

أثر صانع السوق على سوق الأوراق المالية

دراسة تطبيقية بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية

(بحث مستخرج من رسالة ماجستير بعنوان: نحو نموذج مقترح لنظام صانع السوق في سوق الأوراق المالية المصرية ومتطلبات تطبيقية في ضوء التجارب العالمية)

إعداد الباحثة

نهى مصطفى أحمد حسين

Alshrqawynhy5@gmail.com

إشراف

د / محمد صالح

د.د / أبو بكر فكرى

ملخص

الهدف الرئيسي من هذه الورقة هو قياس كفاءة البورصة المصرية على أساس ضعف الشكل: فرضية تستند إلى المؤشر اليومي الذي يمثل EGX ٣٠ خلال الفترة من يناير ٢٠١٥ إلى ديسمبر ٢٠٢٠، وتهدف أيضاً إلى نظام صانع السوق ومتطلبات تطبيقه في أسواق الأوراق المالية بالاسترشاد بالتجارب العالمية، فنحن نقترح نموذجاً متطوراً لصنع الأسواق لبناء نماذج أكثر ثراءً تقوم على عوامل يمكن أن تكون مفيدة في فهم خصائص الأسواق القائمة وفي التنبؤ بآثار التغيرات الهيكلية، ولقد تم التوصل إلى الإستنتاج الرئيسي بأن البورصة المصرية غير فعالة في الشكل الضعيف لفرضية السوق الكفو من خلال استخدام مجموعة من التقلبات الإحصائية من حيث Jarque-Bera, Ljung-Box, ARCH-LM, جذر الوحدة, نسبة التباين, و garch (1,2) .

الكلمات الرئيسية: صانع السوق ، تجارب اسواق عالميه لصانع السوق ، صناع السوق في ناسداك ، نموذج GARCH، نموذج صانع السوق

Abstract

The main objective of this paper is to measure the efficiency of the Egyptian stock exchange on the basis of poor format: A hypothesis based on the daily index of 30 EGX from January 2015 to December 2000, also aimed at a market maker system and the requirements of its application in the stock markets with reference to global experiences ,We propose a sophisticated market-making model to build richer models based on factors that could be useful in understanding the characteristics of existing markets and in predicting the effects of structural changes

The main conclusion has been reached that the Egyptian stock Exchange is inefficient in the weak- form of the Efficient market Hypothesis by using a set of statistical techniques in terms of jarque – Bera, Ljung-Box , ARCH – LM, unit root, variance ratio, runs test, and garch(1,2).

keywords: Market maker, global market experiences for market maker, NASDAQ market makers, GARCH model, market maker model

مقدمة:

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم انشاء بورصة الاسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903 وظلت حركة التطور في بورصتى القاهرة والاسكندرية، حتى اصبحتا مجتمعتان من أفضل 5 بورصات في العالم في الاربعينات، ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأميم القطاع الخاص والاتجاه إلى الاشتراكية فقد تراجع دوره بشكل كبير فقد تضاؤل دور البورصة المصرية بصورة كبيرة، وذلك حتى التسعينات من القرن العشرين .وفى بداية التسعينات بدأت مصر تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادى والذى تضمن تفعيل دور القطاع الخاص مما اعاد إحياء سوق المال المصرى مرة أخرى خاصة مع وضع قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 ، وفى عام 1994 تحولت البورصتان من التداول اليدوى إلى استخدام نظام الكترونى للتداول .وفى النصف الثانى من التسعينات بدأت الحكومة فى تطبيق برنامج الخصخصة والذى تم طرح عدد كبير من الشركات من خلال البورصة مما ساهم فى إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصرى، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى فى العهد الحديث .وفى عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة فى مزاوله عملها ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتان مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين⁽¹⁾ .

وفى عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها فى عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات .ولكن الركود الاقتصادى فى ذلك الوقت سرعان ما أثر على اداء البورصة ودفع حركة التداول إلى الركود وكان الركود هو الاتجاه السائد ليس فى مصر فقط ولكن فى غالبية الأسواق العالمية .وفى عام 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها فى نفس العام استبدال النظام الالكترونى المحلى الصنع بنظام اخر مصمم من قبل EFA العالمية، والذى تم تحديثه مرة أخرى فى عام 2008 بالنظام الأكثر تطوراً X-Stream المصمم من قبل Nasdaq OMX .وفى عام 2002 تم لأول مرة الغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة ليضم سوقاً للأوامر وأخر للصفقات⁽²⁾ .

وفى عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم فى نفس العام إطلاق مؤشر CASE30 ليحل محل مؤشر CASE50. وفى عام 2005 تم اتمام الربط الألى بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء فى ذات الجلسة، وفى نفس العام تم قبول البورصة المصرية فى الاتحاد العالمى للبورصات .WFE وفى عام 2006 نجحت البورصة فى إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهد العام قيام شراكة استراتيجية بين البورصة المصرية وناسداك OMX من خلال التشارك فى شركة مصر لنشر المعلومات .وفى عام 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+2 بدلاً من T+3 ، وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة فى نفس العام .وبينما فى عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتى القاهرة والاسكندرية لتصبح البورصة المصرية .ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت فى أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثراً بالنمو الاقتصادى المحلى والعالمى فى تلك المرحلة⁽³⁾ .

أولاً : مشكلة البحث:

أ . خلفيات المشكلة

ومما لا شك فيه أن سوق الأوراق المالية المصرية كانت - ومازالت - فى حاجة إلى العديد من الأدوات والمؤسسات المالية التى تستطيع أن تحفظ للسوق توازنها ، وخصوصا فى ظل التطور الهائل لحجم التعاملات التى تشهدها السوق المصرية . حيث تعاني سوق الأوراق المالية المصرية من غياب وعدم توافر المؤسسات صانعة السوق ، ويقصد بها تلك المؤسسات التى تعمل على إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال توفير السيولة المناسبة للسوق والعمق والاستمرارية وذلك من خلال الاوراق المالية وذلك استناداً الى دور صانع السوق حيث تتدفق عروض بيع يقابلها طلبات شراء أو طلبات شراء يقابلها فى الجانب الاخر طلبات بيع وبالتالي تحتفظ الاسواق دائماً بحالة من التوازن بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعرى البيع والشراء وتحقق لهذه الاسواق اهم وظائفها ، وهى القدره على تسييل الاوراق المالية بسرعة وسهولة وايجاد توازن مستمر بين العرض والطلب ، مما يحد من تقلبات الاسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدى الى اقترابها من السعر العادل ، فضلاً عن ضمان استمرارية سوق الاوراق المالية فى القيام بواجباتها وتحقيق اهدافها⁽⁴⁾.

ولقد أدى الافتقار الى المؤسسات صانعة السوق فى البورصة المصرية الى عدم توازن البورصة ووجود تذبذب فى الاسعار مما أدى إلى عدم حفظ التوازن للاسعار فى السوق وتعرض البورصة المصرية الى هذات عنيفة ، ويعد نظام صانع السوق من أهم الأنظمة التى تساعد على النمو والتوازن ليتم التداول بفعالية، ويتحقق إستقرار لتعاملات البورصة . وتظهر أهمية وجود صناع الأسواق المالية خاصة عندما تكون أسعار كثيرة من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات ومن دون مبررات منطقية بحيث تصبح أسعار أسهم الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لاصولها ويلعب صانعى الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية فى كل أسواق الأوراق المالية العالمية والبعض لا يتصور إمكان الإستغناء عنه من دون التسبب فى تعطيل حركه التداول وتهميش آليات السوق وإنخفاض كفاءتها .

ومن خلال المقابلة الشخصية* بأحد مسؤولى شركات الوساطة يتضح من المقابلة من خلال الحوار أنه توجد مجموعه من المعوقات التى تعترى سوق الأوراق المالية المصرية لتحقيق الكفاءة الداخلية والخارجية، ومن أهمها:

أ - معوقات تنظيمية و تشريعية وهيكلية : تتمثل فى كل من : قصور التشريعات الإقتصادية والمالية عن مسايرة التطورات المستمرة فى أسواق الأوراق المالية العالمية مع تعددها وتقاربها وغياب التشريعات التى تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي مما أدى إلى زيادة التقلبات فى أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الإستثمار مع افتقار السوق شركات الترويج وضمان الاككتاب، وافتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين مع عدم وضوح القواعد والنصوص لكل من السوق الاولي والثانوية، ومن ثم محدودية الأدوات المالية بها وضيق نطاقها، وعدم إستعادة الجهاز المصرفي من سوق المال كمصدر تمويل طويل الأجل .

ب - قصور آليات العمل : تتمثل في كل من : عدم توافر شركات صانعى الأسواق مما يؤدي إلى التقلب الشديد فى الأسعار وحجم التداول، وعدم كفاءة سماسة الأوراق المالية فى تقديم المشورة للمشتريين، و محدودية شركات الوساطة المالية التى تقوم بترويج الإصدارات الجديدة، محدودية أدوات الإستثمار والإدخار .

- ج - قيود معلوماتية : تتمثل في كل من : تدني معايير جودة نظم المعلومات المالية من حيث الدقة، الملائمة، الشمول، التوقيت المناسب، الدورية، العدالة، التكلفة .
- د - قيود مالية : تتمثل في كل من : فرض ضرائب على العوائد الأوراق المالية، تأثير التضخم على عائد السندات، سياسية سعر الصرف .
- هـ - معوقات تتعلق بالاطارالاقتصادي : تتمثل في كل من : ضيق نطاق السوق و محدودية الأدوات المتداولة به، ضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة لانخفاض عوائدها وإرتفاع سعر الفائدة ، ومن ثم يميل الأفراد نحو الإستثمار المصرفي بعيداً عن أسواق المال وما يصاحبها من تقلبات في الأسعار .
- و - هجرة الأموال إلى الخارج : لتدني فرص الإستثمار بالسوق المحلي ، وجود عوائق تمنع المستثمرين من التحويلات المالية ، انتشار الفساد الإداري والمالي مع غياب تطبيق قواعد ومعايير الحوكمة⁽⁵⁾ .

ب . تحديد المشكلة:

مما سبق يتضح أن مشكلة البحث تتمثل في عدم وجود آلية صانع السوق في سوق الاوراق المالية المصرية مما يجعل هذه السوق تتعرض لهزات عنيفة تتمثل في إرتفاع وإنخفاض أسعار الاوراق المالية بشكل حاد مما يعرض المستثمرين إلى مخاطر عالية ويجعل الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية مرتفع المخاطر ومن ثم يقترح هذا البحث إستحداث آلية صانع السوق في سوق الأوراق المالية المصرية ، وبمكن صياغه مشكله الدراسه في التساؤل الرئيسى النالى:-

هل يؤثر تطبيق إستراتيجية صانع السوق في سوق الأوراق المالية على المستوى

ضعيف الكفاءة ؟

ويتضمن التساؤل الرئيسى مجموعة من التساؤلات الفرعيه وتتمثل في الآتى :

س 1: ما مدى قدرة آلية صانع السوق على الحد من التقلبات العنيفة للأسعار؟

س 2: ما مدى قدرة اليه صانع السوق على إحداث التوازن والاستقرار في سوق الأوراق المالية؟

س 3: ما مدى قدرة آلية صانع السوق على خلق السوق واستمرار سيولته ؟

ثانياً : الدراسات السابقة

أ:الدراسات العربية:

أ -دراسة (ابو سعدة ،2003)

هدفت الدراسة إلى تحديد وتحليل دوافع السلوك الإستثمارى للمستثمر الفرد الذى يقوم فعلا بتوظيف مدخراته وقد أوصت الدراسة إلى أن عدم توافر مؤسسات متخصصة تقدم خدماتها لصغار المستثمرين لتساعدهم على إتخاذ القرارات الخاصة بعملية شراء وبيع الأوراق المالية وفق أسس موضوعية فى الوقت المناسب وذلك لمنع إحداث التذبذب فى الأسعار وعدم قيام بعض شركات السمسرة بالتلاعب والتضليل للمستثمرين فى البورصة مما يؤدي إلى عدم توافر معلومات كافية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية وقد أوصت الدراسة بإعداد حملات إعلامية مكثفة سواء بالداخل أو بالخارج للمستثمر المرتقب سواء الأجنبى أو العربى أو المصرى وذلك لتحفيزه بوجود المعلومات الكافية لة لحماية عند تقلبات الأسعار⁽⁶⁾.

ب -دراسة (ماهر , 2014)

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية على المستوى ضعيف الكفاءة، وباعتبار أن سلوك الأسهم يتبع نموذج السير العشوائى ، واستخدمت الدراسة اساليب إحصائية لقياس الفروض تتمثل فى $jarque - Bera$ ، الإرتباط الذاتى، جذر الوحدة، نسبة التباين، عشوائية العوائد اليومية للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية نموذج (1) ، $GARCH (2)$ التى تأخذ فى الإعتبار التقلبات التى تحدث فى المؤشر العام لسوق الأوراق المالية عبر الزمن، واستعانته ببيانات سلسلة زمنية يومية تبدأ من 2/1/2005 إلى 30/12/2010 ، بواقع 1465 مشاهدة ومن أهم نتائج الدراسة أن سوق الأوراق المالية المصرية سوقا غير كف على المستوى ضعيف الكفاءة ،ولا يتبع السير العشوائى، ومن النتائج أيضاً سكون سلسلة العوائد اليومية للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية فى مصر $EGX 30$ وفقاً لحالة حد ثابت فقط بما يدعم الحصول على تقديرات حقيقية لمعاملات نموذج 1 ، 2 . $GARCH$ وأوصت الدراسة بتعزيز قواعد ومعايير الحوكمة على سوق الأوراق المالية حتى يتسنى للمشتريين والباحثين الإطلاع بشكل مستمر على أوضاع الشركات بسوق المال

وأوصت أيضا بأن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات عن طريق مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم المشورة للمتعاملين ومساعدتهم على تنفيذ عمليات البيع والشراء وأيضا بضرورة قيام المؤسسات الإستثمارية بدور صناع السوق للحفاظ على إستقرار السوق المالى بما ينعكس إيجابيا على كفاءة سوق المال^(٧)

ج -دراسة (حسن، 2015)

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق فى البورصة المصرية من خلال إختبار سلوك عائدات الأسهم الفردية فى القطاع المصرفي للمرة الأولى ومقارنة سلوك أسهمه بالنسبة إلى عائدات السوق ممثلا فى مؤشر البورصة المصرية EGX 30 فى الفترة الزمنية من 2006 الى 2010 حيث تم استخدام نموذج ارما وتهدف إلى البحث عن العلاقة بين العوائد والتطايير الشرطى للتغاير عبر الزمن، وتأثير الحدود السعرية فى نطاق التغيير اليومي فى الأسعار فى كفاءة السوق وكفاءة الحدود السعرية فى قمع تقلبات السوق بالإضافة إلى فحص مدى انطباق فرضية كفاءة السوق على صناديق الاستثمار المصرية

وتوصلت الدراسة إلى أن البورصة المصرية غير كفؤه على المستوى الضعيف و&بالتالى فإن صناديق الاستثمار فى مصر كانت غير قادرة على أن تتفوق على أداء السوق ومن نتائج هذه الدراسة أن لها أثر فى مدى إحتمالية زيادة الأرباح عن طريق التنبؤ بالأرباح المستقبلية فى سوق البورصة المصرية، والتأثير على أسعار الأسهم، واستخدام التحليل الفني الأساسى، هذا فيما يخص كفاءة السوق والتأثير على إستراتيجيات الإستثمار وأداء مديرى الإستثمار، فيما يتعلق بصناديق الإستثمار⁽⁸⁾

د - دراسة (عبد القادر، 2016)

هدفت هذه الدراسة إلى بناء نموذج يستخدم كنظام إنذار مبكر للتنبؤ بتقلبات عوائد الأسهم للحد من تجنب الأزمات المالية العالمية مستقبلاً. وذلك بعد أن تم بحث وتحليل الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008 لمعرفة أسبابها وتداعياتها على الإقتصاد العالمي بصفة عامة

وعلى الإقتصاد المصري بصفة خاصة وتقييم أثر هذه الأزمة على أداء سوق المال المصري وكيفية الخروج من الأزمات أو تجنبها مستقبلاً حيث أن الإستقرار الاقتصادي يتوقف على التغيرات التي تحدث في النظام المالي سواء في النظام المصرفي أو الأسواق المالية ومن أهم نتائج الدراسة الآتى:

- إنخفاض درجة عمق سوق المال فى سوق المال المصري
- إرتفاع معدل دوران الأسهم فى سوق المال المصري
- عدم وجود علاقة طردية واختلافات ذات دلالة معنوية بين مؤشرات السيولة ومعدل النمو الاقتصادي للدولة

وأثبتت النتائج عدم وجود تأثير معنوى بين مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي وأن قوة العلاقة بينهما تقود إلى كفاءة حجم السوق وأن مصر تأثرت كثيراً بالتقلبات الحادة فى أسواق المال الخليجية والعربية لانخفاض سعر النفط والأمر يحتاج إلى جهات تشريعية لقرارها بالتزامن مع إستقرار الأوضاع الأمنية وانتهاء خارطة الطريق وعودة السياحة لتوفير موردا أساسيا للعملة الأجنبية⁽⁹⁾

هـ - دراسة (مدانى ، 2016)

قامت هذه الدراسة ببحث نظام صانع السوق ومتطلبات تطبيقه فى أسواق الأوراق المالية العربية بالاسترشاد بالتجارب العالمية والتي تؤكد الحاجة الملحة لهذه الأسواق فى الوقت الحاضر لصانع السوق لتنشيطها وترويج الأسهم والسندات والحفاظ على توازن الأسعار بشكل مستمر، أو التخفيف من تذبذبها بين الإرتفاع والانخفاض دون مبررات حقيقية، وتقليل تأثير القرار الفردى، وبالتالي زيادة السيولة والإستقرار وقيادة السوق فى الإتجاه الصحيح ونجاح ذلك يقتضى شروطاً تتوفر في صانع السوق وضوابط ومتطلبات ينبغي على هيئات أسواق الأوراق المالية العربية توفيرها وتشريعها ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة

يحقق صانع السوق سوقاً عادلاً ومستمر للأوراق المالية عن طريق إيجاد أسلوب صحيح للتسعير، كما يساهم فى زياده سيولة وعمق السوق وقيادته فى الإتجاه الصحيح

يمكن إدراج صناعة السوق فى أسواق الأوراق المالية العربية بتقليد أحد النماذج العالمية الرائدة، إلا أن الغرض بصياغة نموذج جديد لصانعى السوق يراعى خصائصها هو الخيار الأنسب رغم نقص خبره والتجربة^(١٠)

٢ - الدراسات الأجنبية:

١-دراسة (Daniel G, and David K., 2003) :

تستهدف هذه الدراسة بحث تأثير المستويات المختلفة من الشفافية pretrade على سلوك الاقتباس من صانع السوق في بورصة ناسداك .ونجد أن صانع السوق هم أكثر عرضة للتعبير عن الافراد ، وتضييق انتشار النشاط ، وعندما يمكن القيام بذلك بشكل مجهول من خلال إرسال أوامر للحد على شبكات الاتصالات الإلكترونية .(ECNs) ومن منظور السياسة العامة، تشير النتائج التي توصلنا إليها أن جعل مستوى الشفافية pretrade في بورصة ناسداك أكثر غموضا يمكن من تحسين المنافسة في الأسعار وهوامش ربحية أخرى⁽¹¹⁾.

ب - دراسة (Tatyana Zabolina' 2004) :

تذكر هذه الدراسة أنه في 1 فبراير 2002 ، عين مجلس شيكاغو للتجارة صانع السوق لتعزيز السيولة في العقود الآجلة مقايضة لسعر الفائدة لعشره اعوام . وهذا البرنامج لصانعى السوق هو الأول من نوعه في صناعة العقود الآجلة .ونجد أن إدخال صانع السوق زاد من حجم تخفيض تكاليف المعاملات .وقد عزز صانعى السوق أيضا السرعة والكفاءة لاكتشاف تذبذب الأسعار، وأظهرت النتائج أيضاً أن برنامج صانعى السوق هو ناجح في تحسين السيولة⁽¹²⁾ .

ج - دراسة: (anour, 2016)

هدفت هذه الدراسة إلى قياس كفاءة السوق المالى السعودى عند المستوى الضعيف الكفاءة من خلال تطبيق مجموعة اختبارات إحصائية تهدف إلى إختبار السير العشوائى للعوائد اليومية للأسهم بإستخدام المؤشر العام للأسهم ، ومؤشر قطاع البنوك، بالإضافة لأسعار أسهم أهم ثلاث شركات من حيث التداول في السوق السعودى خلال الفترة الزمنية

من مارس 2003 وحتى يونيو 2015. وفسرت الدراسة النتيجة التي توصلت إليها وجود مؤثرات غير مرتبطة باساسيات الإقتصاد السعودي التي تحرك أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً بصورة منتظمة مما يستدعي المسارعة لإتخاذ القرارات التصحيحية المناسبة ، بالتركيز على ممارسات كبار المتعاملين فى سوق الأسهم⁽¹³⁾ .

ثالثاً : أهداف البحث:

يهدف البحث إلى ما يلى:

دراسة وتحليل أهم التقلبات التى حدثت فى سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الماضية

دراسة وتحليل مدى قدرة آلية صانع السوق فى الحد من التقلبات العنيفة لسوق الاوراق المالية المصرية

دراسة وتحليل مدى قدرة اليه صانع السوق على إحداث التوازن والإستقرار لسوق الأوراق

المالية المصرية

دراسة وتحليل مدى قدرة اليه صانع السوق على خلق وصناعة السوق واستمرار سيولته.

إقتراح إستراتيجية لإستحداث آلية صانع السوق للعمل فى سوق الأوراق المالية المصرية

رابعاً : فروض البحث

تتمثل فروض البحث فى الآتى:-

· توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التقلبات فى أسعار الأوراق المالية

وعدم إستقرار السوق وتعرضه لهزات عنيفة.

· توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية بين وجود اليه صانع السوق واستقرار

السوق وتوازنه.

· توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية بين وجود آلية صانع السوق وخلق

السوق واستمرار سيولته.

خامساً :أهمية البحث:

(1) الأهمية العلمية :

افتقار المكتبة العربية للدراسات التي تتناول موضوع صانع السوق ودوره في سوق الأوراق المالية المصرية*.

تتبع أهمية هذا البحث من أنه يمثل امتداداً للعديد من الدراسات التي اهتمت بسوق الأوراق المالية في مصر ومحاولة الوقوف على طبيعة مشاكله وتقديم واستحداث حلول لها.

إن هذا البحث يزداد أهميته من خلال تناوله لمشكلة حيوية، وذات تأثير كبير على سوق

الأوراق المالية ألا وهي عدم وجود آلية صانع السوق في سوق الأوراق المالية المصرية

كآلية تحافظ على إستقرار وتوازن سوق الأوراق المالية.

(2) الأهمية العملية:

١- أن على الرغم مما تشهده سوق الأوراق المالية المصرية من تطور - لاسيما في

الفترة الأخيرة - إلا أنها مازالت تواجه مجموعة من المشاكل التي تعترض نموها ، وتحد من

كفاءة أدائها، ويعد ما شهدته السوق المصرية من تقلبات في الأسعار ، تأكيداً واضحاً على

ضرورة وأهمية وظيفة صانع السوق ، الذي يتدخل في الوقت المناسب لمنع حدوث الإرتفاع

العشوائي أو الانخفاض الحاد في الأسعار بدون مبرر إقتصادي ولسوق الأوراق المالية أهمية

كبيرة سواً بالنسبة للأفراد أو الشركات أو الاقتصاد.

٢- أهمية صانع السوق في دعم سوق الأوراق المالية المصرية باعتبارها إحدى الركائز الرئيسية

للاقتصاد من خلال حفظ التوازن في الأسواق وضبط إيقاعها والعمل على جذب المزيد من

الاستثمارات الخارجية .ويحاول هذا البحث توفير كافة المتطلبات التي تساهم في نجاح

تطبيق النظام لتحقيق الأهداف المتوقعة له والقيام بدوره على الوجه الأكمل.

٣- وجود صانع للسوق يحقق التدفق لعروض البيع التي يقابلها طلبات الشراء أو طلبات

الشراء التي يقابلها في الجانب الآخر طلبات البيع، وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحالة

من التوازن بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه

*في حدود علم الباحث

الأسواق أهم وظائفها، وهي القدرة على تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن

مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى

اقتربها من السعر العادل، فضلا عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها.

سادسا : حدود البحث:

١- حدود زمنية:

سوف تتناول الدراسة الموضوع خلال الفترة من 2015 الى 2020

٢- حدود مكانية:

تقتصر الدراسة على سوق الاوراق المالية المصرية كدراسة حالة.

٣- حدود إطارية (موضوعية) :

تقتصر الدراسة بالبحث والتحليل قياس كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى ضعيف الكفاءة مع إستعراض أهم أسباب التقلبات التي تحدث في سوق الأوراق المالية المصرية من خلال إستخدام نماذج مختلفة من عائلة GARCH والتعرف على دور صانع السوق في حفظ التوازن ووضع تصور مقترح للآلية التي يمكن ان يعمل صانع السوق من خلالها في سوق الاوراق المالية المصرية.

سابعا : أسلوب البحث :

سوف يعتمد البحث على الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية وسوف يتضمن أسلوب البحث الآتى: .

أ- مصادر البيانات:

١- مصادر ثانوية: عن طريق كل البيانات المنشورة مثل:

- الكتب والبحوث والرسائل والدوريات

- التقارير والبيانات المتعلقة بالبورصة

- شركه مصر لنشر المعلومات للحصول على بيانات المؤشر العام لأسعار إغلاق الشركات

بسوق الأوراق المالية E G X 30

٢- مصادر أولية: عن طريق:

- المقابلات الشخصية مع شركات السمسرة للأوراق المالية

- . الملاحظة الشخصية لأسعار الأسهم والتقلبات التي تحدث بها خلال فترة البحث
ب- أسلوب التحليل :

سوف يعتمد البحث على الأسلوب الاستقرائي الوصفي لمتابعة الأحداث ورصدها وفيما يتعلق بالتقلبات وتحليل أسبابها ، وفى ضوء التحليل هذا يتم تطبيق الأسلوب الاستنباطى من خلال تقديم تصور مقترح لتواجد صانع السوق فى سوق الأوراق المالية المصرية والإسلوب الكمى، حيث وجود بعض المتغيرات التى يمكن قياسها باستخدام نماذج مقترحة من مجموعة GARCH ممثلة فى تقلب عائد مؤشر EGX30 ، وإستخدام بعض الأدوات الإحصائية ومن خلال هذا التحليل الوصفى والكمى يتم تقديم تصور مقترح لإستحداث آلية صانع السوق فى سوق الاوراق المالية المصرية.
ثامنا: الأساليب الإحصائية المستخدمة:

لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية على المستوى الضعيف وفقا لنموذج السير العشوائى ، ولتحقيق أهداف البحث فإنه سوف يتم استخدام الأساليب الإحصائية التالية على سبيل المثال:

- تحويل السلسلة الزمنية للمؤشر العام للسوق المصرى إلى سلسلة العوائد المستقرة.
- إختبار Jarque –Bera لقياس إعتدالية توزيع العوائد الشهرية للمؤشر العام.
- إختبار الارتباط الذاتى والارتباط الذاتى الجزئى لسلسلة العوائد.

1/8: تحويل السلسلة الزمنية للمؤشر العام للسوق المصرى إلى سلسلة العوائد المستقرة:

للحصول على سلسلة زمنية مستقرة ، تم تحويل سلسلة الموشر العام لسوق الأوراق المالية المصرية EGX30 إلى سلسلة العوائد الشهرية ، من خلال إيجاد معدل التغير فى مؤشر اسعار

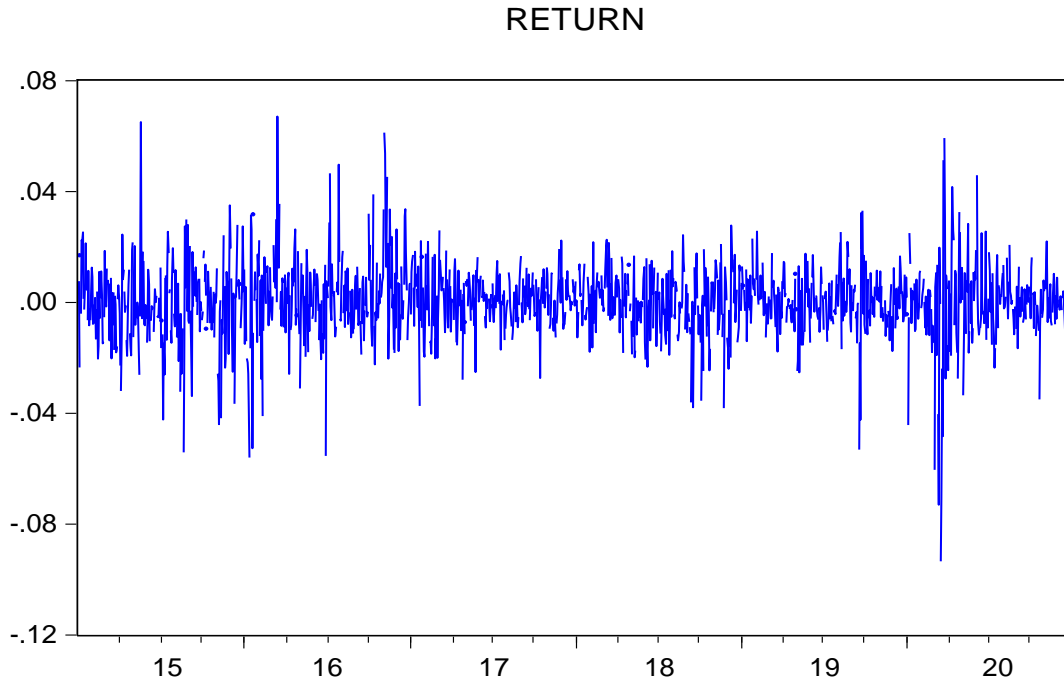
$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

الإغلاق بالسوق المصرى ، باستخدام المعادلة التالية: P_t, P_{t-1}

حيث أن r_t : العائد فى الزمن t ، P_t, P_{t-1} : مؤشر اسعار الإغلاق فى الزمن الحالى

والسابق.

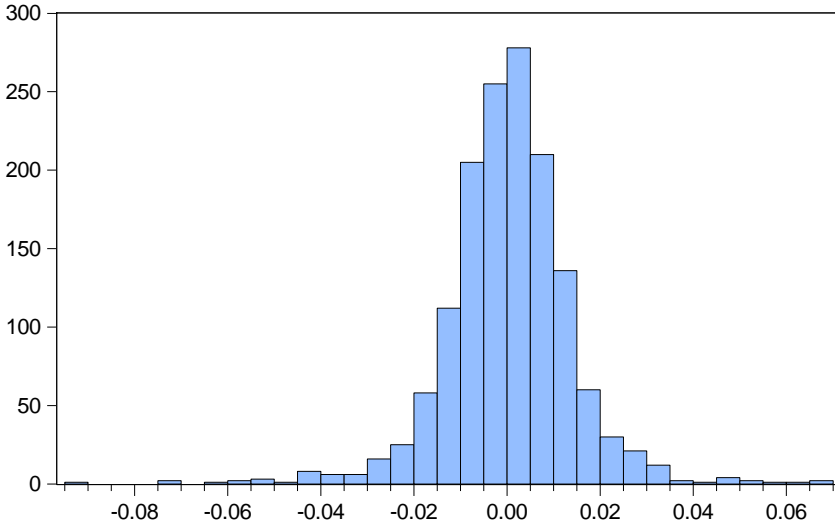
EGX30 شكل رقم (1): سلسلة العوائد اليومية للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية



يتضح من الشكل رقم (١) التقلب الشديد في سلسلة العوائد اليومية لأسعار إغلاق المؤشر العام لسوق الأوراق المالية بمصر EGX30 ، في الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠٢٠ ، خاصةً في الربع الثاني من عام ٢٠٢٠م.

2/8: إختبار Jarque – Bera لقياس إعتدالية توزيع العوائد اليومية للمؤشر العام:

بإستخدام إختبار Jarque-Bera ، قد إتضح من الشكل رقم (٢) عدم إعتدالية توزيع سلسلة العوائد اليومية للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية بمصر EGX30 ، عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠٠١)، مما يدل على تفرطح توزيع تلك العوائد اليومية ، وأن التغيرات في أسعار الأسهم لا تتبع نموذج السير العشوائى بما يدعم عدم كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف ، بحيث يمكن استخدام اتجاه الأسعار للتنبؤ بالتحركات أو الأسعار المستقبلية.



Series: RETURN	
Sample 1/04/2015 12/31/2020	
Observations 1461	
Mean	0.000225
Median	0.000579
Maximum	0.067037
Minimum	-0.093422
Std. Dev.	0.013600
Skewness	-0.403224
Kurtosis	8.174345
Jarque-Bera	1669.448
Probability	0.000000

3/8: نتائج إختبار الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لسلسلة العوائد اليومية للمؤشر العام:

جدول رقم (١): يوضح قيم إختبار Ljung - Box لكل من: الإرتباط الذاتي والإرتباط الذاتي الجزئي

sig	Q-Stat	PAC	AC	LAG	Sig.	Q-Stat	PAC	AC	LAG
0.001	109.33	0.017	0.005	19	0.001	85.408	0.242	0.242	1
0.001	111.27	0.038	0.036	20	0.001	86.579	-0.032	0.028	2
0.001	111.29	-0.021	-0.003	21	0.001	88.837	0.042	0.039	3
0.001	111.51	-0.013	-0.012	22	0.001	90.444	0.015	0.033	4
0.001	113.35	0.035	0.035	23	0.001	90.493	-0.006	0.006	5
0.001	115.56	0.016	0.039	24	0.001	90.972	-0.020	-0.018	6
0.001	117.48	-0.053	-0.036	25	0.001	91.186	-0.005	-0.012	7
0.001	117.50	0.032	0.004	26	0.001	92.136	-0.024	-0.025	8
0.001	119.77	-0.049	-0.039	27	0.001	92.184	0.008	-0.006	9

0.001	120.70	0.005	-0.025	28	0.001	95.795	0.053	0.050	10
0.001	124.85	-0.046	-0.053	29	0.001	97.496	0.012	0.034	11
0.001	124.87	0.021	-0.004	30	0.001	100.78	0.040	0.047	12
0.001	124.92	0.002	0.006	31	0.001	101.90	0.004	0.028	13
0.001	125.68	0.025	0.023	32	0.001	101.95	-0.006	0.006	14
0.001	125.94	-0.005	0.013	33	0.001	102.22	-0.019	-0.013	15
0.001	125.95	-0.006	0.001	34	0.001	106.05	-0.048	-0.051	16
0.001	125.96	0.001	0.003	35	0.001	108.72	-0.020	-0.042	17
0.001	125.97	-0.002	0.003	36	0.001	109.29	-0.000	-0.020	18

يتضح من الجدول رقم (١) أنه يوجد إرتباط تسلسلي في سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق الأوراق المالية في مصر EGX30 في جميع الإزاحات منذ الإزاحة الأولى حتي الأخيرة، وهي دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠٠١) ، ومن ثم رفض فرض العدم $\hat{\rho}_k^2 = 0$ ، القائل بعدم وجود مشكلة الأرتباط الذاتي والأرتباط الذاتي الجزئي في سلسلة العوائد اليومية ، بما يدعم عدم كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية على المستوى الضعيف، وأن سلسلة العوائد اليومية لا تسير سيراً عشوائياً بل مرتبطة ذاتياً.

النتائج

- يعد صانع السوق مؤسسة مالية تمتلك إمكانيات مادية كبيرة تمكنها من حفظ التوازن لأسواق الأوراق المالية، من خلال القيام بالتدخل السريع بالشراء في حاله تددت أسعار الأسهم ،والتدخل بالبيع في حاله إرتفاع الأسعار إلى مستويات ماليه عاليه
- تؤدي تقلبات وتذبذبات الأسعار في البورصة المصرية إلى ضرورة تطبيق نظام صانع السوق،حيث يعتبر تطبيق نموذج صانع السوق إليه جيدة للحد من التقلبات التي تحدث

- بشكل مفاجئ كما تتضح هذه الظاهرة بشدة في البورصة المصرية نتيجة لصغر حجم السوق بالإضافة إلى عدم تطور النظم الإدارية اللازمه لضبط السوق
- إن التقلبات التي تحدث في سوق الأوراق المالية المصرية خاصة وفي أسواق الأوراق المالية عامة لا ترجع فقط إلى أسباب ومعوقات اقتصادية وفنية وإدارية ومالية وغيرها، وإنما أيضاً إلى الأدوات المالية المستخدمة وعدم إدخال الآليات الحديثه
- يحقق صانع السوق سوقاً عادله ومستقرة للأوراق المالية من خلال استقرار الأسعار
- مساهمه صانع السوق في توفير السيولة وزيادة عمق السوق وقيادة إلى الإتجاه الصحيح
- تتفوق البورصات الامريكيه عالمياً في صناعة السوق، وتمثل نموذجا نظريا وعلمياً لأنواع هذه الصناعات وقوانينها وأنظمتها وآلياتها
- يمكن إدراج صانع السوق في أسواق الأوراق المالية بتقليد أحد النماذج الرائدة العالمية، ويقدم البحث نموذجا مقترحا للتطبيق وترى الباحثة أن هذا النموذج هو الأكثر تناسبا مع الأسواق الناشئة ومنها مصر والتي تتصف ببطيء إدخال الأدوات والآليات الجديدة
- تعتبر توافر الثقة والشفافية ودراسة الظروف الفنيه المحيطة ببيئة الإقتصاد للسوق من أهم متطلبات نجاح صناعة السوق
- أثبتت نتائج اختبارات الأساليب الإحصائية المستخدمة في منهجية البحث أن سوق الأوراق المالية المصرية سوقا غير كفاء على المستوى ضعيف الكفاءة وذلك باستخدام نماذج عائلة GARCH أن البورصة المصرية تتصف بالتقلب بشكل مستمر، ويتضح ذلك من التقلبات التي تظهر في عائد مؤشر سوق الأوراق المالية EGX30 وهو ما أثبتت صحة فرضية الدراسة بوجود تقلبات تؤدي إلى عدم الاتزان والاستقرار في الأسعار في البورصة المصرية مما يتطلب تطبيق نظام صانع السوق للحد من هذه التقلبات
- ستكون سلسلة العوائد اليوميه للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية المصرية EGX30 وفقا لحالة حد ثابت فقط ، بما يدعم الحصول على تقديرات حقيقية لمعاملات (GARCH)

(1,2)

التوصيات

- تشجيع الاستثمار الأجنبي بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الاجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها
- ضرورة إنشاء مؤسسات مالية تقوم بدور صانع السوق للحفاظ على إستقرار السوق المالي بما ينعكس إيجابياً على كفاءة سوق المال
- توصى الدراسة بتطوير الآليات والأدوات والتقنيات الحديثه الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات عن طريق مؤسسات متخصصة لتقديم المشورة للمتعاملين ومساعدتهم على تنفيذ عمليات البيع والشراء
- توصى الدراسة بإدخال نظام صانع السوق من خلال النموذج المقترح
- توصى الدراسة بقياس متغيرات أخرى وقياس أثرها في حدوث التقلبات من خلال عائد مؤشر EGX30 مثل أسعار الصرف وسعر الفائدة وغيرها من المتغيرات وذلك للحد من التقلبات والتذبذبات

تاسعا : المراجع:

- حنفى عبد الغفار ، ، الاستثمار فى بورصة الاوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية، 2004
- موقع البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/arabic/Brochures.asp>
- عاطف النقى ، الخصخصة وسوق الاوراق المالية فى مصر التقرير السنوى ، البورصة المصرية، 2011
- ماهر أحمد على، صفاء محمد سالم، (2014) ، استخدام نماذج GARCH لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر، المجلة الإحصائية المصرية بمعهد الدراسات والبحوث الإحصائية ، جامعة القاهرة

- إبراهيم ابو سعدة ، (2003) ، " تحليل الدوافع والخصائص السلوكية للمستثمرين تجاة الاستثمار فى البورصة الاوراق المالية " ، مجلة كلية التجارة ، جامعة الازهر .
- ماهر احمد على،(7 2014) ، " إستخدام نماذج GARCH لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية فى مصر " المجلة الإحصائية المصرية، معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، جامعة القاهرة ، 2014 ،
- حسن إسماعيل فارس،(2015) ، إختبار فرضية المستوى الضعيف لكفاءة السوق فى البورصة المصرية : فحص كفاءة صناديق الإستثمار والأسهم الفردية فى القطاع المصرفي، المجلة المصرية للدراسات التجارية، عدد3 ،مصر
- عبدالقادر عبدالعظيم عابدين،(2016) ، " نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بتقلبات عوائد الأسهم للحد من أو تجنب المالية العالمية مستقبلاً" ، دراسة تطبيقية على سوق رأس المال المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، عدد1 ، مصر
- مدانى أحمد،(2016) ، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية ، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية ، عدد15 ، الجزائر
- Daniel G, David K, (2003),"Market Maker Quotation Behavior and Pre Trade Transparency", Journal of Finance, Vol.58, No.3
- Tatyana Zabolina, (2004),"Not designated market makers to improve the liquidity in the futures markets open outcry?"Journal of Futures Markets, Vol.24, No.5
- Onour,IbrahimA.,(2016),testing Efficiency performance of souidi
- شركة فيصل لتداول الأوراق المالية ، الجيزة، مصر