق الواعدة،**وكانت أهم نتائج الدراسة** تتحرك اسعار الأسهم في السوق المصرية بصورة غير عشوائية بالنسبة لكل من المؤشر العام للسوق والأسهم الفردية ، وتم وضع نموذج محاكاه للأسعار التاريخية لقيمة المؤشر

العام للسوق ، ولا يمكن للمستثمر الاعتماد على هذا النموذج في التنبؤ بالمستقبل وتحقيق أرباح غير عادية .

٢-دراسة (حسن ، 2005) (٢):

استهدفت الدراسةمعرفة كيفية قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية المصرية. والوقوف على كفاءة السوق المصرية وبناء نموذج للكفاءة التسعيرية،

وتوصلت الدراسة إلى عدم الاتفاق على صحة نظرية الخطوة العشوائية بشأن تحركات الأسعار، وكفاءة السوق تعني ان تعكس الأسعار القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وكلما زادت المعاملات المبنية على عنصر التشويش زادت سيولة السوق.

٣-دراسة (منسى، 2008)(٣):

استهدفت الدراسة تحديد العلاقة بين سيولة السوق ككل وعائده بشكل مستقل.

وتوصلت الدراسة إلى أنهيوجد أثر جوهري لقرار الهيئة بالزام شركات السمرة بالملاءة المالية على كل من عائد السوق يوم الخميس، وكذلك سيولة السوق نهاية الأسبوع ونهاية الشهر.

٤-دراسة (Tengasamy & Mohammed, 2008) (٤):

استهدفت الدراسةالوقوف على مدى اتباع عوائد أسهم اسواق الخليج للتوزيع الطبيعي.

وتوصلت الدراسة إلى أنههناك اختلافات كبيرة في العوائد خلال فترة الدراسة والأسواق المالية ليست فعالة بل في شكل ضعيف الكفاءة .

٥-دراسة (شريط ، 2012)(٥):

استهدفت الدراسة التعرف على أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، والتأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وتنوعها.

وتوصلت الدراسة إلى أنه يمكن لصناديق الاستثمار أن تؤدي دورا رئيسيا في تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة، وذلك عن طريق زيادة التمويل الداخلي للمشروعات القائمة، مما يساعد على توسيع قاعدة الملكية الخاصة.

٦-دراسة (Batool&Hamad, 2013)(٦):

استهدفت الدراسة اختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي من خلال دراسة سلوك العوائد اليومية للسوق.

وقد أسفرت نتائج الدراسة عن أن مؤشر السوق العام لجميع الأسهم في السوق السعودية أسفر عن ان السوق السعودية في المستوى الضعيف وذلك عند اختبار كافة النماذج، وكذلك عدم قدرة المستثمر السعودي على توليد عوائد بالاعتماد على المعلومات السابقة.

ثانياً: مشكلة الدراسة

ما مدى تأثير أداء صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية؟

ثالثاً: فروض الدراسة

"لا يوجد أثر لأداء صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية"

وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

١. لا يوجد أثر لنسبة حجم تداول صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية.
٢. لا يوجد أثر لنسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية.

رابعاً: أهداف الدراسة

١. التعرف على أثر نسبة حجم تداول صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية.
٢. تحديد أثر نسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية.

خامسا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة العلمية في التركيز على تحديد وتفسير أثر أداء صناديق الاستثمار على عائد البورصة، وهي بذلك تساهم في سد الفجوة البحثية في هذا المجال، حيث تم تناول هذا الموضوع بشكل جزئي في العديد من الدراسات.

كما تتمثل أهمية الدراسة التطبيقية في أن البورصة المصرية تشكل أهم الدعائم التي يرتكز عليها الاقتصاد القومي في مصر، لأنها تساهم في كافة المجالات والنشاطات الاقتصادية، مما يهدف للتركيز عليها ومحاولة البحث عن طرق وأدوات تساعد في زيادة ورفع مستوى كفاءتها وذلك من أجل، مواجهة المنافسة الإقليمية في جذب الاستثمارات العالمية، وتؤدي صناديق الاستثمار دوراً حيوياً وفعالاً في البورصة المصرية ، كما تظهر الأهمية التطبيقية من خلال الزيادة الكبيرة والمتسارعة في حجم الأموال المتدفقة في البورصة المصرية، فمثلا من خلال البيانات المتوفرة في تقارير البورصة كانت قيمة التداول الكلية في البورصة سنة 2005 (161) مليار جنيه ارتفعت بتسارع وصلت إلى (321) مليار جنيه في عام 2010، وهو ما يمثل زيادة بنسبة 100% تقريباً خلال السنوات الخمس الماضية، كما شهدت صناعة المؤسسات نمواًكبيراً نهاية عام ٢٠١٠، ففي مصر نمت قيمة تداول المؤسسات ل (166.92) مليار جنيه وهو ما يمثل زيادة بنسبة (45.23%) خلال السنوات الخمس الماضية([٧]).

الجزء الثاني: الاطار النظري

أولا: مفهوم صناديق الاستثمار

اختلف الباحثون المتخصصون في مجال التمويل والاستثمار حول تحديد مفهوم صناديق الاستثمار، حيث يوجد الكثير من التعريفات التي قدمها الباحثون والمتعلقة بمفهوم صناديق الاستثمار، حيث يرى البعض بأنها شركات استثمار تقوم بجمع الأموال واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات وما في حكم ذلك مقابل حصول المستثمرين على العوائد التي تحققها تلك الأصول[٨].

ويري البعض "بأنها عبارة عن مؤسسات مالية مستقلة أو تابعة لأحد البنوك أو شركات التأمين، تقوم بإصدار وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمرين أفراداً أو

شركات لاستثمار حصيلة البيع في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق التداول بهدف تكوين محفظة أوراق مالية متوازنة من حيث العائد والمخاطرة، ولا يجوز لها مزاولة أي أعمال مصرفية مثل إقراض الغير أو ضمانة أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة[٩].

كما عرفت بورصة الأوراق المالية الأمريكية صندوق الاستثمار بأنه شركة تقوم بتجميع أموال الأفراد واستثمارها في الأسهم والسندات والأصول الأخرى، والتي يتم تجميعها معاً فيما يسمى بالمحفظة، وكل مستثمر في الصندوق يمتلك حصة تمثل جزءًا من صافي أصول هذه المحفظة[١٠].

ثانيا: كفاءة أداء البورصة

تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية أن الأسعار الحالية للأوراق المالية المعروضة تعكس حقيقة الأوراق المالية، من حيث قوة وضعف المركز المالي للشركات المصدرة لها، وبالتالي يصعب فيها على أى مستثمر تحقيق مكاسب غير عادية على حساب الآخرين.

المركز المالي للشركات المصدرة لها، وبالتالي يصعب فيها على أى مستثمر تحقيق مكاسب غير عادية على حساب الآخرين.

ويوجد ثلاثة مستويات مختلفة للكفاءة تتوقف كلها على نوع المعلومات المتوفرة في سوق الأوراق المالية، وفيما يلى أنواع المعلومات التي يحتاج إليها المتعامل في سوق الأوراق المالية، ومستويات أو درجات كفاءة السوق،

أ. الشروط الواجب توافرها في السوق الكفء:

١ـ المعلومات التي يحتاج إليها المتعاملون في سوق الأوراق المالية[١١]:

١/١: **معلومات عن الفترات الماضية:** وتتعلق بأسعار الأسهم في الماضى وأرباح الشركات المصدرة لهذه الأسهم.

٢/١: **معلومات عن الفترات الحالية:** وهي معلومات متعلقة بالأسعار والأرباح عن الوضع الحالي للأسهم والشركات المصدرة لها، وتكون ممثلة في النشرات والتقارير والقوائم المالية المنشورة.

٣/١: **المعلومات الخاصة**: وهي المعلومات التي لا تتاح إلا لفئات معينة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية (العالمين ببواطن الأمور)، ويمكن الوصول إليها بطريقة غير رسمية، عن طريق أحد أفراد الشركة المصدرة للأوراق المالية.

٢-مستويات كفاءة السوق: يوجد ثلاثة مستويات تتمثل في الآتى(١٢):

١/٢: **المستوى الضعيف:** ويقوم هذا الافتراض على أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية، وأن لكل مستثمر فرصة متكافئة في الحصول على هذهالمعلومات، حيث إنها منشورة في القوائم والتقارير المالية، وبالتالي لا يستطيع أى مستثمر تحقيق أرباح غير عادية. وحتى تستطيع الدول النامية تحقيق هذا المستوى من الكفاءة، يجب على الشركات نشر نتائج أعمالها وقوائمها المالية بشكل ربع سنوي، بل وأيضاً نشر نتائج تحليل هذه البيانات حتى يستطيع جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية فهمها، وأيضاً ضرورة العمل على زيادة درجة الوعي لدى المستثمرين حتى يمكنهم فهم التقارير والقوائم المالية.

٢/٢: **المستوى المتوسط:** يقوم هذا الافتراض على أن الأسعار الحالية تعكس البيانات التاريخية، والبيانات الحالية، والتي تكون متوفرة لجميع المستثمرين، ولا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين إلا لو استطاع الحصول على معلومات خاصة أي أن هذه الأرباح غير العادية لا تتحقق إلا بمعرفة المعلومات المستقبلية (الخاصة).

٣/٢: **المستوى القوي:**يقوم هذا الافتراض على أن الأسعار تعكس جميع أنواع المعلومات سواء التاريخية، أو الحالية، أو المستقبلية، وأن كل أنواع المعلومات متاحة ومعروفة لجميع المستثمرين، وفي هذا المستوى لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية أبداً.

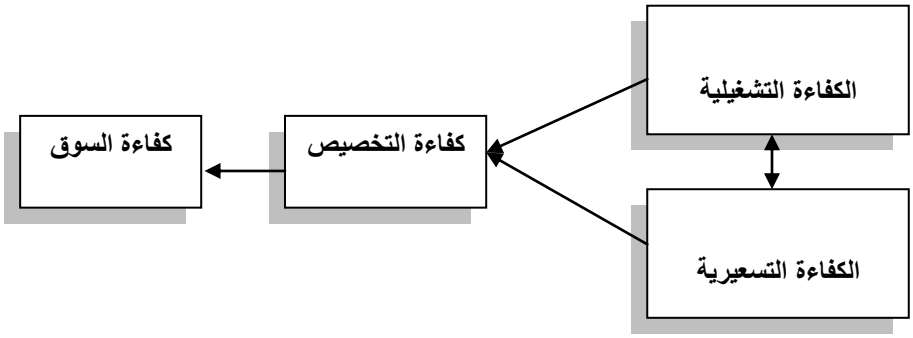
ج. المتغيرات المرتبطة بكفاءة الأسواق المالية

سوق الأوراق المالية يمثل نظاماً توجد به مدخلات هي الأوراق المالية والمستثمرون والمعلومات ويتم تشغيل هذه المكونات للحصول على المخرجات وهي الأسعار السوقية العادلة للأسهم، وكفاءة النظام تعتمد على كفاءة المدخلات

وكفاءة عمليات التشغيل التي تقوم على إحداث توازن بين العرض والطلب ودرجة السيولة، وبالتالي التأثير على كفاءة التسعير الذى يؤثر بدوره على كفاءة التخصيص للاستثمارات، وبالتالي معدلات النمو لذا يجب تحديد أبعاد كفاءة الأسواق المالية ودراسة مؤشرات هذه الأبعاد وتطورها، وذلك بالنسبة للكفاءة التشغيلية من حيث تكلفة المعاملات أو درجة سيولة الأوراق المالية أو توازن العرض والطلب، وبالنسبة للكفاءة التسعيرية، وأثرهما على كفاءة التخصيص، كما يوضحها الشكل التالي:

شكل رقم(١)

أنواع كفاءة البورصة



المصدر : من إعداد الباحث .

١/٣: الكفاءة التشغيلية "الداخلية: هي عبارة عن تفعيل مدخلات البورصة والأوراق المالية والمستثمرين أو العرض والطلب بشكل منظم في إطار مجموعة من التشريعات والقواعد والإجراءات المرنة، وصولاً إلى تحقيق انسياب تدفق الأموال وتخصيصها بشكل سليم ومنظم في الوقت المطلوب وبأقل تكلفة، وبالتالي قدرة السوق على إحداث توازن بين العرض والطلب بأقل تكلفة[١٣]، وبالتالي هي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكلفة عالية.

٢/٣: الكفاءة التسعيرية: هي سرعة ودقة وصول المعلومات إلى جميع المتعاملين في السوق، بما ينعكس على أسعار الأسهم العادلة المرتبطة بتلك المعلومات، ويتمتع

السوق بكفاءة تسعيرية عندما تكون أسعار الأوراق المالية معبرة عن القيمة العادلة لها، وذلك من خلال المعلومات التي تتوافر لجميع المستثمرين في السوق بلا تكلفة، ويصبح السوق مباراة عادلة بين جميع المتعاملين وتكون تكلفة الحصول على المعلومات في أدنى مستوى لها في ظل مناخ المنافسة، وهذا ينعكس إيجابياً أو سلبياً على أسعار الأوراق المالية لأن المعلومات هي التي تحرك السعر العادل ارتفاعاً أو انخفاضاً وصولاً إلى القيمة العادلة التي تمثلها هذه المعلومات؛ وبالتالي يجب أن تتصف المعلومات بالقابلية للفهم والملاءمة والجودة والكفاية والحداثة والشمول(١٤).

٣/٣: كفاءة التخصيص:ترى بعض الدراسات(١٥) أن السوق المالية التي تؤدي عملها جيدا يمكن أن تساعد في عملية النمو الاقتصادي عن طريق تغذية قاطرات النمو من خلال الإسراع بتراكم رؤوس الأموال وتحسين قاطرة النمو عن طريق تخصيص الموارد بصورة أفضل.

وعلى المستوى الجزئي، تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار في السوق الأولية والدور التوجيهي للسوق الثانوية، حيث توجه سوق الأوراق المالية الاستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التي تتسم بارتفاع الكفاءة. لذا تتمثل المهمة الجوهرية لسوق الأوراق المالية في طريق تخصيص الموارد بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، بما يحقق النفع لكل الأطراف وبالتالي تطور النشاط الاقتصادي بشكل متوازن، وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي للدولة، وذلك يتم من خلال توافر متطلبات السوق الكفء وتشمل(١٦):

١/٣/٣: توافر أدوات استثمار جذابة.
٢/٣/٣: السيولة للسوق.
٣/٣/٣:توافر المعلومات والكوادر المؤهلة والوعيالاستثمارى.
٤/٣/٣: عدالة السوق.
٥/٣/٣: وجود مؤسسات إصدار متخصصة.
٦/٣/٣: الأمان.
٧/٣/٣: وجود تشريعات لضبط التعامل في السوق.

وتتأثر كفاءة التخصيص بكفاءة التشغيل والتي تؤثر بدورها على كفاءة التسعير التي تؤثر على كفاءة التخصيص، لذا الأمر يحتاج إلى عمق في الفهم والتحليل لهذه العلاقات وتأثيرها وتأثرها ببعضها، بما يضمن سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية.

ثالثا: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق البورصة

سيتم التعرض لدور صناديق الاستثمار في تنشط سوق الأوراق المالية من خلال تناول أهمية صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومي ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية.

تتمتع صناديق الاستثمار بعدة مزايا متفردة (١٧) وهي:

١. وجود خبرات إدارية محترفة تتلقى أفضل الأوراق المالية لتشتريها وتحدد كذلك الأوراق المالية التي يجب بيعها.
٢. ارتفاع درجة التنويع في صناديق الاستثمار، عن درجة التنويع في المحافظ الفردية الخاصة بصغار المستثمرين، فيمكن التنويع في أسهم أجنبية بتكلفة بسيطة إذا كان المستثمر يتعامل مع صناديق الاستثمار.

وبالنسبة لدول العالم الثالث التي اتجهت إلى إنشاء أسواق لرأس المال تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق.

وتجدر الإشارة إلى أهمية الدور الذي يمكن أن تؤديه شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، حيث تؤدي هذه الشركات دورين منفصلين في هذا الصدد، فتلك الشركات تبنى تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق بما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كذلك فإن أسهم هذه الشركات ذاتها على عكس أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة تعرض للتداول العام بما يعني إضافة المزيد من الأوراق في أسواق رأس المال، ولا يعني هذا تفضيل الشركات ذات النهاية المغلقة على الشركات ذات النهاية المفتوحة، فالشركات ذات النهاية المفتوحة تتيح للمستثمرين فرصاً وظروفاً استثمارية أكثر جاذبية وهو ما ينعكس إيجابياً في النهاية على نشاط السوق(١٨).

رابعاً: قياس نشاط سوق الأوراق المالية

يتأثر نشاط سوق الأوراق المالية بجميع المتغيرات السياسية والاقتصادية للشركات المقيدة به، كما يتأثر السوق بالظروف السياسية والاقتصادية المحلية والدولية، بالإضافة إلى السلوك النفسي للمتعاملين في الأسهم والسندات لذلك تتعدد المؤشرات التي تقيس نشاط السوق الأوراق المالية، وتتمثل في المؤشر العام لأسعار الأوراق المالية، وإجمالي حجم التعامل (قيمة الأوراق المالية المتداولة)، ومعدل النمو في قيمة وكمية الأوراق المالية المتداولة، وعدد الصفقات، وعدد الشركات المقيدة، وكمية الأوراق المقيدة، قيمة رؤوس الأموال المقيدة ونسبة عدد الشركات التي تم التعامل على أوراقها إلى مجموع الشركات المقيدة ، وأهم هذه المؤشرات هي:

١/٤: المؤشر العام للأسعار :يعتبر المؤشر العام للأسعار على درجة بالغة الأهمية للمتعاملين في الأوراق المالية، إلى جانب صانعى القرار الاقتصادي، ولا يعبر المؤشر العام لأسعار الأوراق المالية عن التغيرات في أسعار الأسهم والسندات فقط، بل يعبر عن الحالة الاقتصادية في الدولة، بالإضافة إلى أنه عامل من عوامل التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية بعد فترة من الزمن.

٢/٤: حجم التداول في الأوراق المالية :يعبر حجم التعامل في الأوراق المالية عن قيمة الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، (وهو حاصل ضرب كمية وقيمة الأوراق المالية المتداولة) خلال فترة محددة، وهي تعتبر من أدق المؤشرات الدالة على نشاط سوق الأوراق المالية.

الجزء الثالث: منهجية الدراسة

أولا: أسلوب الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يهتم بدراسة الظاهرة وتحليلها للوصول إلى الاستنتاجات الدقيقة حول الظاهرة وتفسيرها، وبسبب طبيعة أهدف هذه الدراسة فإنها تعتمد على البيانات الثانوية المنشورة، الخاصة بعمليات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية والتي تتضمن بيانات البورصة المصرية لجميع المتغيرات.

ثانيا: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في **نسبة حجم التداول للمؤسسات وقد**تم قياسه من خلال قسمة حجم التداول للمؤسسات اليومي على حجم التداول الكلى بالبورصة المصرية، و**نسبة قيمة التداول للمؤسسات** وقد تم قياسه من خلال قسمة قيمة التداول للمؤسسات اليومي على قيمة التداول الكلى البورصة المصرية.

ثالثا: أساليب التحليل الإحصائي

استخدم الباحث الأساليب الاحصائية التي تناسب طبيعة البيانات والهدف من الدراسة الاختبارية وتتمثل هذه الأساليب في اختبارات سكون السلاسل الزمنية(الإحصاءات الوصفية، اختبار جذر الوحدة ، اختبار التكامل المشترك)، معامل الارتباط الخطي البسيط، اختبار (Correlogram)،ومقاييس تقييم النماذج المقدرة(الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ، ومتوسط الانحراف المطلق، ومتوسط الخطأ النسبي المطلق، ونسبة التحيز، ونسبة التباين، ونسبة التغاير، ومعامل ثيل)، بالاعتماد على البرامج الإحصائية التالية8E-views، Statistical Package For Social Science SpssVer-20.

الجزء الرابع: التحليل الإحصائي ونتائج اختبار الفروض

أولا: التحليل الإحصائي الوصفي

أ- الإحصاءات الوصفية واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية التي تبين شكل توزيع البيانات في العينة، حيث يمكن توضيح الوسط الحسابي (mean)، الوسيط (median)، الانحراف المعياري (Std. Dev.)، الخطأ المعياري (Std. Error)، معامل الالتواء (Skewness)، معامل التفرطح (Kurtosis) ، بالإضافة إلى إحصائية - Jarque Bera لبيان مدى اعتدال البيانات لكل متغير من المتغيرات الداخلة في النماذج حيث تخضع إحصائية Jarque-Bera لتوزيع K^2 بدرجات حرية (2)، وذلك تحت الفرض الأصلي باعتدال البيانات ويمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية الخاصة بالإحصاء المحسوب (p-value) في اتخاذ القرار مباشرة بشأن الفرض الأصلي، كما يوضح الجدول التالي (5/4) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة حيث

تعطينا هذه الإحصاءات صورة عن شكل توزيع عينة البيانات لكل المحافظ موضع الدراسة، وبالتالي الوصول إلى التوصيف الملائم لتوزيع بيانات الدراسة، ويمكن توضيح هذه الإحصاءات من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول رقم (١)

الإحصاءات الوصفية واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Variables	LX1	X2	Y
Mean	-1.989	0.235	-7.250
Maximum	-0.0573	0.918	-4.876
Minimum	-5.421	0.002	-14.376
Std. Dev.	0.533	0.121	1.029
Skewness	-0.506	1.060	-1.473
Kurtosis	5.613	6.163	6.679
Jaeque-Bera	887.371	1639.076	2511.25
P-value	0.00	0.00	0.00

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات .

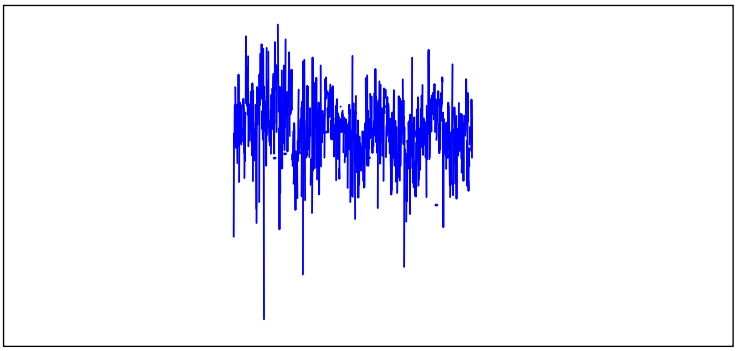
يتضح من الجدول رقم (١) أن توزيع قيم المتغيرات المستقلة أسفرت عن أن بيانات متغير قيم مؤشر نسبة حجم التداول للمؤسسات (LX1) ملتو جهة اليسار. وأن توزيع قيم المؤشر غير معتدل طبقاً لإحصائية (Jarque-Bera)، وينطبق ذلك على مستوى عائد السوق (Y)، في حين أن متغير نسبة تداول قيمة المؤسسات من قيمة التداول اليومى(X2)ملتويه جهة اليمين، وأن توزيع قيم المؤشرات غير معتدلة طبقاً لإحصائية (Jarque-Bera).

وقد قام الباحث بدراسة الاستقرارية للمردودية حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا تذبذبت حول وسط حسابي ثابت مع تباين مستقل عن الزمن، وفيما يلي توصيف لمتغيرات الفرض الثاني للدراسة وذلك كما يلي:

٣/١: لوغاريتم نسبة حجم تداول صناديق الاستثمارLX1

وبدراسة السلسلة الزمنية (Lx1)

شكل رقم (٢)
التغيرات اليومية للوغاريتم نسبة حجم تداول صناديق الاستثمار



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

الفرض العدمى: السلسلة الزمنية (لوغاريتم نسبة حجم تداول صناديق الاستثمار) تتبع التوزيع الطبيعي.
الفرض البديل: السلسلة الزمنية (لوغاريتم نسبة حجم تداول صناديق الاستثمار) لا تتبع التوزيع الطبيعي.

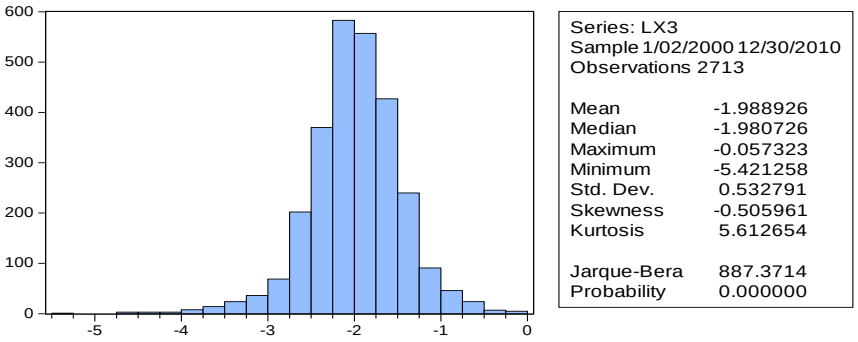
يتبين من شكل (٢) أن البيانات المتعلقة بالمتغير (لوغاريتم نسبة حجم تداول المؤسسات) لا تأخذ اتجاهاً عاماً بالنسبة للزمن ومن ثم فهذه البيانات ساكنة، وأيضاً نجد أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن احتمالية اختبار (Jarque - Bera) أوضحت أنها تساوى (.000)

وهي أقل من مستوى الخطأ، ومن ثم نقبل الفرض البديل القائل بأن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (٣)

اختبار جذر الوحدة بطريقة Augmented Dicky-Fuller

للتغيرات اليومية للوغاريتم نسبة حجم تداول صناديق الاستثمار



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

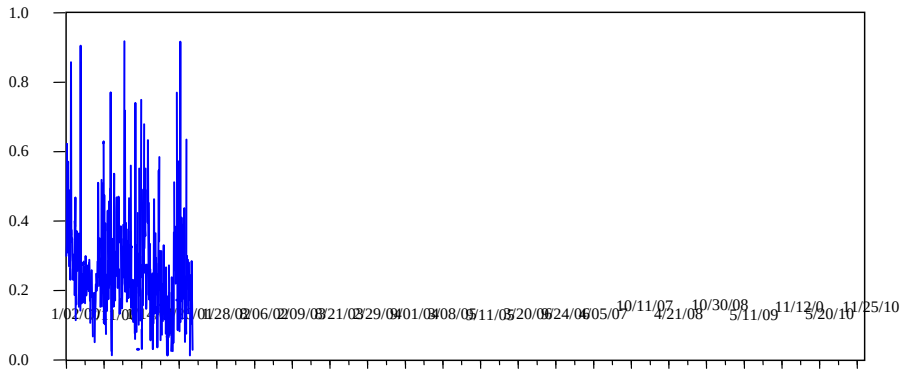
وبدراسة الوصف الإحصائي لبيانات السلسلة وجد أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن اختبار (Jarque-Bera) يوضح أن المعنوية تساوى (.000)

وهي أقل من مستوى الخطأ ومن ثم فإننا نقبل فرض البديل القائل بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ومع شبه التساوي بين المتوسط والوسيط وتقارب الالتواء من الصفر فإن البيانات تكون أقرب لأن تكون معتدلة.

٤/١: نسبة قيمة تداول صناديق الاستثمارX2

وبدراسة السلسلة الزمنية (X2)

شكل رقم (٤)
التغيرات اليومية لنسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

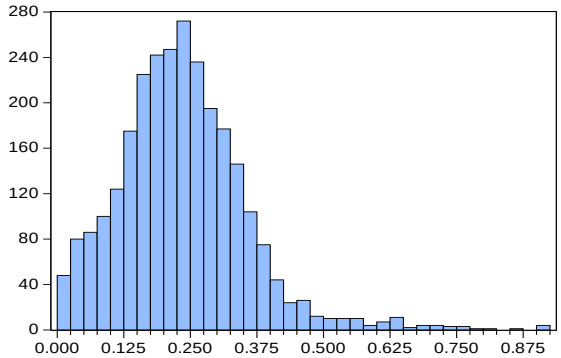
الفرض العدمى: السلسلة الزمنية (نسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار) تتبع التوزيع الطبيعي.

الفرض البديل: السلسلة الزمنية (نسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار) لا تتبع التوزيع الطبيعي.

يتبين من شكل (٤) أن البيانات المتعلقة بالمتغير (نسبة قيمة تداول المؤسسات) لا تأخذ اتجاهاً عاماً بالنسبة للزمن ومن ثم فهذه البيانات ساكنة، وأيضاً نجد أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن احتمالية اختبار (Jarque - Bera) أوضحت أنها تساوى (.000)

وهي أقل من مستوى الخطأ، ومن ثم نقبل الفرض البديل القائل بأن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (٥)
اختبار جذر الوحدة بطريقة Augmented Dicky-Fuller
للتغيرات اليومية لنسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار



Series: X4	
Sample 1/02/2000 12/30/2010	
Observations 2713	
Mean	0.234953
Median	0.228407
Maximum	0.917897
Minimum	0.001849
Std. Dev.	0.120695
Skewness	1.060163
Kurtosis	6.162904
Jarque-Bera	1639.076
Probability	0.000000

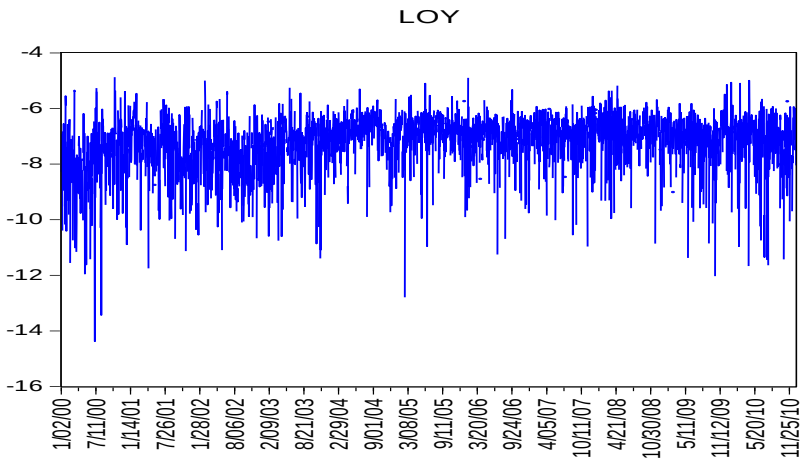
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

وبدراسة الوصف الإحصائي لبيانات السلسلة وجد أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن اختبار (Jarque- Bera) يوضح أن المعنوية تساوى (.000) وهي أقل من مستوى الخطأ ومن ثم فإننا نقبل فرض البديل القائل بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ومع شبه التساوي بين المتوسط والوسيط وتقارب الالتواء من الصفر فإن البيانات تكون أقرب لأن تكون معتدلة.

٥/١: لوغاريتم عائد السوق LOY

وبدراسة السلسلة الزمنية (LOY)

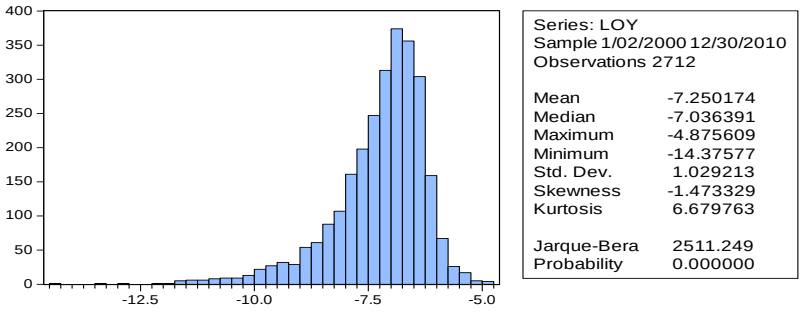
شكل رقم (٦)
التغيرات اليومية للوغاريتم عوائد السوق



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

الفرض العدمى:- السلسلة الزمنية (لوغاريتم عائد السوق) تتبع التوزيع الطبيعي.
الفرض البديل :- السلسلة الزمنية (لوغاريتم عائد السوق) لا تتبع التوزيع الطبيعي.
يتبين من شكل (٦) أن البيانات المتعلقة بالمتغير (لوغاريتم عائد السوق) لا تأخذ اتجاهاً عاماً بالنسبة للزمن ومن ثم فهذه البيانات ساكنة، أيضاً نجد أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن احتمالية اختبار (Jarque - Bera) أوضحت أنها تساوى (.000)
وهي أقل من مستوى الخطأ ومن ثم نقبل الفرض البديل القائل بأن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (٧) اختبار جذر الوحدة بطريقة Augmented Dicky-Fuller للتغيرات اليومية للوغاريتم عوائد السوق



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

وبدراسة الوصف الإحصائي لبيانات السلسلة وجد أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن اختبار (Jarque- Bera) يوضح أن المعنوية تساوى (.000) وهي أقل من مستوى الخطأ ومن ثم فإننا نقبل فرض البديل القائل بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ومع شبه التساوي بين المتوسط والوسيط وتقارب الالتواء من الصفر فإن البيانات تكون أقرب لأن تكون معتدلة.

جدول رقم (٢)

معامل الارتباط بيرسون للمتغيرات المستقلة مع المتغير التابع لمتغيرات اللدراسة

X8	LX7	Y4	Probability
	1	0.264	LX1
	-----	0.000	
1	0.601	0.711	X2
-----	0.000	0.000	

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات .

ومن جدول رقم (٢) يتضح معنوية ارتباط المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع (عائد السوق) عند مستوى ثقة (.99) ومن ثم فإن هناك ارتباطاً ذا دلالة إحصائية من خلال ما سبق من توصيف للسلاسل الزمنية السابقة يصعب الحصول

على قياسات دقيقة في ظل مشكلة جذر الوحدة والاعتماد على طرق تحليل الانحدار التقليدية كطريقة المربعات الصغرى ، ولذا تم اختبار جذر الوحدة بطريقة Augmented Dickey-Fuller.

اختبار جذر الوحدة:

الفرض العدم: يوجد بالسلسلة الزمنية مشكلة جذر وحدة.

الفرض البديل: لا يوجد بالسلسلة الزمنية مشكلة جذر وحدة.

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية لكل من المتغيرات محل الدراسة خلال فترة الدراسة والتأكد من مدى سكونها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة ولاختبارالسكون للسلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج فإن ذلك يتطلب اختبار جذر الوحدة ورغم تعدد الاختبارات فإن الباحث يستخدم اختبار ديكيفولر الموسع.

يجب التأكد من أن السلاسل الزمنية المستخدمة في التقدير مستقرة وساكنة ولا تشتمل على جذر الوحدة فقد تعطي السلسلة الزمنية درجة تفسير مرتفعة إلى جانب معنوية اختبار (ت) واختبار (ف) ومع عدم توافر شرط السكون فإن النتائج تكون مضللة ولمعرفة ذلك تستخدم اختبارات عديدة من خلال برنامج Eveiws مع ملاحظة أن:

- فرض العدم: في هذا الاختبار يعني تحديدا وجود جذر الوحدة في قيم السلسلة ويتم قبول فرض العدم عندما تكون القيمة المحسوبة أقل من القيمة الحرجة المناظرة التي تظهر مع نتائج الاختبار، وفي هذه الحالة تكون السلسلة غير ساكنة.
- الفرض البديل: والذي يعني تحديداً خلو البيانات من جذر الوحدة وطبقا للاختبار يتحقق ذلك عندما تكون القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية وعليه تكون السلسلة ساكنة ومستقرة.

وقد تم إجراء الاختبار على المتغيرات وتبين من خلال الجدول رقم (٣)أن:

الجدول رقم (٣)

التحويلات المناسبة للمتغيرات الداخلة في النموذج

السلسلة	اختبار T*	المعنوية	التحويلة المناسبة للاستقرار والسكون	اختبار T	المعنوية
LX1	-8.75	0.0000	قاطع بدون اتجاهاً للسلاسل الزمنية	-8.75	0.0000
X2	-9.42	0.0000	قاطع بدون اتجاهاً للسلاسل الزمنية	-9.42	0.0000
LY	-44.06	0.0000	قاطع بدون اتجاهاً للسلاسل الزمنية	-44.06	0.0000

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على النتائج الإحصائية.

(*) اختبار Lin& Levin للمستوى (0) قاطع بدون اتجاه للسلاسل الزمنية.

ومن خلال نتائج جدول (٣)يتبين أن المتغيرات ساكنة ومن ثم لا توجد حاجة لإجراء أي تحويلة لهم ولا توجد مشكلة جذر الوحدة لهذه المتغيرات.

ثانيا: اختبار الفروض

١ـ التحقق من صحة الفرض الفرعي الأول

لاختبار الفرض الفرعي الأول القائل "لا يوجد تأثير معنوي للوغاريتم نسبة حجم تداول صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية." استخدم نموذج تحليل الانحدار وثبت وجود أثر طردي عالي المعنوية، في ضوء ما سبق سيتم اختبار علاقة بين المتغير المستقل والتابع لاختيار أفضل نموذج يفسر العلاقة، وباستخدم برنامج Eveiws-8 تم التوصل إلى أن أفضل نموذج هو الموضح بجدول التالي:

جدول رقم (٤)

النموذج المقدر للعلاقة بين لوغاريتم نسبة حجم التداول للمؤسسات وعائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	6.797537	1.44E-05	9.81E-05	X1
0.0000	90.67491	2.197153	199.2267	Y-2
0.0000	28.67932	3.07E-05	0.000881	C
0.001027	Mean dependent var		0.769391	R-squared
0.000811	S.D. dependent var		0.769221	Adjusted R-squared
-12.86273	Akaike info criterion		0.000389	S.E. of regression
-12.85620	Schwarz criterion		0.000411	Sum squared resid
-12.86037	Hannan-Quinn criter.		17444.86	Log likelihood
1.686352	Durbin-Watson stat		4519.090	F-statistic
			0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

Y = 0.000881 + 9.81E-05LX1 - 199.2267 y-2

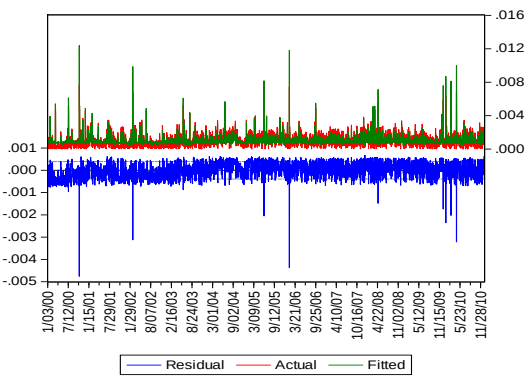
R^2=76.94, Adj. R^2=76.92, F=4909.83, Sig. F=0.000, DW=1.686 * Sig at 1%,

ويتضح من النموذج السابق للدالة أن لوغاريتم نسبة حجم التداول للمؤسسات (LX1) يؤثر بمعامل زيادة للوحدة بمقدار 9.81E-05، والإبطاء الثاني لعائد السوق بمعامل زيادة للوحدة بمقدار199.2267، والنموذج عالي المعنوية ، ويفسر 76% من التغير الحادث في عائد البورصة.

ويوضح النموذج السابق أثر دخول المتغيرات المستقلة، في النموذج حيث بلغ معامل الارتباط 0.87715، ومعامل التحديد R^2 = 0.76، ومعامل التحديد المعدل $\overline{R}^2$ = 0.76، وقيمة اختبار دربن واتسون بالنموذج بحدود 1.686 والذي يؤكد عدم مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، كما يلاحظ من نتائج الجدول ملاءمة النموذج حيث بلغت جودة ملاءمة خط انحدار العينة 78%، مما يدل على مساهمة المتغير المستقل في النموذج والتي تمثل نسبة التباين المفسر، ويؤكد اختبار تحليل التباين الانحدار على جودة مطابقة النموذج حيث بلغت قيمة معنوية اختبار (ف) 0.0000 وتؤكد النتائج جودة النموذج، والذي يؤكد ملائمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية القياسية، وأثبت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج، ولتتابع البواقي وعشوائيتها أن النموذج يعد الأفضل والأكثر ملائمة للبيانات خلال الفترة 2000-2010.

شكل رقم (٨)

القدرة التفسيرية للنموذج المقدر للعلاقة بين لوغاريتم نسبة كمية التداول للمؤسسات وعوائد السوق



Forecast: YF	
Actual: Y	
Forecast sample: 1 2713	
Adjusted sample: 2 2713	
Included observations: 2712	
Root Mean Squared Error	0.000389
Mean Absolute Error	0.000307
Mean Abs. Percent Error	229.4163
Theil Inequality Coefficient	0.152156
Bias Proportion	0.000000
Variance Proportion	0.065445
Covariance Proportion	0.934555

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

فحص وتشخيص النموذج المقترح:

في ضوء النتائج والإحصائيات المحسوبة، نلاحظ المقدرة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد والذي بلغ 76%، بينما بلغت المعنوية الكلية للنموذج معنوية عند 1%. وتشير هذه الاختبارات إلى سلامة النموذج وخلوه من المشاكل القياسية، من حيث عدم تحقق التبعية للتوزيع الطبيعي للبواقي من خلال اختبار (Jarque-Bera)، وعدم وجود ارتباط تسلسلي في البواقي باستخدام (LM Test)، كما أن اختبار (Ramsey RESET Test) يدل على كفاية المتغيرات الداخلة في النموذج وهو ليس بحاجة إلى متغيرات أخرى ولها قدرة تنبؤية عالية، وأكد اختبار جذر الوحدة للبواقى الناتجة من النموذج المقترح استقرارها، وبالتالي أثبت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج المقترح لتفسير العلاقة وأنه يعد الأفضل والأكثر ملائمة لتمثيل البيانات خلال الفترة 2000- 2010.

ويظهر شكل (٨) مقاييس الجودة للنموذج المقترح والتي تؤكد جودة النموذج، والذي يؤكد ملائمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية لقياس قدرة النموذج على التنبؤ.

ويعرض جدول (٥) قيم تلك المعايير:

جدول رقم (٥)

المعايير الإحصائية لقدرة النموذج المقدر للعلاقة بين لوغاريتم نسبة كمية التداول للمؤسسات وعائد السوق

الجذر التربيعي لخطأ التنبؤ (RMSE)	المتوسط النسبى لخطأ التنبؤ المطلق (MAPE)	متوسط القيمة المطلقة للأخطاء (MAE)	معامل ثيل	معامل التحديد
0.000389	229.4163	0.000307	0.152156	0.76

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

٢-اختبار الفرض الفرعي الثاني

لاختبار الفرض الفرعي الثاني القائل" لا يوجد تأثير معنوي لنسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار على عائد البورصة المصرية." استخدم نموذج تحليل

الانحدار وثبت وجود أثر طردي قوي عالي المعنوية، في ضوء ما سبق سيتم اختبار علاقة بين المتغير المستقل والتابع لاختيار أفضل نموذج يفسر العلاقة، وباستخدم برنامج Eveiws-8 تم التوصل إلى أن أفضل نموذج هو الموضح بالجدول التالي:

جدول رقم (٦)

النموذج المقدر للعلاقة بين نسبة قيمة التداول للمؤسسات وعائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	26.49805	1.08E-05	0.000286	X2
0.0000	87.67073	2.074870	181.9054	Y-2
0.0000	58.21829	2.02E-05	0.001179	C
0.001027	Mean dependent var		0.813736	R-squared
0.000811	S.D. dependent var		0.813598	Adjusted R-squared
-13.07629	Akaike info criterion		0.000350	S.E. of regression
-13.06975	Schwarz criterion		0.000332	Sum squared resid
-13.07392	Hannan-Quinn criter.		17734.44	Log likelihood
1.779658	Durbin-Watson stat		5917.433	F-statistic
			0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

Y = 0.001179+ 0.000286X2 - 181.9054y-2

R^2=81.37, Adj. R^2=81.36, F=5917.433, Sig. F=0.000, DW=1.78 * Sig at 1%,

ويوضح النموذج السابق أثر للدالة أن نسبة قيمة التداول للمؤسسات (X2) يؤثر بمعامل زيادة للوحدة بمقدار **0.000286**، والإبطاء الثاني لعائد السوق بمعامل

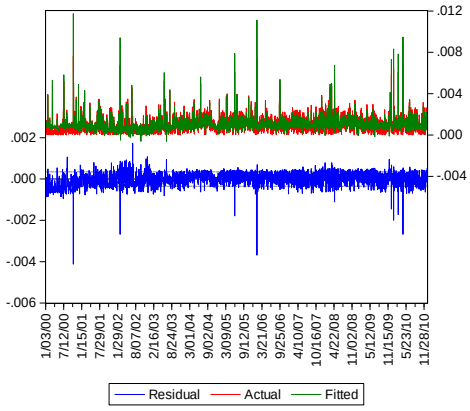
زيادة للوحدة بمقدار **181.9054**، والنموذج عالي المعنوية ، ويفسر 81% من التغير الحادث في عائد السوق.

ويوضح النموذج السابق أثر دخول المتغيرات المستقلة، في النموذج حيث بلغ معامل الارتباط 0.90207، ومعامل التحديد R^2 = 0.81، ومعامل التحديد المعدل $\overline{R}^2$ = 0.8136، وقيمة اختبار دربن واتسون بالنموذج بحدود 1.78 والذي يؤكد عدم مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، كما يلاحظ من نتائج الجدول ملاءمة النموذج حيث بلغت جودة ملاءمة خط انحدار العينة 81%، مما يدل على مساهمة المتغيرات المستقلة في النموذج والتي تمثل نسبة التباين المفسر، مما يدل على مساهمة المتغير المستقل في النموذج والتي تمثل نسبة التباين المفسر، ويؤكد اختبار تحليل التباين الانحدار على جودة مطابقة النموذج حيث بلغت قيمة معنوية اختبار ف 0.0000 .

وتؤكد النتائج جودة النموذج، والذي يؤكد ملائمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية القياسية، وأثبت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج، ولتتابع البواقي وعشوائيتها أن النموذج يعد الأفضل والأكثر ملائمة للبيانات خلال الفترة 2000-2010.

شكل رقم (٩)

القدرة التفسيرية للنموذج المقدر للعلاقة بين نسبة قيمة التداول للمؤسسات وعائد السوق



Forecast: YF	
Actual: Y	
Forecast sample: 1 2713	
Adjusted sample: 2 2713	
Included observations: 2712	
Root Mean Squared Error	0.000350
Mean Absolute Error	0.000269
Mean Abs. Percent Error	205.5590
Theil Inequality Coefficient	0.136129
Bias Proportion	0.000000
Variance Proportion	0.051484
Covariance Proportion	0.948516

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

فحص وتشخيص النموذج المقترح:

في ضوء النتائج والإحصائيات المحسوبة، نلاحظ المقدرة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد والذي بلغ 81%، بينما بلغت المعنوية الكلية للنموذج معنوية عند 1%. وتشير هذه الاختبارات إلى سلامة النموذج وخلوه من المشاكل القياسية، من حيث عدم تحقق التبعية للتوزيع الطبيعي للبواقي من خلال اختبار (Jarque-Bera)، وعدم وجود ارتباط تسلسلي في البواقي باستخدام (LM Test)، كما أن اختبار (Ramsey RESET Test) يدل على كفاية المتغيرات الداخلة في النموذج وهو ليس بحاجة إلى متغيرات أخرى ولها قدرة تنبؤية عالية، وأكد اختبار جذر الوحدة للبواقى الناتجة من النموذج المقترح استقرارها، وبالتالي أثبت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج المقترح لتفسير العلاقة وأنه يعد الأفضل والأكثر ملائمة لتمثيل البيانات خلال الفترة 2000- 2010.

ويظهر شكل (9) مقاييس الجودة للنموذج المقترح والتي تؤكد جودة النموذج، والذي يؤكد ملائمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية لقياس قدرة النموذج علي التنبؤ.

ويعرض جدول رقم (7) قيم تلك المعايير:

جدول رقم (7)

المعايير الإحصائية لقدرة النموذج المقدر للعلاقة بين نسبة قيمة التداول للمؤسسات وعائد السوق

الجذر التربيعي لخطأ التنبؤ (RMSE)	المتوسط النسبى لخطأ التنبؤ المطلق (MAPE)	متوسط القيمة المطلقة للأخطاء (MAE)	معامل ثيل	معامل التحديد
0.000350	205.5590	0.000269	0.136129	%81

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

ولدراسة أثر القيم الكبرى في المتغيرات المستقلة السابقة على عائد السوق، فقد تم تقسيم القيم بوضع حد فاصل هو المتوسط ، فتم إعطاء القيم أعلى من المتوسط الرقم (1) والأقل من المتوسط (صفر) وذلك باختبار Dummy Variable .

اختبار أثر القيم الكبرىللوغاريتم نسبة حجم تداول المؤسسات(DULX1)على عائدالسوق(Y)

جدول رقم (٨)

معامل الارتباط بين القيم الكبرى للوغاريتم نسبة حجم تداول المؤسسات وعائد السوق

DULX3	Y4	Probability
	1	Y

1	-0.156	DULX1
-----	0.000	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

يتضح من جدول (٨) أنه يوجد ارتباط عكسي ضعيف إلى جانب ذلك كان الارتباط معنوياً عند مستوى ثقة (0.99).

جدول رقم (٩)

النموذج المقدر للعلاقة بين لوغاريتم نسبة حجم التداول للمؤسسات وعائد السوق

المتغيرات	المعاملات	الخطأ المعيارى	اختبار ت	المعنوية
Y^2	201.1358	2.151994	93.46484	0.0000
DULX1	-5.90E-05	9.05E-06	-6.524286	0.0000
C	0.000635	1.08E-05	58.65855	0.0000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

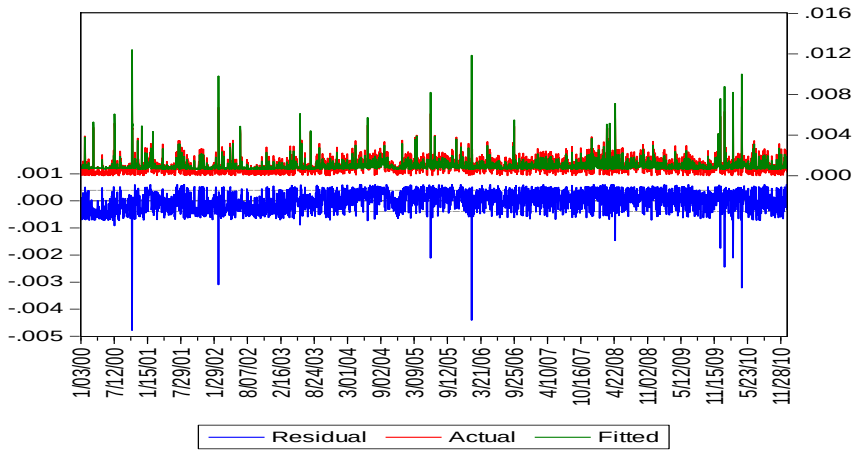
ومن جدول (٩) يتضح أن المتغيرات (DULX1) و (Y^2) يؤثران على (Y) حيث بلغت معنوية المتغير (0.0000، 0.0000) عند مستوى ثقة (0.99) وبالنظر إلى القدرة التفسيرية لهذين المتغيرين على شرح وتفسير التغيرات التي يمكن ان تحدث لعائد السوق (Y) فقد وجد أنها تساوى (769.) وهي نسبة تفسير عالية.

وقد وجد أن اختبار (ف) كانت معنوية حيث كانت المعنوية تساوى (0.0000) مما يعني أن النموذج ككل معنوي ومقبول وأن معادلة نموذج الانحدار لها دلالة إحصائية.

وبالكشف عن ملائمة قيمة دربن واطسون والتي بلغت (1.73) لاختبار الارتباط الذاتي التسلسلى نجد أنها تقترب من القيمة المثلى (2) ومن ثم نقبل فرض العدم القائل بأنه لا يوجد ارتباط الذاتي تسلسلى بين البواقي وبعضها البعض كما هو واضح في شكل (١٠).

شكل رقم (١٠)

اختبار عشوائية البواقي للعلاقة بين القيم الكبرى للوغاريتم نسبة حجم التداول للمؤسسات وعائد السوق



ويتضح من خلال ما سبق فإن القيم الكبرى للوغاريتم نسبة حجم تداول المؤسسات يفسر (0.769) من التغير في عوائد السوق وهي نسبة تفسيرية عالية، إلا أنها مساوية للنسبة التفسيرية للوغاريتم نسبة حجم تداول المؤسسات التي فسرت (0.769) من التغير في عوائد السوق، وهذا يعني أن القيم الكبرى للوغاريتم لنسبة حجم تداول المؤسسات هي التي تؤثر بشكل كبير في عوائد السوق، أي كلما زادت نسبة حجم تداول المؤسسات كلما زادت عوائد السوق.

اختبار أثر القيم الكبرىنسبة قيمة تداول المؤسسات(DUX2) على عائد السوق(Y)

جدول رقم (١٠)

معامل الارتباط بين القيم الكبرى نسبة قيمة تداول المؤسسات وعائد السوق

DUX4	Y4	Probability
	1	Y

1	0.684	DUX2
-----	0.000	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

يتضح من جدول (١٠) أنه يوجد ارتباط طردي قوي إلى جانب ذلك كان الارتباط معنوياً عند مستوى ثقة (0.99).

جدول رقم (١١)

النموذج المقدر للعلاقة بين نسبة قيمة التداول للمؤسسات وعائد السوق

المتغيرات	المعاملات	الخطأ المعيارى	اختبار ت	المعنوية
Y^2	165.1711	2.176422	75.89113	0.0000
DUX2	0.001372	4.28E-05	32.06600	0.0000
C	0.000530	8.55E-06	61.91253	0.0000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

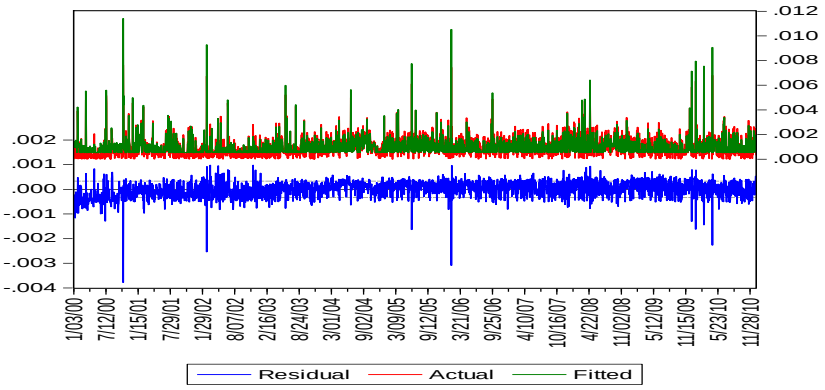
ومن جدول (١١) يتضح أن المتغيرات (DUX1) و (Y^2) يؤثران على (Y) حيث بلغت معنوية المتغير (0.0000، 0.0000) عند مستوى ثقة (0.99) وبالنظر إلى القدرة التفسيرية لهذين المتغيرين على شرح وتفسير التغيرات التي يمكن أن تحدث لعائد السوق (Y) فقد وجد أنها تساوى (.83) وهي نسبة تفسير عالية.

وقد وجد أن اختبار (ف) كانت معنوية حيث كانت المعنوية تساوى (0.0000) مما يعني أن النموذج ككل معنوي ومقبول وأن معادلة نموذج الانحدار لها دلالة إحصائية.

وبالكشف عن ملائمة قيمة دربن واطسون والتي بلغت (1.72) لاختبار الارتباط الذاتي التسلسلي نجد أنها تقترب من القيمة المثلى (2) ومن ثم نقبل فرض العدم القائل بأنه لا يوجد ارتباط الذاتي تسلسلي بين البواقي وبعضها البعض كما هو واضح في شكل (١١).

شكل رقم (١١)

اختبار عشوائية البواقي للعلاقة بين القيم الكبرى لنسبة قيمة التداول للمؤسسات وعائد السوق



ويتضح من خلال ما سبق فإن القيم الكبرى لنسبة قيمة تداول المؤسسات يفسر (0.830) من التغير في عوائد السوق وهي نسبة تفسيرية عالية، إلا أنها قريبة جدا من النسبة التفسيرية لنسبة قيمة تداول المؤسسات التي فسرت (0.813) من التغير في عوائد السوق، وهذا يعني أن القيم الكبرى لنسبة قيمة تداول المؤسسات هي التي تؤثر بشكل كبير في عوائد السوق، أي كلما زادت نسبة قيمة تداول المؤسسات كلما زادت عوائد السوق .

الجزء الخامس: النتائج والتوصيات

أولا: النتائج

١. أثبتت الدراسة أن نسبة حجم تداول المؤسسات (صناديق الإستثمار) تؤثر بشكل ضعيف على عوائد السوق وهو مؤشر على كفاءة البورصة.
٢. أكدت الدراسة أن قيمة تداول المؤسسات (صناديق الإستثمار) لها تأثير على كفاءة البورصة المصرية.
٣. أكدت الدراسة أنه كلما زادت نسبة قيمة تداول المؤسسات (صناديق الإستثمار) كلما زاد تأثيرها على كفاءة البورصة المصرية.

ثانيا: التوصيات

١. العمل على زيادة عمق السوق وزيادة عدد الأسهم المتداولة.
٢. ضرورة تخفيف العبء الضريبي على صناديق الاستثمار بما يضمن قيامها بدورها الاقتصادي والاستثماري.
٣. تشجيع زيادة نسبة التداول من جانب الصناديق في البورصة من خلال زيادة الأدوات الاستثمارية الموجودة في البورصة، بصورة تشجع على رفع نسبة التداول المؤسسي مثل (تخفيض فترة التسوية بتفعيل (T+0)، السماح للصناديق بالشراء بالهامش، تفعيل آلية البيع على المكشوف، تطوير سوق الدين، السماح بتداول السندات الحكومية).

المراجع

(١) هناء عبد العزيز عبد اللطيف ، " قياس نشاط وكفاءة أداء الأسواق المالية في مصر (دراسة مقارنة مع الأسواق الواعدة) " ، رسالة ماجستير غير منشورة (الاسكندرية – كلية التجارة – جامعة الاسكندرية) ، ٢٠٠١ .

(٢) سمير محمد علي حسن ، " قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الاصلاح الاقتصادي " ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، (القاهرة – كلية التجارة – جامعة عين شمس) ، ٢٠٠٥

(٣)عبد العاطي لاشين محمد منسي ،" أثر الزام شركات السمسرة المصرية بمعايير الملاءة المالية على سيولة وعائد سوق الأسهم المصرية "، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، (كلية التجارة – جامعة القاهرة– العدد 71-الجزء الثاني) ، ٢٠٠٨.

(4) TengasamyElango& Mohammed Ibrahim Hussein; An Empirical Analysis on the Weak-Form Efficiency of The GCC Markets Applying Selected Statistical Tests, International Review of Business Research Papers, Vol. 4, No. 1, 2008.

(٥)صلاح الدين شريط ، " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر " ، رسالة ماجستير غير منشورة (الجزائر – كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير – جامعة الجزائر) ، 2012 .

(6) BatoolAsiri&HamadAlzeera; Is the Saudi Stock Market Efficient? A case of weak-form efficiency, Research Journal of Finance and Accounting , Vol. 4, No. 6, 2013.

[٧]- يمكن الرجوع الى تقارير البورصة المصرية في موقع البورصة المصرية الرسمي.

(8) Sharpe, W. F., et al., "Fundamentals Of Investment" , Third Edition, New Jersey, Prentice- Hall, 2001.

(٩) محمد عثمان إسماعيل حميد،" التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال:تقييم الأداء والتخطيط المالي وتقييم الأصول وأسواق رأس المال ومصادر التمويل "، (القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠م) .

(10) Securities and Exchange Commission (SEC), "Mutual Fund", http://www.sec.gov/ investor/tools/mfcc/mutual-fund-help.htm, Access at 29/12/2005.

(١١) أحمد محمد شرارة ،محاضرات في أسواق الأوراق المالية، بدون ناشر، ٢٠١١.

(١٢) حسين عطا غنيم ، "دراسات في التمويل"، (القاهرة، المكتبة الأكاديمية، ٢٠٠٥

(١٣) أشرف شافعى ذكى شافعى، أثر الكفاءة التشغيلية لبورصة الأوراق المالية المصرية على إدارة محفظة صناديق الاستثمار المفتوحة، رسالة ماجستير غير منشورة، (كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٣).

(١٤) محمد عبدالرحيم محمد الشافعى، تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر- دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، (جامعة الأزهر، مكتبة كلية التجارة، ٢٠٠٠).

(15) Classens, stijin, The emergence of equity investmention developing countries: overview, world bank economic Review, vol. 9, No, 1, Washington, 1995.

(١٦) منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، (الإسكندرية ، ٢٠١٢).

(17) Sears S. and G. Tennephol, " Investment Management " , Dryden Press, 1993.

(١٨) منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره،٢٠١٢.