

أثر أداء صناديق الإستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية محمد أحمد حسين سيد أحمد

الملخص

هدفت الدراسة للوقوف على أثر أداء صناديق الاستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية، وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم تحليل البيانات باستخدام برامج التحليل الإحصائي SPSS وEviwes لاختبار فروض الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أكثر المتغيرات المستقلة المعبرة عن أداء صناديق الاستثمار تأثيراً على كفاءة أداء البورصة هو حجم رأس المال السوقي لصناديق الاستثمار يليه قيمة تداول صناديق الاستثمار، وأوصت الدراسة بتشجيع عمليات إصدار صناديق المؤشرات بصورة أكبر وعدم قصرها على صندوق واحد مبني على أساس مؤشر EGX-30 حالياً، 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 performance of investment funds on the efficiency of the Egyptian Stock Exchange performance, it was used descriptive analytical method by using statistical analysis software SPSS and Eviwes to test the hypotheses of the study, and the study found more independent variables that represent the performance of the investment funds impact on the efficiency of the stock market performance is the capital market for investment funds, followed by trading of investment funds the value of size, the study recommended encouraging ETFs version in operations the largest 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 the volume in the stock market size.

المقدمة

تعتبر البورصة من أهم الأعمدة الأساسية في الاقتصاد القومي، فالدور الذي تؤديه في دفع أو إعاقة عملية التنمية يعتمد أساساً 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 نوعاً جديداً 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 (موهج، 2004) (١):

استهدفت الدراسة الوقوف على أثر استراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، وكانت أهم نتائج الدراسة وجود علاقة مباشرة بين اتباع استراتيجية توقيت السوق وزيادة معدل أداء الاستثمار في البورصة المصرية، وكذلك وجود علاقة مباشرة بين اتباع استراتيجية توقيت السوق وزيادة معدل عائد صناديق الاستثمار المصرية.

٢- دراسة (عبد الحليم ، 2007)^(٢):

استهدفت الدراسة الوقوف على دور صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية والتأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وتنوعها. وتوصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار تسهم في تنشيط سوق الأوراق المالية، وكذلك يزداد دور صناديق الاستثمار عن طريق انشاء صناديق متخصصة، وزيادة عدد صناديق الاستثمار يؤدي الى زيادة رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية، وزيادة متوسط حجم التداول للأوراق المالية في السوق المصري.

٣- دراسة (عبد الله ، 2007)^(٣):

استهدفت الدراسة الوقوف على تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر خلال الفترة الممتدة من 1996 حتى 2007. وتوصلت الدراسة إلى أن الأداء القوي أو الضعيف لصندوق الاستثمار لا يرجع الى ادارة الصندوق وحدها ولكن الى السوق ككل باعتبارها سوق ناشئة وهناك قدرة لصناديق الاستثمار على تحقيق عائد جيد في فترات تراجع السوق والمحافظة على رأس المال.

٤- دراسة (AnoopPandey, 2011)^(٤):

استهدفت الدراسة الوقوف على وعي المستثمرين حول صناديق الاستثمار، والوقوف على طبيعة المخاطر من وجهة نظر العملاء. وتوصلت الدراسة إلى أن اختلاف أداء الصناديق الخمسة حيث أن هناك بعض الصناديق أدائها أفضل على أساس توفير الضرائب، أن صناديق الاسهم المتنوعة أفضل من غيرها من حيث أداء الصناديق.

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 (Nidhi&Ravinder, 2013)^(١):

استهدفت الدراسة الوقوف على أداء الصناديق من حيث العائد على الاستثمار، وهل قدرة مديري الاستثمار على اتباع سياسة الاختيار تؤثر على العائد على الاستثمار، وهل التنوع بالمحفظة يؤثر على المخاطر التي يقدمها الصندوق.

وقد أسفرت نتائج الدراسة عن أن يستطيع مدير الصندوق تعظيم العائد من خلال القدرة على التنوع والاستفادة من التوقيت السوقي، وأن استراتيجيات الاستثمار والقدرة على الاختيار الجيد للأوراق المالية تؤثر في المخاطر والعوائد التي تقدمها المحفظة، وأن الأسهم التي لا تولد عائد فوق متوسط عائد السوق خلال الاتجاه الصعودي للسوق يكون العائد عالي المخاطر خلال الاتجاه الهبوطي للسوق.

ثانياً: مشكلة الدراسة

ما مدى تأثير أداء صناديق الاستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية؟

ثالثاً: فروض الدراسة

"لا يوجد أثر لأداء صناديق الإستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية"

وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

١. لا يوجد أثر لقيمة تداول صناديق الإستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية.

٢. لا يوجد أثر لحجم رأس المال السوقي لصناديق الإستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية.

رابعاً: أهداف الدراسة

١. التعرف على أثر قيمة تداول صناديق الاستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية.

٢. تحديد أثر حجم رأس المال السوقي لصناديق الإستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية.

خامساً: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة العلمية في التركيز على تحديد وتفسير أثر أداء صناديق الاستثمار على كفاءة أداء البورصة، هي 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 يركز 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، فمثلاً 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،^(٧).

الجزء الثاني: الإطار النظري

أولاً: 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).

ويرى 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 ضمانات 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 جزءاً من صافي أصول هذه المحفظة^(١٠).

ثانياً: كفاءة أداء البورصة

أ. 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 أي مستثمر تحقيق مكاسب غير عادية على حساب الآخرين.

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

ب. الشروط الواجب توافرها في السوق الكفاء:

١- المعلومات التي يحتاج إليها المتعاملون في سوق الأوراق المالية^(١١):

١/١: معلومات عن الفترات الماضية: وتتعلق بأسعار الأسهم في الماضي 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 بواطن الأمور)، ويمكن الوصول إليها بطريقة غير رسمية، عن طريق أحد أفراد الشركة المصدرة للأوراق المالية.

٢- مستويات كفاءة السوق: يوجد ثلاثة مستويات تتمثل في الآتي^(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 هذه المعلومات، 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.

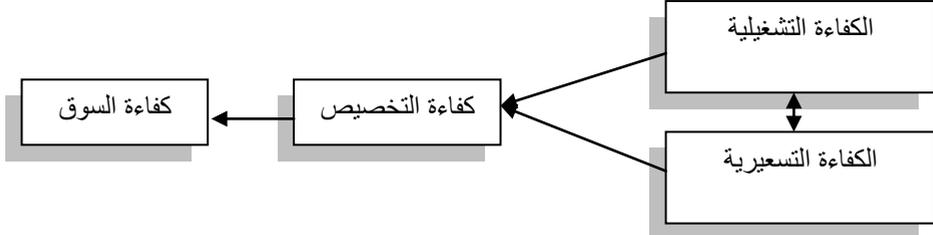
٢/٢: **المستوى المتوسط:** يقوم هذا الافتراض على أن الأسعار الحالية تعكس البيانات التاريخية، والبيانات الحالية، والتي تكون متوفرة لجميع المستثمرين، ولا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين إلا لو استطاع الحصول على معلومات خاصة أي أن هذه الأرباح غير العادية لا تتحقق إلا بمعرفة المعلومات 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 والحدثة والشمول^(١٤).

٣/٣: **كفاءة التخصيص**: ترى بعض الدراسات^(١٥) أن السوق المالية التي تؤدي عملها جيداً 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 الكفاء وتشمل^(١٦):

١/٣/٣: توافر أدوات استثمار جذابة.

٢/٣/٣: السيولة للسوق.

٣/٣/٣: توافر المعلومات والكوادر المؤهلة والوعي الاستثماري.

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.

ثالثاً: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق البورصة

سيتم التعرض لدور صناديق الاستثمار في تنشيط 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 لشترتها وتحدد كذلك الأوراق المالية التي يجب بيعها.

٢. ارتفاع درجة التنوع في صناديق الاستثمار، عن درجة التنوع في المحافظ الفردية الخاصة بصغار المستثمرين، فيمكن التنوع 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 تبني 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^(٨).

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 صانعي 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

أولاً: 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 أهداف هذه الدراسة فإنها تعتمد على البيانات الثانوية المنشورة، الخاصة بعمليات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية والتي تتضمن بيانات البورصة المصرية لجميع المتغيرات.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية، والبالغ عددها 87 صندوق استثمار، وقد تم اختيار صناديق الاستثمار في ضوء بعض المحددات التي تم وضعها من قبل الباحث وهي أن: - يكون عمر الصندوق 10 سنوات أو أكثر.

- توافر البيانات خلال فترة الدراسة.

وبناء عليه بلغ مجتمع الدراسة في ضوء هذه المحددات 22 صندوقاً، وقام الباحث بدراسة 16 صندوقاً التي استطاع الوصول الي بياناتها.

ثالثاً: أساليب التحليل الإحصائي

استخدم الباحث الأساليب الإحصائية 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 المقدره (الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ، ومتوسط الانحراف المطلق، ومتوسط الخطأ النسبي المطلق، ونسبة التحيز، ونسبة التباين، ونسبة التباين، ونسبة التباين، ومعامل ثيل)، بالاعتماد على البرامج الإحصائية التالية E-views8، Statistical Package For Social Science Spss Ver-20.

الجزء الرابع: التحليل الإحصائي ونتائج اختبار الفروض

أولاً: 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 K2 بدرجات حرية ٢، 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 (١) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة حيث تعطينا هذه الإحصاءات صورة عن شكل توزيع عينة البيانات لكل المتغيرات موضع الدراسة، وبالتالي الوصول إلى التوصيف الملائم لتوزيع بيانات الدراسة، ويمكن توضيح هذه الإحصاءات من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول رقم (1)

الإحصاءات الوصفية واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Variables	Y1	Y2	Y3	LOX1	LOX2
Mean	6.68315	108.20	0.04671	24.552	22.325
Median	-3.56332	51.608	0.0463	24.686	22.338
Maximum	2.79577	247.92	0.0791	26.136	23.210
Minimum	-15.728	0.1009	0.0165	23.012	21.465
Std. Dev.	8.00206	118.66	0.02163	1.2202	0.7307
Skewness	-0.1934	0.3140	0.14443	-0.0955	0.0026
Kurtosis	1.21528	1.1936	1.69128	1.39633	1.2829
Jarque-Bera	1.38957	1.5238	0.74840	1.08677	1.2284
Probability	0.49918	0.4667	0.68783	0.58077	0.5410
Sum	-66.831	1082.0	0.4671	245.526	223.25
Sum Sq. Dev.	576.297	126726	0.00421	13.4016	4.8058
Observations	10	10	10	10	10

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات .

يتضح من الجدول رقم (1) أن توزيع قيم المتغيرات المستقلة أسفرت عن أن بيانات متغير قيم الالتواء لعوائد السوق (Y1) أكثر تفرطاً حيث كانت قيمة تفرطه (1.2) وهي أقل من (3) .

كما نجد أن توزيع قيم المؤشر معتدل طبقاً لإحصائية (Jarque-Bera)، حيث يقترب توزيع القيم من التوزيع الطبيعي، كما يلاحظ أن قيم متغير قيم التفرطح لعوائد السوق (Y2) ملتو قليلاً لجهة اليمين.

وأن توزيع قيم المؤشر معتدل طبقاً لإحصائية (Jarque-Bera)، وينطبق ذلك على قيم الاستقلالية لعائد السوق (Y3)، في حين أن متغير قيمة تداول صناديق الاستثمار (X1)، وحجم رأس المال السوقي لصناديق الاستثمار (X2) أكثر تفرطاً، وأن توزيع قيم المؤشرات معتدلة طبقاً لإحصائية (Jarque-Bera).

ثانياً: اختبار الفروض

١- التحقق من صحة الفرض الفرعي الأول
 لاختبار الفرض الفرعي الأول القائل "لا يوجد تأثير معنوي للوغاريتم قيمة تداول صناديق الاستثمار (X1) على كفاءة أداء البورصة المصرية (Y1, Y2, Y3) على الالتواء، التفرطح، الاستقلالية"، تبين ما يلي من مصفوفة الارتباط:
 ١/١: لا يوجد ارتباط بين لوغاريتم قيمة تداول صناديق الاستثمار والالتواء حيث كانت معنوية معامل الارتباط بينهما (0.1172) وهي أكبر من (0.05) ، أي أن الارتباط غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر للوغاريتم قيمة تداول صناديق الاستثمار على الالتواء.
 ٢/١: لا يوجد ارتباط بين لوغاريتم قيمة تداول صناديق الاستثمار والتفرطح حيث كانت معنوية معامل الارتباط بينهما (0.1419) وهي أكبر من (0.05) ، أي أن الارتباط غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر للوغاريتم قيمة تداول صناديق الاستثمار على التفرطح.
 ٣/١: يوجد ارتباط بين لوغاريتم قيمة تداول صناديق الاستثمار والاستقلالية حيث كانت معنوية معامل الارتباط بينهما (0.0002) وهي أقل من (0.05) ، أي أن الارتباط معنوي وبالتالي يوجد أثر لقيمة تداول صناديق الاستثمار على الاستقلالية، وقد تم استخدام نموذج تحليل الانحدار وثبت وجود أثر طردي عالي المعنوية، في ضوء ما سبق سيتم اختبار علاقة بين المستقل والتابع لاختيار أفضل نموذج يفسر العلاقة، واستخدم برنامج Eviews-8 تم التوصل إلى أن أفضل نموذج هو الموضح بالجدول التالي:

جدول رقم (٢)

النموذج المقدر للعلاقة بين قيمة تداول صناديق الاستثمار واستقلالية عوائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0012	4.864696	0.003489	0.016973	LX1
0.0029	-4.218509	0.086243	-0.363816	C
0.055230	Mean dependent var		0.747357	R-squared
0.024944	S.D. dependent var		0.715777	Adjusted R-squared

-5.625543	Akaike info criterion	0.13298	S.E. of regression
-5.565026	Schwarz criterion	0.01415	Sum squared resid
-5.691930	Hannan-Quinn criter.	30.12772	Log likelihood
0.700870	Durbin-Watson stat	23.66527	F-statistic
		0.0012	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

$$Y3 = 0.016973LX1 - 0.36382$$

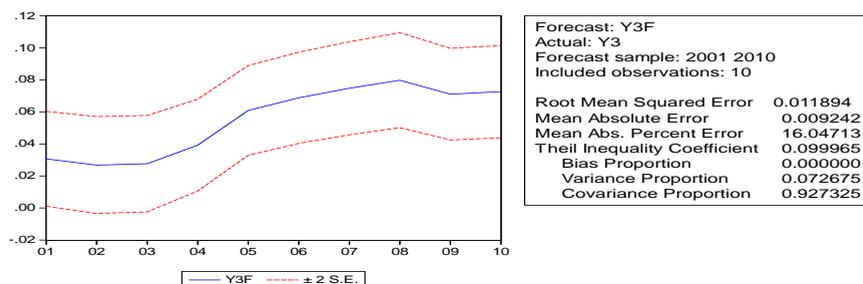
R2=74.74, Adj. R2=71.58, F=23.6653, Sig. F=0.0012, DW=0.70087

يتضح من النموذج السابق للدالة أن قيمة تداول صناديق الاستثمار (LX1) يؤثر بمعامل زيادة للوحدة بمقدار 0.016973، والنموذج عالي المعنوية، ويفسر 74.74% من التغير الحادث في استقلالية عوائد السوق.

ويوضح النموذج السابق أثر دخول المتغيرات المستقلة، في النموذج حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.7474$ ، ومعامل التحديد المعدل $\bar{R}^2 = 0.7158$ ، وقيمة اختبار درين واتسون بالنموذج بحدود 0.7009 والذي يؤكد عدم مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، كما يلاحظ من نتائج الجدول ملائمة النموذج حيث بلغت جودة ملائمة خط انحدار العينة 74.74%، 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، وأثبتت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج، ولتتابع البواقي وعشوائيتها أن النموذج يعد الأفضل والأكثر ملائمة للبيانات خلال الفترة 2000-2010.

شكل رقم (٢)
القدرة التفسيرية للنموذج المقدر للعلاقة بين قيمة تداول صناديق الاستثمار
واستقلالية عوائد السوق



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

فحص وتشخيص النموذج المقترح:

في ضوء النتائج والإحصائيات المحسوبة، نلاحظ المقدرة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد والذي بلغ 74.74%، 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 للبواقي 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 الشكل السابق مقاييس الجودة للنموذج المقترح والتي تؤكد جودة النموذج، وملائمته لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية لقياس قدرة النموذج على التنبؤ.

جدول رقم (٣)
المعايير الإحصائية لقدرة النموذج المقدر للعلاقة بين قيمة تداول صناديق
الاستثمار واستقلالية عوائد السوق

معامل التحديد	معامل ثيل	متوسط القيمة المطلقة للأخطاء (MAE)	المتوسط النسبي لخطأ التنبؤ المطلق (MAPE)	الجذر التربيعي لخطأ التنبؤ (RMSE)
0.7474	0.99965	0.009242	16.04713	0.011849

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

٢-التحقق من صحة الفرض الفرعي الثاني

لاختبار الفرض الفرعي الثاني "لا يوجد تأثير معنوي لحجم رأس المال لصناديق الاستثمار (X2) على كفاءة أداء البورصة المصرية (Y3, Y2, Y1) الالتهواء، التفرطح، الاستقلالية"، تبين ما يلي من مصفوفة الارتباط:

١/٢: لا يوجد ارتباط بين حجم رأس المال لصناديق الاستثمار والالتهواء حيث كانت معنوية معامل الارتباط بينهما (0.2051) وهي أكبر من (0.05)، أي أن الارتباط غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر لحجم رأس المال لصناديق الاستثمار على الالتهواء.

٢/٢: لا يوجد ارتباط بين حجم رأس المال لصناديق الاستثمار والتفرطح حيث كانت معنوية معامل الارتباط بينهما (0.2051) وهي أكبر من (0.05)، أي أن الارتباط غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر لحجم رأس المال لصناديق الاستثمار على التفرطح.

٣/٢: يوجد ارتباط بين حجم رأس المال السوقي صناديق الاستثمار والاستقلالية حيث كانت معنوية معامل الارتباط بينهما (0.00) وهي أقل من (0.05)، أي أن الارتباط معنوي وبالتالي يوجد أثر لحجم رأس المال السوقي صناديق الاستثمار على الاستقلالية، وقد تم استخدام نموذج تحليل الانحدار وثبت وجود أثر طردي عالي المعنوية، في ضوء ما سبق سيتم اختبار علاقة بين المستقل والتابع لاختيار

أفضل نموذج يفسر العلاقة، وباستخدام برنامج Eviews-8 تم التوصل إلى النموذج الموضح بالجدول التالي:

جدول رقم (٤)

النموذج المقدر للعلاقة بين حجم رأس مال صناديق الإستثمار واستقلالية عوائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	9.847601	0.02605	0.026805	LX2
0.0000	-9.022706	0.061029	-0.550648	C
0.050067	Mean dependent var		0.932676	R-squared
0.020001	S.D. dependent var		0.923059	Adjusted R-squared
-7.357681	Akaike info criterion		0.005548	S.E. of regression
-7.313854	Schwarz criterion		0.000215	Sum squared resid
-7.452861	Hannan-Quinn criter.		35.109524	Log likelihood
1.046705	Durbin-Watson stat		96.97524	F-statistic
			0.00002	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

$$Y_3 = 0.02681LX_2 - 0.55065$$

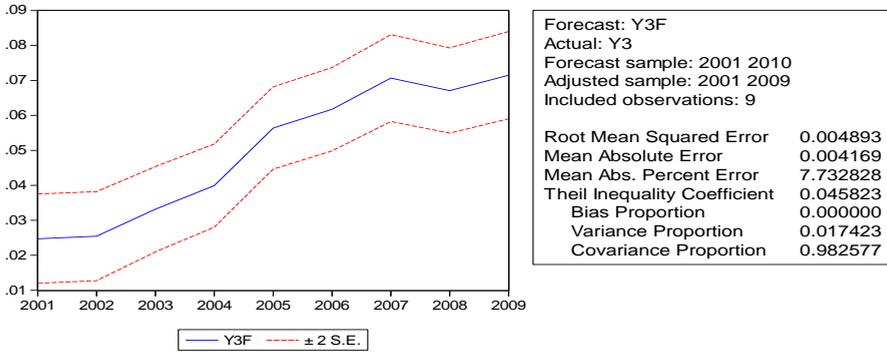
$R^2=93.27$, Adj. $R^2=92.31$, $F=96.9753$, Sig. $F=0.000$, $DW=1.04671$

ويتضح من النموذج السابق للدالة أن حجم التداول للمؤسسات (LX2) يؤثر بمعامل زيادة للوحدة بمقدار 0.026805، والنموذج عالي المعنوية، ويفسر 93.27% من التغير الحادث في استقلالية عوائد السوق.

ويوضح النموذج السابق أثر دخول المتغيرات المستقلة، في النموذج حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.9327$ ، ومعامل التحديد المعدل $\bar{R}^2 = 0.9231$ ، وقيمة اختبار درين واتسون بالنموذج بحدود 1.0467 والذي يؤكد عدم مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، كما يلاحظ من نتائج الجدول ملائمة النموذج حيث بلغت جودة ملائمة خط انحدار العينة 93.27%، 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) 0.00002 .
وتؤكد النتائج جودة النموذج، والذي يؤكد ملائمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية القياسية، وأثبتت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج، ولتتابع البواقي وعشوائيتها أن النموذج يعد الأفضل والأكثر ملائمة للبيانات خلال الفترة 2010-2000.

شكل رقم (٣)

القدرة التفسيرية للنموذج المقدر للعلاقة بين حجم رأس مال صناديق الاستثمار واستقلالية عوائد السوق



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

فحص وتشخيص النموذج المقترح:

في ضوء النتائج والإحصائيات المحسوبة، نلاحظ المقدرة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد والذي بلغ 93.27%، 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 ولها قدرة تنبؤية عالية، وأكد اختبار جذر الوحدة للبواقي الناتجة من النموذج المقترح استقرارها، وبالتالي أثبتت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج المقترح لتفسير العلاقة وأنه يعد الأفضل والأكثر ملاءمة لتمثيل البيانات خلال الفترة 2000-2010 ويظهر الشكل السابق مقاييس الجودة للنموذج المقترح والتي تؤكد جودة النموذج، والذي يؤكد ملاءمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية لقياس قدرة النموذج على التنبؤ.

جدول رقم (٥)

المعايير الإحصائية لقدرة النموذج المقدر للعلاقة بين حجم رأس مال صناديق الاستثمار واستقلالية عوائد السوق

معامل التحديد	معامل ثيل	متوسط القيمة المطلقة للأخطاء (MAE)	المتوسط النسبي لخطأ التنبؤ المطلق (MAPE)	الجذر التربيعي لخطأ التنبؤ (RMSE)
0.9327	0.04582	0.004169	7.732828	0.004893

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

وقد قام الباحث بعد قياس أثر كل متغير مستقل على انفراد على المتغيرات التابعة بقياس أثر جميع المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، وكان ذلك كما يلي:

تم استخدام نموذج تحليل الانحدار وثبت عدم وجود أثر للمتغيرات المستقلة على الالتواء، في ضوء ما سبق تم اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع (الالتواء) لاختبار إن كان هناك نموذج يفسر العلاقة، وباستخدام برنامج Eviews 8 تم التوصل إلى أنه لا يوجد نموذج كما هو موضح بجدول (٥) حيث إن المعنوية

لجميع المتغيرات المستقلة أكبر من قيمة الخطأ المقبول حيث كانت جميعها غير معنوية، لذلك لا يوجد أثر لأي منها على الالتواء.

جدول رقم (٦)

النموذج المقدر للعلاقة بين (قيمة تداول صناديق الاستثمار، حجم رأس مال صناديق الاستثمار) والتواء عائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3824	-0.980394	8.483442	-8.317112	LX1
0.6864	-0.434471	22.33233	-9.702757	LX2
0.3161	1.144824	328.8581	376.4847	C
-5.689270	Mean dependent var		0.637092	R-squared
7.805407	S.D. dependent var		0.274183	Adjusted R-squared
6.927233	Akaike info criterion		6.649806	S.E. of regression
7.036803	Schwarz criterion		176.8797	Sum squared resid
6.690783	Hannan-Quinn criter.		-26.17255	Log likelihood
2.893215	Durbin-Watson stat		1.755517	F-statistic
			0.299516	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

ثم تم استخدام نموذج تحليل الانحدار و ثبت عدم وجود أثر للمتغيرات المستقلة على التفرطح، في ضوء ما سبق تم اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع (التفرطح) لاختبار إن كان هناك نموذج يفسر العلاقة، وباستخدام برنامج Eviews-8 تم التوصل إلى أنه لا يوجد نموذج كما هو موضح بجدول (٧) حيث إن

المعنوية لجميع المتغيرات المستقلة أكبر من قيمة الخطأ المقبول حيث كانت جميعها غير معنوية، لذلك لا يوجد أثر لأي منها على التفرطح.

جدول رقم (٧)

النموذج المقدر للعلاقة بين (قيمة تداول صناديق الإستثمار، حجم رأس مال صناديق الإستثمار) وتفرطح عائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5609	0.6333303	123.5209	78.22613	LX1
0.4532	0.830025	325.1639	-269.8942	LX2
0.2078	-1.501011	4788.252	-7187.220	C
92.95016	Mean dependent var		0.645534	R-squared
114.9940	S.D. dependent var		0.291068	Adjusted R-squared
12.28382	Akaike info criterion		96.82276	S.E. of regression
12.39339	Schwarz criterion		37498.58	Sum squared resid
12.04737	Hannan-Quinn criter.		-50.27720	Log likelihood
2.701876	Durbin-Watson stat		1.821146	F-statistic
			0.287864	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

ولاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (الاستقلالية) تم استخدام نموذج تحليل الانحدار وثبت وجود أثر طردي عالي المعنوية، في ضوء ما سبق سيتم اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لاختيار أفضل نموذج

يفسر العلاقة، وباستخدام برنامج Eviews-8 تم التوصل إلى أن أفضل نموذج كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول رقم (٨)

النموذج المقدر للعلاقة بين (قيمة تداول صناديق الإستثمار، حجم رأس مال صناديق الإستثمار) واستقلالية عائد السوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	16.19601	0.002159	0.034962	LX2
0.0000	-15.72140	0.045512	-0.715519	C
0.050067	Mean dependent var		0.986126	R-squared
0.020001	S.D. dependent var		0.981502	Adjusted R-squared
-8.714977	Akaike info criterion		0.002720	S.E. of regression
-8.649236	Schwarz criterion		4.44E-05	Sum squared resid
-8.856847	Hannan-Quinn criter.		42.21740	Log likelihood
2.471959	Durbin-Watson stat		213.2365	F-statistic
			0.0000	Prob(F-statistic)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

$$Y3 = 0.034962LX2 - 0.715519$$

$R^2=98.6$, $Adj. R^2=98.15$, $F=213.2365$, $Sig. F=0.000$, $DW=2.472$ *

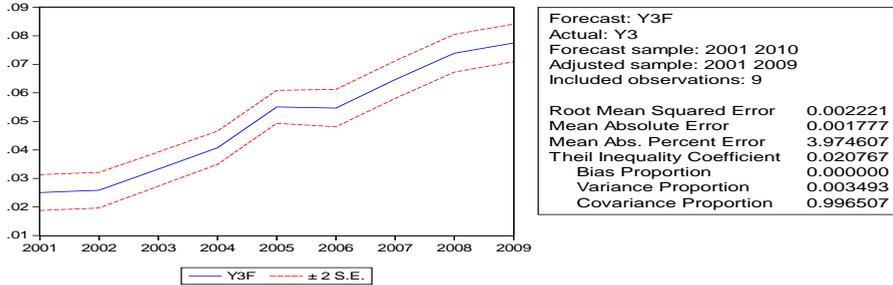
ويتضح من النموذج السابق للدالة أن حجم رأس مال صناديق الإستثمار (LX3) يؤثر بمعامل زيادة للوحدة بمقدار 0.034962، والنموذج عالي المعنوية، ويفسر هذا العامل 98.6% من التغير الحادث في استقلالية عوائد السوق.

ويوضح النموذج السابق أثر دخول المتغيرات المستقلة، في النموذج حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.986$ ، ومعامل التحديد المعدل $\bar{R}^2 = 0.9815$ ، وقيمة اختبار درين واتسون بالنموذج بحدود 2.472 والذي يؤكد عدم مشكلة الارتباط الذاتي، كما يلاحظ من نتائج الجدول ملاءمة النموذج حيث بلغت جودة ملاءمة خط انحدار العينة 98%، مما يدل على مساهمة المتغير المستقل في النموذج، ويؤكد اختبار تحليل تباين الانحدار على جودة مطابقة النموذج وبلغت قيمة معنوية اختبار ف 0.00.

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

شكل رقم (٤)

القدرة التفسيرية للنموذج المقدر للعلاقة بين (قيمة تداول صناديق الاستثمار، حجم رأس مال صناديق الاستثمار) واستقلالية عائد السوق



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

فحص وتشخيص النموذج المقترح:

في ضوء النتائج والإحصائيات المحسوبة، نلاحظ المقدرة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد والذي بلغ 98.6%، 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 للبواقي الناتجة من النموذج المقترح استقرارها، وبالتالي أثبتت المعايير المستخدمة للحكم على أفضلية النموذج المقترح لتفسير العلاقة وأنه يعد الأفضل والأكثر ملائمة لتمثيل البيانات خلال الفترة 2000-2010.

ويظهر الشكل السابق مقاييس الجودة للنموذج المقترح والتي تؤكد جودة النموذج، والذي يؤكد ملائمة النموذج لتوفيق للبيانات باستخدام المعايير الإحصائية لقياس قدرة النموذج على التنبؤ.

جدول رقم (٩)

المعايير الإحصائية لقدرة النموذج المقدر للعلاقة بين (قيمة تداول صناديق الإستثمار، حجم رأس مال صناديق الإستثمار) واستقلالية عائد السوق

معامل التحديد	معامل ثيل	متوسط القيمة المطلقة للأخطاء (MAE)	المتوسط النسبي لخطأ التنبؤ المطلق (MAPE)	الجذر التربيعي لخطأ التنبؤ (RMSE)
0.986	0.02077	0.001777	3.974607	0.002221

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

الجزء الخامس: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

١. بينت الدراسة أنه لا يوجد تأثير (لقيمة تداول وحجم رأس مال صناديق الاستثمار) على كل من الالتواء والتفرطح وهي من أبعاد كفاءة أداء البورصة المصرية، وذلك يعود لأن التواء عوائد السوق خلال فترة الدراسة متباينة، كما كان واضحاً في التحليل الوصفي لالتواء عوائد السوق، وينطبق على التفرطح ما ينطبق على الالتواء، حيث أن معظم المشاهدات تبتعد عن الكفاءة، مما يعني أن البورصة المصرية تعمل بدرجة منخفضة عن مستوى الكفاءة.
٢. توصلت الدراسة إلى أن حجم رأس المال السوقي وقيمة تداول صناديق الاستثمار لها تأثير على استقلالية عوائد سوق المال وهي أحد أبعاد كفاءة أداء البورصة المصرية، حيث تفسر هذه العوامل التغير الذي يحدث في استقلالية عوائد السوق، وكان ذلك بسبب استقلالية مشاهدات عوائد السوق، حيث كلما إزداد حجم رأس المال السوقي للصندوق تزيد سيولته وبالتالي تصبح لديه قدرة أكبر على التداول في الأوراق المالية، وهذا بدوره يؤدي دوراً فعالاً في زيادة حجم الطلب على الأوراق المالية، ويترتب على ذلك تفعيل آليات العرض والطلب (زيادة عمق السوق) مما يؤدي إلى زيادة كفاءة البورصة.
٣. أوضحت الدراسة أن أكثر المتغيرات المستقلة المتعلقة بأداء صناديق الاستثمار والتي تؤثر على كفاءة البورصة المصرية هي حجم رأس المال السوقي لصناديق الاستثمار ثم قيمة تداول الصناديق، وذلك من خلال استخدام أسلوب الشبكات العصبية التي لا تضع أية شروط على البيانات حتى يتم إجراء الاختبار بين المتغيرات وإيجاد العلاقات بينها.

ثانياً: التوصيات

١. ضرورة العمل على رفع الأداء الخاص بعملية اجتذاب عدد أكبر من العملاء لضمان اكتمال هذه المنظومة بما يؤدي إلى تنشيط حركة الاستثمار من ناحية، وضمان استمرار وتدفق الاستثمارات على البورصة المصرية من ناحية أخرى.
٢. تشجيع صناديق الاستثمار المغلقة على القيد في البورصة وتداول وثائقها مما يساهم في: إيجاد سوق جديدة في البورصة، وتشجيع الجهات الاستثمارية على تأسيس هذا النوع من الصناديق حيث قدراته الاستثمارية أكبر والعنصر الزمني أطول للإستثمار.
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. منذر عبد الكريم موهج، " أثر استراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار على البورصة المصرية"، رسالة دكتوراة غير منشورة، (القاهرة – كلية التجارة – جامعة قناة السويس) ، 2004 .
٢. غادة ابراهيم نور الدين عبد الحليم " دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق"، رسالة دكتوراة غير منشورة (القاهرة – كلية التجارة – جامعة عين شمس)، 2007 .
٣. عبد الله، أحمد عاشور، " تقييم أداء صناديق الاستثمار : دراسة حالة مصر 1996 – 2007 " ، رسالة ماجستير غير منشورة، (القاهرة – كلية الاقتصاد والعلوم السياسية – جامعة القاهرة) ، 2007 .
4. AnoopPandey; Mutual fund Industry-Analysis & Recent Trends, Asia-Pacific Business Review, Vol. VII, No. 2, April – June, 2011.
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. NidhiWalia&RavinderHumar; Does Portfolio Mix Influence the Mutual Fund Performance?, Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation, Vol. 9, No. 4, 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، 2000م) .
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، 2011.
١٢. حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، (القاهرة، المكتبة الأكاديمية، 2005).

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، 2003، ص 13).
١٤. محمد عبدالرحيم محمد الشافعى، تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر- دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، (جامعة الأزهر، مكتبة كلية التجارة، 2000).
15. Classens, stijn, 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 ، 2012).
17. Sears S. and G. Tennephol, " Investment Management " , Dryden Press, 1993.
١٨. منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2012.