تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية على أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية الناشئة

د/ يحيى عبد الغنى أبو الفتوح*

مقدمة:

تطورت الأسواق المالية الناشئة Emerging Market تطوراً كبيراً خلال العقدين السابقين ولقد تدفقت الأموال إلى تلك الأسواق وبلغت ذروتها خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٩٥ م(واستمرت في الارتفاع حتى حدثت كارثة الأسواق الناشئة في جنوب شرق آسيا . وتعرف الأسواق الناشئة من قبل مؤسسة التمويل الدولية (IFC,STOCK MARKET),1998:28) بأنها الدول النامية بصرف النظر عن درجة نمو الاقتصاد نفسه . ويمكن القول أن مصطلح الأسواق الناشئة يستخدم للإشارة إلى جميع الدول النامية .فحتى لو كان السوق منظما ويعمل بكفاءة يطلق عليه سوق ناشيء مادام الاقتصاد مازال نامياً .

وبالتالي يطلق على سوق الأوراق المالية في اى دولة لفظ "سوق ناشيء " إذا انطبق عليه على الأقل أحد معياريين الأول اذا كان السوق نفسه بصدد نمو ، والثانى إذا وجد هذا السوق في اقتصاد نام (السعيد ،٢٤:١٩٩٩).

وبالرغم من أن بورصة الأوراق المالية المصرية من أقدم البورصات العالمية، إلا أنها تعد الآن من الأسواق المالية الناشئة. فلقد تقلص دور البورصة المالية إلى حد تعطيلها نتيجة صدور قانون تحديد توزيع أرباح حملة الأسهم رقم ٧ لسنة ١٩٥٩ وصدور قوانين التأمين عام ١٩٦١. ولكن مع بداية التسعينيات وانتهاج سياسات اقتصادية ومالية لخدمة الاستثمار أزدهر سوق الأوراق المالية مما ساعد على إدراج مصر بوصفها سوقًا ناشئًا ضمن مؤسسة التمويل الدولية اعتبارًا من سبتمبر ١٩٩٦(جودة،١٩٩٨:٩).

وتمارس السياسات النقدية والمالية دوراً مهماً في تنشيط تلك الأسواق بما فيها من صناديق الاستثمار . كما تؤثر درجة النمو الاقتصادى والتقلبات في كل من معدل سعر الصرف وسعر الفائدة في أدائها. بالإضافة إلى ذلك فإن معدلات التضخم الفعلية والمتوقعة ومدى التجاء الدولة إلى الاقتراض المحلى يؤثر في قرارات المستثمرين المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية في تلك الصناديق (Levine and King,1992:109) .

وعلى جانب آخر، يرى البعض أن هناك مبالغة في وصف العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية. فنشاط البورصات لا يعدو أن يكون مجالاً للمقامرة ، وأن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالأساسيات الاقتصادية ، بل من الممكن أن تؤدى تقلباتها إلىعدم استقرار الاقتصاد الكلى نتيجة لما ينجم عن إتجاه التدفقات الأجنبية إلى بورصات الأسواق الناشئة من تحركات مفرطة في الأسعار(السعيد،١٩٩٩: ٤٨).

---

* جامعة الإسكندرية - كلية التجارة.

ولذلك مازالت بعض الاقتصادات الناشئة تضع قيوداً على حركة النقد الأجنبى بما يصعب من تحويل الأموال إلى خارج الدولة. فالأسواق الناشئة معرضة لمخاطر التقلبات فى سعر الصرف وانخفاض قيمة العملة المحلية مما يعنى انخفاض العوائد المتحققة عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، مما يؤثر فى أداء بورصات الأوراق المالية. وأفضل مثال على ذلك هو تأثر البورصات الأسيوية الشديد بانخفاض عملتها المرتبطة بالدولار.

وهناك اعتقاد بأن الأداء السيىء لسوق الأوراق المالية الناشئة يؤثر سلبيًا فى اقتصادات الدول النامية. فهناك آثار سلبية على اقتصاد الدولة نتيجة عدم تناسق البيانات وانتظامها، واتصاف التدفقات الرأسمالية للاستثمار فى الأوراق المالية - إلى حد ما - بالمضاربة وعادة ما تكون قصيرة الأجل بالاضافة إلى تفاعل بين سوقين يتصفان بشدة عدم الثبات - سوقى الأوراق المالية والصرف الأجنبى - مما يؤثر فى تداول المعلومات غير الصحيحة التى تؤدى بدورها إلى عدم ثبات أكبر وهكذا. ويؤثر ذلك بدوره فى عدد من المتغيرات الاقتصادية مثل الاستهلاك والصادرات والواردات (Ajit and Bruce,1998:13) .

وعلى الجانب الآخر هناك آثار إيجابية لبورصة الأوراق المالية .فهى تعمل على دفع عملية التنمية والنمو الاقتصادى من خلال تعبئة المدخرات وتمويل أنشطة الاستثمار الانتاجى وتقلل من تكاليف تعبئة المدخرات نتيجة لتيسيرها الاستثمار بوساطة السوق الأولى والسوق الثانوى. ويوفر السوق الثانوى إمكانية بيع المستثمرين لأسهمهم وقتما يرغبون، فكثير من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى تمويل طويل الأجل فى حين لا يفضل المدخرين فقدان السيطرة على مدخراتهم. وبالتالى توفر لهم الأسواق المالية العالية السيولة أصولاً مالية يمكنهم بيعها بسهولة وسرعة مع انخفاض تكلفة تسييلها، السعيد، (١٩٩٩: ٤٩).

ومع تمتع الأسواق المالية بالكفاءة فى تعبئة المدخرات والتوجيه الجيد لها يتحقق التخصيص الجيد للموارد(سمك،٢٠٠٠: ٩). كما أن زيادة حجم سوق الأوراق المالية يوفر حافزاً أكبر للمستثمرين للحصول على معلومات مما يعمل على تحسين تخصيص الموارد ومن ثم معدل أفضل للنمو الاقتصادى.

مشكلة الدراسة :

تعد صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية أحد آليات تنشيط الاقتصاد القومى وتنميته وتحفيزه على النمو في الدول النامية. وهناك حاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق وهو مايظهر أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحلية من حيث توافر خاصية التنويع وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلى الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا تشجع المستثمرين محدودى الموارد على استثمار مدخراتهم في شراء أسهم أو وثائق صناديق الاستثمار ، التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة البيع في بناء تويفات من الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية .

وعلى مستوى الاقتصاد المصرى- بعيداً عن الجدل الدائر حول مزايا صناديق الاستثمار وعيوبها- تعد صناديق الاستثمار فى الأسهم أحد مكونات بورصة الأوراق المالية المصرية التى يعتمد عليها في تشجيع الأدخار وتوجيه واستخدام التراكم الرأسمالى بالصورة المثلى بين القطاعات الاقتصادية المختلفة وفقاً للمزايا النسبية لتلك القطاعات فى الاقتصاد القومى . ويتأثر أداء صناديق الاستثمار بالسياسات الاقتصادية والمتغيرات الاقتصادية التي تتأثر بها بورصة

الأوراق المالية. وتعد السياسة النقدية والسياسة المالية أهم تلك السياسات حيث تعد إدارة الدين العام بصفة أساسية أداة مهمة في التأثير في سوق الأوراق المالية(حمامى، ٢٠٠٠ :١٢٢).

كما يؤثر عمليات البنك المركزى وسياسته فيما يخص سعر الصرف وتأثيره فى سعر الفائدة في سوق الأوراق المالية . كذلك يتأثر أداء صناديق الاستثمار بعوامل اقتصادية منها الحالة الاقتصادية ومدى توسع سوق الأوراق المالية ومستوى الدخل القومى ومعدل التضخم وأذون الخزانة العامة وحجم تعاملات الأجانب والمصريين فى سوق الأسهم وغيرها . لذلك يهتم الاقتصاديون عند تحليل أداء صناديق الاستثمار بسعر الفائدة ومؤشر أسعار الأسهم وحجم الدين الحكومى من المؤسسات المحلية . وكذا يمتد الاهتمام إلي دراسة احتمالات المستقبل ومخاطرة من حيث تغير أسعار الفائدة المستقبلية ومعدلات التضخم الحالية والمتوقعة ودرجة استجابة صناديق الاستثمار لهذة الاحتمالات .

وعلى ذلك يثارتساؤل عن أهمية المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر في أداء صناديق الاستثماروماهو النموذج المقترح لتحديد المتغيرات المؤثرة، وطبيعة وإتجاه العلاقة بين تلك المتغيرات وأداء صناديق الاستثمار .

هدف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية فى أداء صناديق الاستثمار فى مصروتحديد النموذج الأفضل لتحديد المحددات الاقتصادية لأداء صناديق الاستثمار فى الأسهم ، والتعرف على طبيعة وإتجاه العلاقة السببية بين تلك المتغيرات وأداء صناديق الاستثمار.

أهمية الدراسة:

ترجع أهمية تلك الدراسة فى توفيرها إطاراً منهجياً لدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء صناديق الاستثمار بصفتها أحد الوسائط المالية الرئيسية والفاعلة فى الأسواق المالية الناشئة، كما تساعد الحكومات فى الأسواق الناشئة على تفهم أهمية صناديق الاستثمار ومدى تأثيرها وتأثرها بالمتغيرات الاقتصادية مما يساعد فى اتخاذ السياسات المالية والنقدية الملائمة لتحقيق التنمية الا قتصادية . أضف إلى ذلك تفهم المستثمرين أهمية الأخذ فى الاعتبار تلك المتغيرات وأثارها عند اتخاذهم قرار الاستثمار فى صناديق الاستثمار.

هذا بالإضافة إلى ندرة البحوث الاقتصادية فى تناول مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية فى صناديق الاستثمار والعلاقة السببية بينها وتركز تحليل أداء صناديق الاستثمار فى مجال التمويل على العوائد المالية ودرجة المخاطرة دون اعتبار كبير للمتغيرات الاقتصادية.

منهجية البحث :

لتحقيق هدف الدراسة يتم صياغة العلاقات محل الدراسة فى مجموعة من النماذج القياسية لتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (المتغيرات الاقتصادية) والمتغير التابع (أداء صناديق الاستثمار) وتقدير تلك النماذج باستخدام برنامج (E-Views) للتوصل للنموذج المتوافق مع النظريات الاقتصادية . كما يتم دراسة طبيعة وإتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة وأداء صناديق الاستثمار باستخدام اختبارالسببية لجرانجر . ويعتمد البحث فى تحديد المتغيرات المستقلة وتصميم النموذج على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة. كما تعتمد الدراسة على مؤشرات صناديق الاستثمار المجمعة[1] فى التعبير عن أداء صناديق الاستثمار. ويعتمد فى قياس العلاقة على البيانات من المصادر الرسمية من كل من الهيئة العامة لسوق المال المصرية،

١- تكون مؤشرات صناديق الاستثمار المجمعة من سبعة صناديق استثمارية تم اختيارها من الصناديق الموجودة فى مصر فىالفترة محل الدراسة بحيث يتوافر فى فترة الإختبار جميع مراحل السوق من استقرار وصعود وهبوط . كما تم استبعاد الصناديق الجديدة التىلم يتوافر لديها بيانات فى الفترة المحددة. والصناديق المختارة هى بنك مصر(١) و بنك مصر (٢) والبنك المصرى الأمريكى والبنك الاهلىوبنك القاهرة وبنك سوسيته(٢)وأليت للتأمين.

مركز المعلومات(CMA) والتقارير الشهرية لمركز دعم المعلومات(IDSC) والنشرات الدورية التى يصدرها البنك المركزى والجهاز المركزى للتعبئة العامة لإحصاء وإحصائيات المالية الدولية.

محتوى البحث :

ينقسم البحث إلى أربعة أجزاء رئيسة هى :

الأول : ويشمل المقدمة ومشكلة الدراسة وأهميته وأهدافه والمنهج العلمى المتبع وأسلوب جمع البيانات ومحتوى البحث.

الثانى : الدراسات السابقة المهتمة بتحديد المتغيرات الاقتصادية التى تؤثر فى أداء صناديق الاستثمار سوق الأسهم.

الثالث : الإطار التحليلى للدراسة، وفيه يتم صياغة النماذج وتقديرها وتحليل نتائج التقدير .

الرابع: الخاتمة، وتشمل خلاصة الدراسة والملحق الإحصائى والمراجع.

ثانياً : الدراسات السابقة

يعد تطور النماذج المستخدمة فى تحليل أداء سوق الأسهم وصناديق الاستثمار (سوق الأوراق المالية) دليلاً على محاولات إدخال عديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية فى تحليل أداء صناديق الاستثمار. ولقد أوضحت العديد من الدراسات عدم كفاية نظرية تسعير الأصول المالية (The capital asset pricing model (CAPM فى تحليل أداء سوق الأوراق المالية . لذلك قدم Ross نظرية تسعير المراجحة Arbtrage pricing theory (APT) بديلاً لقياس أداء سوق رأس المال، وتكشف النظرية أن هناك عديداً من المتغيرات العامة Common factors التى تؤثر فى معدل العائد المتوقع وليس متغيراً واحداً كما يقترح نموذج CAPM (عبد الحافظ،، ١٩٩٥ :٨).

وتقضى نظرية (APT) أن العائد المتوقع للاستثمار هو دالة خطية فى المكافأة التعويضية(العائد الاضافى) Risk Premium عن مخاطر المتغيرات الاقتصادية التى يتعرض لها الاستثمار. وبالتالى وفقاً للنظرية فإن أداء أى ورقة مالية يكون له علاقة خطية لعدد من المتغيرات كما فى المعادلة التالية Geweke and Zhou (1996) :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{i1} f_{it} + \ldots\ldots\ldots + \beta_{ik} f_{kt} + \varepsilon_{it} \qquad (A)$$

حيث:

R_{it} : معدل العائد للورقة المالية أو المحفظة.

α_i : معل العائد للورقة المالية i فى حالة مإذا كانت جميع المتغيرات مساوية للصفر

f_{kt} : قيمة المتغير الاقتصادى K^{th} الذى له تأثير علىالورقة المالية .

β_{ik} : معامل بيتا أو معامل التحميل للمتغير الاقتصادى K^{th}

ε_i :مكونات المخاطر غير المنتظمة (المتغير العشوائى).

ولكى لايعد المتغير الاقتصادي f_k من المخاطر غير المنتظمة يتعين أن يكون له تأثير على عدد كبير من الأوراق المالية وإلا يعد من ضمن مكونات المتغير العشوائى ε_i (Li, 1998).

وتعتمد معظم الدراسات التطبيقية على المعادلة السابقة فى تقدير المعلمات، مما يتعين تحديد المتغيرات تحديدًا دقيقًا وهو ليس بالأمر الهين فمازال تحدّيد المتغيرات محل جدل وبحث(Elton et al. 1995).

فهناك عديد من الدراسات النظرية التى قامت بإضافة متغيرات اقتصادية جديدة على النموذج الأساسى للنظرية التى قدمها Ross، وقد تم اختبار هذه الإضافات من قبل عدد من الباحثين Geweke and Zhou, (1996). فنظرية (APT) تتصف بالعمومية ، فهى بالرغم من أنها تمكننا من وصف التوازن باستخدام نموذج متعدد المتغيرات، فإنها لم تمدنا بأى دلائل على ما ينبغى أن يكون عليه النموذج من حيث عدد ونوع هذه المتغيرات . وهى بذلك تفتح المجال

لإضافة واختبار المتغيرات الاقتصادية الملائمة التى يتوقع أن تؤثر فى أداء بورصة الأوراق المالية.

ولقد اقترح (Roll and ross,1980) اعتمادًا على المعادلة (A) نموذج يتضمن خمسة متغيرات محددة اعتماداً على أن اختلاف حساسية الأوراق المالية للمتغيرات العامة تختلف من ورقة مالية لأخرى يتمثل النموذج فى المعادلة الاتية :

$$R_t = ER_t + b_{t1}(E\Delta \inf) + b_{t2}(U\Delta \inf) + b_{t3}(U\Delta indpro) + b_{t4}(U\Delta BRprem) + b_{t5}(U\Delta L - Srate) \quad (A)$$

وهذه المتغيرات المستقلة بترتيب ورودها فى المعادلة هى :

١- التغير المتوقع فى التضخم.

٢- التغير غير المتوقع فى التضخم.

٣ - التغير غير المتوقع فى الإنتاج الصناعى.

٤ - التغيرات غير المتوقعة فى العائد. وهى الفرق بين معدل الفائدة للسندات منخفضة الجودة والسندات مرتفعة الجودة (العائد الإضافى مقابل مخاطر الإفلاس) .

٥ - التغيرات غير المتوقعة فى معدل الفائدة للسندات الطويلة الأجل والسندات القصيرة الأجل (هيكل معدل الفائدة) .

وأوضحت الدراسة أن المتغيرات الثلاثة الأولى تؤثر بصورة مباشرة فى التدفق النقدى للشركة ومعدل التوزيعات ومعدل نمو هذه التوزيعات فىحين يؤثر المتغير الرابع والخامس فى القيمة السوقية أو معدل الخصم (Van Horne,2001).

كما أقترحت دراسة Roll and Ross (1986) استخدام خمسة متغيرات فى النموذج هى معدل النمو الشهرى فى الإنتاج الصناعى، والتغيرات غير المتوقعة فى العائد الاضافى risk premium ، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم غير المتوقع، ومعدل البطالة غيرالمتوقع.فى حين أضاف Li (1998) للنموذج متغير سادس هو بواقى السوقmarket residual factor بغرض تقييم أداء صناديق الاستثمار، وهو متغيرproxy ليعبر عن المتغيرات الأخرى التى لم تأخذ فى الحسبان كما يظهر فى المعادلة التالية

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_{pt} + \beta_{UTS} UN\Delta_{UTS,t} + \beta_{URP} UN\Delta_{URP,t} + \beta_{UIP} UN\Delta_{UIP,t} + \beta_{UCPI} UN\Delta_{UCPI,t} + \beta_{UEMP} UN\Delta_{UEMP,t} + \beta_{MKTRES} MKTRES_t + \ell_{pt} \quad (B)$$

حيث:

$UN\Delta_{UTS}$: معدل النمو الشهرى فى الإنتاج الصناعى

$UN\Delta_{URP}$: التغيرات غير المتوقعة فى العائد الاضافى

$UN\Delta_{UTS}$: التغيرات غير المتوقعة فى هيكل سعر الفائدة

$UN\Delta_{UCPI}$: معدل التضخم غير المتوقع

$UN\Delta_{UEMP}$: معدل البطالة غير المتوقع

$UN\Delta_{MKTRES}$: متغيرات السوق الأخرى.

كذلك قام إلتون وآخرون(Elton et al. 1995) بصياغة نموذج(٢) يتكون من ستة متغيرات تؤثر فى أداء صناديق الاستثمار ، منها الناتج المحلى الإجمالى ممثلاً فى التغير فى الناتج القومى الحقيقى والتضخم ممثلاً فى التغير فى التضخم المتوقع . وقاموا بتصميم ثلاثة نماذج تتكون من مجموعة المتغيرات .وقد اتضح أن إضافة المتغيرات الاقتصادية أدى إلى تحسين القوة التفسيرية لنتائج النموذج.

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \sum_{k=1}^{K} \beta_{pk} f_{kt} + \varepsilon_{pt} \qquad (c)$$

R_{pt} :معدل العائد لصناديق الاستثمار.

R_{ft} :العائد الخالى من المخاطرة.

β_p : معامل حساسية صناديق الاستثمار لمؤشر السوق.

R_{mt} : معامل حساسية صناديق الاستثمار للمتغيرات الاقتصادية.

β_{pk} : معدل العائد لسوق الأسهم.

f_{kt} : المتغيرات الاقتصادية.

ε_{pt} : الخطأ العشوائى.

وفى دراسة Fama and French (1996) تم تقديم نموذج (المعادلة (d) يقضى بأن العائد المتوقع لمحفظة الأوراق المالية والذى يزيد عن العائد الخالى من المخاطر يمكن تفسيره من خلال حساسيته لمتغيرات ثلاثة يهمنا هنا المتغير الخاص بعائد السوق الذى يزيد عن العائد الخالى من المخاطر $(R_m - R_f)$ ، حيث أظهرت الدراسة أنه أهم المتغيرات الثلاثة :

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + s_i (SMB) + h_i (HML) + \varepsilon_i \qquad (d)$$

فى حين اعتمدت دراسة Balduzzi and Kallal (1997) على خمسة متغيرات فى قياس أداء سوق الأوراق المالية وهى معدل التضخم الشهرى،و معدل النمو الشهرى للإنتاج الصناعى، وحجم أذون الخزانة، ومعدل النموالشهرى فى متوسط استهلاك الفرد، وحجم السندات.

وفى دراسة عن مصر(السعيد، ٢٠٠٠ :٣٢)اعتمدت على خمسة متغيرات اقتصادية تتمثل فى النمو الاقتصادي وأسعار الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف وحجم رؤوس الأموال الأجنبية فى تحديد مدى ودرجة تأثر سوق الأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية باستخدام علاقات الارتباط والانحدار.

وقد تناول (أبو الفتوح ،٢٠٠٤ :٢٥٠) في دراسته عن مصر أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء البورصات الناشئة خمسة متغيرات اقتصادية لقياس أثرها على أداء سوق الأسهم نتيجة التعاملات الفردية من قبل المستثمرين والمضاربين . تتمثل هذه المتغيرات فى التضخم وسعر الصرف الأجنبى ومعدل الفائدة والاقتراض الحكومى الداخلى والناتج المحلى الإجمالى . واتضح من الدراسة فشل تلك المتغيرات في تفسير محددات أداء سوق الأسهم فى مصر نتيجة العشوائية التي يتخذها المستثمرين وقلة خبرتهم وعدم شفافية المعلومات وقلتها أمام المتعاملين في السوق من مضاربين ومستثمرين.

ومما سبق يلاحظ عدم الاتفاق بين الدراسات السابقة على المتغيرات الاقتصادية التى يتعين استخدامها لتتبؤ بأداء صناديق الاستثمار فى سوق الأوراق المالية، ولكن يمكن القول إن هناك بعض المتغيرات المشتركة فى تلك الدراسات ،مثل : معدل التضخم، والنمو الاقتصادى ،ومعدل الفائدة. أضف إلى ذلك أنه يمكن إضافة متغيرات اقتصادية أخرى بالنموذج تؤثر فى أداء صناديق الاستثمار تتصف بأنها متغيرات بينية حيث يعتقد أن لها تأثيراً فى أداء بورصة الأوراق المالية مثل سعر الصرف والأداء الحكومى، وأيضًا إضافة متغيرات عن قيم تعاملات كل من الاجانب والمصريين فى البورصة يرى البعض أنها قد تؤثر فى أداء صناديق الاستثمار.

ولقد أشار(odedokun,1996) فى دراسته إلى وجود علاقة بين الوسطاء الماليين والنمو الاقتصادي . فلقد قام بتحليل أثر الوسطاء الماليين Financial intermediation فى نمو الناتج القومى الحقيقى وتمت الدراسة على بيانات سلسلة زمنية لعدد (١٧) دولة نامية ،أخذاً فى الاعتبار خمسة متغيرات هى :

١- النمو الاقتصادى مقاساً بمعدل النمو السنوى للناتج المحلى الإجمالى الحقيقى.
٢- النمو فى القوى العاملة معبراً عنه بنمو السكان الذى يحسب بدوره بمعدل النمو السنوى فى حجم السكان.
٣- معدل الاستثمار بالنسبة للناتج المحلى الإجمالى ،وتم حسابه بقسمة مجموع الاستثمار الثابت والزيادة فى قيمة الأسهم الأسمية على القيمة الأسمية للناتج المحلى الإجمالى.
٣- النمو الحقيقى فى الصادرات ،وتم حسابه من خلال حساب معدل النمو الحقيقى فى الصادرات .
٥- العمق المالى Financial depth، وتم قياسه بمتوسط معدل القيمة الأسمية للخصوم المتداولة منسوبة إلى القيمة الأسمية للناتج المحلى الجمالى .

وقد توصل البحث إلى أن الوسطاء الماليين يؤثرون فى النمو الاقتصادى فى ٨٥% من دول العينة وأن درجة التأثير أكبر فى الدول المنخفضة الدخل مقارنة بالدول النامية الأعلى دخلاً.

وفى دراسة عن علاقة النمو الاقتصادى بالنظام المالى فى كوريا (choe and Moosa, 1999) أشير إلى عدد من مؤشرات أداء سوق الأسهم ،منها حجم سوق رأس الأسهم وتم قياسه بقيمة الأسهم المسجلة Listed shares (القيمة السوقية) مقسومة على الناتج المحلى

الإجمالى . وحيث إن زيادة القيمة الرأسمالية السوقية للأسهم لا تعكس بالضرورة زيادة أداء سوق الأوراق المالية، قام الباحثان بتحديد متغيرين آخرين يعكسان سيولة السوق Market liquitity، ينصرف الأول إلى معدل قيمة الأسهم المتداولة ، وهو عبارة عن القيمة الكلية للأسهم المتداولة فى التبادل المحلى، منسوبا إلى القيمة الرأسمالية السوقية للأسهم . والثانى هو مجموعة مؤشرات إضافية تتضمن درجة تركز السوق مقاسة بالقيمة الرأسمالية السوقية لأكبر (١٠) أسهم ، ودرجة التقلب فى العائد ودرجة تكامل السوق ، الذى يقاس ببدل المخاطرة ومؤشرات أخرى مؤسسية وتنظيمية .

وباستخدام هذه المؤشرات فى تحليل بيانات (٤١) دولة خلال الفترة (١٩٦٨- ١٩٩٤) خلصا الباحثان إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الدخل الفردى وأداء سوق الأوراق المالية .

وبالنسبة لمعدل الفائدة والتضخم ، يعد معدل الفائدة أحد المتغيرات الاقتصادية التى تؤثر فى أداء سوق المال . وتتعدد معدلات الفائدة فى المجتمع تبعاً لاختلاف طبيعة القرض ومدته والقائم بالإقراض . وينبغى التفرقة بين التغيرات فى القيمة الحقيقية للأصول والتغيرات فى القيمة الأسمية. ولقد استخدم الاقتصاديون – كثيراً- معدل الفائدة الحقيقى ، وهو عبارة عن معدل العائد الحقيقى الخالى من الخطر. ويعتبر العائد على أذون الخزانة التى تصدرها الحكومة والتى لا يجاوز آجال استحقاقها أكثر من سنة مثالاً للعائد على الاستثمار الخالى من المخاطرة ، أو معدل الفائدة الطويل الأجل الخالى من المخاطرة على السندات الحكومية التى يتراوح أجلها بين (١٠) و(٢٠) سنة (مكاوى،١٩٩٤:٧٧٨) . ويمكن – أيضاً- تعريف معدل الفائدة الحقيقى بأنه ذلك المعدل الذى فيه تزيد القيمة الحقيقية أو القوة الشرائية للأصول عبر الزمن . أما معدل الفائدة فى السوق هو المعدل الذى تزيد فيه القيمة الأسمية عبر الزمن

ولقد قاما (Reilly and Brown,1997) بالمقارنة بين معدل الفائدة الطويل الأجل والتغير النسبى فى الرقم القياسى للأسعار فى رسم بيانى يوضح المقارنة سنوياً. خلصا إلى أنه بالرغم من أن المعدلين يتحركان - بصفة عامة - معاً فى إتجاه واحد، فإن معدل التضخم تجاوز معدل الفائدة فى بعض سنوات الدراسة (أعوام ١٩٧٥، ١٩٧٩، ١٩٨٠). ويعنى هذا حصول المستثمرين فى تلك السنوات على معدل فائدة حقيقى سالب . وعلى العكس كان معدل الفائدة خلال الفترة (١٩٨٣-١٩٨٥) فى حدود ما بين(٨%)- (١٠%) وقد فاق توقعات المستثمرين للعائد على أكثر السندات ثباتاً. وتعكس الدراسة عدم توافر القدرة الجيدة للمستثمرين على التنبوء بالتضخم، والعلاقة القوية بين التضخم والفائدة .

ويرى البعض أن العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم غير مباشرة وغير ثابتة فالتدفق النقدى للأسهم يتغير مع تغير معدلات الفائدة ،ولا يمكن الحسم بصورة مؤكدة ما إذا كان هذا التغير فى التدفق النقدى يزيد أو يقابل التغير فى معدلات الفائدة، وهناك ثلاث احتمالات لذلك (Rilly and Brown,1997) :

الأول : أن يزيد معدل العائد نتيجة لزيادة معدل التضخم، وتزيد أرباح الشركة نظراً لقدرتها على مواجهة زيادة تكاليفها بزيادة أسعارمنتجاتها . وفى هذه الحالة ربما تظل أسعار الأسهم مستقرة .

الثانى: أن يزيد معدل الفائدة ولكن تغير التدفقات النقدية المتوقعة cash flows ضئيل بسبب عدم قدرة الشركات على زيادة الأسعار لمواجهة الارتفاع فى تكاليفها مما يسبب إنخفاضاً فى سعر الأسهم بشكل يماثل ما يحدث فى السندات .

الثالث : أن يزيد معدل الفائدة بينما تنخفض التدفقات النقدية بسبب أن العوامل المسببة لارتفاع معدلات الفائدة لها أثر سلبى فى الأرباح. وفى مثل هذه الحالة ستنخفض أسعار الأسهم انخفاضاً واضحاً وينخفض معدل نمو أنصبة المساهمين .

وبناء على ما سبق، فإن تأثير تغير معدل الفائدة فى اسعار الأسهم يعتمد على مسببات التغير فى سعر الفائدة وتأثيره فى التدفق النقدى للسهم . أكثر من ذلك فإن العلاقة الفعلية بين التضخم ومعدل الفائدة ومؤشرات سوق الأسهم مازالت محل تساؤل بحثى. ويختلف التأثير من وقت لآخر بين التضخم والفائدة وأسعار الأسهم . فبالرغم من توصل البعض إلى أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين التضخم ومعدل الفائدة وسعر السهم ،إلا أنها ليست صحيحة دائماً.أضف إلى ذلك حتى لو كانت هذه العلاقة صحيحة بالنسبة للسوق المالية ككل ، فإن هناك بعض الصناعات أو القطاعات الاقتصادية من الممكن أن تحقق أرباحاً تعد انعكاساً ايجابياً للتغير فى التضخم ومعدل الفائدة وفى تلك الحالة يكون هناك ارتباط طردى بين أسعار الأسهم وكل من التضخم ومعدل الفائدة.(Rilly and Brown,1997:184).

لاشك أن تكلفة الاستثمار المستمدة من البيانات الأسمية لمعدل العائد على الاستثمار ليست معياراً جيداً لتقييم أداء الاستثمار . وذلك بسبب فقدان معدل العائد لجزء من قيمته نتيجة إنخفاض القوة الشرائية مع ارتفاع معدلات التضخم خلال فترة الاستثمار . لذلك يجب الاعتماد على التكلفة الحقيقية وليست الأسمية عند اتخاذ المستثمر لقرار الاستثمار . ومن جهة أخرى، يصاحب ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة زيادة درجة عدم التيقن بشأن معدلات التضخم الفعلية ،وبالتالى انخفاض قيم الارباح والخسائر التى تنجم عن عملية الاقراض والاقتراض والتى لايأخذها المقرضين والمقترضين فى الحسبان.

وبالنسبة لمعدل الصرف، يعد معدل سعر الصرف أحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية التى تؤثر فى مؤشرات سوق الأسهم واستقراره ومن ثم فى أداء صناديق الاستثمار . ولقد شهدت البورصات المالية المتقدمة تدفقات نقدية ضخمة أثرت فى معدل سعر الصرف وتأثرت به . فتحركات سعر الصرف من الأهمية بحيث يؤثر فى الاستقرار الاقتصادى وفى أداء صناديق الاستثمار. إن معدل سعر الصرف له تأثيره على كل من الصادرات والواردات كما يؤثر على كل من الاستهلاك والاستثمار بما ينعكس على العائد المتولد من الأسهم(أبو الفتوح،٢٠٠٤: ١٩٢).

ويتضمن الاستثمار فى أسواق الأوراق المالية الناشئة أصولاً مقومة بعملة أجنبية ، وهى بالتالى معرضة لمخاطر العملة ، ومن ثم احتمال أن تنخفض قيمة العملة التى يتم تقويم الاستثمار بها. وبالتالى يمكن القول إن ارتفاع معدل سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) يؤدى إلى زيادة المخاطر التى يتعرض لها المستثمر- خاصة الأجنبى- ،ويتحرك المستثمر فى إتجاه الخروج من السوق ببيع ما فى حوزته من أسهم وهو ما يؤثر سلباً فى مستوى الأسعار . ويمكن أن تلعب هذه المخاطر دورها فى الإتجاه الآخر أيضاً، أى أن العملة الأجنبية ربما ترتفع فى مقابل العملة الأساسية للمستثمر وتخلق عائداً غير متوقع.

وتظهر مخاطر سعر الصرف بصفة رئيسة فى الأسواق المالية الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادى ، خاصة فى حالة ارتفاع معدل التضخم بما يحمله من انخفاض فى قيمة العملة المحلية. وبالنسبة للسوق المصرية اتبعت السياسة النقدية المصرية سياسة تثبيت العملة مع سعر الدولار عند سعر(٣,٤) جنيه مصرى بغرض حماية المستثمرين من التقلبات . إلا أن هذه السياسة بنهاية عام (١٩٩٧) أدت إلى انخفاض الاحتياطى المركزى من الدولار للحفاظ على

السعر التوازنى وهو ما دفعها مع بداية (2002) إلى تغيير سياستها لتقويم سعر الجنية مقابل الدولار.

وبالنسبة للاقتراض الحكومى من المؤسسات المالية المحلية الخاصة، بوصفه أحد المتغيرات الاقتصادية المؤثرة فى سوق الأسهم ، تسعى الحكومات إلى تغطية عجز الموازنة العامة من خلال الاقتراض المحلى ولقد شرط كل من البنك الدولى وصندوق النقد الدولى أن يتم تمويل عجز الميزانية من خلال موارد حقيقية. بمعنى أنه يجب على الحكومات الإحجام عن تمويل العجز من خلال الإصدار النقدى أو الاقتراض من البنك المركزى. وعليها الالتجاء إلى مختلف المؤسسات الادخارية للاقتراض كما يفعل القطاع الخاص.

وتقوم الحكومة بإصدر أذون خزانة للحصول على احتياجاتها المالية لتمويل العجز بالميزانية ، وتراعى أن يتم الإصدار بمعدل فائدة حقيقى يزيد عن معدل التضخم . وتعتمد الحكومة المصرية بصورة كبيره على أذون الخزانة لتغطية العجز فى الموازنة ، وهوما أدى إلى زيادة رصيد أذون الخزانة من (500) مليون جنية فى يناير(1991(إلى (17.1) مليار جنيه فى يونيو)1992) وإلى)25.4(مليار جنيه عام (2000(وبما يمثل (15.7%) من إجمالى الدين المحلى. (البنك المركزى المصرى ،2000).

إن دخول الحكومة فى منافسة مع القطاع الخاص فى الحصول على المدخرات المتاحة بالمجتمع من خلال إصدارها لأذون الخزانة بمعدل فائدة مرتفع ومغر يدفع مستويات الأسعار إلى أعلى - بوصف ذلك استجابة طبيعية لزيادة التكاليف الناتجة عن ارتفاع معدلات الفائدة - وتنخفض الدخول الحقيقية لأفراد المجتمع . ومع زيادة الضرائب غير المباشرة ومعدل البطالة وانخفاض كمية النقود المتاحة للانفاق لدى الأفراد يظهر حالة من الكساد المصاحب بارتفاع فى الأسعار يؤدى إلى انخفاض فى النشاط الانتاجى والذى يؤثر بدوره فىأسعار الأسهم ببورصة الأوراق المالية وبالتالى فى عائد صناديق الاستثمار . أضف إلى ذلك أن سحب الحكومة لجزء من المدخرات المتاحة فى المجتمع يقلل من فرصة توجه مقدار أكبر من تلك المدخرات إلى التعامل فى صناديق الاستثمار مما يؤثر سلباً (بالانخفاض) فى أداءها، خاصة أن ارتفاع سعر الفائدة على أذون الخزانة مع كبر قيمة أذون الخزانة المصدرة من قبل الحكومة يجعل الحكومة هى المنافس الأكبر المسيطر فى سوق النقد. والمشكلة الرئيسية هى فى استخدام الحكومة لهذه المدخرات لسداد العجز الجارى بالميزانية.

وبالنسبة للتعاملات الأجنبية والمصرية فى المحافظ المالية تعرف الاستثمارات الأجنبية فيها بأنها استثمارغير مباشر؛ حيث تتجه هذه الاستثمارات إلي الأسواق المالية وليس إلي اقامة مشروعات . ويتجة المستثمر نحو الاستثمار فى أسواق جيدة بغرض تنويع مكونات محفظته المالية للتقليل من المخاطر الإجمالية للمحفظة .

وتعد الاستثمارات الأجنبية فى صناديق الاستثمار عاملا مهما في تطور البورصات الناشئة وزيادة حجم الأموال المتداولة بالقياس إلي الناتج المحلى الاجمالى وزيادة معدل الدورات وبالتالي زيادة حجم الأسواق والسيولة مما يزيد من الثقة بالسوق ويؤدى إلي جذب المزيد من المستثمرين الاجانب والمحليين والمزيد من الأصدارات من جانب المؤسسات القائمة بالفعل وايضا الجديدة في السوق التي تشكل السوق المالية .

ومن الجدير بالذكر أن هناك مخاوف من أن تؤدى التدفقات الخاصة بالاستثمار فى المحفظة المالية إلي الإضرار باستقرار الاقتصاد الكلى . فهناك احتمالية أن يتخذ المستثمرون الأجانب قراراً مفاجئا بمغادرة البلد الذى يستثمرون فيه . وهذا الاحتمال إما لحدوث مايسمى بالأموال

الساخنة hot mony حيث تعد التدفقات مؤقتة ويكون الدافع إليها إما لوجود اختلافات تؤدى إلي خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية . أوإما لوجود مايسمى بالصدمة السلبية negative shock مثل حدوث تطور سياسى غير متوقع ،أو انخفاض فى ثمن سلعة التصدير الأساسية ،أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغير في الضرائب التي تؤثر على العائد من هذه التدفقات .(السعيد :2002،22)

وفي كلتا الحالتين يتجه المستثمر الأجنبى إلى بيع حيازاته من الأوراق المحلية مما يؤدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية وبالتالى انخفاض في المؤشر العام للبورصة وزيادة الضغوط على سعر العملة المحلية نظراً لزيادة الطلب على العملة الأجنبية.

ومن الآثار المترتبة على الزيادة فى تدفق رؤس الأموال أن الحجم الأكبر من رؤوس الأموال التي تفد إلي البلد من خلال أسواق رأس المال المحلية تؤدى إلي التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية . وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم وتبعاً لنظام سعر الصرف إما حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية (في حالة سعر الصرف المعوم)أو انخفاض في أسعار الفائدة (في حالة سعر الصرف الثابت)أو كليهما، وارتفاع سعر العملة الحقيقى يؤدى إلي عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالى فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار فى الاقتصاد الكلى ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً.

وكل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدراً هامًا لعدم اليقين الذى يمنع المستثمريين (الأجانب والمحليين) من الاستثمار ، ويمكن في الوقت نفسه أن تضر بالاقتصاد في مجموعه إذا كانت التقلبات في أسعار الصرف واسعة للغاية . وتحدث الخسارة في الاقتصاد بكامله بسبب عمليات الإفلاس والتأثير الهستيري عندما ترتفع أسعار الفائدة و/ أ و يرتفع سعر الصرف.

ويلاحظ أن هناك دول مثل السعودية والكويت تسمح للاجانب في الاستثمار في صناديق الاستثمار فقط؛ في حين تسمح عُمان والبحرين لهم بالاستثمار في مجموعة محددة من الأسهم . وفي تونس يسمح للأجانب بالاستثمار في حدود لاتتجاوز 50% من اسهم الشركة المصدرة وما يزيد عن ذلك لابد من موافقة البنك المركزى في حين ليس هناك قيود للمستثمرين الأجانب في مصر والمغرب ولبنان والأردن.

بالإضافة إلى المتغيرات سالفةالذكر- التى يعتقد فى تأثيرها فى أداء صناديق الاستثمار- هناك عوامل أخرى غير اقتصادية قد تكون أشد تأثيرًا. فالظروف السياسية - المخاطر السياسية وشعور المستثمرين بعدم الاستقرار السياسى - قد تؤثر بشكل سلبى يفوق تأثير العوامل الاقتصادية الداعمة للسوق . فبمتابعة سوق الأوراق المالية الكويتى- كمثال جيد لذلك- يلاحظ انخفاض مؤشره (السعري) خلال شهر يوليو(2002) بمعدل (1.5%) ،هو الأول خلال الأشهر الستة الأولى من ذلك العام. ويرجع ذلك إلى قلق جمهور المتداولين من الأمور السياسية المتوقعة فى العراق إضافة إلى التداعيات الأخرى الاقتصادية الناجمة عن بداية حرب فى العراق.إن حالة القلق التى سيطرت على المستثمرين – خاصة صغارهم - لم تنجح العوامل الأساسية الداعمة للسوق، المتمثلة في ارتفاع أرباح الشركات للربع الثاني بالمقارنة مع الأول من نفس العام، فى تجنب انخفاض أداء بورصة الأوراق المالية ، بالإضافة إلى العوامل الايجابية الأخرى مثل انخفاض سعر الخصم واستقرار أسعار النفط عند مستويات مرتفعة منذ فترة ليست بالقصيرة، كذلك استمرار تدفق التعويضات وارتفاع معدلات السيولة. (أبو الفتوح، 2004).

وبالتالى فإن العوامل السياسية قد تفرض نفسها بقوة على العوامل الاقتصادية فى التأثير فىعائد الأسهم وصناديق الاستثمار، بالإضافة إلى أن لها أثراً غير مباشر على الجانب الاقتصادى .
وقد حدثت سلسلة تراجع فى أداء سوق الكويت للأوراق المالية في أعقاب أحداث الحادي عشر من سبتمبر ، وقد أسهم في حدة التراجع اتساع قاعدة صغار المستثمرين الذين تدافعوا لبيع ما يملكون من أسهم للحفاظ على المكاسب التي حققوها منذ بداية العام، وتراجع المؤشر بمقدار (١١%) خلال شهر سبتمبر (٢٠٠١) متأثراً بأحداث ذلك الشهر الذي كان بنسبة أكبر من انخفاض الأسواق العالمية بما فيها سوق نيويورك موطن الحدث الذي يمكن تفسيره بارتفاع درجة استجابة سوق الكويت تجاه تلك الأحداث(أبو الفتوح،٢٠٠٤ :١٩٩).

وبالاضافة إلى تأثرعائد الأسهم وصناديق الاستثمار بالعوامل الاقتصادية والعوامل السياسية ، يؤدى عدم الشفافية وقلة المعلومات المتاحة أمام المستثمرين- نتيجة الأداء السيىء للشركات وللبنوك- إلى اهتزاز أداء البورصات.وكذلك تأثرها بظاهرة الاندماجات رغبة فى تضخم القوة الاقتصادية وظاهرة الخصخصة. وقد أدى ذلك إلى فقد المستثمر الثقة فى سوق الأوراق المالية. فعلى سبيل المثال أدت عدم الشفافية فى المعلومات والبيانات وتلاعب مكاتب المحاسبة والمراجعة وتحايلها فى شركة أنرون الأمريكية إلى انكماش أداء البورصة الأمريكية الذى سجل أطول فترة انكماش فى التسعة أشهر من عام ٢٠٠٢ على مدار الستين عاما الماضية. كما أن الربع الثالث من نفس العام عانى أسوأ أداء على مدى الخمسة عشر عاما الماضية ؛ فانخفض المؤشر الذى يضم خمسمائة ورقة مالية بنسبة ١٧,٦% (الاهرام الاقتصادىأكتوبر، ٢٠٠٢).

وعلى الرغم من أن مشكلة الأداء السيىء للشركات وتلاعبها فى إخفاء الحقائق وعدم نضج الاندماجات هى مشكلة عالمية تعانيها الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة على حد سواء، فإن هناك اجراءات فعلية تلجأ إليها الدول المتقدمة فى مواجهة تلك الاوضاع، فى حين تلجأ الدول فى الأسواق الناشئة إلى المسكنات واتخاذ القرارات دون الخوض فى متطلبات التنفيذ. فمع توالى انهيار بعض الشركات الأمريكية ومعها مؤسسات المراجعة والمحاسبة صدر قانون Oxley– SARBA Lives والذى بمقتضاه أنشىء مجلس مراقبة تابع للجنة البورصة والأوراق المالية ويعمل على مراقبة الأداء والتأكد من الالتزام بمعايير المراجعة ومعايير تحليل المعلومات والبيانات[1].

[1] أدت الاندماجات غير الناضجة إلى الناتجة فى عرض السعر الخاص بشراء الأسهم مما ترتب عليه فقدان ٦١%من المستثمرين لثروتهم وانتقالها إلى البائعين. كما ثبت دائما –أيضاً – فى حالات الخصخصة . فعندما يتم الإعلان عن حالة خصخصة يتم حدوث طفرة فى أسعار الأسهم ثم تنتهى الأوضاع إلى انهيار الأوراق المالية (الأهرام الاقتصادى،٢٠٠٢)

ثالثا الاطار التحليلى للدراسة:

صياغة النموذج:

وفقا للعوامل التي تؤثر فى أداء صناديق الاستثمار ومن ثم أداء بورصة الأوراق المالية التى تم تحليلها فى القسم السابق، يتم صياغة نموذج قياسى يتناول بيانات المتغيرات المستقلة والتابعة خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٠ على أساس بيانات شهريه . ووفقا للنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة يتم صياغة نموذجين باستخدام الارقام الأسمية ؛ بحيث يعبرعن المتغير التابع(أداء صناديق الاستثمار) في كل نموذج بمؤشرات عائد صناديق الاستثمار المجمعة Pooled Mutual Funds .وبحيث تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة للنموذج الأول من مؤشر السوق والتضخم وسعر الصرف الأسمى ومعدل سعر الصرف الأسمى ، ومعدل الفائدة الأسمى والاقتراض الحكومى وإجمالى الناتج المحلى. فى حين تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة في النموذج الثانى من نفس متغيرات النموذج الأول مع إضافة متغيرين هما قيمة المعاملات المصرية فى البورصة وكذا قيمة المعاملات الأجنبية فى البورصة.كما يتم إعادة صياغة النموذجين باستخدام الارقام الحقيقية لبعض المتغيرات، وتكرار النماذج الأربعة (الأسمية والحقيقية) باستخدام الصدمة shock.

ووفقا لدراسة Elton et al (1995:57) يمكن اعادة كتابة المعادلة (c) التى سوف يعتمد عليها فى صياغة النماذج على النحو التالى:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \sum_{k=1}^{K} \beta_{pk} f_{kt} + \varepsilon_{pt} \qquad (E)$$

حيث:

R_{pt} : معدل عائد صناديق الاستثمار المجمعة rate of return of pooled mutual funds

R_{ft} : معدل العائد الخالى من المخاطرة.

α_p : ثابت.

β_p : حساسية صناديق الاستثمار لمؤشر السوق.

R_{mt} : معدل العائد على مؤشر السوق

β_{pk} : حساسية صناديق الاستثمار للمتغيرات الاقتصادية.

f_{kt} : المتغيرات الاقتصادية.

ε_{pt} : حد الخطأ.

وقياسا على دراسة (Murinde,1993) يتم أخذ الصيغة الخطية لتصحيح الإتجاه لكل متغير ، هذا بالإضافة إلى الإنحراف المعياري أو التباين كما يتضح من المعادلة التالية:

$$\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \varepsilon_1$$

حيث:

π_t : تشير إلى التضخم

T : تشير إلى الزمن $T = 1,2,3,.....n$

ε_1 : المتغير العشوائي

وبإجراء الانحدار للمعادلة ينتج البواقى كما توضحه المعادلة التالية:

$$\hat{\varepsilon}_1 = \pi - \hat{\pi}$$

حيث : $\hat{\varepsilon}_1$ تشير إلى المتغير العشوائي non-squared residuals وهو يمثل إنحراف التضخم على إتجاه نموها their growth trend . ويتم عمل نفس الشيء لجميع المتغيرات الأخرى المستقلة والتابعة في النموذجين . وبالاعتماد على نظرية التسعير المرجحة arbitrage pricing theory (APT) التي قدمها (Ross,1976) وإتباع إجراءاتها ونموذج إلتون بالمعادلة (E) ، واستخدام الصدمة shock فى كل نموذج من النماذج الأربعة، يمكن التعبير عن نماذج الدراسة محل التقدير فى معادلات وتفصيل متغيراتها على النحو التالى.

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 INFLATION + \beta_2 \Delta NEXCH + \beta_3 \Delta NINTER + \\ + \beta_4 \Delta GOVBOR + \beta_5 GDP \qquad (1)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 INFLATION + \beta_2 \Delta NEXCH + \beta_3 \Delta NINTER + \\ + \beta_4 \Delta GOVBOR + \beta_5 GDP + \beta_6 NEGYPTR + \beta_7 NFORTR \qquad (2)$$

كما يتم استخدام القيم الحقيقية لبعض القيم الأسمية للمتغيرات فى النموذجين (1) و(2)، بحيث تصبح المتغيرات فى النموذج الأول عبارة عن مؤشر السوق وسعر الصرف الحقيقي ، ومعدل الفائدة الحقيقي والاقتراض الحكومي وإجمالي الناتج المحلى ويسمى (النموذج الثالث) ، فى حين تصبح المتغيرات فى النموذج الثانى نفس المتغيرات بالنموذج الثالث بالاضافة إلى قيمة المعاملات المصرية الحقيقية فى البورصة وقيمة المعاملات الأجنبية الحقيقية فى البورصة ويسمى(النموذج الرابع). ويلاحظ أن الهدف من وجود نموذجين يتضمنا الأسعار الحقيقية لسعر الصرف ومعدل الفائدة الحقيقى هوالرغبة فى اكتشاف مدى وعى المستثمرين وأخذهم فى الاعتبار- عند بناء قرارتهم الاستثمارية - القيمة الحقيقية للعملة والقيمة الحقيقية للعائد. والكشف عن مدى وعى المستثمر بالتغييرات فى مستوى الأسعار. وباستخدام الأرقام الحقيقية يمكن إعادة صياغة النموذجين 1 ،2على النحو التالى فى النوذجين 3 و4:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 REXCH + \beta_2 \Delta RINTER + \\ + \beta_3 \Delta GOVBOR + \beta_4 GDP \qquad (3)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 REXCH + \beta_2 \Delta RINTER \\ + \beta_3 \Delta GOVBOR + \beta_4 GDP + \beta_5 REGYPTR + \beta_6 RFORTR \qquad (4)$$

كما يتم صياغة الأربعة نماذج السابقة (1-4) باستخدام الصدمة فى النماذج من 4 إلى 8 على النحو التالى:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 \varepsilon_{INFLATION} + \beta_2 \varepsilon_{NEXCH} + \beta_3 \Delta \varepsilon_{NINTER} + \\ + \beta_4 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_5 \varepsilon_{GDP} \qquad (5)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 \varepsilon_{INFLATION} + \beta_2 \varepsilon_{NEXCH} + \beta_3 \Delta \varepsilon_{NINTER} + \\ + \beta_4 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_5 \varepsilon_{GDP} + \beta_6 \varepsilon_{NEGYPTR} + \beta_7 \varepsilon_{NFORTR} \qquad (6)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 \varepsilon_{REXCH} + \beta_2 \Delta \varepsilon_{RINTER} + \\ + \beta_3 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_4 \varepsilon_{GDP} \qquad (7)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{12} \varepsilon_{REXCH} + \beta_2 \Delta \varepsilon_{RINTER} + \\ + \beta_3 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_{45} \varepsilon_{GDP} + \beta_5 \varepsilon_{REGYPTR} + \beta_7 \varepsilon_{RFORTR} \qquad (8)$$

حيث :

$(R_{mt} - R_{ft})$:معدل العائد على مؤشر السوق الذى يزيد عن معدل العائد الخالى من المخاطرة

α : ثابت.

$INFLATION$: معدل التضخم.

$NEXCH$: معدل سعر الصرف الأسمى.

$NINTER$: معدل سعر الفائدة الأسمى.

$GOVBOR$: الاقتراض الحكومي.

GDP : معدل أجمالي الناتج المحلى.

$REXCH$: معدل سعر الصرف الحقيقي.

$RINTER$: معدل سعر الفائدة الحقيقي.

$NEGYPTR$: قيمة المعاملات المصرية فى البورصة.

$NFORTR$: قيمة المعاملات الأجنبية فى البورصة.

Δ : عامل الفروق الأولى.

$\varepsilon_{INFLATION}$: صدمة (Shock) معدل التضخم.

ε_{NEXCH} : صدمة معدل سعر الصرف الأسمى.

ε_{NINTER} : صدمة معدل الفائدة الأسمى.

ε_{GOVBOR} : صدمة الاقتراض الحكومى.

ε_{GDP} : صدمة معدل نمو إجمالي الناتج المحلى.

ε_{REXCH} : صدمة معدل سعر الصرف الحقيقي.

ε_{RINTER} : صدمة معدل الفائدة الحقيقي.

$\varepsilon_{REGYPTR}$: صدمة قيمة المعاملات المصرية فى البورصة.

ε_{RFORTR} : صدمة قيمة المعاملات الأجنبية فى البورصة .

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \beta_5$: حساسية كل متغير للتغير في أداء صناديق الاستثمار.

ويلاحظ على متغيرات الدراسة الآتي:

بالنسبة للمتغير التابع :

تعتمد الدراسة على معدل عائد صناديق الاستثمار المجمعة rate of return of pooled mutual funds فى التعبير عن أداء صناديق الاستثمار_ممثلة بمؤشرات سبعة صناديق-. ويتم الاعتماد على البيانات من الهيئة العامة لسوق المال (مركز المعلومات).

بالنسبة للمتغيرات المستقلة يمكن قياس المتغيرات على النحو التالي :

عائد مؤشر السوق

يتم تحليل هذا المتغير وأثره على أداء صناديق الاستثمار بوصفه أحد المتغيرات التي اعتمدت عليه بعض الدراسات السابقة التي توصلت إلى أنه ذو تأثير معنوى . ويتم الاعتماد على pipo[2] كمؤشر للسوق حيث أنه أكثر مؤشر سوق دقيق accurate عن غيره من المؤشرات

ويتوقع وجود علاقة موجبة معنوية مع أداء صناديق الاستثمار.

قيمة تعاملات الأجانب في البورصة $NFORTR$:

تعد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فى المحافظ المالية وبورصة الأوراق المالية من المتغيرات التى لها تأثير مباشر في السوق وتأثير غير مباشر على أداء الاقتصاد العام . وفي محاولة لقياس أثر ذلك المتغير تم في البداية تجزئته إلي إجمالى قيمة بيع الأجانب في السوق المصرى واجمالى قيمة شراء الأجانب فى السوق المصرى ولكن إتضح من التحليل أن قيمة معاملات

---

[2]- تتكون مؤشرات السوق من : مؤشر هيئة سوق رأس المال CMAI ومؤشر المجموعة الاقتصادية EFGI ومؤشر هيرمز المالي HFI ومؤشر لاكتشاف لعاء PIPO .

تعد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فى المحافظ المالية وبورصة الأوراق المالية من المتغيرات التى لها تأثير مباشر في السوق وتأثير غير مباشر على أداء الاقتصاد العام . وفي محاولة لقياس أثر ذلك المتغير تم في البداية تجزئته إلي إجمالى قيمة بيع الأجانب في السوق المصرى واجمالى قيمة شراء الأجانب فى السوق المصرى ولكن إتضح من التحليل أن قيمة معاملات الاجانب كبانعين ذات ارتباط قوى correlation مع كل من سعر الفائدة الأسمى وسعر الصرف الأجنبى الأسمى أضف إلي ذلك أن عند إضافة ذلك المتغير إلي نموذج الإنحدار تغيرت إشارات معظم المتغيرات في المعاملات . وبناء على ذلك تم الاعتماد على قيمة تعاملات الأجانب الكلية خاصاً وأنهم لايشترون في البورصة بغرض الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة ويعتمدون على المضاربة السعرية ولهم من الخبرة في ذلك مايصعب علي المستثمر المحلى مجاراتهم .

وتتوقع الدراسة وجود علاقة سالبة بين قيمة معاملات الأجانب وأداء صناديق الاستثمار .

قيمة معاملات المصريين في السوق المصرى *NEGYPTR* :

يؤدى زيادة طلب المستثمريين المصريين علي الأوراق المالية إلى زيادة أسعارها مما يؤدى بدوره إلي زيادة معدل العا ئد علي صناديق الاستثمار . لذلك يتوقع أن هناك علاقة طردية بين قيمة معاملات المصريين وأداء صناديق الاستثمار.

إجمالي الناتج المحلى *GDP*

يتم الإعتماد على الناتج المحلى الإجمالى بوصفه مؤشراً للنمو الاقتصادى لتحليل تأثير النمو الاقتصادى فى أداء صناديق الاستثمار. وبالرغم من اعتبار إجمالي الناتج المحلى مؤشراً مهماً على مستوى الأداء الاقتصادي ، فإنه من الصعوبة الحصول على بيانات شهريه من هذا المتغير لذا سيتم الاعتماد على بيانات إجمالى الناتج المحلى مقسوماً على اثنى عشر شهراً لتوفير بيانات شهرية . ويتم الاعتماد على إحصائيات المالية الدولية International Financial Statistics (IFS) Lines 99b.

ويتوقع وجود علاقة موجبة بين هذا المتغير وأداء صناديق الاستثمار.

معدل الفائدة *NINTER* ، *RINTER* :

يتم التعبير عن هذا المتغير بمعدل الفائدة على الودائع بالأجل ذات الثلاثة أشهر ؛ فهو أقرب بديل للاستثمار فى الأوراق المالية فى السوق المصرى . ويتم استخدام معدل الفائدة الأسمى Nominal Interest rate في النموذج الأول ، ومعدل الفائدة الحقيقي Real interest rate في النموذج الثاني . ويتم حساب سعر الفائدة الحقيقى بالمعادلة التالية[3] (Abel and Bernank, 1995) :

$$RI_{rate} = NI_{rate} - \pi$$

RI_{rate} : معدل الفائدة الحقيقى

NI_{rate} : معدل الفائدة الأسمى

π : التضخم.

ويتم الحصول على بيانات معدل سعر الفائدة الأسمى من التقارير الشهرية للبنك المركزى المصرى .

---

[3]- يستخدم Naser (1999) المعادلة التالية ق حساب معدل الفائدة الحقيقى $RI_{rate} = (NI_{rate} - \pi)/(1+\pi)$.

معدل التضخم *INFLATION*:

يقوم البحث بتحليل أثر معدل التضخم Inflation rate على أداء صناديق الاستثمار ،والذى يعكس مدى إدراك المستثمرين لهذا المتغير عند تعامله فى البورصة واتخاذه قرار الاستثمار. ويتم الحصول على بيانات التضخم من والجهاز المركزى للتعبئة العامة لإحصاء Central Agency for .public Mobilisation and Statistics (CAPMAS).

ويتوقع وجود علاقة سالبة بين معدل التضخم وأداء صناديق الاستثمار. فمع انخفاض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء صناديق الاستثمار.

معدل سعر الصرف *NEXCH* ، *REXCH*:

اتبعت مصر خلال الفترة محل الدراسة سياسة تثبيت سعر الصرف. ويقوم البحث بدراسة أثر سعر الصرف الأسمى - بوصفه أحد المتغيرات المستقلة - فى أداء صناديق الاستثمار ونتيجة لاعتماد المستثمر فى البورصة على القيمة الحقيقية للعملة التى يستخدمها ، فإنه يتم فى هذا البحث الأخذ فى الاعتبار كلاً من معدل سعر الصرف الأسمى (*NEXCH*) و سعر الصرف الحقيقى Real exchange rate (*REXCH*) وينصرف معدل سعر الصرف الحقيقى إلى عدد الوحدات من السلع الأجنبية التى يمكن الحصول عليها مقابل وحده واحدة من السلع المحلية . ويتم حساب سعر الصرف الحقيقى بالمعادلة التالية (1995),Abel and Bernanke :

$$RE_{rate} = \frac{NE_{rate} * USA_{CPI}}{EGY_{CPI}}$$

حيث :

RE_{rate} : معدل سعر الصرف الحقيقى.

NE_{rate} : معدل سعر الصرف الأسمى.

USA_{CPI} : الرقم القياسى لأسعار المستهلك بالولايات المتحدة الأمريكية.وقد تم الاعتماد على بياناته من احصائيات المالية الدولية International Financial Statistics (IFS) Line 64.

EGY_{CPI} : الرقم القياسى لأسعار المستهلك بمصر.

ويتم الحصول على بيانات معدل سعر الصرف الأسمى من التقارير الشهرية لمركز دعم واتخاذ القرار the monthly report of the Cabinet's Information and Decision Support Center (IDSC

ويتوقع وجود علاقة سالبة بين كل من سعر الصرف وأداء صناديق الاستثمار.

الاقتراض الحكومى *GOVBOR* :

يمثل هذا المتغير صافى الديون الحكومية والقطاع العام مقسوما على الائتمان الكلى المحلى . ويتم الحصول على هذه البيانات من خلال الإحصائيات المالية الدولية International Financial Statistics (IFS) Lines 52, 52an, 52c . ويتوقع وجود علاقة سالبة بين الاقتراض الحكومى وأداء صناديق الاستثمار اعتماداً على أن زيادة الاقتراض الحكومى يخفض من حجم الأموال المتبقية والمتاحة أمام أوجه الاقتراض الأخرى وأوجه استخدامها فى بورصة الأوراق المالية.

هذة هى أهم المتغيرات الاقتصادية التى يتوقع أن يكون لها تأثير فى المتغير التابع مؤشر عائد صناديق الاستثمار.

اختبار جذر الوحدة :

تقع أهمية التمييز بين السلاسل الزمنية الساكنة والسلاسل الزمنية غير الساكنة فى تجنب ما يسمى بالانحدار الزائف . عندما تكون السلاسل الزمنية لبيانات التغيرات غير ساكنة يحدث تحيز فى القيمة الإحصائية لاختبار (t)، ومن ثم عدم مصداقية المعلمات المقدرة لتلك المتغيرات. كذلك إذا كانت السلاسل الزمنية لبيانات بعض المتغيرات الأخرى غير ساكنة فى نفس النموذج ، فإن ذلك ينتج عنه ما يسمى بالانحدار الزائف.

وتعد معظم السلاسل الزمنية الاقتصادية غير ساكنة ، وعليه تظهر ضرورة استخدام اختبار جذر الوحدة للتأكد من معرفة أن السلسلة الزمنية لمتغير معين عبر الزمن هى سلسلة ساكنة أو غير ساكنة ولتحقيق ذلك الغرض هناك عدة طرق لاختبار مدى وجود جذر الوحدة . وسوف يتم اتباع اختبار ديكى فويللر الموسع Augmented Dickey Fuller (ADF) واختبار بيرون للسلاسل الزمنية المنكسرة Perron's Structural Break Unit Root Test (Santoso,2001).

وفى حالة رفض فرض العدم فإن السلاسل الزمنية ساكنة $y \sim I(0)$. وفى حالة قبول فرض العدم ، يظهر تساؤل عن مدى إمكانية تحقيق السكون من خلال الفروق الأولى للسلسلة الزمنية ويمكن صياغة النموذج العام لاختبار جذر الوحدة كما فى المعادلة التالية:

$$\Delta y_t = \psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \psi_i \Delta y_{t-i} + \mu + \gamma t + u_t, \qquad u_t \sim IID(0,\sigma^2)$$

حيث :

Δ : يرمز إلى الفروق الأولى.

μ : ثابت

t : متغير إتجاه الزمن.

وسوف يتم اختيار طول الفجوة الزمنية والتى تقلص من Schwarz Criterion كما حدده هال (Hall,1994).

وبإجراء اختبار مدى سكون السلاسل الزمنية لبيانات كل متغير من المتغيرات المستقلة المحددة فى نموذج الدراسة باستخدام كل من (ADF) و(PP)، يتضح أن بعض المتغيرات غير ساكنة . كما يظهر من الجدول رقم (3). ولكن بعد أخذ الفروق الأولى يتضح سكون تلك المتغيرات كما يوضحها الجدول رقم (3). وبناء على ذلك يتم الاعتماد على الفروق الأولى $I(1)$ First Order فى تطبيق الانحدار لتلك المتغيرات .

جدول (3)

نتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام (ADF)و(PP)

Table (6) Unit Root test for Mutual Funds and Economic Fundamental using ADF and PP						
	ADF	ADF(1)	PP	PP(1)	Lag	Observations
ALLIED_Rf	-1.75	-3.40	-3.24	-10.24	1	37.00
CAIRO_Rf	-2.58	-4.31	-4.24	-11.72	1	37.00
EAB_Rf	-2.46	-4.18	-4.29	-12.44	1	37.00
MISR1_Rf	-4.50	-4.46	-6.37	-15.47	1	37.00
NATEG1_Rf	-2.36	-4.15	-3.41	-10.00	1	37.00
NATEG2_Rf	-2.28	-4.83	-4.99	-10.62	1	37.00
SAIEB1_Rf	-2.19	-3.32	-3.19	-9.00	2	37.00
PIPOCPI_RR	-2.62	-4.35	-4.43	-13.30	1	37.00
GDP	-.453	-4.45	-.468	-5.658	1	37.00
REXCH	-3.99	1.04	-5.76	-13.92	1	36.00
RINTER	-1.43	-2.96	-2.55	-11.25	1	36.00
GOVBOR	-1.51	-1.74	-0.90	-5.55	2	37.00
INFLATION	-5.27	-4.28	-6.30	-14.31	1	37.00
NEXCH	-0.57	-3.42	-1.98	-9.40	1	37.00
NINTER	-1.31	-1.32	-1.35	-8.33	2	37.00
NEGYTR	-3.10	-4.57	-3.89	-8.99	1	33.00
REGYTR	-3.16	-4.59	-3.95	-8.89	1	33.00
NFORTR	-0.84	-3.67	-4.02	-10.24	1	33.00
RFORTR	-1.12	-3.63	-3.58	-9.95	2	33.00
Unit Root (CV) 1% -3.528 5% -2.9042 10% -2.5892						

اما بالنسبة لصناديق الاستثمار المجمعة ،نظرا لاحتوائه على مجموعة من الصناديق، فإن اختبار (ADF) واختبار (PP) لا يصلحان لاختبار مدى سكون هذا المتغير . لذلك يتم استخدام banel unit root test والذى قدمه (Lm et at-1997) وتوضحه المعادله التالية:

$$\psi_i = \frac{\sqrt{N}\{t_{NT}(P,\rho) - \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} E[t_{iT}(P_i,0) \mid \beta_i = 0]\}}{\sqrt{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} Var[t_{iT}(P_i,0) \mid \beta_i = 0]}}$$

حيث:

$t_{NT}(P,\rho) = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} t_{iT}(Pi,\rho i)$ ، $t_{iT}(pi,\rho i)$ is احصائية t المنفصلة (the individual t statistic) بغرض اختبار $\beta_i = 0$

وأن كل من

$E[t_{i,T}(P_i,0)|\beta_i=0]$ و $Var[t_{i,T}(P_i,0)|\beta_i=0]$. يتم تقييمهما بواسطة stochastic simulations ومقارنتهما بالقيمة الجدولية المقدرة عن طريق Lm et al (1997).

ويوضح جدول (4) نتائج اختبار جذر الوحدة Panel unit root test لصناديق الاستثمار ، ويظهر منها أن السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (عائد صناديق الاستثمار المجمعة) ساكنة.

البيانات وتحليل نتائج التقدير للنماذج:

يوضح الجدول (5) ملخصا إحصائيا لمتغيرات الدراسة خلال فترة البحث ،حيث يوضح الجدول المتوسط والقيم الدنيا والعليا لكل متغير . كما يوضح الجدول الإنحراف المعيارى لكل متغير . كما يوضح الجدول (1a) بالملحق الإحصائى مصفوفة الارتباط **Correlation Matrix** بين متغيرات الدراسة. وباستخدام طريقة المربعات الصغرى (ols) تم اختبار مدى وجود ارتباط ذاتى بين المتغيرات. كما يتضح من جدول(2a) بالملحق الإحصائى.

Table (4) panel unit root for Mutual Funds

Mutual Funds(N)	lag	$t_{statistic}$	$t_{NT}(P,\rho)$	$E[t_{iT}(P_i,0)]$	$\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} E[t_{iT}(P_i,0)\mid \beta_i=0]$	$Var[t_{iT}(P_i,0)]$	$\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} Var[t_{iT}(P_i,0)\mid \beta_i=0]$	√Column7	$\sqrt{N}$	Column((5)*9)/8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ALLIED	1	-1.750836	-2.5885	-1.524	-1.5171	0.803	0.8069	0.8983	2.6458	-3.1557
CAIRO	1	-2.576402		-1.524		0.803				**Stationary**
EAB	1	-2.457466		-1.524		0.803				
MISR1	1	-4.495846		-1.524		0.803				
NATEG1	1	-2.363205		-1.524		0.803				
NATEG2	2	-2.284004		-1.476		0.83				
SAIEB1	1	-2.192013		-1.524		0.803				

Table (5) Summary Statistics for Mutual Funds and Economic Fundamental – Descriptive Statistic-										
	ALLIED_RF	CAIRO_RF	EAB_RF	MISR1_RF	NATEG1_RF	NATEG2_RF	SAIEB1_RF	PIPOCPI_RF	INFLATION	NEXCH
Mean	-0.0857	0.1520	0.0489	-0.1791	-0.0562	-0.3420	0.0687	-0.1684	0.2919	3.3906
Median	-0.1723	-0.0254	-0.2350	-0.3535	-0.2146	-0.3455	-0.1307	-0.1919	0.2000	3.3890
Maximum	1.6375	4.5717	3.3387	2.0920	1.9077	1.5641	2.2408	0.0516	1.0000	3.3980
Minimum	-1.5550	-2.1273	-1.6960	-1.6890	-2.1313	-2.5756	-1.1001	-0.2653	-0.3000	3.3850
Std. Dev.	0.7661	1.3079	0.9696	0.8114	0.8663	0.9204	0.8292	0.0775	0.2241	0.0038
Skewness	0.4493	1.1912	1.2286	0.4857	0.1810	-0.2946	1.2583	1.2643	0.7784	0.4712
Kurtosis	2.9078	5.1370	5.2256	3.3502	3.2479	2.8909	3.8798	3.9315	5.2168	1.8939
Jarque-Bera	1.2578	15.7911	16.9447	1.6436	0.2968	0.5536	10.9573	11.1950	11.3126	3.2554
Probability	0.5332	0.0004	0.0002	0.4396	0.8621	0.7582	0.0042	0.0037	0.0035	0.1964
Observations	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000

Table (5) continue Summary Statistics for Stock Market Indices and Economic Fundamental – Descriptive Statistic									
	NINTER	GOVBOR	GDP	REXCH	RINTER	REGYTR	NEGYTR	RFORTR	NFORTR
Mean	9.6881	0.4669	0.0083	3 1707	9.3962	830.4986	956.3636	592.0021	683.6970
Median	9.4500	0.4624	0.0090	3.1523	9.2000	759.3747	874.0000	566.5969	650.0000
Maximum	10.5000	0.5605	0.0096	3.8100	10.4000	1849.6910	2188.0000	1144.9680	1379.0000
Minimum	9.0000	0.3919	0.0063	3.0741	8.5000	283.1492	328.0000	178.9648	195.0000
Std. Dev.	0.5670	0.0491	0.0013	0.1226	0.5604	367.1982	431.9963	202.7837	244.9285
Skewness	0.4737	0.5737	-0.2475	3.9089	0.3751	0.7727	0.8502	0.4513	0.5420
Kurtosis	1.5343	2.0341	1.5583	21.2064	1.9282	3.2502	3.4287	3.1546	3.3540
Jarque-Bera	4.6958	3.4678	3.5820	605.2446	2.6390	3.3697	4.2280	1.1531	1.7877
Probability	0.0956	0.1766	0.1668	0.0000	0.2673	0.1855	0.1208	0.5618	0.4091
Observations	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	37.0000	33.0000	33.0000	33.0000	33.0000

وفى إطار تحليل نتائج تقدير النماذج يوضح جدول (6) بفروعه المختلفة نتائج تحليل الإنحدار للمعادلات الثمانى التى تمثل تقدير النماذج المصاغة فى المعادلات من رقم (1) إلى (8) .

ويمكن عرض النتائج وفقا لكل نموذج على النحو التالى:

بالنسبة للنموذج الأول يوضح الجدول(6-1) نتائج تقدير النموذج (1)الذى يعتمد على الأرقام الأسمية واتضح وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين عائد (مؤشر صناديق الاستثمار وكل من مؤشر سوق الأسهم وناتج المحلى الإجمالى عند مستوى (1%).

فى حين هناك علاقة موجبة غير معنوية مع سعر الفائدة الأسمى. كما يتضح وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند(1%) بين المتغير التابع وكل من التضخم والاتفاق الحكومى وعند (5%) مع سعر الصرف الأسمى . أما العلاقة بين المتغير التابع وسعر الفائدة الأسمى فهى طردية غير معنوية . كما أن القوة التفسيرية لنموذج الإنحدار (R^2) هى (0.65).

جدول (6 -1)

Model (1)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	1.036976	3.851541	0.0001
PIPOCPI_RF	9.694281	20.9372	0
INFLATION	-0.737028	-4.738804	0
NEXCH Δ	-25.53688	-1.971411	0.0498
NINTER Δ	0.043573	0.183425	0.8546
GOVBOR Δ	-16.50951	-3.17077	0.0017
GDP	84.72235	2.921338	0.0038
R-squared	0.684188		
Durbin-Watson stat	1.983946		

وبقراءة نتائج تقدير النموذج (2) حيث تم أضافة متغيرين إضافيين ،يتضح عدم وجود اختلافات عن نتائج تقدير النموذج الأول فيما عدا سعر الصرف ؛ حيث العلاقة ليست ذات دلالة معنوية بعد أن كانت ذات دلالة معنوية فى النموذج الأول . وبالنسبة لقيمة المعاملات المصرية والأجنبية فهى غير ذات دلالة معنوية . والقوة التفسيرية للنموذج (R^2) لاتختلف كثيراعن النموذج الأول (0.70).

جدول (6-2)

Model (2)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	0.905306	2.616527	0.0095
PIPOCPI_RF	9.817213	20.68371	0
INFLATION	-0.532801	-2.758593	0.0063
NEXCH Δ	-20.5495	-1.517365	0.1306
NINTER Δ	0.12613	0.48379	0.629
GOVBOR Δ	-12.72284	-2.308017	0.0219
GDP	84.92792	2.62879	0.0092
NEGYTR	-4.36E-05	-0.427099	0.6697
NFORTR	0.000196	1.039306	0.299
R-squared	0.699998		
Durbin-Watson stat	1.973863		

وبالاعتماد على الأرقام الحقيقية فى نموذجى (3)،(4) . يتضمن نموذج (3) سعر الصرف الحقيقى وسعر الفائدة الحقيقى ومؤشر سوق الأسهم والاقتراض الحكومى والناتج المحلى الإجمالى .

يتضح من نتائج تقدير النموذج بالجدول (6 -3) وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين أداء صناديق الأستثمار وكل من مؤشر سوق الأسهم والناتج المحلى الإجمالى وسعر الفائدة الحقيقى عند (1%) ووجود علاقة موجبة غير ذات دلالة معنوية بين أداء صناديق الاستثمار وسعر الصرف الحقيقى ،فى حين تظهر النتائج وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين أداء صناديق الاستثمار والاقتراض الحكومى كما تظهر نتائج التقدير أن القوة التفسيرية للنمودج(R^2) .(0.67)

جدول (6-3)

Model (3)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	0.5130	0.5680	0.5705
PIPOCPI_RF	9.4328	20.6712	0.0000
GOVBOR Δ	-11.7769	-2.3233	0.0210
GDP	80.1190	2.8529	0.0047
REXCH	0.1040	0.3742	0.7086
RINTER Δ	0.3520	3.9023	0.0001
R-squared	0.6719		
Durbin-Watson stat	2.0075		

وبإضافة متغيرى قيمة المعاملات المصرية والأجنبية فى النمودح (4) اتضح من نتائج النموذج جدول (6 -4) عدم وجود إختلافات كبيرة عن نتائج تقدير النموذج (3) بالنسبة للمتغيرات المتشابهة .

فى حين تتشابه نتائج النموذج مع نتائج نموذج (2) فى جدول (6 -2) من حيث وجود علاقة عكسية بين أداء صناديق الاستثمار وقيمة المعاملات المصرية وعلاقة طردية مع قيمة المعاملات الأجنبية ولكن العلاقة ليست ذات دلالة معنوية . ويلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج (R^2) (0.69) .

جدول (6-4)

Model (4)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	0.5861	0.6512	0.5156
PIPOCPI_RF	9.7594	20.3886	0.0000
GOVBOR Δ	-9.3196	-1.7483	0.0818
GDP	80.7055	2.6972	0.0075
NEGYTR	0.0000 -0.4168		0.6772
NFORTR	0.0003 1.3055		0.1931
REXCH	0.0575	0.2093	0.8344
RINTER Δ	0.2446	2.3771	0.0183
R-squared	0.6927		
Durbin-Watson stat	1.9837		

وبالنسبة للنماذج المتبقية من الخامس إلي الثامن نستخدم اسلوب shock لجميع المتغيرات المستقلة . ويوضح الجدول (6 -5) نتائج تحليل النموذج الخامس بنفس المتغيرات فى النموذج الأول بالأرقام الأسمية ويتضح وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند 1% بين أداء صناديق الأستثمار ومؤشر سوق الأسهم والاقتراض الحكومى و كذا وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية مع الناتج المحلى الإجمالى .كما يتضح عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية مع كل من سعر الفائدة الأسمى وسعر الصرف الأسمى . وتنخفض القوة التفسيرية (R^2) إلي (0.52) بالمقارنة مع النموذج الأول .

جدول (6 – 5)

Model (5)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	-0.097744	-2.286341	0.0231
$\varepsilon_{PIPOCPI}$	9.530641	14.97142	0
$\varepsilon_{INFLATION}$	-0.080807	-4.070321	0.0001
ε_{NEXCH}	0.247431	1.362474	0.1743
ε_{NINTER} Δ	-0.044111	-1.539658	0.1249
ε_{GOVBOR}	-0.230547	-3.460008	0.0006
ε_{GDP}	187.6487	2.849939	0.0047
R-squared	0.521808		
Durbin-Watson stat	1.415819		

وبتحليل نتائج النموذج (6)؛ حيث يتم استخدام الصدمة فى جميع متغيرات النموذج (2) ،يتضح عدم اختلاف النتائج بشكل ملموس عن نتائج النموذج (2) حيث يظل مؤشر أسعار الأسهم والناتج المحلى الإجمالى ذو علاقة طردية ذات دلالة معنوية مع أداء صناديق الاستثمار . كما تظل متغيرات سعر الصرف وسعر الفائدة الأسمى وقيمة المعاملات المصرية والأجنبية غير ذات دلالة معنوية . فى حين يظل التضخم والأقتراض الحكومى ذات علاقة سالبة وذات دلالة معنوية عند (1%) مع أداء صناديق الاستثمار وتنخفض القوة التفسيرية (R^2) إلي (0.60) بالمقارنة مع النموذج (2) التى تبلغ (0.69).

جدول(6 – 6)

Model (6)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	-0.204208	-4.82961	0
$\varepsilon_{PIPOCPI}$	10.33434	16.22945	0
$\varepsilon_{INFLATION}$	-0.077655	-3.479864	0.0006
ε_{NEXCH}	-0.175271	-0.977321	0.3295
ε_{NINTER} Δ	-0.022834	-0.828122	0.4085
ε_{GOVBOR}	-0.215683	-3.220589	0.0015
ε_{GDP}	228.1175	3.548271	0.0005
ε_{NEGPTR}	-3.21E-05	-0.270364	0.7871
ε_{NFORTR}	0.0[illegible]0102	0.44533[illegible]	0.6565
R-squared	0.60047		
Durbin-Watson stat	1.665012		

وبالنسبة للنموذج السابع عند استخدام أسلوب shock لجميع المتغيرات المستقلة في النموذج (3) يوضح الجدول (6-7) عدم وجود اختلافات في نتائج التقدير عن نتائج تقدير نموذج (3) بالنسبة لمؤشر سوق الأسهم والناتج المحلى الإجمالى حيث هناك علاقة موجبة ذات دلالة معنوية للمتغير الأول وعلاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين الاقتراض الحكومى وأداء صناديق الاستثمار في حين تصبح العلاقة سالبة وغير ذات دلالة معنوية بين سعر الصرف الحقيقى وأداء صناديق الاستثمار . كما يلاحظ عدم تغيير القوة التفسيرية للنموذج حيث تبلغ (0.68).

جدول (6-7)

Model (7)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	1.5333	19.2029	0.0000
PIPOCPI_RF	9.4140	21.7722	0.0000
ε_{GOVBOR}	-0.0920	-1.8292	0.0685
ε_{GDP}	0.8144	1.7571	0.0801
ε_{REXCH}	-0.0005	-0.1813	0.8563
ε_{RINTER}	0.0567	5.2644	0.0000
R-squared	0.6799		
Durbin-Watson stat	2.0342		

وبتحليل نتائج تقدير النموذج الأخير (8)؛ حيث يتم استخدام الصدمة في جميع متغيرات نموذج (4) يتضح استمرار وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين أداء صناديق الأستثمار وكل من مؤشر سوق الأسهم وسعر الفائدة وعلاقة موجبة وغير ذات دلالة معنوية بين أداء صناديق الاستثمار والناتج المحلى الإجمالى . وكذا علاقة سلبية وغير ذات دلالة معنوية مع الاقتراض الحكومى وسعر الصرف الحقيقى . كما يتضح عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من قيمة المعاملات المصرية والأجنبية مع أداء صناديق الاستثمار.

جدول (6 - 8)

Model (8)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	1.5451	17.4199	0.0000
PIPOCPI_RF	9.6281	20.4721	0.0000
ε_{GOVBOR}	-0.0705	-1.3442	0.1802
ε_{GDP}	0.7938	1.6143	0.1079
ε_{REXCH}	-0.0011	-0.3948	0.6934
ε_{RINTER}	0.0457	4.0574	0.0001
ε_{REGYTR}	-0.0001	-0.6899	0.4910
ε_{RFORTR}	0.0004	1.7450	0.0824
R-squared	0.7080		
Durbin-Watson stat	1.9986		

وبصفة عامة يظهر من نتائج التحليل في جميع النماذج أن إحصائية Durbin-watson قريبة من (2) مما يعنى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتى autocrrelation problem.

وبتحليل النتائج وفقا لكل متغير لتحديد المتغيرات التى تتوافق مع فروض الدراسة وتؤثر فى أداء صناديق الاستثمار يلاحظ :

- بالنسبة لمتغير مؤشر أسعار الأسهم يتضح أن هناك علاقة موجبة عند مستوى معنوية (1%) فى جميع النماذج فى ظل استخدام البيانات الأسمية أو في صورتها الحقيقية أو في ظل استخدام الصدمة . وتعد هذه النتيجة منطقية، فارتفاع مؤشر السوق يعكس حقيقة اتجاه عائد صناديق الاستثمار إلى الإرتفاع مع ارتفاع أسعار معظم الأسهم والعكس صحيح . وتتفق هذه النتيجة مع eltton et al.(1995)؛ حيث خلص إلى أن مؤشرات سوق الأسهم تفسر 73% من أداء صناديق الأستثمار.

- بالنسبة لمعدل التضخم ،أظهر التحليل وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) باستخدام النموذجين (1،2) المعبر عنهما فى جدولى (6 -1) و(6 -2) على الترتيب أو باستخدام الصدمة فى النموذجين الخامس والسادس . وتتفق نتائج ارتبا ط معدل أداء صناديق الاستثمار مع معدل التضخم مع النظرية الاقتصادية التى تشير إلي وجود علاقة سالبة بين التضخم وأداء صناديق الأستثمار فارتفاع معدل التضخم يؤدى إلي تخفيض معدل العائد نتيجة الانخفاض في القوة الشرائية أثناء فترة الاستثمار . وهذا يشير إلي أن القائمون على إدارة صناديق الاستثمار يدركون علاقة التضخم بالعائد على الأوراق المالية ومن ثم يأخذون في الاعتبارمعدل التضخم عند حساب القيمة الحقيقية للاستثمار.

وبمقارنة هذه النتيجة مع دراسة أبو الفتوح (2004) حول المتغيرات الاقتصادية المؤثرة فى أداء سوق الاسهم عند التعامل الفردى من قبل المستثمرين فى السوق، أوضحت الدراسة أن المستثمر المصرى لايأخذ فى الاعتبار العلاقة بين معدل التضخم والعائد على الأوراق المالية عند إتخاذ قرار الاستثمار بشكل منفرد بعيدًا عن صناديق الاستثمار. ويرجع ذلك إلي قلة خبرة المستثمر وعدم إدراكه العوامل الاخرى الاقتصادية وإلي عدم شفافية وقلة المتاح من المعلومات له. ويؤدى ذلك إلي اختلاف تقدير المتعاملين في السوق، مضاربين ومستثمرين فيما بينهم للموقف المنتظر فى المستقبل تبعًا لتقدير كل منهما لقوة العوامل الاقتصادية فى تأثيرها المحتمل فى الأسعار بالسوق.

كذلك قد يرجع السبب إلي هيكل نوعية المتعاملين في بورصة الأوراق المالية فمنهم مايسمى "المضارب الهاوى" وهو شخص يقوم باستثمار ماليه من مال مدخر بجانب عمله الأصلى ويسعى للحصول على عائد يريده من عملياته بالسوق وغالباً ما يفتقد الخبرة عند التعامل مع تغيرات السوق .

ولكن نظرًا لأسلوب إدارة صناديق الاستثمار الذى يتسم بالخبرة وتحليل السوق وكافة المتغيرات المحيطة يتضح وجود الخبرة الكافية وامكانية الحصول على معلومات أكثر مما هو فى حالة المستثمر الفردى وتحليل هذه المعلومات بوسائل مناسبة تمكن من تحسن أداء صناديق الاستثمار وعدم اتصافها بالتحرك عشوائيا مما ينعكس على تحسن أداء بورصة الأوراق المالية.

- بالنسبة لمتغير سعر الصرف الأسمى ،تظهر نتائج التحليل وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية مع أداء صناديق الاستثمار عند مستوى معنوية 5% في النموذج الأول فقط جدول(6 -1). وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية على أساس أن ارتفاع سعر

الصرف يرفع مستوى المخاطرة التي تواجه المستثمر الأجنبى ومن ثم تخفيض حجم المعاملات Trading valumes فى بورصة الأوراق المالية وبالتالى انخفاض أسعار الأسهم. وفي النموذج الثاني جدول(6 -2) تظهر النتائج علاقة سالبة غير معنوية . في حين عند استخدام الصدمة في نموذج (5) يلاحظ أن العلاقة موجبة غير معنوية وفى نموذج (6) يتضح وجود علاقة سالبة وغير معنوية .

وعند استخدام سعر الصرف الحقيقى كمتغير في التحليل في النموذجين (3) و(4) يلاحظ وجود علاقة موجبة غير ذات دلالة معنوية جدول (6 -3) وجدول (6 -4) . وفى ظل استخدام الصدمة تصبح العلاقة سالبة ولكن غير معنوية جدول(6 -7)وجدول (6 -8).

ونخلص من ذلك أن النموذج الأول - مقارنة بباقى النماذج- يفسر سعر الصرف الأسمى كأحد محددات أداء صناديق الاستثمار مما يتوافق مع النظرية الاقتصادية.

- بالنسبة للناتج المحلى الإجمالى، يتضح وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية مع عائد صناديق الاستثمار في جميع النماذج (عدا النموذج 8) الذي يظهر علاقة موجبة مع عائد الاستثمار في جميع النماذج غير ذات دلالة معنوية . ويتسق ذلك مع النظرية الاقتصادية على أساس أن زيادة معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى يوضح زيادة النمو الاقتصادى بما يحمله من وفرة فرص زيادة المبيعات أمام المنشأة ومن ثم زيادة الأرباح وبالتالي ارتفاع سعر الأسهم.

- وبالنسبة للاقتراض الحكومى، تظهر نتائج التقديروجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية مع صناديق الاستثمار لكل النماذج فيما عدا النموذج (8) الذي يظهر وجود علاقة سالبة غير معنوية وتعد هذه النتيجة منطقية ، فالحكومة المصرية تعتمد اعتماداً كبيراً على أذون الخزانة مع منح معدل فائدة مرتفع فى تمويل العجز الجارى بالموازنة العامة للدولة ويؤدى إتجاه الحكومة على هذا النحو إلى بيع كثيراً من المستثمريين لحيازتهم من أسهم رغبة في شراء أذون الخزانة ذات معدل الفائدة المرتفع ودرجة المخاطرة المنخفضة .

- وبالنسبة لقيمة المعاملات التجارية بالبورصة سواء المصرية أو الأجنبية، يتضح فشل تلك المتغيرات في تفسير محددات أداء صناديق الاستثمار في مصر في جميع النماذج في صورتها الأسمية والحقيقية وفي ظل استخدام الصدمة.

- وبالنسبة لمعدل الفائدة، يلاحظ باستخدام الأرقام الأسمية في النموذجين (1) و(2) وجود علاقة موجبة غير معنوية مع أداء صناديق الاستثمار، فى حين باستخدام الصدمة (نموذج 5 و6) اتضح وجود علاقة سالبة غير معنوية. وكذلك الأمر في النماذج الأخرى ،حيث مع سعر الفائدة الحقيقى تفشل النماذج الاخرى في تفسير معدل الفائدة كأحد محددات أداء صناديق الاستثمار . مما دفع بالباحث إلى استبعاد ذلك المتغير من النماذج واعادة صياغة النماذج فى المعادلات التالية من 9 إلي12.

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 INFLATION + \beta_2 NEXCH + \beta_3 \Delta GOVBOR + \beta_4 GDP \quad (9)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 INFLATION + \beta_2 NEXCH + \beta_3 \Delta GOVBOR + \beta_4 GDP + \beta_5 NEGYPTR + \beta_6 NFORTR \quad (10)$$

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_1 \varepsilon_{INFLATION} + \beta_2 \varepsilon_{NEXCH} + \beta_3 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_4 \varepsilon_{GDP} \quad (11)$$

$$R_{pi} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mi} - R_{ft}) + \beta_1 \varepsilon_{INFLATION} + \beta_2 \varepsilon_{NEXCH} + \beta_3 \Delta\varepsilon_{GOVBOR} + \beta_4 \varepsilon_{GDP} + \beta_5 \varepsilon_{NEGYPTR} + \beta_6 \varepsilon_{NFORTR} \quad (12)$$

ويوضح جدول (7) بفروعه تقدير النماذج الأربعة . ففى جدول (7-1) تظهر نتائج تقدير النموذج (9) ويتضح أن كافة إشارة المعادلات تتفق مع النظرية وذات دلالة معنوية؛ حيث هناك علاقة موجبة ذات دلالة معنوية عند 1% بين أداء صناديق الاستثمار وكل من مؤشر سوق الأسهم والناتج المحلى الإجمالى ، وكذا وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند 1% بين أداء صناديق الاستثمار وكل من التضخم وسعر الصرف الأسمى والاقتراض الحكومى . ويلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج (R^2) هى (0.68)

جدول (7ـ1)

Model (9)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	1.05191	4.102519	0.0001
PIPOCPI_RF	9.712766	21.51698	0
INFLATION	-0.741627	-4.844145	0
NEXCH Δ	-24.57984	-2.080511	0.0385
GOVBOR Δ	-16.94822	-3.68075	0.0003
GDP	83.0399	3.02295	0.0028
R-squared	0.684214		
Durbin-Watson stat	1.982022		

ويتفق النموذج (10) فى بعض النتائج مع النموذج (9) حيث يوضح الجدول (7-2) وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين أداء صناديق الاستثمار وكل من مؤشرات أسعار الأسهم والناتج المحلى الإجمالى وعلاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند 1% بين أداء صناديق الاستثمار وكل من التضخم والاقتراض الحكومى . ولكن يحمل النموذج علاقة سالبة غير معنوية مع سعر الصرف الأجنبى . وبالنسبة للمتغيرين: قيمة المعاملات المصرية والأجنبية يتضح فشل المتغيرين فى تفسير أداء صناديق الاستثمار .

جدول (7ـ2)

Model (10)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	0.957277	2.926324	0.0038
PIPOCPI_RF	9.835234	20.84552	0
INFLATION	-0.563871	-3.098089	0.0022
NEXCH Δ	-17.46414	-1.459478	0.1458
NINTER Δ			
GOVBOR Δ	-14.0173	-2.919966	0.0036
GDP	79.11957	2.648925	0.0097
NEGYTR	-2.96E-05	-0.301445	0.7634
NFORTR	0.00017	0.941445	0.3475
R-squared	0.699467		
Durbin-Watson stat	1.972485		

وباستخدام اسلوب الصدمة فى جميع متغيرات النموذج (9) يتضح تشابه النموذج(8) مع النموذج (9) حيث يظل كل من مؤشر سوق الأسهم والتضخم والاقتراض الحكومى والناتج المحلى ذات دلالة معنوية مع أداء صناديق الاستثمار وبنفس الإشارات . ولكن يصبح سعر الصرف ذا علاقة موجبة بما يتعارض مع النظرية وتنخفض القوة التفسيرية للنموذج(R^2) لتصبح(0.51) كما يتضح من جدول (7-3)

جدول (7ـ3)

Model (11)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	-0.096441	-2.341911	0.02
$\varepsilon_{PIPOCPI}$	9.18779	15.11799	0
$\varepsilon_{INFLATION}$	-0.078741	-4.147676	0
ε_{NEXCH}	0.264441	1.683952	0.0934
ε_{GOVBOR}	-0.186057	-3.176982	0.0017
ε_{GDP}	202.2937	3.12082	0.002
R-squared	0.511905		
Durbin-Watson stat	1.404867		

وبتحليل نتائج النموذج (12)؛ حيث يتم استخدام الصدمة فى جميع متغيرات النموذج (10)،يلاحظ عدم تحسن النتائج بشكل واضح، مع انخفاض القوة التفسيرية للنموذج(R^2) لتصبح (0.60). كما يتضح من جدول (7-4).

جدول (7ـ4)

Model (12)			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	-0.210442	-5.060219	0
$\varepsilon_{PIPOCPI}$	10.34123	16.26558	0
$\varepsilon_{INFLATION}$	-0.072011	-3.409971	0.0008
ε_{NEXCH}	-0.218434	-1.27589	0.2033
ε_{GOVBOR}	-0.191497	-3.215324	0.0015
ε_{GDP}	236.9561	3.738423	0.0002
ε_{NEGPTR}	-5.04E-05	-0.43055	0.6672
ε_{NFORTR}	0.000137	0.607787	0.5439
R-squared	0.599732		
Durbin-Watson stat	1.658162		

مما سبق يتضح أن النموذج الأفضل لقياس أداء صناديق الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية فى مصر هو النموذج (9) حيث اتضح من نتائج التقدير بالمقارنة مع غيره من النماذج الأخرى نجاح المتغيرات المتضمنة فى تفسير أداء صناديق الاستثمار بوصفه أحد محددات أداء بورصة الأوراق المالية فى مصر. ويتوافق ذلك مع عديد من الدراسات السابقة التي استخدمت تلك المتغيرات فى قياس الأداء الاقتصادى بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة (Odedokun,1996 , Rerll, and Brouwn 1997.).كما يلاحظ من التحليل أن أداء صناديق الاستثمار مع سعر الفائدة غير واضح ولايتسق مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلي وجود علاقة سالبة بين سعر الفائدة وأداء صناديق الاستثمار وهو مايشير إلي أن صناديق الاستثمار ربما لاتأخذ في الاعتبار سعر الفائدة عند تكوين المحفظة من الأسهم.

اختبار سببية جرانجر بين أداء صناديق الاستثمار والمتغيرات الاقتصادية:

تناول عديد من الدراسات نماذج لتحليل السببية بين المتغيرات ذات الشكل الثنائي. ويظهر نموذج (Asseery and Perdikis, 1991) العلاقة بين متغيرين بشكل يسمح بتوافق خاصية تكامل المتغيرات المشترك ، وتحليل علاقة قرانجر السببية باستخدام المتغيرات التي تتصف بجذر الوحدة. ويأخذ النموذج الشكل التالي :

$$Y_t = a + \sum_{i=1}^{k} B_t X_{t-1} + \sum_{i=1}^{q} \lambda_t \gamma_{t-1} + \xi_t \qquad (13)$$

$$X_t = \partial + \sum_{i=1}^{k} \lambda_t \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^{q} \varphi_1 X_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (14)$$

حيث ε_t, ξ_t تتصفان بأن وسطهما الحسابي يساوي صفراً ، وأنهما ذات تباين ثابت ، وإنهما يتصفان بانعدام الارتباط المسلسلي الذاتي.

ولاكتشاف اتجاه العلاقة السببية بين أداء بورصة الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية لأغراض الدراسة من خلال المعادلتين (13) و (14) يتم تحديد ما إذا كانت العلاقة السببية تتجه من المتغير (X) إلي المتغير (Y) من خلال المعادلة (13) .فى حين تستخدم المعادلة (14) في تحديد ما إذا كانت العلاقة السببية تتجه من المتغير (Y) إلي المتغير (X). ويتم رفض فرضية العدم القائلة بأن مجموع العامل المقدرة B_t تساوي صفر(حيث t=1.2,.....,k) إذا اتضح أن المتغير (X) يكون مسببا للمتغير Y. وإذا كان المتغير (Y) يسبب التغير في (X) ، فإنه يتم رفض فرضية العدم القائلة بأن مجموع المعامل المقدرة λ_t يساوي صفر (حيث t = 1, 2, ... q).

إن قضية السببية بين أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادى مازالت محل جدل من الناحية النظرية .فهناك فريق يرى أن هناك مبالغة فى العلاقة بين الأداء المالى والتنمية الاقتصادية. وأن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالمتغيرات الاقتصادية ويشكك بعضهم فى أهمية الدور الذى تلعبه أسواق الأوراق المالية فى دفع عجلة النمو الاقتصادى. فى حين يرى فريق آخر أن أسواق الا, راق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة التنمية. وعلى المستوى التجريبى تتمثل دراسة Odedokun,(1996) المسحية- للبحث فى العلاقة السببية بين أداء صناديق الاستثمار والمتغيرات الاقتصادية - فى نتائجها مع دراسة(Patrick) عام 1966حيث

خلص Odedokun إلى نفس النتيجة، ومؤداها أن السببية تتحرك من الأداء المالى إلى الأداء الاقتصادي.

كما خلصت دراسة (Luintel and Khan(1999 إلى أن هناك علاقة سببية فى اتجاهين بين الأداء المالى والأداء الاقتصادي فى عدد(10) دول تم دراستها . وتتفق النتائج مع دراسة قام بها (Jung,1986) لإختبار سببية جرانجر على مجموعة من الدول المتقدمة والنامية حيث تمثل الدول المتقدمة (19) دولة فى حين بلغ عدد الدول النامية محل الدراسة (37) دولة . وكانت أكثر النتائج تدعم وجود علاقة تبادلية بين الأداء المالى والأداء الاقتصادى بغض النظر عن مرحلة التنمية. وعلى العكس من ذلك خلصت دراسة (Goldsmilh, 1989)إلى أن اتجاه السببية كان من الأداء الاقتصادى إلى الاداء المالى ،بغض النظر عن مرحلة التنمية (Luintel and Khan,1999) .

ولقد اختبر (Choe and Maos,(1999 العلاقة السببية بين الأنظمة المالية والنمو الاقتصادى مع التطبيق على كوريا خلال الفترة (1970_1992)،مع التمييز بين أداء كل من مؤسسات الوساطة المالية (البنوك وشركات التأمين والصرافة) وأداء بورصة الأوراق المالية، وخلصت الدراسة إلى أن الأداء المالى يقود _بصفة عارضة_ الأداء الاقتصادى ، وأن مؤسسات الوساطة المالية أكثر أهمية من بورصات الأوراق المالية فى تلك العلاقة .

وعلى الرغم مما تنادى به بعض الدراسات الاقتصادية من أن العلاقة بين الأداء المالى والأداء الاقتصادى تسير فى الاتجاهين إلا أن نتائج معظم الدراسات تؤيد اتجاه العلاقة السببية من الأداء المالى إلى الأداء الاقتصادي.

وبالاعتماد على اختبار سببية جرانجر كما تناولها (Prodahan& Jelic,2001) فى تحليل اتجاه العلاقة السببية بين كل من أداء صناديق الاستثمار المصرية والمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة الأسمية والحقيقية، تظهر نتائج الاختبار فى الجدول (8).

ويتضح من متابعة الجدول وجود علاقة سببية فى إتجاهين afeed back effect بين أداء صناديق الاستثمار وكافة المتغيرات الاقتصادية فيما عدا سعر الصرف الحقيقى ، حيث يتضح وجود علاقة سببية تتجه من سعر الصرف الحقيقى إلي أداء صناديق الاستثمار. وهو ما يعنى أنه يتعين على السلطات النقدية عند قيامها برسم سياسة الصرف الأجنبى أن تنظر إلى كل من أثر سياسة سعر الصرف فى أداء صناديق الاستثمار ومن ثم فى أداء البورصة .كذلك أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة سببية فى إتجاهين بين أداء بورصة الأوراق المالية والاقتراض الحكومى. وهو ما يعنى أنه يتعين على السلطات المالية عند قيامها برسم سياسة الدين العام أن تنظر إلى كل من الدين العام وأداء البورصة عند اتخاذ القرارات المتصلة بأى منها.

الجدول(8)

اختبار سببية جرانجر بين أداء صناديق الاستثمار والمتغيرات الاقتصادية

Table (14) Granger Causality Test Between Panel Mutual Funds Performance and Economic Fundamentals				
	F-statistic	Probability	Chi-square	Probability
Market Index Granger Cause Mutual Funds Performance	4.147621	0.006901	12.44286	0.00601
Mutual Funds Performance Granger Cause Market Index	3.124616	0.026644	9.373848	0.024712
Real exchange rate Granger Cause Mutual Funds Performance	0.429567	0.732009	1.288702	0.731818
Mutual Funds Performance Granger Cause real exchange rate	23.0534	0	69.1602	00000
Real interest rate (FD) Granger Cause Mutual Funds Performance	10.0619	0.000003	30.1857	0.000001
Mutual Funds Performance Granger Cause real interest rate (FD)	2.095409	0.101676	6.286226	0.098485
Government Borrowing (FD) Granger Cause Mutual Funds Performance	12.45577	0	37.36732	0.0000
Mutual Funds Performance Granger Cause Government Borrowing (FD)	8.244479	0.000031	24.73344	0.000018
Inflation Granger Cause Mutual Funds Performance	3.150019	0.025769	9.450056	0.023869
Mutual Funds Performance Granger Cause Inflation	9.58483	0.000005	28.75449	0.000003
Nominal exchange rate (FD) Granger Cause Mutual Funds Performance	2.489485	0.061186	7.468454	0.058375
Mutual Funds Performance Granger Cause nominal exchange rate (FD)	10.69429	0.000001	32.08286	0.000001
Nominal interest rate (FD) Granger Cause Mutual Funds Performance	10.69429	0.000001	32.08286	0.000001
Mutual Funds Performance Granger Cause Nominal interest rate (FD)	3.8082	0.010854	11.4246	0.009638
Real foreign transaction Granger Cause Mutual Funds Performance	5.165178	0.001843	15.49553	0.001439
Mutual Funds Performance Granger Cause Real foreign transaction	3.002187	0.03158	9.00656	0.029204
Real Egyptian transaction Granger Cause Mutual Funds Performance	18.93769	0	56.81308	0.0000
Mutual Funds Performance Granger Cause Real Egyptian transaction	10.58483	0.000005	29.75449	0.0000
Nominal foreign transaction Granger Cause Mutual Funds Performance	5.039044	0.002176	15.11713	0.001719
Mutual Funds Performance Granger Cause Nominal foreign transaction	3.050113	0.029665	9.150339	0.027357
Nominal Egyptian transaction Granger Cause Mutual Funds Performance	18.88483	0	56.65448	0.0000
Mutual Funds Performance Granger Cause Nominal Egyptian transaction	12.45577	0.101676	37.36732	0.0000

ملخص الدراسة:

تبحث الدراسة فى أهمية المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر في أداء صناديق الاستثماروماهو النموذج المقترح لتحديد المتغيرات المؤثرة، وأهمية العلاقة بين تلك المتغيرات وأداء صناديق الاستثمار . لذلك هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء صناديق الاستثمار فى مصروتحديد النموذج الأفضل لتحديد المحددات الاقتصادية لأداء صناديق الاستثمار فى الأسهم ، والتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين تلك المتغيرات وأداء صناديق الاستثمار.ولتحقيق هدف الدراسة تم صياغة العلاقات محل الدراسة فى مجموعة من النماذج القياسية لتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (أداء صناديق الاستثمار) وتقدير تلك النماذج للتوصل للنموذج المتوافق مع النظريات الاقتصادية. كما تم دراسة طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة وأداء صناديق الاستثمار باستخدام اختبارالسببية لجرانجر . واعتمد البحث فى تحديد المتغيرات المستقلة وتصميم النموذج على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة. كما اعتمد على مؤشرات صناديق الاستثمار المجمعة فى التعبير عن أداء صناديق الاستثمار. واعتمد فى قياس العلاقة على البيانا ت من المصادر المصادر الرسمية من كل من الهيئة العامة لسوق المال المصرية، مركز المعلومات(CMA) والتقارير الشهرية لمركز دعم المعلومات(IDSC) والنشرات الدورية التى يصدرها البنك المركزى والجهاز المركزى للتعبئة العامة لإحصاء وإحصائيات المالية الدولية.

واحتوى البحث على أربعة أجزاء رئيسية هى المقدمة وإطار نظرى تضمن الدراسات السابقة المهتمة بتحديد المتغيرات الإقتصادية التى تؤثر فى أداء البورصة و إطار تحليلى للدراسة فيه تم صياغة النماذج ووضع الفروض وتقديرها وتحليل نتائج التقدير . وأخيراً الخاتمة وتشمل خلاصة الدراسة وأبرز النتائج والمراجع.

وقد اتضح من الدراسات السابقة عدم الاتفاق على المتغيرات الاقتصادية المحددة لأداء صناديق الاستثمار ولكن هناك بعض المتغيرات المشتركة فى تلك الدراسات مثل معدل التضخم والناتج المحلى الإجمالى ومعدل الفائدة وسعرالصرف والاقتراض المحلى الحكومى.واتضح أن ارتفاع معدل سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) يؤدى إلى زيادة المخاطر التى يتعرض لها المستثمر. ويتحرك المستثمر فى اتجاه الخروج من السوق. كما أن سحب الحكومة لجزء من المدخرات المتاحة فى المجتمع يقلل من فرصة توجه مقدار أكبر من تلك المدخرات إلى التعامل فى سوق الأسهم مما قد يؤثر سلباً (بالانخفاض) فى أداء صناديق الاستثمار. وأوضحت الدراسات وجود علاقة طردية معنوية بين الناتج المحلى وأداء صناديق الاستثمار ووجود علاقة عكسية بين كل من معدل الفائدة ومعدل التضخم و سعر الصرف والاقتراض المحلى الحكومى وأداء صناديق الاستثمار.

كما اتضح إن العوامل السياسية تلعب دوراً كبيراً فى التأثير فى أداء بورصات الأوراق المالية، وذلك فى كل من الأسواق المالية المتقدمة والناشئة . كذلك فان السياسات النقدية والمالية تمارس دوراً مهماً فى تنشيط أداء صناديق الاستثمار. كما تؤثر درجة النمو الاقتصادى والتقلبات فى كل من معدل سعر الصرف و سعر الفائدة فى أدائها. بالإضافة إلى ذلك تؤثر معدلات التضخم الفعلية والمتوقعة ومدى التجاء الدولة إلى الاقتراض المحلى فى قرارات المستثمرين المتعلقة بالاستثمار فى الأوراق المالية.وكذا تؤدى عدم الشفافية وقلة المعلومات المتاحة أمام المستثمر- نتيجة الأداء السيىء للشركات وللبنوك- إلى اهتزاز أداء البورصات.

ولتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء صناديق الاستثمار المصرية تم صياغة نموذجين بالقيم الأسمية ومرة أخرى بالقيم الحقيقية ليصبحا أربعة نماذج وتكرارهم باستخدام الصدمة shock ؛ بحيث تم تحليل نتائج انحدار ثمانية نماذج يعبرفيها عن المتغير التابع(أداء صناديق الاستثمار) في كل نموذج معدل عائد صناديق الاستثمار المجمعة rate of return of pooled mutual funds.وبحيث تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة للنموذج الأول والثانى من القيم الأسمية لها. فى حين تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة في النموذج الثانى من القيم الحقيقية لسعر الصرف ، ومعدل الفائدة . والهدف هوالرغبة فى اكتشاف مدى وعى المستثمرين وأخذهم فى الاعتبار القيمة الحقيقية للعملة والقيمة الحقيقية للعائد .كما يتم تحليل سعر الفائدة وتحليل الاثر المنفرد للتضخم على أداء سوق الأوراق المالية للكشف عن مدى وعى المستثمر بالتغييرات فى مستوى الأسعار.وقد اتضح:

بالنسبة لمتغير مؤشر أسعار الأسهم يتضح أن هناك علاقة موجبة ذات دلالة معنوية فى جميع النماذج فى ظل استخدام البيانات الأسمية أو في صورتها الحقيقية أو في ظل استخدام الصدمة . وتتفق هذه النتيجة مع elton etal.(1995) ؛حيث خلص إلي أن مؤشرات سوق الأسهم تفسر 73%من أداء صناديق الأستثمار.

- بالنسبة لمعدل التضخم ،أظهر التحليل وجـود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند مستـوى (1%) باستخدام النموذجين (2،1) المعبر عنهما فى جدول (6 -1) و(6 -2) على الترتيب أو باستخدام الصدمة فى النموذجين الخامس والسادس . ويتفق نتائج ارتبا ط معدل أداء صناديق الاستثمار مع معدل التضخم مع النظرية الاقتصادية التى تشير إلي وجود علاقة سالبة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية . وهذا يشير إلي أن القائمون على إدارة صناديق الاستثمار يدركون علاقة التضخم بالعائد على الأوراق المالية ومن ثم يأخذون في الاعتبارمعدل التضخم عند حساب القيمة الحقيقية للاستثمار.وذلك على خلاف الوضع مع المستثمر الفرد كما فى دراسة أبو الفتوح (2004) التى خلصت إلى أن المستثمر المصرى لايأخذ فى الاعتبار العلاقة بين معدل التضخم والعائد على الأوراق المالية عند إتخاذ قرار الاستثمار بشكل منفرد بعيداً عن صناديق الاستثمار ويرجع ذلك إلي قلة خبرة المستثمر وعدم إدراكه العوامل الأخرى الاقتصادية وإلي عدم شفافية وقلة المتاح أمامه من المعلومات. ووجود ما يسمى بالمضارب الهاوى وهو شخص يقوم باستثمار ماليه من مال مدخر بجانب عمله الأصلى ويسعى للحصول على عائد يريده من عملياته بالسوق وغالباً ما يفتقد الخبرة عند التعامل مع تغيرات السوق .

- بالنسبة لمتغير سعر الصرف الأسمى، تظهر نتائج التحليل وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية مع أداء صناديق الاستثمار عند مستوى معنوية 5% مع أداء صناديق الاستثمار في النموذج الأول فقط جدول(6 -1). وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية على أساس أن ارتفاع سعر الصرف يرفع مستوى المخاطرة التي تواجه المستثمر الأجنبى ومن ثم تخفيض حجم المعاملات Trading volvmes ببورصة الأوراق المالية وبالتالى انخفاض أسعار الأسهم وعند استخدام سعر الصرف الحقيقى كمتغير في التحليل في النموذجين (3) و(4) يلاحظ وجود علاقة موجبة غير ذات دلالة معنوية .

- بالنسبة للناتج المحلى الإجمالى، يتضح وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية مع عائد صناديق الاستثمار في جميع النماذج(عدا النموذج 8) الذي يظهر علاقة موجبة مع عائد الاستثمار في جميع النماذج غير ذات دلالة معنوية . ويتسق ذلك مع النظرية الاقتصادية على أساس أن زيادة معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى يوضح زيادة النمو الاقتصادى بما يحمله من وفرة فرص زيادة المبيعات أمام المنشأة ومن ثم زيادة الأرباح وبالتالي ارتفاع سعر الأسهم.

- وبالنسبة للاقتراض الحكومى ،تظهر نتائج التقديروجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية مع صناديق الاستثمار لكل النماذج فيما عدا النموذج (8) الذي يظهر وجود علاقة سالبة غير معنوية وتعد هذه النتيجة منطقية ، فالحكومة المصرية تعتمد اعتمادا كبيراً على أذون الخزانة مع منح معدل فائدة مرتفع فى تمويل العجز الجارى بالموازنة العامة للدولة ويؤدى إتجاه الحكومة إلي ذلك توجه كثيراً من المستثمرين إلى بيع حيازتهم من أسهم رغبة في شراء أذون الخزانة ذات معدل الفائدة المرتفع ودرجة المخاطرة المنخفضة .

- وبالنسبة لقيم التعاملات التجارية بالبورصة سواء المصرية أو الأجنبية، يتضح فشل تلك المتغيرات في تفسير محددات أداء صناديق الاستثمار في مصر في جميع النماذج في صورتها الأسمية والحقيقية وفي ظل استخدام الصدمة.

- وبالنسبة لمعدل الفائدة، فشلت كافة النماذج الاخرى في تفسير معدل الفائدة كأحد محددات أداء صناديق الاستثمار . مما دفع بالباحث إلي استبعاد ذلك المتغير من النماذج واعادة صياغة النماذج فى المعادلات التالية من 9 إلي.12.واتضح أن النموذج الأفضل لقياس أداء صناديق الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية فى مصر هو النموذج (9) حيث اتضح من نتائج التقدير بالمقارنة مع غيره من النماذج الأخرى نجاح المتغيرات المتضمنة فى تفسير أداء صناديق الاستثمار بوصفه أحد محددات أداء بورصة الأوراق المالية فى مصر. ويتوافق ذلك مع عديد من الدراسات السابقة التي استخدمت تلك المتغيرات فى قياس الأداء الاقتصادى بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

كذلك اتضح من اختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة وجود علاقة سببية تتجه من سعر الصرف الحقيقى إلي أداء صناديق الاستثمار. وهو ما يعنى أنه يتعين على السلطات النقدية عند قيامها برسم سياسة الصرف الأجنبى أن تنظر إلى كل من أثرسياسة سعر الصرف فى أداء صناديق الاستثمار ومن ثم فى أداء البورصة .كذلك أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة سببية فى اتجاهين بين أداء بورصة الأوراق المالية والاقتراض الحكومى. وهو ما يعنى أنه يتعين على السلطات المالية عند قيامها برسم سياسة الدين العام أن تنظر إلى كل من الدين العام وأداء البورصة عند اتخاذ القرارات المتصلة بأى منها.

الملحق الاحصائى

جدول (1a)

ملخص احصائى لمصفوفة الارتباط لمؤشرات صناديق الاستثمار والمتغيرات المستقلة

Table (1a) Summary Statistics for Mutual Funds and Economic Fundamental- Correlation Matrix-

	PIPOCPI_RF	INFLATION	NEXCH	NINTER	GOVBOR	GDP	REXCH	RINTER	REGYTR	NEGYTR	RFORTR	NFORTR
PIPOCPI_RF	1.0000	0.0662	-0.0254	0.4077	0.4749	0.2309	0.0959	0.3769	0.1576	0.1283	-0.092953	-0.118632
INFLATION		1.0000	-0.1844	0.1436	0.2012	0.1657	0.1161	-0.2268	0.1064	0.0905	-0.109237	-0.119426
NEXCH			1.0000	-0.4918	-0.6301	-0.7571	-0.0926	-0.4161	0.2183	0.2722	0.349288	0.405814
NINTER				1.0000	0.8859	0.6871	0.2572	0.9313	-0.0424	-0.1056	-0.420783	-0.469067
GOVBOR					1.0000	0.7808	0.2436	0.7978	-0.0666	-0.1340	-0.463796	-0.521645
GDP						1.0000	0.0975	0.6152	-0.0878	-0.1533	-0.357889	-0.422652
REXCH							1.0000	0.2104	0.0256	0.0111	0.025684	0.012988
RINTER								1.0000	-0.0809	-0.1372	-0.3739	-0.417667
REGYTR									1.0000	0.9970	0.474718	0.474069
NEGYTR										1.0000	0.506015	0.510323
RFORTR											1	0.99662
NFORTR												1

جدول (2a)

ملخص إحصائي لاختبار الارتباط الذاتي لمؤشرات بورصة الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية(Correlogram Test)-

Allied_rf		1	2	3	4	12	24	36
	χ^2	3.84	5.99	7.81	9.49	21	36.4.	43.8
	AC	0.467	0.424	0.209	0.043	0.031	0.137	-0.038
	Q-Stat	8.7325	16.162	18.024	18.106	19.196	30.747	60.475
	Prob	0.003	0	0	0.001	0.084	0.161	0.005
Cairo_rf		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.33	0.321	0.084	0.096	-0.17	0.13	-0.002
	Q-Stat	4.3782	8.6276	8.9248	9.3316	15.934	30.615	34.21
	Prob	0.036	0.013	0.03	0.053	0.194	0.165	0.506
EAE_rf		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.327	0.351	0.111	0.135	-0.13	0.105	-0.005
	Q-Stat	4.2732	9.3538	9.8766	10.671	14.791	30.25	36.266
	Prob	0.039	0.009	0.02	0.031	0.253	0.177	0.409
Misr1_rf		1	2	3	4	12	24	36
	AC	-0.101	-0.068	0.186	0.059	-0.052	-0.048	-0.001
	Q-Stat	0.4129	0.6031	2.0761	2.2271	10.817	18.878	36.935
	Prob	0.52	0.74	0.557	0.694	0.545	0.758	0.38
Nategy1_rf		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.485	0.334	0.326	0.159	-0.049	0.022	-0.009
	Q-Stat	9.4422	14.043	18.565	19.664	25.551	52.372	63.415
	Prob	0.002	0.001	0	0.001	0.012	0.001	0.002
Nategy2_rf		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.149	-0.081	0.282	-0.1	0.089	0.082	-0.005
	Q-Stat	0.889	1.1601	4.5253	4.9636	21.5	34.844	37.003
	Prob	0.346	0.56	0.21	0.291	0.044	0.071	0.377
SAieb_rf		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.543	0.415	0.269	0.192	-0.036	0.047	0.006
	Q-Stat	11.805	18.907	21.978	23.583	24.064	43.841	55.518
	Prob	0.001	0	0	0	0.02	0.008	0.015
PIPOcpi_RF		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.173	0.225	-0.02	0.055	-0.118	0.184	-0.047
	Q-Stat	1.1961	3.2781	3.2954	3.4294	8.3622	20.942	40.536
	Prob	0.274	0.194	0.348	0.489	0.756	0.642	0.239
INFLATION		1	2	3	4	12	24	36
	AC	-0.077	-0.108	-0.157	0.224	0.084	0.001	-0.076
	Q-Stat	0.2407	0.7245	1.774	3.9591	6.9769	16.016	30.464
	Prob	0.624	0.696	0.621	0.412	0.859	0.887	0.687
NEXCH		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.701	0.572	0.578	0.502	-0.162	-0.174	0.05
	Q-Stat	19.67	33.155	47.337	58.378	86.227	179.29	193.07
	Prob	0	0	0	0	0	0	0
NINTER		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.916	0.859	0.795	0.703	-0.034	-0.367	-0.063
	Q-Stat	33.615	64.025	90.819	112.42	156.65	243.17	376.66
	Prob	0	0	0	0	0	0	0
GOVBOR		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.91	0.824	0.737	0.654	0.072	-0.379	-0.133
	Q-Stat	33.161	61.144	84.172	102.9	147.27	223.95	426.48
	Prob	0	0	0	0	0	0	0

(2n) تابع جدول

GDP		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.905	0.81	0.715	0.62	0.053	-0.354	-0.049
	Q-Stat	32.829	59.877	81.573	98.38	136.68	260.28	329.79
	Prob	0	0	0	0	0	0	0
REXCH		1	2	3	4	12	24	35
	AC	0.01	-0.006	-0.025	0.091	-0.005	-0.038	-0.025
	Q-Stat	0.0042	0.0057	0.0318	0.3955	0.7407	4.0329	7.7423
	Prob	0.948	0.997	0.999	0.983	1	1	1
RINTER		1	2	3	4	12	24	36
	AC	0.693	0.653	0.633	0.632	0.007	-0.282	-0.046
	Q-Stat	19.255	36.844	53.864	71.304	98.109	154.77	241.6
	Prob	0	0	0	0	0	0	0

قائمة المراجع

المراجع العربية:

- أبو الفتوح، يحيى(٢٠٠٤)" تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية فى أداء بورصة الأوراق المالية الناشئة"، المجلة العلمية ،التجارة والتمويل ،كلية التجارة ، جامعة طنطا،عدد (١)،١٨٥ - ٢٥٣.
- الأهرام الاقتصادى، أكتوبر،٢٠٠٢.

http://ik.ahram.org.eg/IK/ahram

- البنك المركزى المصرى ، النشرة الاقتصادية أعداد مختلفة.
- جودة،صلاح،(١٩٩٨)،بورصة الأوراق المالية ، علميًا – عمليًا، مطابع الأهرام بكورنيش النيل) القاهرة.
- الجهاز المركزى للتعبئة العامة والاحصاء، تقارير شهريةعن الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٠)
- حمامى،عبد الكريم(٢٠٠٤)، صناديق الاستثمار المشتركة،سلسلة طرق الاستثمار المالى الحديثة،فصلت للدراسات والترجمة والنشر، سورية، حلب.
- السعيد ، هالة حلمي(٢٠٠٠) " دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية"، بنك الكويت الصناعى، سلسلة رسائل البنك الصناعى عدد (٦٢)، سبتمبر.
- السعيد، هالة حلمي ،(١٩٩٩)، " الأسواق المالية الناشئة ودورها فى التنمية الاقتصادية فى ظل العولمة"، بنك الكويت الصناعى، سلسلة رسائل البنك الصناعى عدد (٦٢)، سبتمبر.
- سمك، نجوى عبد الله(٢٠٠٠) "تقييم أداء صناديق الاستثمار المحلية فى جمهورية مصر العربية"،سلسة أوراق بحثية، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية،قسم الاقتصاد،يناير،العدد (٧).
- عبد الحافظ،السيد البدوى(١٩٩٥)،" اختبار نظرية المراجحة لتسعير الأصول الرأسمالية"، التجارة والتمويل، المجلة العلمية ،كلية التجارة ، جامعة طنطا،عدد (٢)،١- ١٧.
- مكاوى، نادية أبو فخرة (١٩٩٤)،" تحليل ودراسة محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك المسجلة فى بورصة الأوراق المالية المصرية (دراسة كمية)"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ،كلية التجارة ، جامعة عين شمس،عدد (٢)،٧٦٧- ٨٢١.
- الهيئة العامة لسوق المال، تقارير، مركز المعلومات،اعداد مختلفة.

References:

- Asseery, A. A. and N. Perdikis (1991) . "Wagner,s Law and Public Expenditure in Iraq: A Test Using Disaggregated Data", *Applied Economics Letters*, 6, 39 - 44
- Abel, A. and Bernanke, B. (1995), "*Macroeconomics*" 2nd Edition. New York, Addison-Wesley Publishing Company.
- Ajit, S. and Bruce, W. (1998), "Emerging stock Markets,Portfolio Capital flowws and Macroeconomic Perspectives " *World Development*, Vol.26, No. 4.

- Choe, C. Moosa, I., (1999), "Financial System and Economic Growth: The Korean Experience" *World Development*, Vol.27, No. 6, pp.1069-1082.
- Geweke, J. and Zhou, G. (1996), "Measuring the price of the Arbitrage Pricing Theory" *Review of Financial Studies*, Vol.9, No.2, pp.557-587.
- Hall, A. (1994), "Testing For Unit Root in Time SeriesWith Pro-Test Data-Based ModelSelection", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol.12, No.4, pp.461-70.
- Lm, K., Pesaran, M. and Shin, Y., (1997), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels" Working paper No. 9526. Cambridge, UK: Department of Applied Economics, University of Cambridge.
- (IFC), (1998), *Emerging Stock Market Factbook*, International Finance Corporation, Washington D.C.
- International Financial Statistics,(IFS) January 1994 to January 2001.
- Levine,R. and King R.(1992), "Financial Indicators and Growth in aCross Section of Countries", *World Bank Policy Research Working Paaper*.
- Luintel, K. and Khan, M., (1999), "A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: evidence from á multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, Vol 60, No 2, pp. 381-405.
- Murinde, V. (1993), "Budgetary and Financial Policy Potency Amiq Structural Bottlenecks: Evidence From Uganda", *World Development*, Vol.21, No.5, pp.841-859.
- Naser, K. (1999), "Towards Creative Housing Finance Instruments In Palestine", Middle East Business Review, Vol.3, No.2, pp.113-133.
- Odedokun, M., (1996), "Alternative econometric approaches for analysing the role of the financial sector in economic growth: Time-series evidence from LDCs", *Journal of Development Economics*, Vol.50, No.1, pp.119-146.
- Reilly, F. and Brown, K. (1997), *Investment Analysis and portfolio management* 5th ed. The Dryden Press.
- Roll, R. and Ross, S., (1980), "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory", *Journal of Finance*, Vol.35, No.5, pp.1073-1103.
- Ross, S., (1976), "Return, Risk and Arbitrage", in Friend, I. and Bicksler, J. eds., Risk and return in finance Cambridge, Mass, Ballinger, 1977.
- Santoso, B. (2001), "Three essay on applied international macroeconomics: deficit finance and money demand, purchasing power parity, and Asian currency crises" Unpublished Ph.D. thesis, The University of Birmingham, UK.
- Van Horne, J., (2001), "*Financial Management and policy*", Prentice-Hall International (UK) Limited, London.