



كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

أثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير
المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر
(دراسة حالة السوق المصري)

رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال

الباحثة

صباح محمد حسين حجازي

مدرس مساعد - الجامعة العمالية

فرع الإسكندرية

إشراف

أ.د. / حمادة فوزى أبو زيد

أستاذ ورئيس قسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة بنها

أ.د. / عصام عبد الغنى على

مدرس إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة بنها

2021

أثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

أثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

(دراسة حالة السوق المصري)

مقدمة من

صباح محمد حسين حجازي

إشراف

أ.د. عصام عبد الغنى على

مدرس إدارة الأعمال

كلية تجارة - جامعة بنها

أ.د/ حمادة فوزى أبو زيد

أستاذ ورئيس قسم إدارة الأعمال

كلية تجارة - جامعة بنها

الملخص :

لقد أصبح اهتمام البلدان النامية متمثل في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاستفادة من حركة رؤوس الأموال الدولية في التنمية الاقتصادية، ورغم القلق من الآثار السلبية التي قد تصاحب هذه الأموال، إلا أن هناك منافسة بين الأسواق الناشئة في جذب المزيد منها. ومما لا شك فيه أن المستثمر الأجنبي عند تكوين محفظته المالية في سوق الأوراق المالية يكون هدفه هو تحقيق أعلى عائد من خلال التشكيلة للأوراق المالية المتعامل معها فنجد أن الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية في مصر حققت، صافى تدفق للخارج بلغ 9,2 مليار دولار وذلك بسبب الازمة المالية، متمثلة مكونات المحفظة في نحو 7,1 مليار دولار صافى تعاملات الأجانب في أذون الخزانة المصرية، ونحو 1,1 مليار دولار صافى تعاملات الأجانب في الأسهم ونحو 1,0 مليار دولار صافى التعاملات في السندات والصكوك المصرية الأخرى. مما أثر على أداء البورصة المصرية فقد أنخفض مؤشر البورصة المصرية EGX30 ليصل إلى 5702,9 نقطة نهاية يونيو 2009 مقابل 9827,3 نقطة في يونيو 2008 أما في الفترة من 2015 إلى 2017 بعد الاستقرار السياسى في مصر وبدء عمليات الإصلاح والتطوير بدأت مكونات محفظة المستثمر الأجنبي تختلف وبدأ الاعتماد في تكوينها على أذون الخزانة المصرية ثم السندات ويليها الأسهم ومن ثم تتبلور المشكلة في معرفة أثر تنويع الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء البورصة المصرية، هذا وقد اعتمدت الدراسة على عدد من الأساليب الإحصائية المتعلقة بالسلاسل الزمنية باتباع برنامج SPSS، من أهمها جذر الوحدة وجاك بيررا والمتوسطات والانحرافات المعيارية، وتحليل الانحدار المتعدد، واختبار تحليل التباين، و T, test توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها

- 1- ثبت صحة الفرض الرئيسى الأول من حيث وجود أثر إيجابى ذو دلالة إحصائية بين تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار فى أسهم - سندات - شهادات إيداع دولية) وأداء سوق الأوراق المالية (متمثل فى عائد السوق)

أثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

- 2- ثبت صحة الفرض الرئيسي الأول من حيث وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار في أسهم - سندات - شهادات إيداع دولية) وأداء سوق الأوراق المالية (متمثل في سيولة السوق)
- 3- قبول الفرض الرئيسي الثاني بصورة جزئية حيث أتضح أن متغيرين فقط من المتغيرات الحاكمة وهم (سعر الفائدة والتضخم) هي التي تؤثر على تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء سوق الأوراق المالية بمصر (متمثل بعائد السوق)
- 4- قبول الفرض الرئيسي الثاني بصورة جزئية حيث أتضح أن متغيرين فقط من المتغيرات الحاكمة وهم (سعر الفائدة والتضخم) هي التي تؤثر على تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء سوق الأوراق المالية بمصر (متمثل بسيولة السوق)

المقدمة:

يعتبر سوق الأوراق المالية إحدى الأسواق الفرعية لسوق المال، وتتمثل وظيفته الرئيسية في تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها إلى شراء أوراق مالية. وفي هذه السوق تتحول المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لمؤسسات تمارس أنشطة متنوعة بالمجتمع، بما يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثم زيادة معدلات التشغيل والنمو في الاقتصاد القومي.

لذا تشير التطورات الحالية في الاقتصاد العالمي إلى التزايد الكبير لأهمية أسواق الأوراق المالية، حيث أجهت معظم الاقتصاديات نحو اقتصاد السوق الذي يندرج على متغيرات مالية واقتصادية وحرية إنتقال الأموال، الشيء الذي أدى إلى سعي الأسواق في استقطاب الأموال المحلية والأجنبية. خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة، التي أسقطت الحواجز مما أدى إلى إن عمليات التداول وعقد الصفقات وتنفيذها عالمياً يتم في وقت قياسي⁽¹⁾. (داوود، 2010: 71)

مشكلة الدراسة:

من أهم مظاهر العولمة المالية تحرير أسواق الأوراق المالية وزيادة تدفقات رأس المال وخاصة إلى البلدان النامية والتي ربما اعتبرت ملاذاً أكثر أمناً للاستثمار غير المباشر (الاستثمار في المحافظ المالية) خاصة بعد التطورات السريعة في اقتصاديات الدول المتقدمة والأزمات التي عصفت بها والتي أخذت تزعزع ثقة المستثمرين (Girard, 2007, 104)⁽²⁾.

(1) داوود، على سعد محمد، (2010)، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية - مجلة البحوث الإدارية، مج 28، ع (3)، ص 71-99

(2) Girard, E.&, Omran, M. (2007). "What are the risks when investing in thin emerging equity markets: Evidence from the Arab world." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 17, No. pp 102-123-

اثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

وأصبح اهتمام البلدان النامية متمثل في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاستفادة من حركة رؤوس الأموال الدولية في التنمية الاقتصادية، ورغم القلق من الآثار السلبية التي قد تصاحب هذه الأموال، إلا أن هناك منافسة بين الأسواق الناشئة في جذب المزيد منها. ومما لا شك فيه إن الاستثمار في المحافظ المالية له العديد من التأثيرات على سوق المال وعلى أحجام التداول والعوائد الرأسمالية للأسهم العادية من خلال التأثير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق. وهذا ما تم إثباته في العديد من الدراسات⁽¹⁾

ومما لا شك فيه أن المستثمر الأجنبي عند تكوين محفظته المالية في سوق الأوراق المالية يكون هدفه هو تحقيق أعلى عائد من خلال التشكيلة للأوراق المالية المتعامل معها وبمتابعة تشكيلة الأوراق المالية في محافظ المستثمرين الأجانب في مصر نجد أنها في أختلاف مستمر وهذا الاختلاف له أثره على سوق الأوراق المالية ففي العام المالي 2007/2008 كان صافي استثمارات محفظة الأوراق المالية بلغ ما قيمته (-1.1 مليار دولار) وهذا كان حصيلة عدد من العمليات مثل مبيعات في بورصة الأوراق المالية لأسهم قدره (-2.2 مليار دولار)، وإيضاً شهادات إيداع دولية بمقدار (-0.7 مليار دولار)، وبلغ صافي تعامل الأجانب في السندات بالجنبة المصرى التى تم الأكتتاب فيها (1.1 مليار دولار)، وإيضاً (0.7 مليار دولار) صافى تعامل في اذون الخزانة.

وبالنظر للعام المالي 2008/2009 نجد أن الأزمة المالية العالمية مازالت تلقى بأثارها على السوق المصرى فنجد صافى استثمارات المحفظة تحقق قيم سالبة وتسجل ما قيمته (-9.2 مليار دولار) متمثلة في (-7.1 مليار دولار) تعاملات أجانب في اذون خزانة مصرية هذا بالإضافة إلى (-1.1 مليار دولار) صافى تعاملات الأجانب في الأسهم، ونحو (-1 مليار دولار) صافى تعامل في السندات والصكوك المصرية الأخرى. مما أثر على أداء البورصة المصرية فقد أنخفض مؤشر البورصة المصرية EGX30 ليصل إلى 5702,9 نقطة نهاية يونيو 2009 مقابل 9827,3 نقطة في يونيو 2008، مسجلاً تراجعاً بمعدل 42% أما المؤشر العام لسوق المال فقد أنخفض بمعدل 53,2 % وفي العام المالي 2009/2010 بدأ السوق يتعافى ويعود مرة أخرى لوضعه الطبيعي قبل الازمة المالية العالمية فحقق صافى استثمارات موجبة تمثلت

(1) البطاينة ، لوى تركى (2016) أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة من (1990-2014)، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت ، كلية إدارة المال و الأعمال، الأردن.

- Dua, P; Garg, R. (2014). "Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis. "World Development, vol. 59No. (C), pp 16-28.

- Samak, N. & Helmy, O (2000), "Foreign Portfolio Equity Investment in Egypt- An Analytical Overview, "Renaissance, Vol. 1, Faculty Of Economics & Political. Sciences, Cairo university , April 2000, p 9.

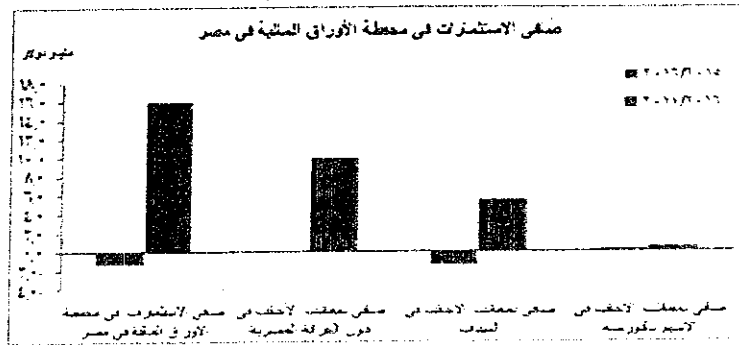
اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

فيما قيمته (7.9 مليار دولار) تمثلت في استثمارات الأجانب بمقدار (5 مليار دولار) في أذون الخزانة المصرية وما قيمته (1.5 مليار دولار) استثمارات في الاسهم أما السندات فتم الاستثمار فيها بقيمة (1.4 مليار دولار) بالنظر لعام 2011 نجد أن الخروج السريع للمستثمرين الاجانب من البورصة بسبب ثورة يناير كان له عظيم الأثر على أداء السوق وذلك كما هو واضح في الرسم البياني رقم (1-1) الذي يوضح التذبذب في محفظة الاستثمار الأجنبي.

أما في الفترة من 2015 إلى 2017 بعد الاستقرار السياسي في مصر وبدء عمليات الإصلاح والتطوير بدأت مكونات محفظة المستثمر الاجنبي تختلف قليلاً وبدأ الاعتماد في تكوينها على أذون الخزانة المصرية ثم السندات يليها الاسهم وشهادات الإيداع (تقارير البورصة المصرية)⁽¹⁾ وذلك كما هو واضح من الشكل رقم (2-1)

شكل رقم (2-1)

مكونات محفظة الأوراق المالية في مصر



المصدر: المجلة الاقتصادية المجلد السابع والخمسون العدد الرابع ص 67

ومما سبق يتضح المشكلة الرئيسية للدراسة وهي مكونات محفظة المستثمر الأجنبي أي هيكل هذه المحفظة وكيف لها التأثير على أداء سوق الأوراق المالية المصرية. وفي هذا الصدد يمكن صياغة التساؤلات البحثية الآتية:

- 1- إلى أي مدى يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية؟
- 2- إلى أي مدى يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية متمثل في عائد سوق الأوراق ؟
- 3- إلى أي مدى يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية متمثل في سيولة السوق ؟

(1) التقرير السنوي للبنيك المركزي 2008-2009.

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

4- إلى أى مدى يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية (عائد السوق - سيولة السوق) فى ظل وجود متغيرات حاكمة ؟

أهداف الدراسة : تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1- تحديد أثر التنوع فى هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار فى الاسهم والسندات وشهادات الإيداع الدولية وأذون الخزانة) على أداء سوق الأوراق المالية (عائد السوق وسيولة السوق)

2- تحديد أثر التنوع فى هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية فى ظل وجود متغيرات حاكمة.

3- التعرف على أثر التنوع فى هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمارات الأفراد فى الاسهم واستثمارات المؤسسات فى الاسهم) على أداء سوق الأوراق المالية

4- تقديم مجموعة من التوصيات والمقترحات التى تساعد سوق الأوراق المالية فى وضع السياسات الملائمة لجذب المزيد من تدفقات الاستثمار الاجنبى خاصة طويل الأجل منه والحفاظ على السوق من الاضطرابات.

أهمية الدراسة: تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال الأهمية العلمية والعملية

أولاً الأهمية العلمية :

من خلال تشخيص أثر التنوع فى هيكل الاستثمار الاجنبى غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، فالملاحظ ندرة هذه الدراسات فى البيئة العربية حيث أن التركيز معظمه منصب على الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك للاعتقاد بأن تأثيره على النمو الاقتصادى أكبر من الاستثمار الاجنبى غير المباشر فهذه الدراسة تعد اسهام فى هذا النوع من الاستثمار

من المتوقع أن تساهم هذه الدراسة فى إثراء الأدبيات ذات الصلة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر وإداء السوق وخاصة فى دولة نامية مثل مصر حيث أن معظم الدراسات السابقة كان اهتمامها منصب على حصة الملكية الأجنبية فى السوق ولكن فى هذه الدراسة نحاول الوصول إلى مكونات المحفظة ومعرفة الأدوات المالية التى يركز المستثمر عليها فى تكوين محفظته

ثانياً: الأهمية العملية

- تستمد هذه الدراسة أهميتها العملية من أهمية القطاع الذى نتناوله فسوق الأوراق المالية هو عصب الاقتصاد والدليل على قوته أو ضعفه، ففيه استثمارات مالية ضخمة، ويستثمر فيه شركات ومؤسسات وبنوك عالمية، يطلق عليهم المستثمر الأجنبي لذلك هذه الدراسة تسعى إلى الإسهام بمجموعة من النتائج والتوصيات التى تساعد السوق فى أن يكون متوفر به مقومات الجذب للمستثمر الأجنبي عند تكوين محفظته المالية .

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

- تحاول هذه الدراسة تحليل موقف المستثمر الأجنبي عند تكوين محفظته المالية ومعرفة الأدوات المالية التي يسعى المستثمر لاقتناصها من السوق حتى نستطيع من هنا معرفة توجه هذا المستثمر هل هو المضاربة أم هو الاستثمار بفرض الاستفادة بالعائد على المدى الطويل

فروض الدراسة:

- 1- الفرض الرئيسي الأول: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار في اسهم - سندات - شهادات إيداع دولية - أذون خزانة) وأداء سوق الأوراق المالية (عائد السوق، سيولة السوق)
- الفرض الفرعي الأول: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في الاسهم (أفراد ومؤسسات) تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (عائد السوق)
- الفرض الفرعي الثاني: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في السندات تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (عائد السوق)
- الفرض الفرعي الثالث: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في شهادات الإيداع الدولية تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (عائد السوق)
- الفرض الفرعي الرابع: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في أذون الخزانة تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (عائد السوق)
- الفرض الفرعي الخامس: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في الاسهم (أفراد ومؤسسات) تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
- الفرض الفرعي السادس: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في السندات تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
- الفرض الفرعي السابع: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في شهادات الإيداع الدولية تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
- الفرض الفرعي الثامن: يؤثر صافي الاستثمار الأجنبي في أذون الخزانة تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
- 2- الفرض الرئيسي الثاني: يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر (عائد السوق) في ظل وجود متغيرات حاكمة (متمثلة في سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - عائد السوق العالمي)
- 3- الفرض الرئيسي الثالث: يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر (سيولة السوق) في ظل وجود متغيرات حاكمة (متمثلة في سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - عائد السوق العالمي)

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على اداء سوق الأوراق المالية بمصر

أولاً: التاصيل النظرى و الدراسات السابقة :

استعرضت الدراسات السابقة الاستثمار الأجنبي غير المباشر و تأثيره على سوق الأوراق المالية و أكدت بعض هذه الدراسات على الفوائد التى ممكن أن تجنيها الدول و خاصة الدول النامية التى تعاني من نقص فى مواردها الداخلية من هذه الاستثمارات ، كما وضحت بعض هذه الدراسات الجانب الإيجابى لسوق الأوراق المالية و أنها تؤدي دوراً مهماً فى تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال إتاحة قناة إضافية الى جانب المصارف والتمويل الذاتى لتمويل انشاء شركات جديدة او التوسع فى الشركات القائمة من خلال طرح الأوراق المالية المختلفة . كما تساعد فى الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي عن طريق إتاحة الفرصة لانتقال ملكية الأصول من دون المساس بالاصول ذاتها . ويرغم هذا الجانب المنير لاسواق الأوراق المالية ، الا ان لها جانبها السلبي الذى قد يطيح بمنافعها ، والأخطر حينما تصبح هذه الاسواق مجالاً للمقامرة فقط . وربما ان تدفقات رؤوس الاموال الأجنبية بغرض الاستثمار فى المحافظ الاستثمارية ما هو إلا أموال ساخنة لأقتناص الفرص فى هذه الاسواق .

ومن خلال هذه الدراسات تم تعريف الاستثمار الاجنبي غير المباشر بأنه "الاستثمار الذي يتخذ أحد شكلين ، شراء الاجانب لأسهم الشركة ، أو اعطاء القروض للشركة أو الحكومة على شكل سندات أو أدونات الخزينة التي يقوم المستثمر الاجنبي بشرائها".⁽¹⁾

يعرف أيضا استثمار الحافظة بأنه استثمار من قبل كيان مقيم في بلد في الأسهم وسندات الدين لمؤسسة مقيمة في بلد آخر تسعى أساسا إلى مكاسب رأسمالية ولا تعكس بالضرورة مصلحة كبيرة ودائمة في المؤسسة. تتضمن هذه الفئة استثمارات في سندات وأدوات سوق مالية ومشتقات مالية غير تلك المدرجة في إطار الاستثمار المباشر، أو بعبارة أخرى، الاستثمارات التي تقل عن قاعدة ال 10%. وبالإضافة إلى الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات، ويمكن للأجانب أيضا شراء السندات السيادية التي تصدرها الحكومات. وفقا لما ذكره صندوق النقد الدولي في عام 1996⁽²⁾

(1) - فرج ، هشام محمد (2006) المضاربة الأجنبية فى الأسواق الناشئة : دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية - مؤتمر أسواق الأوراق المالية - آفاق وتحديات - كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، دبي فى الفترة 6-8 مارس ،
(2)-Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment(FPI)United Nations Conference On Trade And Development (2000), A
*staff paper prepared by the UNCTAD secretariat

اثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

مزايا الاستثمار الأجنبي غير المباشر: (1)

- 1- تعمل الاستثمارات المحفظة على زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية و تساعد ايضا فى تطوير كفاءة الأسواق إذ تجعل الأسواق المالية أكثر عمقاً و سيولة .
- 2- إن توجيه الاستثمارات الأجنبية فى أسواق الأوراق المالية المحلية يعنى زيادة حركة رؤوس الأموال الى ذلك البلد و هذا من مزاياه أنه يزيد الطلب على العملة التى تتجه إليها العملات و يرفع سعرها فى الاسواق
- 3- يعود بالنفع على القطاع الحقيقى للاقتصاد إذ يمكن لتدفق الاستثمار الأجنبى المحفطى توفير مصدر للاستثمارات الاجنبية ولا سيما فى البلدان النامية ذات الشحة فى رؤوس الأموال فهذه الاستثمارات تكون مكملية للادخار المحلى لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبى ، كما انها تقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية

سلبيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر²

- 1- من أبرزها فهو صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة فى مثل هذه الاستثمارات و ضبط إيقاعها إذ قد تتسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة وفى شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل، مما يؤثر سلباً فى استقرار أسواق الأوراق المالية فى البلد المضيف، كما حصل فى الأزمة المالية العالمية الأخيرة.
- 2- هذا النوع من الاستثمار قد لايساهم بصورة مباشرة فى تنمية الاقتصاد الوطنى ، من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الانتاجية و زيادة معدلات النمو ، وذلك لأن معظمه يتركز على الأوراق المالية المدرجة فى السوق اساساً.

اسواق الأوراق المالية : (3)

بعض الدراسات الأخرى تناولت و بشكل واسع اسواق الأوراق المالية وأثرها على الاقتصاد المحلى و دورها المحورى فى اقتصاديات الدول النامية و تم وضع العديد من التعريفات لاسواق الأوراق المالية نذكر منها تعريف صندوق النقد العربى " بأنه السوق الذى يوفر الآلية الملائمة لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها لتوسيع نطاق الملكية ومشاركة صغار المدخرين فى النشاط الاستثمارى ، فضلاً عن جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد تمويلية تسهم فى تغطية احتياجات التنمية الاقتصادية من خلال توجيه الأرصدة المالية نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة و ربحية ، وتعزيز فرص الاستثمار فى المشروعات التى تتطلب التزامات مالية طويلة

(1) عيسى ، خان خالد (2016): دور الاستثمار الأجنبى غير المباشر فى تنشيط البورصة : سوق العراق للأوراق المالية و سوق

عمان أنموذجاً " رسالة ماجستير ، جامعة القادسية ، كلية الادارة والاقتصاد

(2) صندوق النقد العربى - معهد السياسات الاقتصادية (الأسواق المالية من منظور السياسات الاقتصادية الكلية فى الدول العربية) أبو ظبى ، صندوق النقد العربى ، 1999 ص 3

اثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

الأجل وذلك عبر آلية فعالة وسريعة في تسهيل أصول المساهمين ، وتقليل المخاطر المالية بواسطة تنويع المحافظ الاستثمارية

وأكدت معظم الدراسات على الآثار الايجابية لهذه الاسواق و التي تتمثل في الآتى:

1. دورها فى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية ، من خلال إتباع طرق شتى مثل منح فوائد مرتفعة و مغرية و تباين مكانة الشركات المقيدة لديها . حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة و مركزها المالى المقبول
 2. تعمل على زيادة الادخار : إذ توفر هذه الاسواق الميل على الادخار من خلال توفير مجموعة كبيرة من الخيارات لوحداث الفائض
 3. دورها فى علاج المديونية : حيث تخفف من عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين أى تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول فى أسواق المال الدولية
 4. دورها فى تمويل خطط التنمية : و ذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية فى تلك السوق ، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التى تصدرها شركات مساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب ، لسد نفقاتها المتزايدة و تمويل مشروعات التنمية .
 5. دورها فى تجنب الآثار التضخمية : إذ لوقامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة فى حجم الائتمان المطلق، و بالتالى إحداث موجات تضخمية .
- كما أن هناك دراسات تناولت العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر و سوق الأوراق المالية هذه الدراسات شجعت على فتح الباب على مصريه لهذه الاستثمارات لما لها من فوائد عدة و البعض الآخر وضح أن هناك خطورة من هذه الاستثمارات و تؤدى لتبعية المستثمر المحلى للمستثمر الأجنبي و سوف يتم عرض هذه الدراسات
- ثانياً- العلاقة بين الاستثمار الأجنبي و أداء السوق**
- يشير أغلب المفكرين إلى إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظى) يمكن أن يؤثر على الاقتصاد و يستفيد منه القطاع الحقيقى فى مجالات واسعة (Pal,P,2010,2) (1)

(1) - Pal,P(2010) "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India" Draft Paper Submitted for the Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World,Sao Paulo,Brazil, PP,2

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

1 تأثير الاستثمار في المحافظ المالية على الاقتصاد عن طريق سوق الأوراق المالية:

وفقاً لوجهة النظر السائدة، تتمثل إحدى أهم الفوائد من FPI في أنها تعطي دفعة صعودية لأسعار سوق الأسهم المحلية. هذا له تأثير على نسب أرباح الشركات. تؤدي نسبة السعر إلى العائد المرتفع إلى انخفاض تكلفة التمويل، مما قد يؤدي بدوره إلى زيادة الاستثمار. يمكن أن يؤدي انخفاض تكلفة رأس المال وازدهار سوق الأسهم إلى تشجيع إصدارات الأسهم الجديدة. سيكون القسط الأعلى في الإصدارات الجديدة هو العامل المحفز هنا. ومع ذلك، يجب توضيح أن الاستثمار في الأسهم قد لا يؤدي دائماً إلى زيادة الاستثمار الحقيقي في القطاع الخاص. هذا ببساطة لأن معظم عمليات شراء الأسهم تتم في السوق الثانوية بدلاً من الاكتتاب في الأسهم المصدرة حديثاً. مما يؤدي إلى زيادة سعر الأسهم بدلاً من تدفق الأموال إلى الشركات التي ترغب في زيادة الاستثمار. وقد تؤدي زيادة ثروة المستثمرين المحليين في الواقع إلى زيادة الاستهلاك. بهذه الطريقة يمكن توجيه قدر من تدفق رأس المال نحو الاستهلاك. ومع ذلك، ترتبط هذه المشكلة بأي نوع من رأس المال يتم تعويضه إلى حد ما من خلال حقيقة أن جزءاً كبيراً منه عادة ما يأخذ شكل مكاسب رأس المال بدلاً من كونه استنزافاً للعملاء الأجنبية على المدى القصير والمتوسط.

3-6-2 اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) على تطوير سوق الاسهم المحلية

وضحت رسالة (عيساوى، 2016، 53)⁽¹⁾ تتمتع FPI أيضاً بميزة تحفيز تطوير سوق الأوراق المالية المحلية. المحفز لهذا التطور هو المنافسة فيطلب استيراد المزيد من المؤسسات المالية الأجنبية وجود المنافسة التقنية المالية المتطورة، وتكييف التكنولوجيا مع البيئة المحلية وزيادة الاستثمار في معالجة المعلومات والخدمات المالية. والنتيجة هي زيادة الكفاءة في تخصيص رأس المال وتقاسم المخاطر ومراقبة مسألة رأس المال. هذا التعزيز للكفاءة بسبب التدويل يجعل السوق أكثر سيولة، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال. تميل تكلفة رأس المال الأجنبي أيضاً إلى أن تكون أقل لأن المحفظة الأجنبية يمكن أن تكون أكثر تنوعاً عبر الحدود الوطنية وبالتالي تكون أكثر كفاءة في تقليل المخاطر الخاصة بكل بلد، مما يؤدي إلى انخفاض علاوة المخاطر. إن سوق الأوراق المالية المتطورة بشكل جيد لها تأثيرها على جانب الطلب أيضاً. يوفر للمستثمرين مجموعة من الأصول بدرجات متفاوتة من المخاطر والعائد والسيولة. يوفر هذا الاختيار المتزايد للأصول وجود سوق الأوراق المالية النابض بالحياة للمدخرين المزيد من السيولة والخيارات، وبالتالي تحقيق المزيد من المدخرات. كما أن زيادة المنافسة من المؤسسات المالية الأجنبية تمهد الطريق لسوق المشتقات. كل هذا بحسب ال

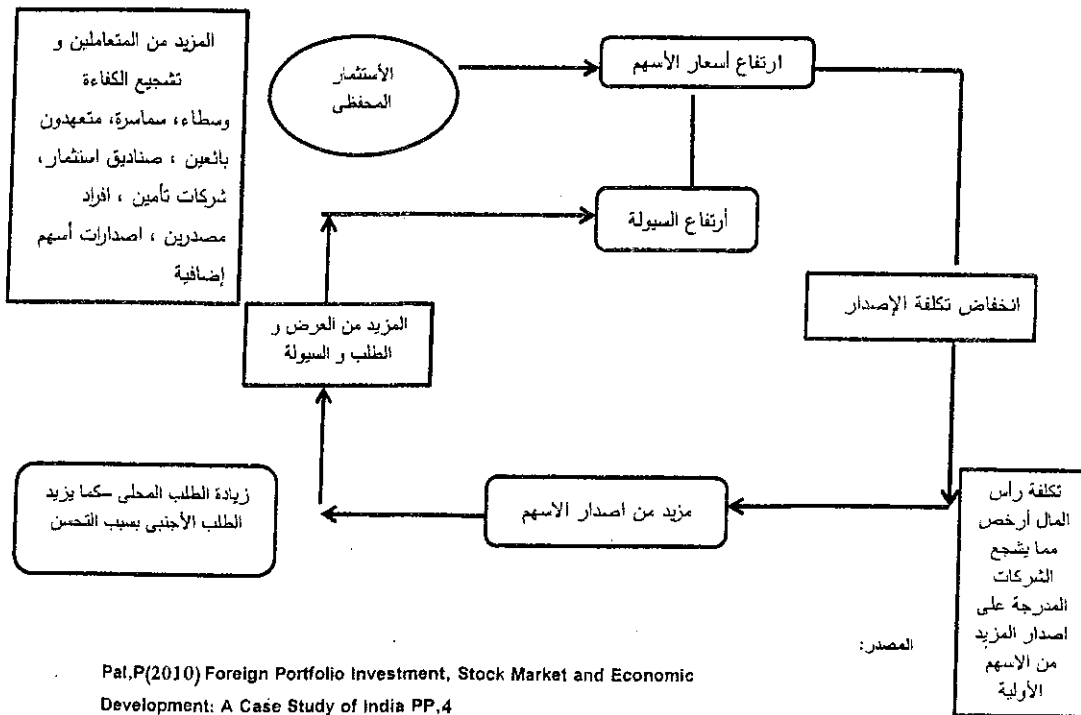
(1) عيساوى، محنان خالد (2016)، مرجع سابق، ص 53

الاعتقاد السائد، يشجع على المزيد من الادخار في الأدوات المتعلقة بالأسهم وهذا بدوره يؤثر معدل الادخار المحلي ويحسن تكوين رأس المال.

ويوضح المخطط الآتي كيف تؤثر استثمارات المحافظ الأجنبية على الاقتصاد من خلال اسواق الاسهم .

شكل رقم (2)

تمثيل بياني لكيفية تشجيع الأموال الأجنبية للسوق الأولية و الثانوية المحلية



Pal,P(2010) Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India PP,4

ينتضح من المخطط السابق كيف أن للاستثمار المحفّظ أثره على الاقتصاد و ذلك من خلال تأثيره على سوق الأوراق المالية ، كما أن له أثر على الاقتصاد الكلى و ذلك من خلال التأثير على سعر الصرف ، والاحتياطيات الدولية ، السياسة النقدية ، والادخار و السلوك الاستثمارى للبلد بشكل كبير .

5-الدراسات السابقة

دراسة (Waliu,2020)⁽¹⁾

تهدف هذه الدراسة معرفة الطبيعة الديناميكية لتطور العلاقة بين الاستثمار الأجنبي والنمو الاقتصادي في نيجيريا وتم الاعتماد على عدد من العوامل الأخرى مثل الادخار المحلي ورسلة السوق ونفقات رأس المال الحكومية، تم الحصول على البيانات للفترة من 1980-2018 من البنك المركزي النيجيري، توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة يعمل على تسريع النمو الاقتصادي على المدى الطويل إلى حد أكبر مما هو عليه في المدى القصير

دراسة (عبد الغنى، 2020)⁽²⁾

يهدف البحث إلى تتبع أثار المؤثرات الداخلية والخارجية على نشاط سوق الأوراق المالية ومن ثم الاستثمار والنمو الاقتصادي ورصد اتجاهاته، بالإضافة إلى تحديد أهم المؤشرات لقياس أداء البورصة في مصر ودور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية، مجتمع الدراسة مؤشرات البورصة المصرية للفترة من 2004 إلى 2018 ، تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة معدلات النمو وتتغلب على التحديات الداخلية والخارجية وتحقق نتائج جيدة بلغت نسبة الإصدارات الأولية للأسهم والسندات للنتائج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة حوالي من 6-إلى 27.1 %، وهي نسبة صغيرة للغاية ، انخفاض حصة السوق الأولية لتمويل الاستثمارات في مصر خلال الفترة مما يعني عدم فاعلية دور السوق الأساسي في تعبئة وتوجيه المدخرات لتمويل الاستثمارات

دراسة (Omorokunwa,2018)⁽³⁾

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم تأثير رأس المال الأجنبي على أداء الأسهم النيجيرية فحص العلاقة بين أداء سوق الأوراق المالية وعوامل رأس المال الأجنبي مثل الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمار المحفظة الأجنبية تم استخدام بيانات ربع سنوية من 1986 إلى 2016. وجد فرق بين تأثيرات المدى القصير والطويل لتدفقات رأس المال الأجنبي إلى سوق الأوراق المالية النيجيرية حيث أن في المدى القصير لا يمكن التنبؤ بالتدفقات الأجنبية وتأثيرها غير المعتاد على تنمية سوق الأوراق المالية

⁽¹⁾ Waliu,O.T.(2020) "Dynamic Effects of Foreign Portfolio Investment on Economic Growth in Nigeria, Financial Markets, Institutions and Risks, Volume 4, Issue 3, 2020, 5-12

⁽²⁾ عبد الغنى، محمد فتحى (2020) دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر،

المجلة العلمية للاقتصاد والإدارة، ع. 3، 197-257

⁽³⁾ Omorokunwa,O.G.,(2018) Stock Market Performance and Foreign Capital Flow, *Amity Journal of Finance*, 3 (2), (24-41)

دراسة (Haider et .al, 2017)⁽¹⁾

حاولت هذه الدراسة معرفة أثر أداء البورصة على الاستثمار المحفظة الأجنبي في الصين و تمت الدراسة على (بورصة شنغهاي) خلال الفترة من الربع الأول لعام 2007 إلى الربع الأخير من 2015 وتم الحصول على بيانات الاستثمار المحفظة من صندوق النقد الدولي وأداء البورصة تم الحصول عليه بدلالة مؤشر بورصة شنغهاي وتم استخدام نموذج ARDL الإحصاء في الربط بين البيانات أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين أداء السوق وبين الاستثمار المحفظة وكانت العلاقة واضحة جدا في فترة الأزمة المالية العالمية سنة 2008 و أوضحت الدراسة ضرورة العمل على استقرار السوق من التقلبات المفاجئة لانها تؤثر على الاستثمار المحفظة

دراسة (عبدالله، 2017)⁽²⁾

وتهدف هذه الدراسة إلى استكشاف محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية وتم اختيار سلاسل زمنية تمثل بيانات سنوية للمتغيرات المختارة خلال الفترة 1994 إلى 2015 من تقارير البنك المركزي الأردني وأيضاً البنك الدولي للمتغيرات (المؤشر العام، سعر الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، سعر الصرف، القيمة السوقية، الديون الخارجية، الاستثمار الأجنبي المباشر) وتوصلت الدراسة إلى أن لجذب الاستثمار الأجنبي في الأردن يجب المحافظة على نمو الناتج المحلي الإجمالي واستقرار سعر الصرف وايضا تخفيض قيمة الديون الخارجية

دراسة (Al Muntasir, 2015)⁽³⁾

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل المحفظة الاستثمارية المملوكة من قبل شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المتداولة في بورصة أندونيسيا و اختبار اثرها على أسعار الأسهم وعلى سعر العملة الاندونيسية الروبية ، تم استخدام بيانات خمس سنوات من 2010 إلى 2014 وذلك لأسعار أفعال السوق الاندونيسى و صافى مشتريات الأجانب ومتوسط سعر الروبية مقابل الدولار الأمريكى وجد أن العلاقة بين هذه المتغيرات الثلاثة علاقة تكاملية وليست علاقة سببية فالزيادة في تدفق رأس المال الأجنبي أثرت على مؤشر سوق الاندونيسى ولكن لم تؤثر على سعر صرف

⁽¹⁾ - Haider, M; & Others. (2017) " The Impact of Stock Market Performance on Foreign Portfolio Investment in China. "International Journal Of Economics And Financial Issues, vol,7, No(2), pp. 460-468

⁽²⁾ عبدالله، على (2017) المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية : دراسة

حالة بورصة عمان الأردن للفترة من 1994-20165. مجلة العلوم الإنسانية. ع47. 119-147

⁽³⁾- Al Muntasir, (2015) " Portfolio Investment And Its Impact On Exchange Rate And Composit Stock Index Volatility In Indonesia," Bulletin of Monetary Economics and Banking, Bank Indonesia, vol. 17. No(4)., pP1-30, April.

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

الروبييه مقابل الدولار. مع ذلك التغير في سعر الصرف أثر بشكل كبير على معدل تدفق رأس المال الأجنبي وعلى مؤشر البورصة. التغير في مؤشر البورصة لم يؤثر بشكل كبير على سعر الصرف ولا على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر
دراسة (2015، خضير) (1)

تحاول هذه الدراسة معرفة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة و معرفة هل سوق الدوحة سوق كفاء عند المستوى الضعيف هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات الاقتصادية وأداء سوق الدوحة تتمثل عينة الدراسة في سوق الدوحة للأوراق المالية و القطاعات العاملة وهي قطاع البنوك والمؤسسات المالية و قطاع الخدمات والصناعة وقطاع التأمين و ذلك خلال الفترة من 2008/1/1 إلى 2013/12/1 تقدر عدد المشاهدات 72 مشاهدة متمثلة في المؤشر الشهري لسوق الدوحة والمؤشر الشهري للقطاعات المحددة وتم استخدام أسلوب الاتحاد الخطين المتعدد والبسيط ، وجد أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف توجد علاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر السوق . كما أن اتضح تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر تختلف من قطاع إلى قطاع آخر إلا أن جميع المتغيرات لها تأثير على مؤشر السوق نجد أن قطاع البنوك والمؤسسات المالية لها تأثير كبير على المؤشر تليه قطاع الخدمات الذي له تأثير عكسي على مؤشر السوق ثم قطاع التأمينات ثم قطاع الصناعة

دراسة (Nyang'oro, 2013) (2)

تحاول هذه الدراسة معرفة أثر تدفق الاستثمار الأجنبي على أداء سوق نيروبي من خلال استخدام نموذج تسعير متعدد العوامل وذلك حتى يتم إدراج عدد من العوامل التي يكون لها تأثير في عائدات السوق مثل عوامل الاقتصاد الكلي (مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف ، استخدام بيانات من ابريل 1996 إلى ديسمبر 2011 عن طريق البنك المركزي الكيني تم الحصول على مبيعات ومشتريات الأجانب من السوق والصافي لهذه العمليات و تم التعبير عن عائد السوق من خلال الفرق في مؤشر أسعار سوق الأسهم الشهري ، حجم الاستثمار الأجنبي في السوق يؤدي إلى ارتفاع العائدات وبالتالي أداء السوق. المعنى الضمني هو أن تدفقات المحافظ الأجنبية تدفع أسعار الأسهم للارتفاع عندما تأتي بسبب زيادة الطلب . إن التدفقات التي يقوم بها

(1) خضير، عقة (2015) (أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية :دراسة حالة سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية خلال الفترة 2008 - 2013 : رسالة ماجستير - جامعة محمد خضير بسكرة ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسير

(2) -Nyang, O. (2013). "Foreign Portfolio Flows And Stock Market Performance In Kenya: Case Of Nairobi Securities Exchange. "presentation at the CSAE conference on Economic Development in -Africa, March 2013.

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

المستثمرون الداخليون مهمة في تحديد عوائد أسواق الأسهم ، حيث يدفع المستثمرون المحليون مستثمريهم إلى رفع الأسعار. ومن ثم ، فإن المشاركة النشطة للمستثمرين المحليين ضرورية لدفع السيولة حيث أن لها تأثير إيجابي على العائدات. الثقة في السوق تعكسها الحالات التي يوجد فيها عدم تناظر في المعلومات بين المستثمرين المحليين والأجانب. تعتبر عوامل الاقتصاد الكلي وسعر الصرف وسعر الفائدة هامة في تحديد أداء سوق الأوراق المالية .

الفجوة البحثية

- لم تبحث الدراسات السابقة التنوع في هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر .
- لم تبحث الدراسات السابقة في تشكيلة المحفظة المالية وتأثيرها على أداء السوق
- لم تبحث الدراسات السابقة في العلاقة بين سيولة سوق الأوراق المالية وبين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر كما أن في هذه الدراسة تم الأخذ في الاعتبار بعض المتغيرات الرقابية التي من الممكن أن يكون لها تأثير في العلاقة بين هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر وبين أداء سوق الأوراق المالية

الدراسة التجريبية

سوف يتم القيام بدراسة وتحليل الاحصائيات الخاصة بصافي استثمارات المستثمرين الاجانب في السوق المصري وذلك في الاسهم والسندات وشهادات الإيداع الدولية وأذون الخزنة، كما يتم الحصول على عائد مؤشر EGX30 ليمثل عائد السوق المصري واستخدام مؤشر السيولة لتعبير عن درجة سيولة السوق وذلك على المستوى الشهري بهدف التوصل إلى درجة تأثير مكونات محفظة المستثمر الأجنبي على أداء السوق المصري ومن أجل تحقيق هذا الهدف قامت الباحثة بأبحاث ثلاث محاور اساسية:

المحور الأول: تجميع البيانات المتعلقة بمكونات محفظة المستثمر الأجنبي وذلك خلال الفترة من 2008/1/1 إلى 2018/12/31 وذلك كان بمعدل 132 مشاهدة للعناصر الآتية:

- 1- صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في الأسهم في البورصة المصرية
 - 2- صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في السندات المصرية
 - 3- صافي تعاملات الأجانب في شهادات الإيداع الدولية
 - 4- صافي تعاملات المستثمر الأجنبي في أذون الخزنة المصرية (هذا العنصر تم تجميع عدد 44 مشاهدة فقط حيث أن البيانات المتوفرة له ربع سنوية فقط)
 - 5- صافي تعاملات المستثمرين الأجانب (المؤسسات الأجنبية فقط) في البورصة المصرية
 - 6- صافي تعاملات المستثمرين الأجانب (الأفراد فقط) في البورصة المصرية
- (صافي التعامل هو عبارة عن الفرق بين مشتريات ومبيعات المستثمر الأجنبي)

المحور الثاني

- 1- تجميع البيانات المتعلقة لمقاييس أداء السوق من مركز معلومات البورصة وذلك لنفس الفترة 2008/1/1 إلى 2018/12/31 وتم الحصول على 132 مشاهدة لعائد مؤشر EGX30 ليمثل عائد السوق المصري . وتم حسابه لوغاريتم العائد الشهري باستخدام المعادلة التالية

$$R_t = \ln(p_t / p_{t-1}) * 100$$

حيث p_t = عائد الفترة الحالية p_{t-1} = عائد الفترة السابقة

- 2- استخدام مؤشر السيولة لتعبير عن درجة سيولة السوق كمقياس من مقاييس أداء السوق وتم الحصول عليه من خلال معرفة معدل دوران السهم وتم الحصول عليه من المعادلة التالية:

$$TRN = TV / CM$$

حيث أن TRN = معدل دوران السهم

TV = قيمة تداول الاسهم CM = رأس المال السوقى

قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقى

- المحور الثالث: بيانات المتغيرات الحاكمة وتم إدخال هذه المتغيرات للوصول لنتائج أكثر دقة فى الدراسة وذلك لنفس الفترة وتم الحصول على 132 مشاهدة لكلاً من (سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - مؤشر السوق العالمى) وتم الحصول عليها من البنك المركزى- وزارة المالية

الأساليب الإحصائية المستخدمة فى تحليل البيانات

لأختبار مدى صحة فرضيات الدراسة استخدمت الباحثة عدد من الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات، المجموعة والسلاسل الزمنية وذلك باستخدام برنامج SPSS كما يلى:

- 1- تحديد خصائص التوزيع للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للكشف عن وجود ميل . SKeweness، والتواء وتفلطح Kurtosis لقيم المعاملات
- 2- استخدام اختبار Jarque-Bera Normality، (J-B Test) لتلخيص الميل والتواء أو التفلطح، واختبار ما إذا كانت السلسلة ذات توزيع طبيعى أم لا
- 3- استخدام اختبار Augmented Dickey Fuller (Test ADF) لتحديد مدى الاستقرار فى متوسط العوائد، أى مدى وجود جذر الوحدة (Unit Root) للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة
- 4- استخدام طريقة OLS فى تقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي: وتحديد الصيغة الرياضية للفروض النموذج القياسى:

يمكن قياس أثر هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية المصرى باستخدام المعادلة التالية:

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4$$

(حيث Y المتغير التابع - X المتغير المستقل)

- ومن خلال هذه الصيغة يتم اختبار اثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة
- اختبار الصيغة الرياضية: سوف يتم اختبار الصيغة الرياضية المناسبة للفروض المقترحة وفقاً للاختبارات الإحصائية التالية
- اختبار (T) لاختبار معنوية كل معلمة من معالم النموذج على حدة.
- اختبار (F) لاختبار معنوية النموذج.
- اختبار (D.W) يهدف منه التأكد من استقلالية الأخطاء داخل النموذج، وتقع قيمة D.W بين توزيعين آخرين DL/DU حيث DL تعنى الحد الأدنى لقيم DW، DU تعنى الحد الأعلى للقيم ويتم الحصول عليهم من الجداول الخاصة بعد الحصول على قيمة D.W المحسوبة نبداً المقارنة لمعرفة نوع الارتباط موجب أم سالب أم لا يوجد ارتباط والقيمة تقع من 0-4. (راشد، 2006، 125)⁽¹⁾
- معامل التحديد (R^2) يهدف منه تحديد الدرجة التفسيرية للتغيرات الناتجة بالمتغير التابع والتي ترجع إلى التغيرات في المتغيرات المستقلة.
- ارتباط بيرسون لمعرفة درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وتحديد قوة العلاقة.

نتائج اختبار الفروض

اختبار الفرض الرئيسي الأول " يوجد أثر إيجابى ذو دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار فى اسهم - سندات - شهادات إيداع دولية -) وأداء سوق الأوراق المالية " باستخدام عائد السوق لتعبير عن أداء السوق واختبار هذا الفرض تم استخدام تحليل الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Liner Regression Analysis)، وذلك لتحديد إلى أى مدى تستطيع المتغيرات المستقلة التأثير على المتغير التابع

جدول (1)

قيمة معامل التحديد للمتغير التابع الأول عائد السوق

Model Summary

Durbin-Watson	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
1.706	.4569247	.235	.256	.506 ^a	1

Predictors: (Constant), T4253H(logx3_1), T4253H(logx1.1), T4253H(logx2_1)

(1) راشد، صفوان ناظم (2006) مقارنة بين قيم معامل الارتباط الذاتى فى تقدير المعلمات بطريقة المربعات الصغرى

العامة، المجلد 175 العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 10 من 135-121

أثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

من خلال هذا الجدول نقيس قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة (-X1-X2-X3) والمتغير التابع Y1 فنجد أن قيمة R معامل الارتباط البسيط كانت 50% أما R – Square كانت 25.6% أى أن المتغيرات المستقلة تتفسر 25.6% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع أما قيمة D.W التي تحدد استقلالية الأخطاء داخل النموذج (DW=1.7) وذلك لاختبار مشكلة الارتباط الذاتى بين بواقي معادلة الانحدار ومن خلال الرجوع للقيم الجدولية نجد أن هذه القيم وفقاً لعدد المتغيرات المستقلة ودرجة الحرية وهي (4-0) تقع بين DI و Du حيث يتضح أنه لا يوجد ارتباط بين البواقي .

جدول رقم (2)

اختبار ANOVA للمتغير التابع الأول عائد السوق

ANOVA^a

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares	Model
.000 ^b	11.948	2.495	3	7.484	Regression 1
		.209	104	21.713	Residual
			107	29.197	Total

a. Dependent Variable: T4253H(logy1)

b. Predictors: (Constant), T4253H(logx3_1), T4253H(logx1.1), T4253H(logx2_1) T4253H(logx4_1)

-كما يلاحظ في الجدول بأنه يتضمن قيم تحليل التباين والذي يمكن التعرف من خلاله على معنوية النموذج ككل عن طريق إحصائية F وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لأختبار F ($P < 0.0001$) مما يؤكد القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد حيث أن قيمة $F = 11.9$ % بمستوى دلالة 0.001 وهي أقل من 0.05 وعليه يتم رفض الفرض الصفري (العدمى) وقبول الفرض البديل وهو وجود أثر بين (-X1-X2-X3) والمتغير التابع Y1.

جدول رقم (3)

تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع الأول عائد السوق

Coefficients^a

Sig.	t	Standardize d Coefficients	Unstandardize d Coefficients		Model
		Beta	Std. Error	B	
.000	-12.167		.051	-.620	(Constant) 1
.005	2.869	.282	.008	.024	T4253H(logx1.1)
.000	-4.932	-.490	.009	-.045	T4253H(logx2_1)
.022	-2.332	-.208	.011	-.025	T4253H(logx3_1)

a. Dependent Variable: T4253H(logy1)

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

تؤكد إشارات المعلمات التأثير الإيجابي لهيكل استثمارات الأجانب متمثل في (استثمارات أسهم واستثمارات سندات واستثمارات شهادات إيداع دولية) على أداء السوق متمثل في عائد السوق، كما تشير نتائج (t.test) إلى معنوية معلمات النموذج، كما يشير معامل جوهرية النموذج (sig.f) إلى معنوية هذه النتائج عند مستوى معنوية 0.001، ما عدا استثمارات الأجانب في الاسهم كانت معنوية النتائج عند مستوى 0.05

و من ثم يمكن هنا احتساب y_1 التقديرية وذلك بتقدير قيمة y_1 والتعويض في معادلة الخط المستقيم ببينّا وتعد أوزان بينّا المعيارية هي (الحد الثابت) الموجودة في معادلة النموذج

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3$$

$$Y_1 = -.620 + .024X_1 + (-.045)X_2 + (-.025)X_3$$

من النتائج السابقة يتم قبول صحة الفرض الرئيسي الأول والذي ينص على أنه يوجد أثر

معنوي تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء السوق متمثل في عائد السوق

ومن ثم نستطيع أن نقبل الفرض الرئيسي الأول وجود أثر إيجابي ذات دلالة إحصائية بين

هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر وبين أداء السوق متمثل في عائد السوق

اختبار الفرض الرئيسي الأول باستخدام سيولة السوق لتعبير عن أداء سوق الأوراق المالية

وينص الفرض على " يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي

غير المباشر (استثمار في أسهم - سندات - شهادات إيداع دولية -) وأداء سوق الأوراق المالية

"(سيولة السوق)"

جدول (4)

قيمة معامل التحديد للمتغير التابع الثاني سيولة السوق

Model Summary

Durbin-Watson	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
1.991	0.086254	.459	.474	.688 ^a	1

a. Predictors: (Constant), T4253H(logx3_1), T4253H(logx1.1), T4253H(logx2_1)

من خلال هذا الجدول نقيس قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة ($X_1-X_2-X_3$) والمتغير

التابع Y_2 فنجد أن قيمة R معامل الارتباط البسيط كانت 69% أما R-Square كانت 47%

أي أن المتغيرات المستقلة تتفسر 47% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع،

أما قيمة D.W التي تحدد استقلالية الأخطاء داخل النموذج (DW=1.9) وذلك لاختبار

مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي معادلة الانحدار ومن خلال الرجوع للقيم الجدولية نجد أن هذه

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

القيم وفقاً لعدد المتغيرات المستقلة ودرجة الحرية وهي (4-0) تقع بين Di و Du حيث يتضح أنه لا يوجد ارتباط بين البواقي .

جدول رقم (5)

اختبار ANOVA للمتغير التابع الثاني سيولة السوق
ANOVA^a

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares	Model
.000 ^b	31.233	.232	3	.697	Regression
		.007	104	.774	Residual
			107	1.471	Total

a. Dependent Variable: T4253H(logy2)

b. Predictors: (Constant), T4253H(logx3_1), T4253H(logx1.1), T4253H(logx2_1) T4253H(logx4_1)

كما يلاحظ في الجدول (5) بأنه يتضمن قيم تحليل التباين والذي يمكن التعرف من خلاله على القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لأختبار F ($P < 0.0001$) مما يؤكد القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد حيث أن قيمة $F = 31\%$ بمستوى دلالة 0.001 وهي مستوى عالي من المعنوية وعليه يتم رفض الفرض الصفري (العدمي) وقبول الفرض البديل وهو وجود أثر ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة معاً (X1-X2-X3) والمتغير التابع Y2.

جدول رقم (6)

تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع الثاني سيولة السوق

Coefficients^a

Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
		Beta	Std. Error	B	
.000	-166.947		.010	-1.607	(Constant)
.001	3.427	.283	.002	.005	T4253H (logx1.1)
.000	6.516	.544	.002	.011	T4253H (logx2_1)
.004	-2.978	-.224	.002	-.006	T4253H (logx3_1)

a. Dependent Variable: T4253H(logy2)

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

تؤكد إشارات المعلمات التأثير الإيجابي لهيكل استثمارات الأجانب متمثل في (استثمارات أسهم واستثمارات سندات واستثمارات شهادات إيداع دولية) على أداء السوق متمثل في سيولة السوق، كما تشير نتائج (t.test) إلى معنوية معلمات النموذج، كما يشير معامل جوهريّة النموذج (sig.f) إلى معنوية هذه النتائج عند مستوى معنوية 0.0001، مما يشير إلى أثرًا معنويًا للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع ويمكن الإشارة إلى أنه يمكن احتساب y التقديرية وذلك بتقدير قيمة Y2 والتعويض في معادلة الخط المستقيم ببينا وذلك من خلال المعادلة

$$Y2 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3$$

$$Y2 = -1.607 + .005X1 + .011X2 + (.006)X3$$

من النتائج السابقة يتم قبول صحة الفرض الرئيسي الأول والذي ينص على أنه يوجد أثر معنوي لتنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء السوق متمثل في سيولة السوق ومن ثم نستطيع أن نقبل الفرض الرئيسي الأول وجود أثر ذات دلالة إحصائية بين هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر وبين أداء السوق متمثل في سيولة السوق

جدول رقم (7)

الارتباط بين صافي استثمارات الاجانب في الاسهم (أفراد - مؤسسات) السندات

وشهادات الإيداع الدولية وأذون الخزانة كلاً منهم على حدى وعائد السوق

x4	T4253H (logx3 1)	T4253H (logx2 1)	T4253H (logx1.2)	T4253H (logx1.1)	T4253H (logx1)		
*-399.-	-.281**	-412.-**	-.126	-.016	-.099	Pearson Correlation	T4253H (logy1)
.011	.003	.000	.192	.866	.306	Sig. (2- tailed)	
40	108	109	109	109	109	N	

** . Correlation is significant at the 0.01 level

*Correlation is significant at the 0.05 level

لتحليل الفروض الفرعية تم استخدام معامل ارتباط بيرسون فيما بين عائد السوق كمتغير تابع وبين كلاً من استثمارات الأجانب في الأسهم (أفراد ومؤسسات) وأذون خزانة وشهادات إيداع دولية وسندات كلاً على حدى .

1- الفرض الفرعي الأول : من الجدول السابق عدم وجود ارتباط بين استثمارات الاجانب في الاسهم (سواء كان هذا الاستثمار لأفراد أو مؤسسات أو الاثنان معاً) وعائد السوق، أى لا يوجد تأثير ذات دلالة معنوية بين استثمارات الاجانب في الاسهم (أفراد + مؤسسات) وعائد السوق

اثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

6- الفرض الفرعى السادس: يتضح من جدول (8) وجود ارتباط قوى بين استثمارات الأجانب فى السندات وبين أداء السوق متمثل فى السيولة وذلك بدلالة احصائية قوية حيث (Sig. 0.000) وكانت قوة الارتباط بين المتغيرين تصل إلى 62% مما سبق يمكن قبول الفرض الفرعى السادس

7- الفرض الفرعى السابع: يتضح من جدول (8) عدم وجود ارتباط بين استثمارات الأجانب فى شهادات الإيداع الدولية وبين سيولة السوق وذلك لأن مستوى معنوية أكبر من 5% مما يدل على عدم وجود معنوية أو ارتباط بين شهادات الإيداع الدولية بصورة منفردة وبين سيولة السوق مما يعنى عدم صحة الفرض الفرعى السابع

8- الفرض الفرعى الثامن: يتضح من جدول (8) عدم وجود ارتباط بين استثمارات الأجانب فى أدوات الخزنة وبين سيولة السوق وذلك لأن مستوى المعنوية أكبر من 5% مما يدل على عدم وجود العلاقة مما يعنى عدم صحة الفرض الفرعى الثامن
مما سبق يتضح أن محفظة المستثمر ممثلة فى (السندات - استثمارات الأجانب فى مؤسسات و أفراد - استثمارات الأجانب المؤسسات فقط لها أثر على سيولة السوق)
اختبار الفرض الرئيسى الثانى: يؤثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر (عائد السوق) فى ظل وجود متغيرات حاكمة (سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - عائد السوق العالمى)

جدول رقم (9)

قيمة معامل التحديد للمتغير التابع عائد السوق فى ظل المتغيرات الحاكمة

Model Summary^b

Durbin-Watson	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
1.871	.3933633	.433	.470	.686 ^a	1

a. Predictors: (Constant), A4, A3, T4253H(logx1), T4253H(logx3_1), T4253H(logx2_1), A2, A1

a. Dependent Variable: T4253H(logy1)

من خلال هذا الجدول نقيس قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة (X1-X2-X3-) والمتغير التابع Y1 فى ظل وجود المتغيرات الحاكمة (A1-A2-A3-A4) فنجد أن قيمة R معامل الارتباط البسيط كانت 69% أما R - Square كانت 47% أى أن المتغيرات المستقلة تتفسر 47% من التغيرات التى تحدث فى المتغير التابع فى ظل وجود المتغيرات الحاكمة، أما قيمة D.W التى تحدد استقلالية الاخطاء داخل النموذج (DW=1.87) وذلك لاختبار مشكلة الارتباط الذاتى بين بواقي معادلة الانحدار ومن خلال الرجوع للقيم الجدولية نجد

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

أن هذه القيم وفقاً لعدد المتغيرات المستقلة ودرجة الحرية وهي (4-0) تقع بين D_I و D_U حيث يتضح أنه لا يوجد ارتباط بين البواقي .

جدول رقم (10)

اختبار ANOVA للمتغير التابع عائد السوق في ظل وجود متغيرات حاكمة

ANOVA^a

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares	Model
.000 ^b	12.670	1.960	7	13.723	Regression
		.155	100	15.473	Residual
			107	29.197	Total

a. Dependent Variable: T4253H(logx1)

b. Predictors: (Constant), A4, A3, T4253H(logx1), T4253H(logx3_1), T4253H(logx2_1), A2, A1

كما يلاحظ في الجدول (10) بأنه يتضمن قيم تحليل التباين والذي يمكن التعرف من خلاله على القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F ونلاحظ المعنوية العالية لأختبار F ($P < 0.0001$) مما يؤكد القوة التفسيرية للنموذج الانحدار الخطي المتعدد حيث أن قيمة $F=12.6\%$ بمستوى دلالة 0.001 وهي أقل من 0.05 وعليه يتم رفض الفرض الصفري (العدمي) وقبول الفرض البديل وهو وجود تأثير بين $(X1-X2-X3)$ في ظل وجود المتغيرات الحاكمة والمتغير التابع $Y1$.

جدول رقم (11)

تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع عائد السوق في ظل وجود متغيرات حاكمة

Coefficients^a

Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
		Beta	Std. Error	B	
.170	1.381		.179	.247	(Constant)
.013	2.541	.222	.007	.018	T4253H(logx1)
.046	-2.017	-.197	.009	-.018	T4253H(logx2_1)
.010	-1.635	-.135	.010	-.016	T4253H(logx3_1)
.018	-2.408	-.364	.036	-.086	A1
.003	-3.083	-.338	.008	-.023	A2
.555	.592	.085	.000	9.312E-06	A3
.898	-.129	-.009	.010	-.001	A4

a. Dependent Variable: T4253H(logx1)

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

تؤكد إشارات المعلمات التأثير الإيجابي لهيكل استثمارات الأجانب متمثل في (استثمارات أسهم واستثمارات سندات واستثمارات شهادات إيداع دولية) على أداء السوق متمثل في عائد السوق، في ظل وجود متغيرات حاكمة، ولكن نجد أن متغير سعر الصرف A3 ومتغير عائد السوق العالمي A4 غير مرتبطين بعائد السوق المصري حيث أنهم من الناحية الإحصائية وحسب اختبار t (عند مستوى معنوية $P \geq 0.05$) ومما سبق يكون هناك تأثير لهيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر والمتغير التابع عائد السوق في ظل المتغيرين الرقابيين A1-A2، ولتأكيد هذا التحليل تم إجراء مرة أخرى بالمتغيرين فقط ومقارنة النتائج معاً وذلك للوصول الصورة الأدق فتم الوصول لنفس النتائج

أختبار الفرض الرئيسي الثالث: يؤثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر (سيولة السوق) في ظل وجود متغيرات حاكمة (سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - عائد السوق العالمي)

جدول رقم (12)

قيمة معامل التحديد للمتغير التابع الثاني سيولة السوق في ظل وجود متغيرات حاكمة

Model Summary

Durbin-Watson	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
2.128	0.078923	.547	.577	.759 ^a	1

a. Predictors: (Constant), A4, A3, T4253H(logx1.1), T4253H(logx3_1), T4253H(logx2_1), A2, A1, T4253H(logx4_1),

من الجدول يتضح الارتباط بين المتغيرات المستقلة (X1-X2-X3) والمتغير التابع Y2 في ظل وجود المتغيرات الحاكمة (A1-A2-A3-A4) فنجد أن قيمة R معامل الارتباط البسيط كانت 76% أما R - Square كانت 58% أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 58% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع في ظل وجود المتغيرات الحاكمة، أما قيمة D.W التي تحدد استقلالية الأخطاء داخل النموذج (DW=2.1) وذلك لاختبار مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي معادلة الانحدار ومن خلال الرجوع للقيم الجدولية نجد أن هذه القيم وفقاً لعدد المتغيرات المستقلة ودرجة الحرية وهي (4-0) تقع بين Di و Du حيث يتضح أنه لا يوجد ارتباط بين البواقي

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

جدول رقم (13)

إختبار ANOVA للمتغير التابع الثانى سيولة السوق فى ظل وجود متغيرات حاكمة

ANOVA*

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares	Model
.000 ^b	19.447	.121	7	.848	Regression
		.006	100	.623	Residual
			107	1.471	Total

a. Dependent Variable: T4253H(logy2)

b. Predictors: (Constant), A4, A3, T4253H(logx1.1), T4253H(logx3_1), T4253H(logx2_1), T4253H(logx4_1), A2, A1

كما يلاحظ في الجدول (13) بأنه يتضمن قيم تحليل التباين والذي يمكن التعرف من خلاله على معنوية النموذج ككل عن طريق إحصائية F وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لأختبار $F (P < 0.0001)$ مما يؤكد صلاحية نموذج الانحدار الخطي المتعدد حيث أن قيمة $F = 19\%$ بمستوى دلالة 0.001 وهى أقل من 0.05 وعليه يتم رفض الفرض الصفري (العدمى) وقبول الفرض البديل وهو وجود علاقة بين $(X1-X2-X3)$ فى ظل وجود المتغيرات الحاكمة والمتغير التابع $Y2$.

جدول رقم (14)

تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع الثانى سيولة السوق فى ظل وجود متغيرات حاكمة

Coefficients*

Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
		Beta	Std. Error	B	
.000	-40.805		.036	-1.458	(Constant)
.000	4.470	.347	.001	.007	T4253H (logx1.1)
.000	5.918	.529	.002	.011	T4253H (logx2_1)
.009	-2.670	-.196	.002	-.005	T4253H (logx3_1)
.001	-3.463	-.470	.007	-.025	A1
.023	2.305	.230	.002	.004	A2
.710	.373	.048	.000	1.177E-06	A3
.856	.182	.012	.002	.000	A4

a. Dependent Variable: T4253H(logy2)

يتضح من الجدول أن قيمة الثابت بلغت (-1.458) وقيمة t المقابلة لها بلغت (-40.805) وهذا بمستوى معنوية 0.000 وهو ما يعنى أن قيمة الثابت فى المعادلة له أثر معنوى

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على اداء سوق الأوراق المالية بمصر

على المتغير التابع y_2 فى هذا الجدول يتضح أيضاً أن قيمة معامل الانحدار للمتغيرات x_1 x_2 - x_3 على التوالي هى (0.007-0.011-0.005). على التوالي والقيمة المعيارية المقابلة لهم هى (0.196-(-.347-0.529). على التوالي وذلك عند مستوى معنوية (0.000 sig). مما يشير إلى وجود أثر معنوياً للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع و ذلك فى ظل وجود المتغيرات الحاكمة A_1 - A_2 حيث أن الأثنان كان لهم ارتباط معنوى مع المتغير التابع وكانت قيمة معامل الانحدار لهم على التوالي (0.025-(-.004). والقيمة المعيارية المقابلة لهم على التوالي (0.230-(-.470). وذلك عند مستوى معنوية 0.023 / 0.001. وهم أقل من 5% مما يوضح وجود علاقة لهم مع المتغير التابع على عكس A_3 - A_4 حيث كانت مستوى معنويتهم أكبر من 5% مما يدل على عدم وجود أثر معنوى لهم على Y_2 ولذلك تم اعادة التحليل مرة أخرى للتأكد من نتائج عدم تأثير A_3 - A_4 على النموذج .

ملخص لأهم نتائج اختبار فروض الدراسة

النتيجة	الفرض
تم إثبات صحة الفرض الأول	الفرض الرئيسى الأول يوجد أثر إيجابى ذو دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار فى اسهم - سندات - شهادات إيداع دولية) واداء سوق الأوراق المالية (عائد السوق)
ثبت عدم صحة الفرض	الفرض الفرعى الأول: الفرض الفرعى الأول: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبى فى الاسهم (أفراد ومؤسسات) تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على اداء السوق (عائد السوق)
تم إثبات صحة الفرض	الفرض الفرعى الثانى: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبى فى السندات تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على اداء السوق (عائد السوق)
تم إثبات صحة الفرض	الفرض الفرعى الثالث: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبى فى شهادات الإيداع الدولية تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على اداء السوق (عائد السوق)
تم إثبات صحة الفرض	الفرض الفرعى الرابع: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبى فى أذون الخزانة تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على اداء السوق (عائد السوق)
تم إثبات صحة الفرض	الشق الثانى من الفرض الرئيسى الأول يوجد أثر إيجابى ذو دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار فى اسهم - سندات - شهادات إيداع دولية) واداء سوق الأوراق المالية (سيولة السوق)
ثبت صحة الفرض بصورة جزئية	الفرض الفرعى الخامس: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبى فى الاسهم (أفراد ومؤسسات) تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على اداء

اثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

النتيجة	الفرض
	السوق (سيولة السوق)
تم إثبات صحة الفرض	الفرض الفرعى السادس: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبي فى السندات تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
ثبت عدم صحة الفرض	الفرض الفرعى السابع: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبي فى شهادات الإيداع الدولية تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
ثبت عدم صحة الفرض	الفرض الفرعى الثامن: يؤثر صافى الاستثمار الأجنبي فى أذون الخزانة تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على أداء السوق (سيولة السوق)
ثبت صحة الفرض	الفرض الرئيسى الثانى: يؤثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر (عائد السوق) فى ظل وجود متغيرات حاكمة (ممثلة فى سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - عائد السوق العالمى)
ثبت صحة الفرض	الفرض الرئيسى الثالث: يؤثر تنويع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر (سيولة السوق) فى ظل وجود متغيرات حاكمة (ممثلة فى سعر الفائدة - التضخم - سعر الصرف - عائد السوق العالمى)

التوصيات

- فى ضوء النتائج التى توصلت إليها الدراسة، يمكن تحديد مجموعة من التوصيات التى تساعد القائمين على سوق الأوراق المالية المصرى من وضع السياسات والاستراتيجيات والآليات
- 1- العمل على توفير بيئة استثمارية خصبة مشجعة للمستثمر الأجنبي للدخول فيها وذلك من خلال تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة المعروض من الأدوات المالية .
 - 2- أهمية العمل على وضع استراتيجية ملائمة تهدف للتطوير الإدارى والهيكلى والتنظيمى لسوق الأوراق المالية المصرى
 - 3- تطبيق معايير محاسبية عالية الجودة وتفعيل قوانين حماية المستثمر، لأن هذه الخصائص تشجع على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية وتحسن من كفاءة السوق
 - 4- بذل الجهود المختلفة لتجنب الآثار العكسية من انفتاح سوق الأوراق المالية المصرى للمستثمرين الأجانب

اثر تنوع هيكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية بمصر

المراجع العربية

- البطاينة ، لؤي تركي (2016) اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة من (1990-2014)، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت ، كلية إدارة المال و الاعمال، الأردن.
- خضير، عقبة (2015) اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية خلال الفترة 2008 - 2013 ' رسالة ماجستير - جامعة محمد خضير بسكرة ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير
- داوود، على سعد محمد، (2010) ،اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية، أكاديمية السادات للعلوم الادارية - مجلة البحوث الادارية ، مج 28 ، ع (3) ، ص 71-99
- راشد ،صفوان ناظم (2006) مقارنة بين قيم معامل الارتباط الذاتي في تقدير المعلمات بطريقة المربعات الصغرى العامة ،المجلة 175 العراقية للعلوم الاحصائية ، العدد 10 ص 121-135
- صندوق النقد العربى - معهد السياسات الاقتصادية (الأسواق المالية من منظور السياسات الاقتصادية الكلية فى الدول العربية) أبو ظبى ، صندوق النقد العربى ، 1999 ص 3
- عبد الغنى، محمد فتحى (2020) دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد و الادارة ، ع 3 197-257
- عبدالله، على (2017) المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية فى سوق الأوراق المالية : دراسة حالة بورصة عمان الأردن للفترة من 1994-2016س. مجلة العلوم الإنسانية. ع 47. 119-147
- عيسوى ، ختان خالد (2016): دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة : سوق العراق للأوراق المالية و سوق عمان أنموذجاً 'رسالة ماجستير ، جامعة القادسية ، كلية الإدارة والاقتصاد
- فرج ،هشام محمد (2006) المضاربة الأجنبية فى الأسواق الناشئة : دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية - مؤتمر أسواق الأوراق المالية - آفاق وتحديات - كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة ، دبي فى الفترة 6-8 مارس،
- التقرير السنوي للبنك المركزي 2008-2009.

المراجع الانجليزية

- Al Muntasir, (2015) " Portfolio Investment And Its Impact On Exchange Rate And Composit Stock Index Volatility In Indonesia," Bulletin of Monetary Economics and Banking, Bank Indonesia, vol. 17, No(4),, pP1-30, April.
- Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment(FPI)United Nations Conference On Trade And Development (2000), A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat
- Dua, P; Garg ,R. (2014). "Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis. "World Development ,vol. 59No. (C), pp 16-28.
- Girard, E.&, Omran, M. (2007) "What are the risks when investing in thin emerging equity markets: Evidence from the Arab world."Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, vol,17.No, pp 102-123

- Haider, M; & Others. (2017) “. The Impact of Stock Market Performance on Foreign Portfolio Investment in China. “International Journal Of Economics And Financial Issues, vol,7, No(2), pp. 460-468
- Omorokunwa,O,G.,(2018) Stock Market Performance and Foreign Capital Flow, Amity Journal of Finance, 3 (2), (24-41)
- Pal,P(2010) "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India" Draft Paper Submitted for the Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World,Sao Paulo,Brazil, PP,2
- Samak,N. & Helmy,O (2000), "Foreign Portfolio Equity Investment in Egypt- An Analytical Overview, “Renaissance, Vol. 1, Faculty Of Economics & Political. Sciences, Cairo university , April 2000, p 9
- Nyang, O. (2013). "Foreign Portfolio Flows And Stock Market Performance In Kenya: Case Of Nairobi Securities Exchange. “presentation at the CSAE conference on Economic Development in Africa, March 2013
- Waliu,O,T.(2020)" Dynamic Effects of Foreign Portfolio Investment on Economic Growth in Nigeria, Financial Markets, Institutions and Risks, Volume 4, Issue 3, 2020, 5-1

