أثر صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على أداء البورصة المصرية

د.إسلام نمير رامي سيد

عضو هيئة تدريس بقسم إدارة الأعمال بمعهد العبور العالي للإدارة والحاسبات ونظم المعلومات

الملخص

تهدف هذه الدراسة لمعرفة أثر صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على أداء البورصة المصرية, من ناحية كلٍ من قيم مؤشر EGX30, إجمالي قيم التداولات الشهرية, وإجمالي رأس المال السوقي. وقد قام الباحث بإستخدام تحليل الإنحدار المتعدد وتحليل الإنحدار الذاتي, للسلاسل الزمنية لكلٍ من صافي تعاملات المستثمر الأجنبي وصافي تعاملات المستثمر المؤسسي كمتغيرين مستقلين وإجمالي قيم التداول الشهرية وإجمالي EGX30"والسلاسل الزمنية لكلٍ من قيم مؤشر " رأس المال السوقي كمتغيرات تابعة وذلك في الفترة الزمنية من يناير ٢٠١٥ إلى فبراير ٢٠٢٠ لتكون لدينا ٦٢ مشاهدة فى كل سلسلة زمنية. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي على قيم مؤشر " EGX30 ولكن قيمة ٥٪, عند مستوى معنوية R Square = ٠.٠٧٩ في نموذج الإنحدار المتعدد, مما يعني أن التغيرات في قيم المؤشر والتى ترجع إلى صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي تمثل نسبة ٧.٩٪. وقيمة Square R = ٠.٩٤٨ في نموذج الإنحدار الذاتي "أريما", مما يعني أن التغيرات في قيم المؤشر والتى ترجع إلى صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي تمثل نسبة ٩٤.٨٪. وأن هناك تأثير معنوي لصافي تعاملات كلٍ من

المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي قيم التداول عند مستوى معنوية ٥٪, ولكن قيمة R Square = ٠٫٠٧٩ في نموذج الإنحدار المتعدد والتي تفسر التغيرات في إجمالي قيم التداول والتى ترجع إلى صافي تعاملات المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي تمثل نسبة ٧٩٪. وأخيرًا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على رأس المال السوقي عند مستوى معنوية ٥٪, وقيمة Square R = ٠.٩٦ في نموذج الإنحدار الذاتي "أريما", مما يعني أن التغيرات في قيم المؤشر والتى ترجع إلى صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي تمثل نسبة ٩٦٪.

الكلمات المفتاحية: المستثمر المؤسسي, المستثمر الأجنبي, صافي التعاملات, قيمة التداول, رأس المال السوقي, قيم المؤشر, البورصة المصرية, أداء البورصة, الاقتصاد, الاستثمار غير المباشر, تحليل الإنحدار, السلاسل الزمنية.

Abstract

This study aimed to find out the effect of the net transactions of both the foreign and institutional investor on the performance of the stock market, both in terms of EGX30 index values, total monthly trading values and total market capital. The researcher has used the multiple regression analysis,and Autoregressive analysis"ARIMA", of the time series of both the net foreign investor transactions and the net institutional investor transactions as an independent variable and the time series of both the EGX30 index values, the total monthly trading values and the total market capital as dependent variables in the time period from January 2015 to February 2020 to be 62 Watch in each time series. The study concluded that there is a statistically significant effect of the net transactions of both the foreign and institutional investor on the values of the EGX30 index at a significant level of 5%, but the value of R Square = 0.079 in multiple regression model, which means an explanation of the changes in the index values that are due to the net transactions of both the Foreign and institutional investor by 7.9%. and R Square = 0.948 in auto

regression model, which means an explanation of the changes in the index values that are due to the net transactions of both the Foreign and institutional investor by 94.8%. And that there is a significant effect of the net transactions of both the foreign and institutional investor on the total trading values at the level of significance of 5%, but the value of R Square = 0.09 in multiple regression model, which explains the changes in the total trading values that are due to the net transactions of the foreign and institutional investor by 9 %. Finally, there is statistically significant effect of the net transactions of both the foreign and institutional investor on the market capital at a 5% level of significance, and R Square = 0.96 in auto regression model, which means an explanation of the changes in the market capital values that are due to the net transactions of both the Foreign and institutional investor by 96 %.

Keywords: institutional investor, foreign investor, net dealings, trading value, market capital, index values, Egyptian stock exchange, stock market performance, economy, indirect investment, regression analysis, time series.

١/ المقدمة:

- في ظل الرغبة الملحة لكل الدول لدفع عجلة التنمية الاقتصادية بإستمرار إلى الأمام, للعمل على زيادة رفاهية شعوبها, ظهرت الحاجة عند الدول النامية خصوصًا لجذب وإستقطاب رؤوس الأموال, نظرًا للندرة النسبية لهذا المورد لديها. ومن هنا ظهرت أهمية أسواق المال والتى تعمل كملتقى لأصحاب الفوائض المالية سواء أفراد أو مؤسسات, بالمؤسسات ذات العجز المالي التى لديها مشروعات ولكنها تواجه عجز وندرة فى الموارد المالية, ومع التحول نحو العولمة, أصبحت الأسواق المالية تعمل على جذب رؤوس الأموال من الأفراد و المؤسسات على المستوى المحلي بل والدولي أيضًا, كل ذلك بهدف حصول المؤسسات على الموارد المالية التى تحتاج إليها لتوظيفها فى مشروعاتها ليصب فى النهاية لدفع عجلة الاقتصاد. ولكن كثير من الأموال الأجنبية التابعة سواء لأفراد أو مؤسسات تعتبر أموال ساخنة, تأتى بهدف المضاربة السريعة

فى هذه الأسواق. حيث حرية إنتقال رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى البورصة دون قيود, مما يدعم عمليات المضاربة على الأسهم ولا تؤدي لدعم الإستقرار فى البورصة (عواد, ٢٠١٦). لذا من المهم أن يكون هدف المستثمر الأجنبي هو الاستثمار طويل الأجل والذى تهدف إلية الدول النامية لدفع عجلة الاقتصاد, وهذا يعني أيضًا أن صانعي السياسة يجب أن يستهدفوا تطوير أسواق الأوراق المالية ليؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلاد(Rajapakse, 2018), مع ضرورة العمل على جذب المؤسسات حيث أظهرت النتائج أن الملكية المؤسسية لها علاقة إيجابية وهامة مع أداء الشركات (Masry, 2016).

٢/ الدراسة الاستطلاعية:

بعد مراجعة البيانات الواردة فى تقارير البورصة المصرية الشهرية عن أداء البورصة EGX30في الفترة من يناير ٢٠١٥ إلى فبراير ٢٠٢٠ تمت ملاحظة أن مؤشر كانت قيمته ٩٨٤٣,١ نقطة في يناير ٢٠١٥ وكانت صافي تعاملات المستثمر الأجنبي ٣٨٦,٧١ مليون جنيه للبيع والمستثمر المؤسسي ٣٣٧,٠٢ مليون جنيه للشراء وإجمالي قيم التداولات الشهرية ٢١,٧ مليار جنية ورأس المال السوقي ٥٢٧ مليار جنية, وعندما وصل المؤشر إلى أدنى نقطة له فى هذه الفترة في شهر فبراير ٢٠١٦ وهي ٦١٤٦,٩٣ نقطة كانت صافي تعاملات المستثمر الأجنبي ٦٣,٣٤ مليون جنيه للشراء وصافي تعاملات المستثمر المؤسسي ١٠٤.١٩ مليون جنيه للشراء, وإجمالي قيم التداولات الشهرية ٢٠,١ مليار جنيه وكان رأس المال السوقي ٣٩٣ مليار جنيه, وبوصول المؤشر لأعلى نقطة له فى هذه الفترة وهي ١٨٢٩٥,٥٧ نقطة في شهر ابريل ٢٠١٨, وصل صافي تعاملات المستثمر الأجنبي إلي ٢٠٢٠,٧٧ مليون جنيه للشراء ووصل صافي تعاملات المستثمر المؤسسي إلى ٢٦٣,٥٢ للشراء وإجمالي قيم التداولات الشهرية ٤٠,٩ مليار جنيه ورأس المال السوقي ١٠٠٦مليار جنيه.

٣/ الدراسات السابقة:

٣/١الدراسات العربية:

- (قويدري, ٢٠١١) هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم مناخ الاستثمار في الجزائر ومحاولة إبراز تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الجزائر, وقد أظهرت الدراسة دور الاستثمار الأجنبي المباشر فى تعزيز النمو الاقتصادي في الجزائر وأن تأثيره إيجابي.
- (حسين وكاظم, ٢٠١٢) هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية (الهند كنموذج), وقد أظهرت الدراسة وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والعديد من المتغيرات الاقتصادية فى الهند, كالناتج المحلي الإجمالي والمعروض من النقد والإدخار ومستوى الأسعار والاستهلاك الخاص.
- (عبد العال, ٢٠١٣) هدفت هذه الدراسة إلى الإجابة عن ماهية المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه, ومدى مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر, وقد توصلت الدراسة إلى أن الأثر المتوقع للتدفقات الاستثمارية الأجنبيه غير المباشره يتسبب بالدرجة الأولى في زيادة سعر صرف العملة المحلية بالمقارنة بالعملة الأجنبية وليس لدفع النمو الاقتصادي, إلا إذا تم ضخ تلك الاستثمارات فى الإكتتابات.
- (محمد وسامي, ٢٠١٥) هدفت هذه الدراسة لتحليل الاستثمار الأجنبي المباشر فى العراق وكذلك تحليل ودراسة مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وتحديد مقومات الاستثمار الأجنبي المباشر, وقد أظهرت الدراسة وجود علاقة ارتباط طردية بين حجم الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشرات سوق الأوراق المالية فى العراق, ووجود تحديات تشكل معوق كبير أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأبرزها الفساد الاداري والمالي وكذلك وجود غياب لوحدة الرؤية الاقتصادية والمالية والسياسية.
- (خضير وغالم, ٢٠١٥) هدفت هذه الدراسة للتعرف على مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للاوراق المالية, وتوصلت إلى

أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر له تأثير على سوق الأوراق المالية, وتختلف درجة التأثير من قطاع إلى آخر.

- (عواد, ٢٠١٦) هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على ماهية المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه, ومدى مساهمة هذا الاستثمار في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر, وقد توصلت الدراسة إلى ضرورة أن يتم توجيه تلك الاستثمارات إلى الإكتتابات فى زيادة رؤوس الأموال وإلى تمويل التوسعات في نشاط المشروعات, و توصلت أيضًا إلى أن حرية إنتقال رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى البورصة المصرية دون قيود, سيدعم عمليات المضاربة على الأسهم ولا تؤدي لدعم الإستقرار فى البورصة المصرية.
- (عيساوي, ٢٠١٦) هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور السوق في جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال دراسة تحليلية لأهم الشركات المتعاملة في السوق والتوصل إلى الأهمية التي يلعبها السوق مستقبلًا, وقد أثبتت نتائج تقدير النماذج القياسية تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر الممثل بصافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول الأجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان للأوراق المالية وهذه المؤشرات هي المؤشر العام للأسعار وحجم التداول والقيمة السوقية.
- (ابراهيم, ٢٠١٨) هدفت الدراسة لتوضيح أهم العوامل التي تؤثر على جذب المستثمرين الأجانب, وتوضيح الأثار السلبية على هذا النوع من الاستثمار, ودراسة مدى تأثر عوائد الأسهم العادية بدخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر فى سوق العراق للأوراق المالية, وكذلك دراسة مدى تأثر عدد الأسهم المتداولة بدخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر فى سوق العراق للأوراق المالية, وقد توصلت الدراسة إلى وجود اختلاف معنوي بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي, كما أظهرت نتائج اختبار عدد الأسهم المتداولة للمصارف عينة البحث قبل وبعد الاستثمار الأجنبي غير المباشر عن عدم وجود اختلاف معنوي بين متوسط عدد الأسهم المتدولة

قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر, كما تشير النتائج إلى انخفاض متوسط عدد الأسهم المتداولة بعد دخول الاستثمار الأجنبي.

٢/٣الدراسات الأجنبية:

١/٢/٣ الأبحاث الخاصة بأثر المستثمرين الأجانب:

- (Ali, 2014) هدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على سوق الأوراق المالية في كراتشي ودراسة العوامل الأخرى التي تساهم في تطور أسواق الأوراق المالية, وقد تم دراسة متغيرات متعددة لمعرفة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسوق الأوراق المالية, وذلك بإستخدام البيانات التاريخية بطريقة تحليل الإنحدار, وقد تضمن نموذج تحليل الإنحدار متغيرات مختلفة تؤثر على الاستثمار الأجنبي المباشر وسوق الأوراق المالية, وهي القيمة السوقية، الاستثمار الأجنبي المباشر، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم, وقد أشارت النتائج إلى أن هذه المتغيرات لها تأثير إيجابي على كلٍ من الاستثمار الأجنبي المباشر وسوق الأوراق المالية وأن النمو الاقتصادي عمومًا ضروري لتطوير سوق الأوراق المالية.
- (Ozge, 2015) تهدف هذه الدراسة للتعرف على العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وعوائد سوق الأوراق المالية, ونظرًا لأن فترة البيانات تتضمن وجود أزمة مالية، فإنه لم يتم تنفيذ اختبارات إحصائية تقليدية فحسب، بل أيضًا اختبارات تراعي القيم الشاذة في السلاسل الزمنية المستخدمة. وفي نهاية التحليلات، تم اكتشاف علاقة طويلة المدى بين المتغيرات, كما وجدت علاقة أحادية الاتجاه بين معاملات المستثمرين الأجانب وعائدات سوق الأوراق المالية, وهذه النتيجة تشير إلى الدور المباشر لتعاملات المستثمرين الأجانب في عائدات سوق الأسهم, وقد أدى هذا الدور المباشر لتعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق الأسهم إلى هشاشة أسواق الأسهم.
- (Omodero,et all, 2017) هدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على اداء بورصة الأوراق المالية فى نيجيريا في الفترة من

٢٠١٤:١٩٨٥, وقد تم إستخدام تحليل الإنحدار المتعدد للبيانات التى تم جمعها, وتم اختبار تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على بعض المتغيرات, مثل مؤشر أسعار المستهلكين, سعر الصرف, مؤشر أسعار الأسهم, أسعار أذون الخزانة, معاملات سوق الأوراق المالية, وقد أثبتت هذه الدراسة أن الاستثمار الأجنبي المباشر له تأثير سلبي على متغيرات الاقتصاد الكلي التى تحدد أداء البورصة النيجيرية.

- (Malcus & Persson, 2018) تبحث الدراسة بشكل أساسي في الاقتصاديات الناشئة التي قد تستفيد من رأس المال الأجنبي بدرجة أعلى من البلدان المتقدمة, والغرض من هذا البحث هو دراسة ما إذا كان الاستثمار الأجنبي المباشر محددًا لتطور سوق الأوراق المالية في السويد. ولقياس العلاقة تم إستخدام مؤشر بورصة السويد الرئيسي كمؤشر لتطور سوق الأسهم وتم استخادم صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كمؤشر للاستثمار الأجنبي المباشر. وقد تم إجراء تحليل الإنحدار بإستخدام السلاسل الزمنية لدراسة دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تطور سوق الأوراق المالية، والبيانات المستخدمة هي البيانات الفصلية السويدية التي تم جمعها بين عامي ١٩٨٢ و٢٠١٧.

وتشير النتائج إلى عدم وجود علاقة قوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وتطور سوق الأوراق المالية، في حين أن الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الربع الاخير يؤثر تأثيراً سلبياً على سوق الأوراق المالية.

- (Rajapakse, 2018) الهدف من هذه الدراسة هو استكشاف مدى وجود وخصائص كل من العلاقات قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسوق الأوراق المالية في "سري لانكا". هذه الدراسة استخدمت بيانات ربع سنوية عن الاستثمار الأجنبي المباشر وحجم تداول الأسهم في البورصة في الفترة من الربع الأول لعام ١٩٩٤، إلى الربع الثاني لعام ٢٠١٧. وتم عمل اختبار جذر الوحدة وأشار إلى نموذج الإنحدار التلقائي للمتجه وقد تم تشغيله مع تأخرين في السلسلة الزمنية. وقد تم اجراء اختبارات "والد" واختبارات "السببية لجرانجر" أيضًا. وأشارت

النتائج إلى أنه فى المدى القصير لا توجد علاقة بين سوق الأسهم والاستثمار الأجنبي المباشر, بينما على المدى الطويل فإن سوق المال يؤثر على تدفق الاستثمارات المباشره الى البلد. هذا يعني أن صانعي السياسة يجب أن يستهدفوا تطوير سوق الأوراق المالية ليؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلد.

- (Kim& Je Jo, 2019) تبحث هذه الدراسة في تأثير وسلوك الاستثمار الأجنبي على أسعار الأسهم من حيث القيمة السوقية لأكبر تسع مؤسسات في مؤشر أسعار الأسهم الكورية المركب وذلك خلال الأزمة المالية العالمية (٢ يناير ٢٠٠٧) حتى (٣٠ ديسمبر ٢٠٠٨). وتشير النتائج التجريبية إلى أن المستثمرين الأجانب يظهرون قوة وإيجابية في سلوك التداول فيما يتعلق بسعر سهم "سامسونج"، وهو سهم أكبر مؤسسة في المؤشر من حيث القيمة السوقية. وقد وجد الباحثان أيضًا دليلًا على أن سلوك المستثمرين الأجانب قد أدى إلى زيادة كبيرة في التقلبات في عوائد الأسهم الخاصة بأكبر شركتين بالمؤشر وهما "سامسونج" و"هيونداي" واللذان يمثلان ٢٥ % من قيمة المؤشر.

٢/٢/٣ الأبحاث الخاصة بأثر المستثمر المؤسسي:

- (Sahut& Gharbi, 2010) تهدف هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة, ويقترح الباحثان في هذا السياق تصنيفًا جديدًا للمستثمرين المؤسسيين على أساس سلوكياتهم (النشطة أو السلبية) والعوامل الرئيسية التي قد تؤثر عليهم, على الصعيد العالمي، تؤكد النتائج أن هناك تأثيرًا إيجابيًا للنشاط المؤسسي على أداء الشركات. كما تؤكد أن هناك آثار لملكية المؤسسات على أداء الشركة اعتمادًا على سلوكياتهم وأن السلوك المؤسسي النشط هو أكثر وضوحًا فى التأثير على أداء الشركات, وأيضًا وجد أن التأثير بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة هو تأثير متبادل بينهم.
- (Dasgupta, et. al, 2010) في هذا البحث تم تطوير نموذجًا نظريًا بسيطًا لتحليل تأثير المؤسسات القطيعي على أسعار الأصول. وقد استنتجت الأدبيات

التجريبيه المتزايده أن تأثير المؤسسات القطيعى يتنبأ إيجابيا بالعوائد قصيرة الأجل و تتنبأ سلبيا بالعوائد على المدى الطويل, وقد قدم هذا البحث ايضا العديد من التنبؤات القابله للاختبار والتى تربط بين تأثير المستثمر المؤسسي القطيعى وحجم العمليات والسلاسل الزمنية لعوائد الشركات.

- (Shu, 2012) تبحث هذه الورقة في تأثير حجم التداول المؤسسي على عوائد الأسهم, وقد قام الباحث بإنشاء مقياس يقوم بتقييم النسبة المئوية لإجمالي حجم التداول للسهم والذي يتم بواسطة التداولات المؤسسية, وبإستخدام عينة كبيرة من الشركات في الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٥، ووجد الباحث دليلًا قويًا على أن قوة تأثير الحالات الشاذة في سوق الأوراق المالية مثل زخم أسعار التنفيذات وانجراف ما بعد إعلانات الأرباح وزيادة القيمة الغير مبررة وشذوذ الاختيارات الاستثمارية يقل في تداولات المستثمر المؤسسي, كما تشير النتائج إلى أن التداول المؤسسي يحسن بشكل كبير من كفاءة أسعار الأسهم.
- (Yeung, 2012) تم عمل هذه الدراسة التجريبية في سوق الأوراق المالية الأسترالي والتي تهدف إلى توفير فهم أكبر لتأثير الملكية المؤسسية, حيث تبحث الدراسة في مسألة ما إذا كان المستثمرون المؤسسيون يمتلكون مهارات متفوقة. وبإستخدام مجموعة فريدة من بيانات الملكية المؤسسية اليومية, تشير النتائج التجريبية إلى أن التداول المؤسسي يتم قياسه بواسطة تدفقات الملكية المؤسسية وأنها مقياس جيد لعوائد أسهم الشركات التى يستثمرون بها.

وقد تبين أن الشركات التي تستحوذ على أكبر تدفق من الملكية المؤسسية أظهرت أداء متفوق طوال فترة ١٢ شهرا. وأظهرت الدراسة أن المستثمرين المؤسسيين أظهروا حكمًا متميزًا عند تداولهم في الأسهم, بما في ذلك الأسهم الصغيرة والكبيرة وأسهم النمو وأسهم القيمة.

- (Celik& Isaksson, 2013) يهدف هذا البحث لتقديم إطارًا لتحليل خصائص ومدى مشاركة ملكية المستثمر المؤسسي. ويجادل الباحثان بأن المصطلح العام "

المستثمر المؤسسي" في حد ذاته لا يقول الكثير عن جودة أو درجة مشاركة الملاك, لذلك فهو "اختصار" مراوغ عند مناقشة السياسات حول مدي مشاركة الملاك, والسبب هو أن هناك اختلافات كبيرة في مشاركة الملاك بين الفئات المختلفة من المستثمرين المؤسسيين, هناك أيضًا الاختلافات في مشاركة الملاك داخل نفس الفئة من المستثمرين المؤسسيين مثل صناديق التحوط، صناديق الاستثمار، وما إلى ذلك. وهذه الاختلافات تنشأ من حقيقة أن درجة مشاركة الملاك يتم تحديدها من قبل عدد من الميزات والخيارات المختلفة التي تشكل معًا " نموذج عمل المستثمر المؤسسي", وبناء على نظرة عامة تجريبية على الحجم النسبي لمختلف فئات المستثمرين المؤسسيين، يحدد البحث مجموعة من ٧ ميزات و ١٩ خيارًا في مجموعات مختلفة لتحديد نموذج أعمال المستثمر المؤسسي, ثم تستخدم هذه الميزات والخيارات لإنشاء تصنيف لتحديد درجات مختلفة من مدى مشاركة الملاك, تتراوح بين "عدم المشاركة" إلى "المشاركة الداخلية".

- (Mitsuru& Hajime, 2015) تبحث هذه الدراسة تأثير المستثمرين من المؤسسات على حوكمة الشركات والعلاقة بين المستثمرين من المؤسسات والأداء القوي في بورصة اليابان وذلك بإستخدام بيانات الشركات المدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو خلال السنة المالية ٢٠٠٥: ٢٠١٠، أصبح المستثمرون المؤسسيون نشطين في تعزيز حوكمة الشركات مع تعزيز قيمة الشركات أيضًا وذلك منذ بداية سنة٢٠٠٠. ويمارسون حقوق التصويت في إجتماع المساهمين العام والبعض منهم ينخرطون في حوار مع الشركات التي يستثمرون فيها. وتشير نتائج تحليل الباحثان إلى تحسين حوكمة الشركات من قبل المستثمرين من المؤسسات. وقد وجدا أيضًا أن هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين التغيير في حصص المستثمرين من المؤسسات وأداء الشركة خلال فترة التحليل. وعن طريق تقسيم الشركات إلى خمس مجموعات من حيث حجم حصة ملكية المستثمرين من المؤسسات، وقد وجدا أن متوسط قيمة العائد على حقوق المساهمين أعلى في المجموعة ٥، وهي المجموعة ذات أعلى زيادة

فى حصة الملكية المؤسسية خلال فترة الدراسة, وقد أظهرت هذه المجموعة من الشركات أداء أفضل من المجموعات الأخرى. وهذا يدل على أن المستثمرون المؤسسيون يقومون باختيار شركات للاستثمار بناءًا على الأداء المتوقع للعائد على حقوق المساهمين وتعزيز خلق القيمة للشركات المستثمر بها من خلال مراقبة النشاط.

- (masry, 2016) تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة وذلك للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وقد إستخدمت هذه الدراسة تحليل الإنحدارات المتعددة وتم فحص عينة من بيانات ثمان سنوات لـ ٧٣ شركة مصرية مدرجة في البورصة المصرية. وأظهرت النتائج أن الملكية المؤسسية لها علاقة إيجابية وهامة مع أداء الشركة. لذلك، فإن إشراك الملكية المؤسسية في أنشطة المراقبة والتحكم قد قلل من مشكلة الوكالة في الإداره, وعزز أداء الشركات في الاقتصاد الناشئ. بينما فيما يتعلق بتأثير أنماط الملكية المؤسسية المختلفة على أداء الشركات من حيث العائد على حقوق المساهمين، فقد ثبت أن ملكية الشركات القابضة، التي تمثل ملكية الحكومة، كان لها تأثيرًا إيجابيًا على أداء الشركة. بالإضافة إلى ذلك، فإن لكل نمط من أنماط الملكية المؤسسية التالية تأثير إيجابي على أداء الشركات: ملكية البنك وملكية التأمين وملكية صناديق الاستثمار (حتى إذا كان التأثير غير مهم بالنسبة للبنوك وصناديق الاستثمار). وعند القيام بإستبيان لخصائص الأسهم التى تملكها المؤسسات، فقد تبين أن لكل من الخصائص التالية دور إيجابي في الملكية المؤسسية: حجم الشركة، ونوع القانون (التصنيف القانوني للشركة وفقًا للقانون الذي يحكمها) ، عدد ممثلي أعضاء مجلس الإدارة للمؤسسات، والتي تشير إلى أن أصحاب المؤسسات يهتمون بهذه المتغيرات عند تحديد مشاركاتهم ومساهماتهم في الشركات المساهمة.
- (Borochin& Yang, 2017) هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير أهداف المستثمر المؤسسي, وقد وجدا الباحثان أن الملكية من قبل أنواع مختلفة من المستثمرين المؤسسيين لها تداعيات متباينة على عمليات التقييم الخاطئة للشركة في المستقبل وخصائص الحوكمة في هذه الشركات, ويقلل المستثمرون المؤسسيون

المتفانيون من عمليات التقييم الخاطىء للشركة في المستقبل، سواء من حيث الاتجاه أو الحجم، ووجدا في المقابل أن المستثمرين المؤسسيين العابرين لديهم تأثير معاكس. وبإستخدام بيانات لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، وجدا دليلًا بان وبالمثل، يرتبط المستثمرون المؤسسات المتخصصة المتفانية, تتمتع بميزة معلوماتيه, المتفانون بخصائص حوكمة أفضل، بينما لا يرتبط المستثمرون العابرون بخصائص حوكمه افضل.

وأيضًا فإن تأثيرات التقييم بشكل أساسي ترتكز إلى القيود في محافظ المستثمر المؤسسي, في حين أن التأثيرات في الحوكمة تعتمد على معدلات الدوران في المحافظ هذه النتائج تعني وجود علاقة أكثر دقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة وحوكمة . الشركات.

- (Amil, et. Al, 2017) كانت البورصة الهندية تعتمد اعتمادًا كبيرًا على تدفق المستثمرين من المؤسسات الأجنبية وهناك تمت العديد من الدراسات التي تهتم بشكل رئيسي بتدفق أموال المستثمرين المؤسسيين الأجانب ولكن دراسات قليلة للغاية ركزت على دور المستثمرين المؤسسيين المحليين في سوق الأوراق المالية الهندي. تركز هذه الورقة على تأثير المستثمرين المؤسسيين المحليين على تقلبات سوق الأسهم الهندي (NIFTY). وقد تم إستخدام أدوات الاقتصاد القياسي المختلفة لدراسة تأثير تدفقات المستثمر المؤسسي المحلي في الفترة الزمنية للدراسة من ١ يناير ٢٠٠٩ إلى ٣١ مارس ٢٠١٦. وتم أخذ البيانات من مصادر مختلفة مثل الموقع الرسمي لمجلس الهند للأوراق المالية والبورصات (SEBI) وبنك الإحتياطي الهندي وبورصة بومباي. ومن خلال النظر في النوعين من المتغيرات للدراسة، وأحدهما هو التدفقات الصافية للمستثمرين من المؤسسات المحلية والآخر هو العائد، وجد أن تدفقات المستثمرين المحليين تزيد من تقلبات سوق الأسهم الهندي.
- (Ikizlerli, 2019) يتناول هذا البحث تأثير المستثمر المؤسسي على تقلبات العوائد في سوق الأسهم في كوريا في الفترة من ٤ يناير ٢٠٠٠ إلى ١٥ سبتمبر

٢٠١٧, وبإستخدام بيانات التداول الفعلية وجد الباحث أن عمليات الشراء الصافية للمؤسسات تزيد من مستوى التقلبات في السوق ولكن لا يوجد دليل على أن التداولات من قبل المستثمرين من المؤسسات كان لها تأثير مزعزع للاستقرار على سوق الأسهم في كوريا خلال فترة العينة.

٣/٣ ملخص الدراسات السابقة:

- للاستثمار الأجنبي المباشر دور إيجابي في تعزيز النمو الاقتصادي.
- وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وبعض المتغيرات الاقتصادية كالناتج المحلي الإجمالي والمعروض من النقد والإدخار ومستوى الأسعار.
- أثر التدفقات النقدية غير المباشرة ينصب بالدرجة الأولى على زيادة سعر الصرف وليس لدفع النمو الاقتصادي, إلا إذا تم ضخها فى الإكتتابات.
- وجود علاقة ارتباط طردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشرات سوق المال.
- وجود تأثير للاستثمار الأجنبي غير المباشر وسوق الأوراق المالية وتختلف درجة التأثير من قطاع لأخر.
- وجود تأثير للاستثمار الأجنبي غير المباشر والمؤشر العام للأسعار وحجم التداول والقيمة السوقية للأوراق المالية.
- هناك علاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وعائدات الأسهم.
- الاستثمار الأجنبي المباشر له تأثير سلبي على أداء البورصة.
- سوق المال يؤثر على تدفق الاستثمارات المباشره الى البلد على المدى الطويل.
- سلوك المستثمرين الأجانب قد أدى إلى زيادة كبيرة في التقلبات في عوائد الأسهم.

- هناك تأثيرًا إيجابيًا للنشاط المؤسسي على أداء الشركات, وأن السلوك المؤسسي النشط هو أكثر وضوحًا فى التأثير على أداء الشركات, وأيضًا وجد أن التأثير بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة هو تأثير متبادل بينهم.
- تأثير المؤسسات القطيعى يتنبأ إيجابيا بالعوائد قصيرة الأجل و يتنبأ سلبيًا بالعوائد على المدى الطويل.
- التداول المؤسسي يحسن بشكل كبير من كفاءة أسعار الأسهم.
- التداول المؤسسي يتم قياسه بواسطة تدفقات الملكية المؤسسية وإنها مقياس جيد لعوائد أسهم الشركات التى يستثمرون بها.
- أن المستثمرين المؤسسيين أظهروا حكمًا متميزًا عند تداولهم في الأسهم, بما في ذلك الصغيرة والكبيرة وأسهم النمو وأسهم القيمة.
- تحسين حوكمة الشركات من قبل المستثمرين من المؤسسات. ووجد أيضًا أن هناك فروق ذات دلالة إحصائيه بين التغيير في حصص المستثمرين من المؤسسات وأداء الشركة.
- يقلل المستثمرون المؤسسيون المتفانيون من عمليات التقييم الخاطىء للشركة في المستقبل، سواء من حيث الإتجاه أو الحجم.
- عمليات الشراء الصافية للمؤسسات تزيد من مستوى التقلبات في السوق ولكن لا يوجد دليل على أن التداولات من قبل المستثمرين من المؤسسات كان لها تأثير مزعزع للاستقرار على سوق الاسهم.

٤/ الفجوة البحثية:

نجد أن هناك العديد من الدراسات العربية والأجنبية التى هدفت للبحث في مدى تأثير تعاملات المستثمر الأجنبي منفردًا سواء كانت تدفقاته النقدية مباشرة أو غير مباشرة على سوق الأوراق المالية, سواء في الدول المتقدمة أو النامية, ولكن حتى الدراسات القليلة التي حاولت التعرف على تأثير تعاملات المستثمر الأجنبي على البورصة

المصرية, لم تتناول كل محاور الأداء المتعلقة سواء بقيم المؤشر أو رأس المال السوقي أو إجمالي قيم التداول.

كما نجد أن معظم الأبحاث التى هدفت لدراسة تأثير تعاملات المستثمر الأجنبي منفردًا, قامت هي الأخرى بدراسة تأثيره المنعزل وليس مع تأثير تعاملات المستثمر المؤسسي, وكذلك لم تقوم بمحاولة التعرف على تأثيره على جوانب أداء البورصة المختلفة والمتعلقة سواء بقيم المؤشر أو إجمالي قيم التداول أو رأس المال السوقي ولكن كانت المحاولات لمعرفة أثر تعاملات المستثمر المؤسسى على أداء الأسهم نفسها.

لذلك ففي ضوء علم الباحث, فإنه لم تقوم أى دراسة مسبقًا عن البورصة المصرية بمحاولة التعرف على تأثير كلٍ من تعاملات المستثمر الأجنبي والمؤسسي معًا على جوانب أداء البورصة المصرية والمتعلقة بقيم المؤشر وإجمالي قيم التداول ورأس المال السوقي.

٥/ مشكلة البحث:

هل يوجد تأثير لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على أداء البورصة المصرية؟

٦/ المتغيرات البحثية:

المتغيرين المستقلين هما كلٍ من السلسلة الزمنية لصافي تعاملات المستثمر الأجنبي والسلسلة الزمنية لصافي تعاملات المستثمر المؤسسي.

المتغير التابع للفرضية الفرعية الأولى: هو السلسلة الزمنية الخاصة بقيم مؤشر EGX30.

المتغير التابع للفرضية الفرعية الثانية: هو السلسلة الزمنية الخاصة بإجمالي قيم تداولات البورصة المصرية.

المتغير التابع للفرضية الفرعية الثالثة: هو السلسلة الزمنية الخاصة بإجمالى رأس المال السوقي للبورصة المصرية.

٧/ الفرضيات البحثية:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على أداء البورصة المصرية.

- الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على قيم مؤشر EGX30.
- الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي قيم تداولات البورصة المصرية.
- الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي رأس المال السوقي للبورصة المصرية.

٨/ أهداف البحث:

١/٨ دراسة أثر صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي على قيم مؤشر EGX30.

٢/٨ دراسة أثر صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي على قيم تداولات البورصة المصرية.

٣/٨ دراسة أثر صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي على رأس المال السوقي.

٤/٨ معرفة مدى فعالية محاولات إستقطاب الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة على البورصة المصرية.

٥/٨ معرفة مدى فعالية تداولات المستثمر المؤسسي على البورصة المصرية.

٦/٨ التعرف على الجانب من الأداء فى البورصة المصرية الأكثر تأثرًا بصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمؤسسي.

٩/ أهمية البحث:

١/٩ الأهمية العلمية:

١/١/٩ محاولة دعم الأبحاث العربية عمومًا والمصرية خصوصًا بدراسة توضح مدى تأثير بعض أهم أنواع المستثمرين فى البورصة على أدائها.

٢/١/٩ محاولة إيضاح أهمية دراسة أنواع المستثمرين المختلفة وتأثيرها على أداء أحد بورصات الأسواق الناشئة وهي البورصة المصرية.

٢/٩ الأهمية العملية:

١/٢/٩ تنبع أهمية هذا البحث من أهمية دور البورصة فى تنشيط الاقتصاد من خلال جذب مصادر التمويل المختلفة, وخصوصًا الأجنبية والمؤسسية, للمشروعات التى تحتاج للتمويل, من خلال الاكتتابات, وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتوفير فرص عمل للقضاء على البطالة.

٢/٢/٩ من خلال التعرف على أى من المستثمرين هو الأكثر تأثيرًا على عدة جوانب من أداء البورصة, تستطيع الدولة تقديم الدعم لمحاولات جذب هذا النوع من المستثمرين للاستثمار بالبورصة للعمل على تحسين أدائها.

١٠/ منهج الدراسة:

إتبع الباحث المنهج التحليلي الوصفي للتعرف على الجانب النظري من عمليات الاستثمار الأجنبي والمؤسسي وكذلك بعض جوانب أداء البورصة المصرية, أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد قام الباحث بإستخدام المنهج الإحصائي القياسي لتحليل أثر كلٍ من تعاملات المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على أداء البورصة المصرية.

١١/ الإطار النظرى للبحث:

١/١١ المستثمر الأجنبي:

١/١/١١ تعريفات:

- الاستثمار الأجنبي: هو الاستثمار خارج حدود وطن المستثمر.
- الاستثمار الأجنبي غير المباشر: هي تلك الاستثمارات التي يتم توجيهها من قبل أفراد أو مؤسسات أجنبية لشراء الأوراق المالية التي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة الوطنية, على أن يكون لهم حق في نصيب من الأرباح, ولا يكون لهم الحق في الرقابة أو المشاركة في الادارة (محمد, ٢٠١٣, ص١٠٥).
- صافي التعاملات: هو الفرق بين عمليات البيع وعمليات الشراء التى يقوم بها المستثمر, وهو أما صافي بيع أو صافي شراء.

٢/١/١١ محددات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر للأسواق الناشئة:

حجم الاستثمار الأجنبي الغير مباشر يتأثر بعوامل جذب وعوامل دفع وهي كما يلي:

١/٢/١/١١ عوامل الدفع (عواد, مرجع سابق, ١١٦):

- الاستفادة من عملية التنويع الدولي: حيث أن مبدأ التنويع في المحافظ الاستثمارية للتغلب على المخاطر, يعتبر من أهم مبادئ عملية الادارة المحترفة للمحافظ الاستثمارية, وقد ظهر التنويع الدولي للتغلب على المخاطر المنتظمة التي تؤثر على السوق المالي ككل فى بلد ما.
- انخفاض سعر الفائدة في السوق العالمي:

حيث أن أسعار الفائدة في الدول المتقدمة منخفضة نسبيًا بالمقارنة بالأسواق الناشئة, نظرًا لأن الاستثمار فى الأسواق الناشئة أكثر مخاطرة, فيعمل هذا علي دفع المستثمرين الأجانب للأستثمار في الأسواق الناشئة للاستفادة من معدلات الفائدة العالية في هذه البلدان.

٢/٢/١/١١ عوامل الجذب (ابراهيم, مرجع سابق, ص ٢٠):

- انتعاش الوضع الاقتصادي المحلي للبلد التي تستهدف جذب الاستثمارات الأجنبية.

- مدى تنظيم سوق الأوراق المالية المحلية وتنوع الأدوات المالية المتوفرة بالسوق.
- استقرار سعر الصرف.

٣/١/١١ أنواع الاستثمار الأجنبي غير المباشر (حسين وكاظم, مرجع سابق, ص١٠٥):

- شراء السندات الدولية.
- شراء سندات وأذون الخزانة المحلية.
- شراء السندات الخاصة.
- قروض للحكومات الأجنبية أو هيئاتها العامة أو الخاصة.

٤/١/١١ سلبيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر(أبو عمشة, ٢٠١٣, ص٧٥):

- صعوبة التحكم في هذا النوع من الاستثمار, حيث أنه قد يحدث انسحابات فجائية في شكل موجات للاستثمارات من هذه الأسواق مما قد يؤثر على القيم السوقية للأوراق المالية التي تم الاستثمار بها ويؤثر على البورصات بشكل كبير.
- لا يساهم هذا النوع من الاستثمار في إحداث تنمية في الاقتصاد المحلي بصورة مباشرة, من خلال خفض معدل البطالة وزيادة معدلات النمو.

٥/١/١١ المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار الأجنبي غير المباشر (عيساوي, مرجع سابق, ص ٥):

- المخاطر السياسة: تعتبر من نوعية المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية للمستثمر الأجنبي, لأنها تتواجد في دولة معينة دون غيرها.
- مخاطر التضخم: حيث أن القوة الشرائية للعملات المختلفة ليست ثابته ولكن تتعرض للانخفاض وبمعدلات مختلفة, فعند قيام المستثمر بالتضحية الحالية بمبلغ ما نظير عائد مستقبلي فيجب أن يأخذ في اعتباره انخفاض القوة الشرائية للنقود.
- مخاطر سعر الفائدة: تؤثر على معدلات العوائد المطلوبة على الاستثمار فى الأسهم.

- مخاطر الضرائب: يفضل المستثمرون البلد التي تنخفض فيها الضرائب نسبيًا (عبد العال, مرجع سابق, ص ٨٦).

٢/١١ المستثمر المؤسسي:

١/٢/١١ تعريفات:

- المستثمر المؤسسي: هو عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة في تجميع مدخرات الأفراد من صغار وكبار المستثمرين واستثمارها بهدف تعظيم الربحية في ظل مستويات مخاطرة منخفضة. (جمال الدين, ٢٠١٤, ص٤)
- الاستثمار المؤسسي: عمليات المتاجرة بالأدوات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية الوسيطة وغير الوسيطة.

٢/٢/١١ أهمية الاستثمار المؤسسي للبورصة:

- الحفاظ على سوق منظم وعادل لقيمة الأوراق المالية(الامام, ٢٠٠٩,ص١٤).
- زيادة سيولة البورصة.
- العمل على خفض تكلفة الصفقات وكذلك البحوث
- العمل على خفض المخاطر بعمليات التنويع في المحفظة.
- التقليل من عمليات المضاربة العشوائية.
- ترسيخ إتباع الأسس العلمية للاستثمار بالبورصة.
- إضفاء العمق والاتساع للسوق, وتقليل المدى السعري بين العروض والطلبات للأسهم في السوق(Ederington, et.all, 2014, p5)

ولكن المستثمر المؤسسي يهدف إلى الربح أولًا وأخيرًا, ولا يمكن أن يدخل كمشتري وهو يعلم أن السوق على وشك الإنهيار, أو حتى أن يبيع الأسهم فى محافظه الاستثمارية وهو يعلم أن السوق في إتجاه صاعد لمجرد أن يعمل علي استقرار السوق, Tuzov &Viens, حيث ثبت أنهم يمتلكون الكثير من المهارة في عمليات الاستثمار( ) ومن الطبيعي أن يترك السهم يتحرك في الاتجاه الذي يعكس أي أخبار 2011, p66

جيدة على السهم. كما أنه وجد أن المستثمر المؤسسي في بعض الأحيان يتحمل وطأة الأداء الضعيف للإكتتابات (Dolgopolov,2012, p8)

٣/١١EGX30: مؤشر

١/٣/١١ تعريف مؤشر البورصة: هو مؤشر لقياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي. أو هو بيان تجميعي يدل على الأداء الكلي للسوق (سعد,٢٠١٤, ص٣٢).

: هو مؤشر البورصة المصرية الرئيسي ويتكون من ٣٠ ٢/٣/١١EGX30 مؤشر سهم الأكثر نشاطًا بالبورصة, وقد تم تدشينه في ١ فبراير ٢٠٠٣, وتتم عمليات مراجعة دورية على أسهمه في نهاية شهر يناير ونهاية شهر يوليو وذلك لإستبعاد الشركات غير المؤهله وإدراج الشركات المستوفية لشروط الإنضمام.

(المصدر: موقع البورصة ٣/٣/١١EGX30 طريقة الحساب التفصيلي لمؤشر **المصرية على الانترنت)**

١/٣/٣/١١EGX30: منهج قياس رسملة السوق لحساب مؤشر

يتم حساب القيمة اليومية للمؤشر بقسمة القيمة الإجمالية لرأس المال السوقي معدلًا وفقًا لنسبة التداول الحر من خلال مجموع (عدد الأسهم المقيدة مضروبًا في أسعار إقفال أسهم كل من الشركات التي يتكون منها المؤشر مضروبًا في معدل التحويل مضروبًا في نسبة التداول الحر) لكل الشركات التي يتكون منها المؤشر على قاسم ما. عبارة "القيمة السوقية" تستعمل كمرادف لعبارة "رسملة السوق".

قيمة المؤشر (مقومًا بالعملة المحلية)= إجمالي القيمة السوقية لكل الشركات/قاسم بينما يتم احتساب قيمة المؤشر (مقومًا بالدولار الأمريكي) بعد تعديله وفقًا لسعر صرف الجنيه المصري بالنسبة للدولار الأمريكي في نهاية كل يوم عمل.

٢/٣/٣/١١ القاسم: القاسم هو معامل لتحويل إجمالي القيمة السوقية للشركات التي يتكون منها المؤشر إلى مستوى المؤشر. وهذا القاسم يشتق من نقطة البداية في المؤشر

(التاريخ الأساسي) وذلك بقسمة القيمة السوقية على رقم يختار عشوائيًا, أو مضاعف (كالرقم ١٠٠٠ مثلًا) ليكون نقطة البداية للمؤشر.

مقومًا بالعملة المحلية, ومقومًا بالدولار الأمريكي تم وضع EGX30بالنسبة لمؤشر قيمة المؤشر عند ١٠٠٠ نقطة في أول يوم له, وبالتالي يكون القاسم ١/١٠٠٠ من رأس المال السوقي المعدل وفقًا لنسبة التداول الحر.

٣/٣/٣/١١ خطوات حساب القاسم في التاريخ الأساسي:

الخطوة الأولى: تحسب القيمة السوقية للشركات التي يتكون منها المؤشر في تاريخ البدء, ويساوي حاصل جمع أسعار الإقفال مضروبًا في عدد الأسهم المقيدة للشركات التي يتكون منها المؤشر في التاريخ الأساسي مقومًا بنسبة التداول الحر.

الخطوة الثانية: توضع قيمة أولية للموشر (١٠٠٠).

الخطوات الثالثة: يحسب قاسم المؤشر في تاريخ البدء.

قاسم المؤشر = إجمالي القيمة السوقية/ قيمة المؤشر (١٠٠٠)

١٢/ تصميم الإطار التنفيذي للبحث:

١/١٢ محددات مجتمع البحث:

- صافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي والمعلن عنها في تقارير البورصة الشهرية والمنشورة في الفترة من يناير ٢٠١٥ إلى فبراير ٢٠٢٠ لتمثل سلسلتين زمنتين شهريتين بعدد ٦٢ مفردة لكل سلسلة.
- قيم مؤشر "EGX30" الشهرية المعلن عنها بموقع البورصة المصرية في الفترة من يناير ٢٠١٥ إلى فبراير ٢٠٢٠ لتمثل سلسلة زمنية مكونة من ٦٢ مفردة.
- قيم تداولات البورصة المصرية الشهرية الأجمالية المعلن عنها بتقارير البورصة الشهرية للفترة من يناير ٢٠١٥ إلى فبراير ٢٠٢٠ لتمثل سلسلة زمنية شهرية مكونة من ٦٢ مفردة.

- رأس المال السوقي للبورصة المصرية الشهري والمعلن عنه بتقارير البورصة المصرية الشهرية للفترة من يناير ٢٠١٥ إلى فبراير ٢٠٢٠ ليمثل سلسلة زمنية شهرية مكونة من ٦٢ مفردة.

٢/١٢ طرق جمع البيانات:

المسح المستندى لتقارير البورصة المصرية المنشورة على شبكة الانترنت, لكلٍ من , قيم EGX30صافي تعاملات المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي, قيم مؤشر تداولات البورصة المصرية الإجمالية, ورأس المال السوقي للبورصة المصرية.

٣/١٢ مصادر البيانات:

موقع البورصة المصرية على الإنترنت:
http://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx

٤/١٣ البيانات المستخدمة:

التاريخ	قيم المؤشر	صافي تعاملات المستثمر الأجنبي	صافي تعاملات المستثمر المؤسسي	قيم التداولات الإجمالية للسوق بالمليار	رأس المال السوقي بالمليار
27.02.2020	13008.94	184.8	-29.6	39.2	667
30.01.2020	13918.84	-190.5	500.7	47.3	708.1
31.12.2019	13961.56	581	786.7	35.1	708.3
30.11.2019	13849.46	-284.8	48.3	38	705.1
31.10.2019	14558.02	-196.2	235.2	44.2	727.7
30.09.2019	14257.75	-314.2	632	54.8	715.1
29.08.2019	14835.36	-155.7	-36.1	57.8	770.2
31.07.2019	13392.47	77.4	-359.4	46.3	715.1
30.06.2019	14100.74	157.3	-151.3	20.2	756.1
31.05.2019	13771.31	120.7	486.1	13.5	745
30.04.2019	14920.15	465.8	253	17.1	808.7
31.03.2019	14737.88	-499.3	-289.2	25.6	816.5
28.02.2019	14803.97	-546.1	51.2	34	823.3
31.01.2019	14126.68	-546.4	-310.9	23.1	793

31.12.2018	13035.77	-442	686.81	24.1	750
30.11.2018	13319.5	-100	1323.06	28.4	751
31.10.2018	13250.29	432.23	223.12	26.9	752
30.09.2018	14616.47	-3347.84	362.64	32.8	804
31.08.2018	16009.41	391.23	158.62	19.6	882
31.07.2018	15580.19	-1091.64	-275.97	22.6	874
30.06.2018	16348.55	-96.95	258.04	21	911
31.05.2018	16414.53	682.65	-883.95	30	930
30.04.2018	18295.57	2020.77	263.52	40.9	1006
31.03.2018	17450.15	2852.14	956.14	47.5	974
28.02.2018	15472.69	2058.46	826.64	33	892
31.01.2018	15042.37	3885.96	650.67	31.6	859
31.12.2017	15019.14	346.35	442.17	26.9	825
30.11.2017	14582.22	753.78	231.74	31.2	814
31.10.2017	14342.38	405.93	567.77	31.9	785
30.09.2017	13888.51	735.3	702.28	21.4	749
31.08.2017	13415.77	890.77	500.83	16.3	705
31.07.2017	13419.38	176.59	45.96	19.5	706
30.06.2017	13395.81	738.86	70.96	19.8	693
31.05.2017	13339.63	1467.33	703.26	38.2	676
30.04.2017	12433.6	1447.79	402.92	21.7	649
31.03.2017	12994.8	1409.8	694.76	33.2	655
28.02.2017	11937.67	204.55	98.23	39.7	589
31.01.2017	12672.49	1786.46	152.52	32.3	613
31.12.2016	12344.89	2181.73	103.9	38	601
30.11.2016	11453.25	3366.29	1741.39	49.5	566
31.10.2016	8386.03	401.21	-142.85	24.2	413
30.09.2016	7881.11	335.24	-306.36	9.7	405
31.08.2016	8158.04	-460.35	-59.99	20.8	413
31.07.2016	7983.15	-297.62	284.14	13.8	414
30.06.2016	6942.52	429.2	166.38	13.9	383
31.05.2016	7483.65	781.09	207.98	26.6	400
30.04.2016	7773.23	926.94	248.45	20.2	413

31.03.2016	7524.99	519.99	543.25	28.2	407
28.02.2016	6146.93	63.34	104.19	20.1	393
31.01.2016	5992.72	-390.58	-956.36	19.6	391
31.12.2015	7006.01	-492.5	102.21	16.1	430
30.11.2015	6356.65	-142.89	-328.36	19.8	413
31.10.2015	7507.89	-38.74	141.95	18.6	453
30.09.2015	7332.88	199.28	-52.73	26	449
31.08.2015	7252.43	-79.45	205.55	20.2	445
31.07.2015	8191.53	213.6	-322.11	18.4	497
30.06.2015	8371.53	131.25	30.61	11.8	485
31.05.2015	8782.55	-181.4	-159.38	18.3	496
30.04.2015	8672.29	464.44	214.91	18.6	500
31.03.2015	9134.78	-219.77	-204.07	24.2	506
28.02.2015	9334.01	167.57	-476.56	33.9	511
31.01.2015	9843.1	-386.71	337.02	21.7	527

الجدول جمع وإعداد الباحث

مصدر البيانات: تقارير البورصة المصرية الشهرية المنشورة للفترة من يناير ٢٠١٥: فبراير ٢٠٢٠

٥/١٣ أساليب التحليل الإحصائي المستخدمة:

, لمعرفة مدى الارتباط **Correlation Coefficient** ١/٥/١٣ معامل الارتباط بين كلٍ من صافي تعاملات المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي من ناحية, وكلٍ , إجمالي قيم التداولات الشهرية للبورصة, وإجمالي رأس المال EGX30من قيم مؤشر الشهري للبورصة من ناحية أخرى, وقد تم استخدام **معامل ارتباط بيرسون.**

, لإختبار **Analysis Multi Regression** ٢/٥/١٣ تحليل الإنحدار المتعدد, الفرضيات الإحصائية الخاصة بالبحث.

, **Dickey-Fuller**٣/٥/١٣ إختبار ثبات السلاسل الزمنية للمتغيرات البحثية, لإختبارا إستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات البحثية.

٤/٥/١٣ نماذج تحليل الإنحدار الذاتي والمتوسطات المتحركه التكاملية (اريما) **Arima ,Autoregressive Integrated Moving Averages Models**

٨/٥/١٣ تحليل المسار, لوضع احتمالات العلاقات السببية بين المتغيرات.

٦/١٣ برامج التحليل الإحصائي المستخدمة:

برنامج Amos spss25.

١٤/ تنفيذ البحث:

الدراسة المقترحة نماذج في المستعملة بالمتغيرات ١/١٤التعريف

جدول يوضح الرموز المستخدمة للدلالة على كل متغير من متغيرات الدراسة

رمز المتغير	اسم المتغير
EGX30	**EGX30**قيم مؤشر
TV	**Trading Value**قيم تداولات البورصة المصرية
TMC	**Total Market Capital**إجمالي رأس المال السوقي للبورصة المصرية
For.Inv	**foreign investor** صافي تعاملات المستثمر الأجنبي
Ins.Inv	**institutional investor** صافي تعاملات المستثمر المؤسسي

٢/١٤Descriptive Statistics الإحصاء الوصفي

المتغيرات على الإحصائية الإختبارات من مجموعة بإجراء القيام من لابد البداية في الجدول التالي : يوضحه ما وهذا مشاهدة، ٦٢ من مكونة ولعينة بالدراسة الخاصة

الإحصاء الوصفي للمتغيرات البحثية

اسم المتغير	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	القيمة الصغرى	القيمة العظمى
EGX30	11941.55	13284.89	3335.452	5992.72	18295.57
TV	27.72	24.90	10.94	9.7	57.8
TMC	648.62	699	176.41	383	1006
For.Inv	200.04	185.97	457.39	-956.36	1741.39
Ins.Inv	386.34	192.04	1065.94	-3347.84	3885.96

٣/١٤pearson`s correlation معامل ارتباط بيرسون, coefficient:

الممكنة الارتباط أزواج بتحديد المتغيرات بين الارتباط مصفوفة فحص إختبار يسمح أن يمكن التي المشاكل أهم من النموذج خلو من التأكد وبالتالي المتغيرات، هذه بين باستخدام معامل المتعدد – الارتباط معاملات أن بحيث النموذج، تقدير عند تحدث لباقي بالنسبة مستقل متغير بكل الخاص بالإنحدار صلة ذات ارتباط بيرسون – تكون للاقتصاد المختلفة البرامج استخدام طريق عن حسابها يتم والتي التفسيرية المتغيرات التالي: الجدول على تم الحصول SPSS 25برنامج على وبعد الاعتماد القياسي,

النموذج متغيرات بين الارتباط مصفوفة

اسم المتغير	EGX30	TV	TMC	For.Inv	Ins.Inv

				1	**EGX30**
			1	.485**٠	**TV**
		1	0.401**	0.978**	**TMC**
	1	0.155	0.241	0.187	**For.Inv**
1	0.428**	0.235	0.300*	0.281*	**Ins.Inv**

** معنوي عند مستوي الدلالة ١٪، * معنوي عند مستوي الدلالة ٥ %

من الجدول السابق يتضح أن:

- بالنسبة لـ EGX30: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوي الدلالة المعنوية ١٪ بين EGX30 والـ TMC والـ TV بينما توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوي الدلالة المعنوية ٥٪ بين EGX30 والـ Ins.Inv. في حين لاتوجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين EGX30 والـ For.Inv.
- بالنسبة لـ TV: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوي الدلالة المعنوية ١٪ بين ال TV والـ TMC بينما توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوي الدلالة المعنوية ٥٪ بين ال TV وال .Ins.Inv . في حين لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين ال TV والـIns.Inv .
- بالنسبة لـ TMC: لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين TMC والـ For.Inv والـIns.Inv .
- بالنسبة لـFor.Inv : توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوي الدلالة المعنوية ١٪ بين ال For.Inv والـIns.Inv .

٤/١٤ تحليل الإنحدار المتعدد Multiple Regression Analysis:

سوف يتم افتراض أحد نماذج التحليل الإحصائي طبقا لطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة كما تم تحديدها فى متغيرات البحث. وكما سبق وتم الإشارة إلي أن لدينا متغير تابع رئيسي وهو أداء البورصة المصرية منقسم إلي ثلاث متغيرات فرعية (قيم مؤشر EGX30 وقيم تداولات البورصة المصرية TV وأخيراً إجمالي رأس المال السوقي TMC للبورصة المصرية) ومتغيرين مستقلين هما صافي تعاملات المستثمر الأجنبي Ins.Inv وصافي تعاملات المستثمر المؤسسي For.Inv ، ويفترض أن علاقة الإنحدار Regression التابعة بين المتغيرات السببية لتفسير العلاقة تصلح والمتغيرات المستقلة بإستحدام اسلوب الإنحدار المتعدد Multiple Regression وهي معرفة إحصائيًا بالمعادلة التالية:Analysis

$$\boldsymbol{Y_i = constant + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \cdots + \beta_d X_{di} + \epsilon_i, \qquad i = 1, 2, \dots, n}$$

حيث أن Y تمثل المتغير التابع في حين أن X_d تمثل المتغيرات المستقلة وعددها d والـ β_d تمثل معاملات المتغيرات المستقلة والـ ϵ تمثل حد الخطأ العشوائي والـ n حجم عينة الدراسة (عدد المشاهدات), وبناءًا علي ذلك فإن علاقة الإنحدار المتعدد للنماذج الثلاثة المقترحة تكون كالتالي:

- النموذج المقترح الأول: العلاقة بين EGX30 وكلٍ من For.Inv & Ins.Inv

$$\mathbf{EGX30_i = constant + \beta_1 For.Inv_i + \beta_2 Ins.Inv_i + \epsilon_i}$$

- النموذج المقترح الثاني: العلاقة بين TV وكلٍ من Ins.Inv & For. Inv

$$\mathrm{TV_i = constant + \beta_1 For.Inv_i + \beta_2 Ins.Inv_i + \epsilon_i}$$

- النموذج المقترح الثالث: العلاقة بين TMC وكلٍ من For. Inv & Ins.Inv

$$\mathrm{TMC_i = constant + \beta_1 For.Inv_i + \beta_2 Ins.Inv_i + \epsilon_i}$$

باستخدم طريقة المربعات الصغري وإعتمادًا علي طريقة الإنحدار التدريجي أمكن الحصول على مايلي:SPSS 25 في برنامج Stepwise

- تقدير معالم المتغيرات المستقلة في كل نموذج مقترح وهي: β_1 وβ_2 بالإضافة إلي تقدير ثابت معادلة الإنحدار Constant
- حساب معامل التحديد R^2 للنموذج لمعرفة القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة للمتغير التابع وحجم الخطأ في النموذج المُقدر
- حساب معنوية النموذج (ف المحسوبة والمعنوية المحسوبة لها P−value)

ويوضح الجدول التالي التقديرات السابقة للنماذج المقترحة الثلاثة:

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنماذج المقترحة الثلاثة محل الدراسة

رقم النموذج (المتغير التابع)	تقدير معالم النموذج للمتغيرات المستقلة			معنوية النموذج P-value	معامل التحديد R^2
	Constant	For. Inv	Ins.Inv		
النموذج الأول (EGX30)	11531.26**	0.256	2.051*	0.027*	0.079
النموذج الثاني (TV)	26.287**	0.001	0.007*	0.018*	0.090
النموذج الثالث (TMC)	628.43**	0.011	0.080*	0.167*	0.059

** معنوي عند مستوي الدلالة ١٪، * معنوي عند مستوي الدلالة ٥ %

التعليق علي النتائج:

<u>بالنسبة للنموذج المقترح الأول (الفرضية الأولي):</u> من جدول نتائج تحليل الإنحدار نستنتج مايلي:

١. معنوية النموذج ككل من الناحية الإحصائية: بدلالة قيمة اختبار ف والمعنوية المحسوبة لها P–value كانت 0.027 وهي أقل من 0.05 وهذا يعني أن قيمة ف الجدولية أقل من قيمة ف المحسوبة مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم بمعني أنه " يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على قيم مؤشر EGX30" .

٢. معنوية معاملات نموذج الإنحدار المقترح للتقدير واختبار الفرضية: كانت المعنوية فقط لكلٍ من ثابت الإنحدار ومعامل المتغير المستقل "صافي تعاملات المستثمر المؤسسي" حيث كان التقدير يساوي 2.05 مما يعني أن زيادة صافي تعاملات المستثمر المؤسسي سوف يؤدي إلي زيادة قيم مؤشر EGX30 بمقدار 2.05.

٣. وبالتالي وتكون معادلة التقدير (التنبؤ) باستخدام المعالم المعنوية علي الصورة التالية:

$$\widehat{EGX30}_i = 11531.26 + 2.051 Ins.Inv_i$$

<u>بالنسبة للنموذج المقترح الثاني (الفرضية الثانية):</u> من جدول نتائج تحليل الإنحدار نستنتج مايلي:

١. معنوية النموذج ككل من الناحية الإحصائية: بدلالة قيمة اختبار ف والمعنوية المحسوبة لها P–value كانت 0.018 وهي أقل من 0.05 وهذا يعني أن قيمة ف الجدولية أقل من قيمة ف المحسوبة مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم بمعني أنه " يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي قيم تداولات البورصة المصرية ".

٢. معنوية معاملات نموذج الإنحدار المقترح للتقدير واختبار الفرضية: كانت المعنوية فقط لكلٍ من ثابت الإنحدار ومعامل المتغير المستقل "صافي تعاملات المستثمر المؤسسي" حيث كان التقدير يساوي 0.007 مما يعني أن زيادة صافي

تعاملات المستثمر المؤسسي سوف يؤدي إلي زيادة قيم تداولات البورصة المصرية بمقدار 0.007.

٣. وبالتالي وتكون معادلة التقدير (التنبؤ) باستخدام المعالم المعنوية علي الصورة التالية:

$$\widehat{TV}_i = 26.287 + 0.007\ Ins.\ Inv_i$$

<u>بالنسبة للنموذج المقترح الثالث (الفرضية الثالثة):</u> من جدول نتائج تحليل الإنحدار نستنتج مايلي:

١. معنوية النموذج ككل من الناحية الإحصائية: بدلالة قيمة اختبار ف والمعنوية المحسوبة لها P-value كانت 0.059 وهي أكبر من 0.05 وهذا يعني أن قيمة ف الجدولية أكبر من قيمة ف المحسوبة مما يعني رفض الفرضية البديلة وقبول فرضية العدم بمعني أنه " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي رأس المال السوقي للبورصة المصرية ".

٢. معنوية معاملات نموذج الإنحدار المقترح للتقدير واختبار الفرضية: لا توجد معالم ذات دلالة إحصائية، وبالتالي لا تكون هناك معادلة للتقدير أو التنبؤ.

من النتائج السابقة في جدول تحليل الإنحدار والتعليق عليها نلاحظ أن قيم معامل التحديد للفرضيات الثلاثة كانت علي الترتيب 0.079 و 0.090 و 0.059 وهذه قيم تفسيرية ضعيفة جداً وتجعل نماذج الإنحدار المقترحة ضعيفة أو فقيرة ولا يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ. وبالتالي فإن اسلوب الإنحدار المتعدد لم يدلي بنتائج جيدة مما دفع الباحث إلي البحث عن أسلوب أكثر تقدمًا للتحليل الإحصائي، وحيث أن بيانات الدراسة تحتوي علي سلسلة زمنية شهرية مكونة من ٦٢ مشاهدة متصلة وذات فترات متساوية فإنه يمكن استخدام نماذج الإنحدار الذاتية فى تحليل السلاسل الزمنية Time Series Analysis. كما يلي

, باستخدام نماذج Time Series Analysis ٤/١٤ تحليل السلاسل الزمنية
Autoregressiveالإنحدار الذاتية والمتوسطات المتحركة التكاملية
Integrated Moving Averages Models ,ARIMA):(

يعتبر اسلوب تحليل السلاسل الزمنية من الأساليب الاحصائية الهامة في التنبؤ, وقد تم استخدام هذا الاسلوب على نطاق واسع في الكثير من التطبيقات الإحصائية والإقتصادية, حيث يتم التنبؤ بالتغيرات المستقبلية للمتغير بالإعتماد فقط على سلوك هذا المتغير في الماضي. أو بعبارة أخرى فإن نموذج السلاسل الزمنية يأخذ في الاعتبار أنماط التغيرات في الماضي لمتغير معين ويستخدم هذه المعلومات للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية لذلك المتغير مما يجعل نموذج السلاسل الزمنية طريقة متطورة ووسيلة فعالة في التنبؤ.

في الواقع العملي نجد أن أغلب السلاسل الزمنية التي نتعامل عليها عمليًا غير ساكنة فخصائص العملية العشوائية هنا تتغير مع الزمن, ولتحويل السلسلة غير الساكنة إلى سلسلة ساكنة فإنه يتم أخذ فروق السلسلة بشكل متتالي لتسكين السلسلة, وبفرض أن d هو الحد الأدنى للفروق التي يجب أن تؤخذ لتسكين السلسلة، ويطلق على تلك Autoregressiveالنماذج "نماذج الإنحدار الذاتية والمتوسطات المتحركة التكاملية Integrated Moving Averages Models وتكتب اختصارًا ARIMA عدد معاملات الارتباط الجزئي وهو ما يعرف بعدد فترات p حيث أن (p,d,q) تمثل عدد d يمثل عدد معاملات الارتباط الذاتي في حين أن q والـ lagsالابطاء الفروق.

بأربع مراحل رئيسية هما:ARIMAوتمر عملية تطبيق نموذج

<u>المرحلة الأولي: التعرف على النموذج</u>

للمتغير ARIMAتهدف هذه المرحلة إلى التعرف على نموذج أو أكثر من نماذج التابع وتتمثل أولي خطوات تلك المرحلة في تحديد مدي سكون السلسلة من خلال , يقوم اختبارDickey–Fuller testاختبار الثبات والاستقرار للسلسة والمعروفة

مقابل الفرضية باختبار فرضية العدم أن (السلسلة غير مستقرة)، Dickey–Fuller ، (DF) Dickey–Fullerالبديلة أن (السلسلة مستقرة). قيمة الإحصاءة المعززة لـ كلما كانت أكثر سلبية، كلما كان رفض المستخدمة في الإختبار هي رقم سالب، فرضية العدم ، وقبول الفرضية البديلة بأن (السلسلة مستقرة) عند مستوى الدلالة . والجدول التالي يوضح اختبار الاستقرار للسلسلة الزمنية والفروق 0.05المعنوية

لكل متغير من متغيرات الدراسة:Lagsالتي تم استخدامها وعدد فترات الأبطاء

نتائج اختبار استقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة والفروق التكاميلية

رمز المتغير	الفروق من الدرجة الصفرية $d = 0$			الفروق من الدرجة الصفرية $d = 1$		
	احصائية DF	P-value	Lags (p)	احصائية DF	P-value	Lags (p)
EGX30	-1.045	0.736	0	-1.865	0.0036	0
TV	3.549 -	0.0068	1	//	//	//
TMC	0.964–	0.766	0	-2.573	0.0042	0
For.Inv	4.682–	0.0001	0	//	//	//
Ins.Inv	-6.526	0.0000	0	//	//	//

من الجدول السابق يتضح لنا الأتي:

- بالنسبه للمتغيرات (TV, For.Inv , Ins.Inv) وجدت اختبارات الاستقرار باستخدام اختبار DF معنوية عند الفرق الصفري بمعني أن هذه المتغيرات تتمتع بالثبات والاستقرار ولا تحتاج إلى أخذ الفروق من أي درجة.
- هناك متغيرين EGX30 و TMC تم رفض الفرضية البديلة لاختبار الاستقرار لهما عند الفروق الصفرية وبناءًا عليه تم أخذ الفروق لهذين المتغيرين عند الدرجة ١ واجراء اختبار الاستقرار لهم وتبين معنوية الاختبار وبناءًا عليه فإن هذين المتغيرين تم العمل على استقرارهم عند الفروق من الدرجة ١.

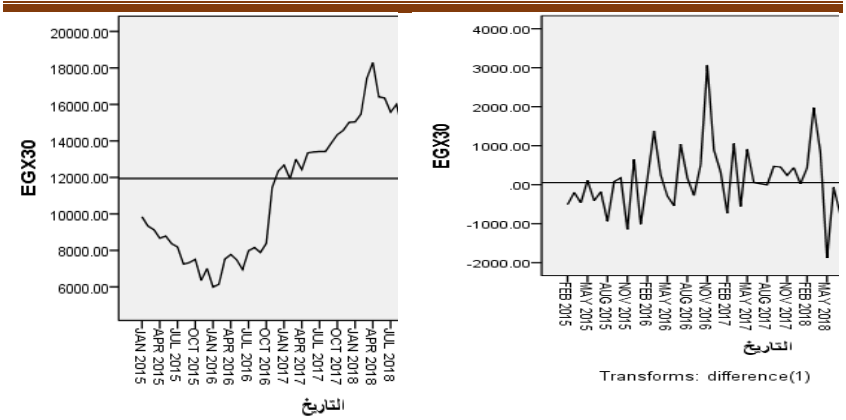
- كما تبين أن عدد فترات الأبطاء lags لجميع المتغيرات كانت عند صفر فيما عدا المتغير TV حيث وجد أن عدد فترات الابطاء المناسبة له ١.
- وباستخدام Time Series Modeler في برنامج SPSS 25 لاختبار أفضل عدد من معاملات الارتباط الذاتي للمتغيرات التابعة مع المتغيرات المستقلة, باستخدام اختبار الارتباط الذاتي تم التوصل إلي أن عدد معاملات الأرتباط الذاتي هو صفر وهذا يعطي أعلي معايير الملائمة.

للنماذج المقترحة الثلاثة ARIMAمن النتائج السابقة أمكن تحديد وتعريف نماذج الـ كما في الجدول التالي:

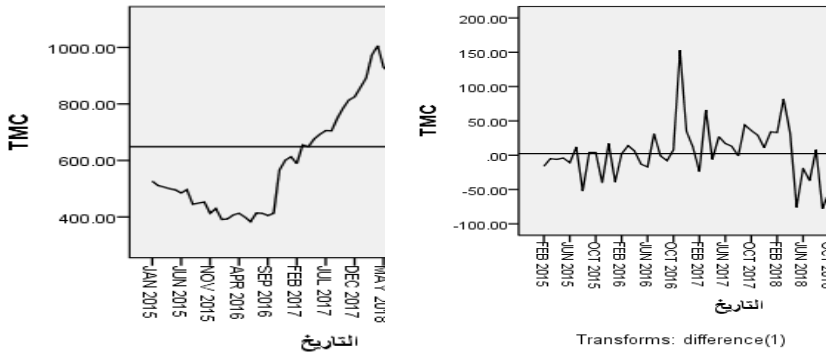
نتائج اختبار استقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة والفروق التكاميلية

رقم النموذج	المتغير التابع	المقترحARIMAنموذج الـ
النموذج الأول	EGX30قيم المؤشر	ARIMA(0,1,0)
النموذج الثاني	TVقيم التداولات	ARIMA(1,0,0)
النموذج الثاني	TMCرأس المال السوقي	ARIMA(0,1,0)

ويمكن استعراض شكل الاتجاه العام للسلسلة بعد أخذ الفروق من الدرجة الأولى في الأشكال البيانية التالية:



قبل وبعد أخذ الفروق من الدرجة الأولىEGX30استقرار السلسلة الزمنية بيانيًا لقيم مؤشر



قبل وبعد أخذ الفروق من الدرجة الأولىTMCاستقرار السلسلة الزمنية بيانيًا لرأس المال السوقي

DFاستقرار السلاسل الزمنية بيانيًا قبل وبعد أخذ الفروق بناءًا علي اختبار

المرحلة الثانية: تقديرات نماذج الـARIMA:

المقترحة بعد دراسة ARIMAفي جدول نتائج تحليل اريما, نستعرض نتائج نماذج الـ وتعديل استقرار سكون السلاسل الزمنية من خلال أخذ الفروق من الدرجة الأولي لبعض المتغيرات بناءًا علي اختبار DF.

نتائج تحليل ARIMAللنماذج الثلاث المقترحة محل الدراسة

رقم النموذج	المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية		التقدير	الخطأ المعياري	P-value
النموذج الأول	قيم المؤشر EGX30	صافي تعاملات المستثمر المؤسسي	Lag 0	0.686	0.198	0.001
			Lag 1	0.665	0.093	0.000
النموذج الثاني	قيم التداول TV	قيم التداول TV	الثابت	27.868	2.875	0.000
			Lag 1	0.634	0.100	0.000
النموذج الثالث	رأس المال السوقي TMC	صافي تعاملات المستثمر المؤسسي	Lag 0	0.026	0.009	0.006
			Lag 1	0.676	0.106	0.000

من الجدول السابق يتضح لنا الأتي:

- **<u>بالنسبة للنموذج الأول (الفرضية الأولي):</u>** نجد أن لدينا متغير مستقل له تأثير ذو دلالة معنوية وهو صافي تعاملات الاستثمار المؤسسي Ins.Inv علي المتغير التابع (قيم المؤشر EGX30) وذلك عند فترات ابطاء من الدرجتين ٠ و١ وبالتالي فإن معادلة التقدير المقترحة لهذه الفرضية والتي تضمن رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة القائلة بأنه" يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على قيم مؤشر EGX30" , هي:

$$EGX30_t = 0.686\ \text{Ins.Inv}_t + 0.665\ \text{Ins.Inv}_{(t-1)},\quad t = 1, 2, \dots, 62$$

- **<u>بالنسبة للنموذج الثاني (الفرضية الثانية):</u>** نجد أنه لا يوجد لدينا سوي المتغير التابع في فترات ابطاء لاحقة (قدرها ١) ذو دلالة معنوية علي قيم تداولات البورصة المصرية SMV وبالتالي فإنه لا يوجد تأثير لكلٍ من صافي تعاملات المستثمر الأجنبي For.Inv والمستثمر المؤسسي Ins.Inv علي قيم تداولات البورصة المصرية TV وبناءًا عليه يتم رفض الفرضية البديلة وقبول فرضية العدم القائلة بأنه

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي علي إجمالي قيم تداولات البورصة المصرية".

- **<u>بالنسبة للنموذج الثالث (الفرضية الثالثة):</u>** نجد أن لدينا متغير مستقل له ذو دلالة معنوية وهو صافي تعاملات المستثمر المؤسسي Ins.Inv علي إجمالي رأس المال السوقي TMC وذلك عند فترات ابطاء من الدرجتين ٠ و١ وبالتالي فإن معادلة التقدير المقترحة لهذه الفرضية والتي تضمن رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة القائلة بأنه" يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي رأس المال السوقي للبورصة المصرية" , هي:

$$TMC_t = 0.026\ \text{Ins. Inv}_t + 0.676\ \text{Ins. Inv}_{(t-1)},\ \ t = 1,2,\dots,62$$

<u>المرحلة الثالثة: المعنوية الإحصائية والقدرة التفسيرية لنماذج الـ ARIMA المقترحة:</u>

في الجدول التالي الخاص بمعامل التحديد, يوضح نتائج القوة التفسيرية لنماذج الـ ARIMA ومدى ملائمة النموذج للتقدير المقترحة من خلال معامل التحديد R^2 والتي يجب أن تكون غير معنوية Liung–Box Q(18) والتنبؤ من خلال احصائية p–value بمعني أن 0.05 أكبر من .

معامل التحديد ومدي ملائمة النماذج المقترحة

رقم النموذج (المتغير التابع)	جودة النموذج المقترح		
	Ljung–Box Q(18)		معامل التحديد R^2
	أحصائية	P–value	
النموذج الأول (EGX30)	12.140	0.840	0.948
النموذج الثاني (TV)	16.566	0.484	0.404

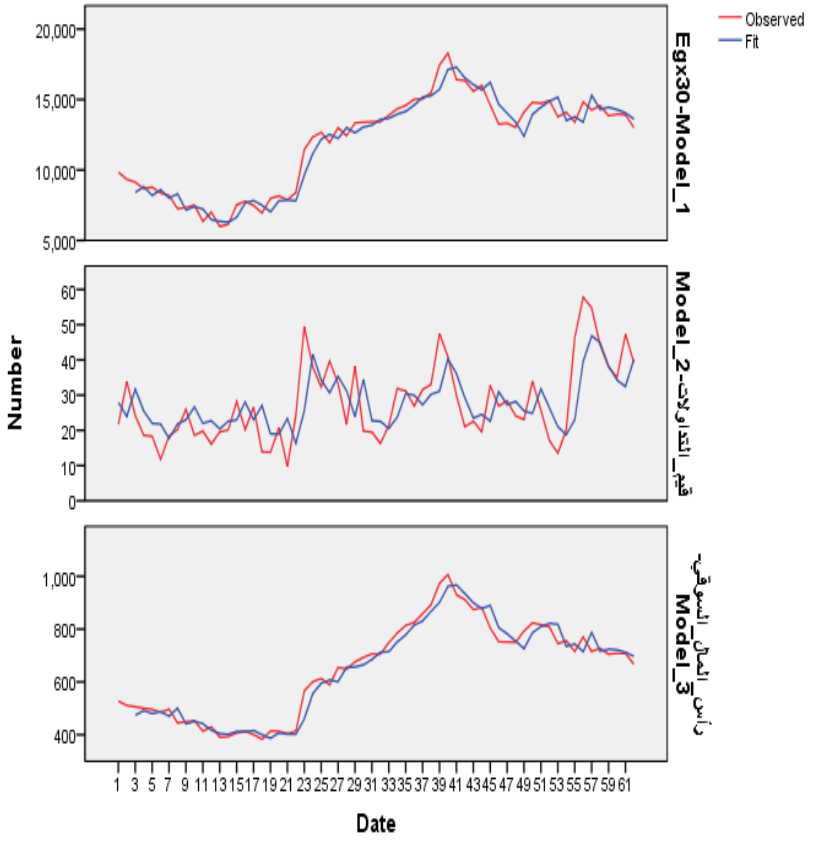
النموذج الثالث(TMC)	14.498	0.696	0.960

من الجدول السابق يتضح أن:

- بالنسبة لمدي ملائمة النماذج المقترحة للتقدير: نجد أن النماذج الثلاثة تصلح للتقدير والتنبؤ حيث أن قيمة المعنوية المحسوبة للنماذج الثلاثة (p−value) هي علي الترتيب: 0.840، 0.404، 0.696 مما يعني أن النماذج ملائمة للتقدير والتنبؤ.
- بالنسبة لمعامل التحديد R^2: نجد أن القوة التفسيرية للنموذج الأول والثالث مرتفعة جدًا حيث كانت علي الترتيب قيم معاملات التحديد هي: 0.948 و 0.960 مما يعني أن هذين النموذجين جيدين في تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، في حين أن معامل التحديد للنموذج الثاني كانت 0.404 وهي منخفضة جدًا وجدير بالذكر أنه تم رفض هذا النموذج لأنه لا توجد علاقة تفسيرية بين كلٍ من صافي تعاملات المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي علي المتغير التابع إجمالي قيم تداولات البورصة المصرية.

المرحلة الرابعة: التنبؤ:

المقترحة ARIMAيتضح من خلال الرسم التالي مدي تفسير المعادلات لنماذج الـ لفرضيات الدراسة



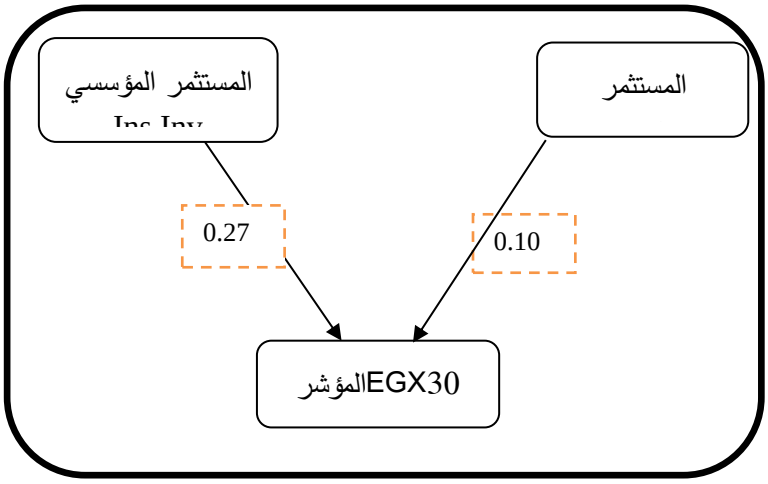
خط الأتجاة العام للمتغير التابع ثم خط التنبؤ باستخدام المتغيرات المستقلة ونماذج ARIMAالـ

٥/١٤ تحليل المسار Path Analysis

هو إسلوب إحصائي ارتباطي يعتمد على تحليل الإنحدار والارتباط المتعدد ويستخدم وعليه يقوم بإيجاد التأثيرات المباشرة لوضع احتمال العلاقة السببية بين المتغيرات. (صافي تعاملات المستثمر الأجنبي وغير المباشرة لكل متغير من المتغيرات المستقلة والمستثمر المؤسسي) والتي تسبب المتغير التابع (أداء البورصة المصرية).

لدراسة العلاقة بين المتغيرات يمكن بناء نماذج **<u>بالنسبة للفرضية الفرعية الأولي:</u>**

ويمكن رسم تخطيط لمسار العلاقة بين المتغيرات حسب معاملات المسار كما يلي :



وصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي EGX30رسم مسار التحليل للعلاقة بين قيم المؤشر والمستثمر المؤسسي

يمكن بيان الارتباط والأثر المباشر بين المتغيرات:

جدول نتائج اختبار تحليل المسار للفرضية الفرعية الأولي

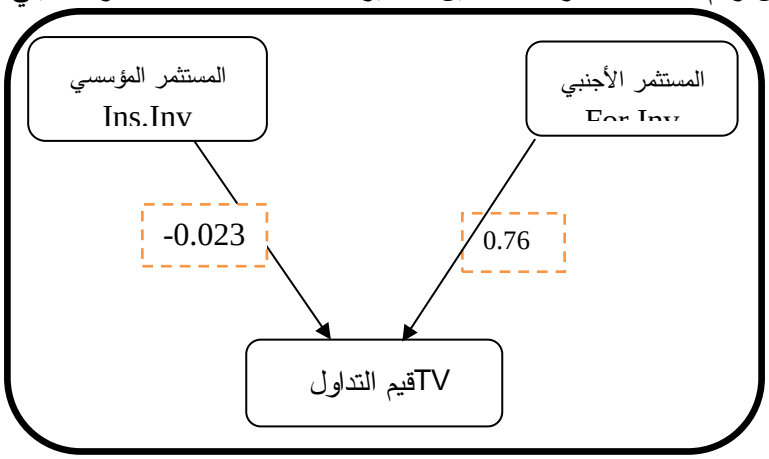
المتغير الخارجي (التابع)	المتغيرات الداخلية (المستقلة)	معامل الارتباط	معاملات المسار	t	p-value

قيمة المؤشر EGX30	صافي تعاملات المستثمر الأجنبيFor.Inv	0.269	0.103	1.025	0.33
	صافي تعاملات المستثمر المؤسسى Ins.Inv	0.327	0.27	1.654	0.098

يمكن الحصول على المتغير المستقل ذو الاثر stepwiseبإستخدام اسلوب نلاحظ أن التأثير المعنوى هو ,المعنوي وهو صافي تعاملات المستثمر المؤسسي للمستثمر المؤسسي لأنه هو الذى ظهر فى الجدول الخاص بتحليل الإنحدار بطريقة وعليه فإن معادلة 0.023) p−value لأن قيمة المعنوية المحسوبة (stepwise المسار الأفضل هي :

$$EGX30 = 10934.041 + 2.215 Ins.Inv$$

لدراسة العلاقة بين المتغيرات يمكن بناء نماذج **<u>بالنسبة للفرضية الفرعية الثانية:</u>** ويمكن رسم تخطيط لمسار العلاقة بين المتغيرات حسب معاملات المسار كما يلي :



وصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي TVرسم مسار التحليل للعلاقة بين قيم التداول والمستثمر المؤسسي

ويمكن بيان الارتباط والأثر المباشر بين المتغيرات كما يلي:

نتائج اختبار تحليل المسار للفرضية الفرعية الثانية

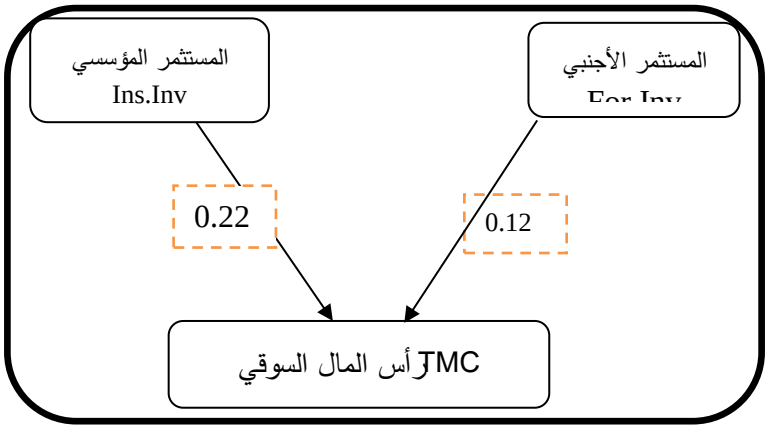
المتغير الخارجي (التابع)	المتغيرات الداخلية (المستقلة)	معامل الارتباط	معاملات المسار	t	p-value
قيم التداول SMV	For.Invالمستثمر الأجنبي	0.481	0.76	2.551	0.01
	المستثمر المؤسسى Ins.Inv	0.461	-0.023	2.34	0.03

يمكن الحصول على المتغير المستقل ذو الأثر Stepwiseبإستخدام اسلوب المعنوي وهو صافي تعاملات المستثمر الأجنبي ثم المستثمر المؤسسي ولم يستبعد وعليه فإن معادلة المسار الافضل هي : أى متغير منهما.

$$TV = 23.131 + 0.012\,For.Inv + 0.048\,Ins.Inv$$

لدراسة العلاقة بين المتغيرات يمكن بناء نماذج **<u>بالنسبة للفرضية الفرعية الثالثة:</u>**

ويمكن رسم تخطيط لمسار العلاقة بين المتغيرات حسب معاملات المسار كما يلي :



وصافي تعاملات كلٍ من المستثمر TMCرسم مسار التحليل للعلاقة بين رأس المال السوقي الأجنبي والمستثمر المؤسسي

ويمكن بيان الارتباط والأثر المباشر بين المتغيرات كما يلي:

نتائج اختبار تحليل المسار للفرضية الفرعية الثالثة

المتغير الخارجي (التابع)	المتغيرات الداخلية (المستقلة)	معامل الارتباط	معاملات المسار	t	p-value
رأس المال السوقي TMC	For.Invالمستثمر الأجنبي	0.224	0.12	0.714	0.479
	Ins.Inv المستثمر المؤسسى	0.278	0.22	1.472	0.148

يمكن الحصول على المتغير المستقل ذو الاثر stepwiseبإستخدام اسلوب نلاحظ أن التأثير المعنوى هو المعنوي وهو صافي تعاملات المستثمر المؤسسي للمستثمر المؤسسي لأنه هو الذى ظهر فى الجدول الخاص بتحليل الإنحدار بطريقة وعليه فأن معادلة (0.001 p-value لأن قيمة المعنوية المحسوبة (stepwise المسار الأفضل هي :

$$TMC = 614.210 + 0.091\ Ins.Inv$$

١٥/ النتائج:

١/١٥ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على قيم مؤشر EGX30.

٢/١٥ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي قيم تداولات البورصة المصرية.

٣/١٥ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي تعاملات كلٍ من المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي على إجمالي رأس المال السوقي للبورصة المصرية.

١٦/ التوصيات:

١/١٦ العمل على الحد من تأثير تعاملات المستثمر الأجنبي على سوق المال حتى لا تتعرض لأزمات وتقلبات عنيفة كما حدث في العديد من الدول من خلال عمليات المضاربة قصيرة الأجل التى يمارسوها فى البورصة, وذلك عبر فرض قيود على عمليات الاستثمار غير المباشر قصير الأجل التى يمارسها المستثمرين الأجانب.

٢/١٦ وضع حد للكميات التي من الممكن أن يتعامل عليها المستثمر الأجنبي حتى لا يتم الاستحواذ على الشركات المحلية بأسعار زهيده, من خلال صافي تعاملاتهم الشرائية في البورصة في فترات الهبوط في أسعار الأسهم.

٣/١٦ دفع المستثمرين الأجانب لاستثمار أموالهم فى أوجه الاستثمار المباشر التى تعمل على زيادة فرص العمل ودفع عجلة الاقتصاد القومى وذلك بتقديم الحوافز على عمليات الاستثمار الأجنبي المباشر.

٤/١٦ تشجيع انشاء المؤسسات المالية المحلية المتخصصة للاستثمار الغير مباشر, حتى تعمل على استقرار البورصة والحد من التقلبات بها, والعمل كصانع للسوق للحد من الانخفاضات المبالغ فيها والغير مبررة والمبالغ فيها فى أسعار الأسهم والتى تشكل خطورة على الاقتصاد القومي, حتى لا تكون عرضة لعمليات الاستحواذ من قبل المستثمرين الأجانب.

٥/١٦ العمل على تشجيع تعامل المستثمرين الأفراد عبر المؤسسات المالية المتخصصة نظرًا لأن تأثيرها على أداء الشركات التي تمتلك أسهمها في محافظها هو تأثير جيد.

المراجع

المراجع العربية:

- إبراهيم, محسن شاكر, ٢٠١٨, "**الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية**", كلية الادارة والاقتصاد, جامعة القادسية, العراق, بحث منشور على الانترنت.
- أبو عمشة, محمد كمال, ٢٠١٣, "**الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية, دراسة حالة بورصة قطر**" , مجلة بحوث اقتصادية وعربية, العدد٦١, ص ٧٥.
- الإمام, صلاح الدين محمد أمين, ٢٠٠٩, "**إجراءات تجنب اثار إنتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي**", مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة, المجلد ١, العدد٢٠, ص١٥٥:١٧٤ .
- حسين, عبد الرزاق حمد وكاظم, عامر عمران, ٢٠١٢, "**قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية**", مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية, المجلد ٢, العدد ١.
- حسين, عبد الرزاق محمد وكاظم, عامر عمران, ٢٠١٢, "**قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية (الهند حالة دراسية)**", مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية, المجلد ٢, العدد ١, ص١٠٢:١١٩.
- خضير, عقبة وغالم, عبد الله, ٢٠١٥, "**أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية– دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة**

(٢٠٠٨-٢٠١٣)", رسالة ماجستير, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, جامعة محمد خضير بسكرة, الجزائر.

- داود, علي سعد محمد, ٢٠١٠, "**أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية**", مجلة البحوث الادارية, أكاديمية السادات للعلوم الادارية, المجلد ٢٨, العدد ٣, ص٧١:٩٩.

- سعد, بهاء الدين, ٢٠١٤, "**دراسات في الأسواق المالية**", دار الاسراء للطباعة, ص٣٢.

- عبد العال, علا عادل علي, ٢٠١٣, "**دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية**" , مجلة بحوث اقتصادية عربية, المجلد ٢٠, العدد ٦٣, ص٧٤:٩٤.

- عواد, فاضل جويد, ٢٠١٦, "**دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدة من١٩٩٦-٢٠١٠(السوق المالية في مصر نموذجًا)** " , مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة, العدد ٤٧, ص ١٠٥:١٣٠.

- عيساوي, حنان خالد حنش, ٢٠١٦, "**دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة: سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان نموذجًا**", رسالة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية, كلية الادارة والاقتصاد, جامعة القادسية, العراق.

- قويدري, كريمة, ٢٠١١, "**الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الجزائر**", رسالة ماجستير, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, جامعة أبي بكر بلقايد, الجزائر.

- محمد, إياد طاهر وأحمد, صلاح حسن, ٢٠١٣, "**الاستثمار الأجنبي غير المباشر وإنعكاساته على تداول الأسهم العادية, دراسة تطبيقية في سوق العراق**

للأوراق المالية" , مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية, العدد الخاص بمؤتمر الكلية, ص١٠٥, بحث منشور على الانترنت.

- محمد, حاكم محسن وسامي, بشرى محمد, ٢٠١٥, "**اثر الاستثمار الأجنبي المباشر على الاسواق المالية الناشئة- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٣)**" , بحث منشور على الانترنت.

- **المراجع الأجنبية:**

- Ali, Irfan, (2014), "Impact of Foreign Direct Investment on Volatility of Stock Market Evidence From Pakistani Market) ", **Journal of Business and Management**, Vol 16, Issue 1, e-ISSN: 2278-487X, P-ISSN: 2319-7668.
- Avci, Ozge Bolaman, (2015), "Effect of Foreign Investor Transactions on Stock Market Returns", **Hacettepe University Journal of Economics and Administrative Sciences**, Vol 33, Issue 4, p.29-38.
- Borochin, Paul& Yang, Jie, (2017), **"The Effects of Institutional Objectives on Firm Valuation and Governance"**, Journal of Financial Economics, Vol 126, Issue 1, pp 171:199.
- Celik, Serdar& Isaksson, Mats, (2013), **"Institutional Investors and Ownership Engagement"**, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2.
- Dasgupta, Amil; Prat, Andrea& Verardo, Michela, (2010**)," The Price of Institutional Herding"**, London School of Economics.
- Dolgopolov, Stanislav, **"Insider Trading, Informed Trading, and Market Making: Liquidity of Securities Markets in The Zero-Sum Game "**, William & Mary Business Law Review, Vol 3, issue 1, (2012), p.8.
- Ederington, Louis; Guan, Wei and Yadav, Pradeep K., (march 2014), "**Dealer Spreads in the Corporate Bond**

Market: Agent vs. Market-Making Roles", Price College of Business, University of Oklahoma, pp.3-6.

- Ikizlerli, Deniz, (2019), "Institutional Investors and Stock Market Volatility, Evidence from Korea", Journal of Applied Economics Letters, Vol 26, Issue 17.
- Kim, Yoonmin& Je Jo, Gab, (2019), **"The Impact of Foreign Investors on the Stock Price of Korean Enterprises during the Global Financial Crisis"**, Department of Economics and finance, Keimyung University, Korea.
- Malcus, Rasmus& Persson, Mathias, (2018), **"The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden"**, Department of Economics, School of Business, Economics &Law, University of Gothenburg.
- Masry, Mohamed, (2016), **"The Impact of Institutional Ownership on the Performance of Companies Listed In the Egyptian Stock Market"**, Journal of Economics and Finance, Vol 7, Issue 1, pp5-15, E-ISSN: 2321-5933.
- Mizuno, Mitsuru& Shimizu, Hajime, (2015), **" The Influence of Institutional Investors on Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Japan"**, Journal of Kindai Management Review, Vol. 3, ISSN: 2186-6961.
- Omodero, Cordelia Onyinyechi &M.C.Ekwe, (2017),"Impact of Foreign Direct (FDI) On the Stock Market Performances in Nigeria (1985-2014)", **Applied Finance and Accounting**, Vol 3, No. 1, ISSN 2374-2410.
- Rajapakse, R P C R,(2018), " The Relationship between the Stock Market and Foreign Direct Investment (FDI) in Sri Lanka- Evidence from VAR co-Integration Analysis", **Global Journal of Management and Business Research: Economics and Commerce**, Vol 18, Issue 5, online ISSN:2249-4588& print ISSN 0975-5853.
- Sahut, Jean-Michel& Gharbi, Hidaya Othmani, (2010), **"Institutional Investors Typology and Firm Performance:**

The Case of French Firms", International Journal of Business, Vol 15, Issue 1, ISSN: 1083-4346.

- Salar, Atif& Shamim, Mohd, (2017**),"Trading Behavior of Domestic Institutional Investors and Volatility of Indian Stock Market"**, Amity Journal of Finance, Vol. 2, Issue 1, pp 47:55.
- Shu, Tao, (2012**),"Institutional Investor Participation and Stock Market Anomalies"**, Terry College of Business, University of Georgia.
- Theurillat, Thierry; Corpataux, Jose& Crevoisier, Olivier, (2008), **"The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance: A View of Swiss Pension Funds in a Changing Financial Environment"**, Journal of competition and change, Vol 12, Issue 4.
- Tuzov, H. & Viens, F., (2011), **"Mutual Fund Performance: False Discoveries, Bias and Power"**, Annals of finance, Vol.7, pp. 64-70.
- Yeung, Danny Chun Sing, (2012),**" The Impact of Institutional Ownership: a Study of the Australian Equity Market"**, A thesis Submitted for the degree of Doctor of Philosophy, Finance Discipline Group, University of Technology Sydney.