

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

عبد اللطيف سعدون الكيلاني

## قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ٢٠١٢ حتى العام ٢٠١٧

أ. د/ محمد بهاء الدين محمد بخيت (\*)

د. / أحمد صقر (\*\*)

أ/ عبد اللطيف سعدون الكيلاني (\*\*\*)

### الملخص:

هدفت الدراسة الى التوصل لمستوى العلاقة بين سيولة سوق الاوراق المالية وبين معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، وذلك بالاعتماد على مؤشرات لقياس سيولة السوق ممثلة في كلا من معدل دوران الاسهم ودرجة التقلب وحجم التداول، والتعرف على الجوانب النظرية واستعراض المفاهيم الاساسية لسوق الاوراق المالية المصرية والعلاقة بين سيولة السوق وعائد السوق، حيث تمثلت مشكلة الدراسة في الاجابة على تساؤل ماهو مستوى العلاقة الاحصائية بين سيولة سوق الاوراق المالية ومعدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100؟ وتشكل مجتمع الدراسة في سوق الاوراق المالية المصري حيث تم اختيار عينة الدراسة ممثلة في مؤشر EGX100، وقد تم اختيار الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٧، وقد قامت الدراسة على حساب معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 من خلال نموذج تسعير الاصول الراسمالية CAPM، بجانب استخدام متغيرات رقابية تمثلت في سعر صرف الدولار الامريكى ومعدل التضخم K واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال اختبار البيانات الفعلية الصادرة عن البورصة المصرية للبيانات الفعلية للتداولات اليومية في البورصة، وتوصلت نتائج الدراسة الى انه يوجد اثر ايجابي لمعدل دوران

(\*) أستاذ المحاسبة والتمويل – قسم الإدارة المالية والمحاسبة -كلية الادارة والتكنولوجيا –  
الاكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا.

(\*\*) أستاذ التمويل المساعد – قسم الإدارة المالية والمحاسبة - كلية الادارة والتكنولوجيا –  
الاكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا.

(\*\*\*) موظف في بنك .

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

الاسهم كمقياس لسيولة سوق الاوراق المالية على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، وانه يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير في درجة تقلب السوق على مستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100، وانه يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير في حجم التداول على مستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100، حيث ان ارتفاع حجم التداول اليومي كمؤشر لمستوى ضخ سيولة ادى ذلك الى زيادة مستوى السيولة وبالتالي ارتفاع معدل العائد المطلوب .

وتوصلت نتائج الدراسة الى انه يوجد تفاوت كبير بين احجام التداول اليومية في البورصة المصرية وهذا يظهر من ارتفاع معدل الانحراف المعياري لحجم التداول خلال الفترة بشكل اكبر من قيم باقى المتغيرات ويستدل من ذلك ان هناك تذبذب حاد في مستوى التداولات اليومية في البورصة المصرية، وان هناك اختلاف بين نتائج الدراسة الحالية عن نتائج الدراسات السابقة في اتجاه الاثر، حيث اتضح ان هناك اسواق اخرى تتاثر بشكل سلبي من مستويات السيولة المرتفعة، وهذا مؤشر لضعف كفاءة السوق حيث تحكم السيولة المنخفضة بالسوق وتحقيق معدلات عائد عن طريق حجم السيولة المنخفض هو نوع من انواع التلاعب وضعف كفاءة السوق.

واوصت الدراسة بالعمل على زيادة قيمة التداولات اليومية عن طريق تشجيع المستثمرين وجذب الاموال نحو البورصة مما يساعد في تحسن مستوى العائد المتوقع من سوق المال، بجانب حث المستثمرين على الاستفادة من معادلة التنبؤ التي توصلت اليها الدراسة بمعدل العائد المطلوب من خلال توقع مستوى العائد عن طريق معدل الدوران ودرجة التقلب وحجم التداول كمقاييس لسيولة السوق.

## ١ - مقدمة:

تعتبر دراسة حركة اسعار الاسهم في البورصات امرا مهما في عالم المال والاستثمار والشغل الشاغل للمستثمرين والمختصين ومنظمات الاعمال والباحثين وغيرهم، ويحاول العديد من الباحثين تحديد العوامل المؤثرة على سوق الاوراق المالية والتي تقف وراء التغير في سعره ومحاولة دراسة هذه العوامل وتفسيرها

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

بغرض الاستفادة منها في معرفة تأثيرها على سعر السهم، وبذلك يمكن التنبؤ بحركة سوق المال في المستقبل، حيث يهتم المستثمرون كثيرا بسعر السهم وذلك لان سعر السهم يتم على اثره عملية البيع او الشراء، فالعرض والطلب على اسعار الاسهم فى سوق الاوراق المالية هو الذى يحدد ويتحكم فى الاسعار. (شريط، ٢٠١٣)

حيث أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وفقا لدرجة المخاطر التي يحتمل ان تتعرض لها السوق ، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد. (العقلا، ٢٠٠٧)

وتعمل اسواق الاوراق المالية (البورصات) على تجميع مدخرات افراد المجتمع وجذب تدفقات نقدية من الخارج وتحويلها الى رؤوس اموال توظف فى الاستثمارات الاكثر انتاجية، اذ ان مميزات سرعة التسييل والرقابة الغير مباشرة على اداء الشركات المدرجة فى البورصة والإفصاح والأمانة التى توفرها اسواق الاوراق المالية تشجع المستثمرين على الاقدام على توظيف مدخراتهم بشراء الاوراق المالية التى تصدرها الشركات مما يؤدي الى تسارع معدلات النمو الاقتصادى. (الجرجاوى، ٢٠٠٨)

ويسعى المستثمر في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرضي يضمن له ضمن حده الأدنى تعويض عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره، وفي الحقيقة لا يمكن تصور وجود استثمار يحمي صاحبه من المخاطر، وأيضا فإن الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص يعرض المستثمرين لمخاطر متعددة ذا يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد على الاستثمار، لأنه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، وفي عالم كهذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، إلا أنه يستطيع قياس المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية. (فلاح، الدوري، ٢٠٠٠)

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

فقد تتعرض الاسواق المالية الى العديد من المخاطر منها مخاطر سيولة السوق والتي بدورها تؤدي الى وجود حالة من التذبذب في حركة التعاملات بالسوق وهنا لابد ان نتعرف على معنى المخاطرة، فيقصد بها احتمال ان يكون توقع ما خطا. (مروان النحلة، ٢٠١٠)

حيث تقوم الدراسة على بحث الاثر الناتج من التغير في مستوى السيولة بالسوق على مستوى العائد المطلوب ومدى قوة العلاقة بينهما، وبشكل اكثر تحديدا يأخذ في الاعتبار المخاطر النظامية والمعروفة ببيتا ويتم حساب العائد المطلوب لمؤشر EGX100 من خلال نموذج تسعير الاصول الراسمالية CAPM حيث يتناول الفصل توضيحا لمشكلة الدراسة ولاهداف الدراسة واهمية الدراسة وخطة الدراسة.

٢ - مشكلة الدراسة:

تواجه الاسواق المالية مشكلة في مستوى السيولة المتاحة، حيث تمثل عملية استمرارية تدفق الاموال اهمية لتحقيق معدلات العائد المطلوبة، حيث ان المؤسسات المالية تنظر الى سوق الاوراق المالية باعتبارها اداة تمويل سريعة يمكن ان تحقق عوائد في فترة زمنية قصيرة، حيث تعد سوق الاوراق المالية المصرية من الاسواق الناشئة ولكنها تعرضت لمشاكل عدة خلال الفترة من العام ٢٠١٢ حتى ٢٠١٧ نتيجة لاحداث سياسية واقتصادية، فقد واجه السوق ازمان متكررة اثرت على قابلية المستثمرين للاستثمار في البورصة، بالرغم من الاجراءات اتبعتها الجهات المنظمة لتحفيز الاستثمار، الا ان المشهد قد ساد به بعض التقلبات والتي ربما تسببت في مشاكل للمستثمرين وبالاخص المستثمرين الاجانب نظرا لعدم وجود سيولة مرتفعة، حيث ان مشكلة الدراسة تتلخص في بحث مستوى العلاقة بين مستوى سيولة السوق وبين العائد المطلوب لمؤشر EGX100، ويمكن صياغة المشكلة على النحو التالي:

■ ماهو مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومعدل العائد المطلوب لمؤشر

EGX100 في مصر؟

٣- أهمية الدراسة:

يمكن صياغة اهمية الدراسة على النحو التالي:

- استعراض الأدبيات والدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث يعد إضافة تساعد الباحثين ومصدرا للقائمين على سوق الأوراق المالية للتعرف على ما قدم من أبحاث وآراء.
- ان عرض نتائج البحث ممثلة في ما سوف يتم التوصل اليه من قياس لمستوى العلاقة بين مخاطر سيولة السوق وبين العائد المطلوب لمؤشر EGX100 يساهم في مساعدة المستثمرين في التعرف على الواقع العملي لآثر السيولة على سوق الأوراق المالية.
- إثراء المكتبة العلمية بإضافة ما سوف تتوصل اليه الدراسة من نتائج تساعد الباحثين مستقبلا وتفتح آفاق نحو تقديم دراسات مستقبلية أكثر تقدما تساهم في تطوير البحث العلمي.
- استعراض العلاقة بين مستوى السيولة والعائد وبالأخص يعد محل اهتمام للمستثمرين الأجانب للتعرف على اتجاه الأسواق وبالأخص الأسواق الناشئة التي تنسم بمستوى سيولة منخفض يسبب صعوبة في عملية التخارج من الاستثمارات وبالتالي استعراض نتائج الدراسة يساهم في عملية اتخاذ القرار.
- من خلال استعراض نتائج وتوصيات الدراسة والمساهمة في توضيح العلاقة لمتخذي القرار فان ذلك يمكن ان يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

#### ٤ - أهداف الدراسة:

يمكن صياغة أهداف الدراسة على النحو التالي:

- التوصل الى مستوى العلاقة بين مخاطر سيولة السوق وبين العائد المطلوب لمؤشر EGX100 في مصر.
- التوصل الى طبيعة اثر معدل دوران الاسهم على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100.

- قياس مستوى الاثر الناتج من درجة تقلب السوق على مستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100.
- قياس مستوى الاثر الناتج من مستوى حجم التداول على مستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100.
- التعرف على الجوانب النظرية واستعراض المفاهيم الاساسية لسوق الأوراق المالية المصرية والعلاقة بين مستوى سيولة السيولة والعائد المطلوب تحقيقه من الاستثمار في الاسواق المالية.

#### ٥- الدراسات السابقة:

الدراسات المرتبطة بموضوع البحث:

- دراسة (أبو الهيجاء، ٢٠١٨) بعنوان اثر سيولة السوق على معدل العائد المطلوب للسهم بالتطبيق على مؤشر الاسعار في بورصة دمشق، حيث هدفت الدراسة إلى معرفة اهمية سيولة السوق على حركة مؤشر الاسعار والتي يعتمد عليها المستثمرين في التنبؤ بمستوى العائد المطلوب، حيث تقوم الدراسة على بحث العلاقة بين توفير السيولة اللازمة لعمليات التداول وبين معدل العائد المطلوب، حيث تبرز اهمية هذه الرسالة من أن معدل تقلب اسعار الاسهم وحجم التداول لهما من الاهمية في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب، حيث تم اضافة متغيرات رقابية تمثلت في معدل الفائدة واسعار الصرف، وقامت الدراسة على بحث البيانات اليومية لحركة التداول في بورصة دمشق من خلال مؤشر DWX واستخدام نموذج قياس معدل العائد المطلوب CAPM لتحديد الاثر الناتج من حجم التداول ودرجة التقلب على معدل العائد المطلوب باستخدام نموذج الانحدار الخطي، حيث توصلت نتائج الدراسة الى ان هناك علاقة ايجابية بين حجم التداول ومعدل العائد المطلوب وان هناك علاقة ايجابية بين درجة التقلب ومعدل العائد المطلوب وبالتالي فان هناك اثر ايجابي لسيولة السوق على معدل العائد المطلوب، واوصت الدراسة ان تعمل البورصة في دمشق على تطوير الاداء وجذب الاستثمارات بشكل مستمر مما يساعد على زيادة معدل العائد.

■ دراسة (عبد، ٢٠١٨) بعنوان بحث العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على معدل العائد المطلوب في البورصة المصرية، حيث هدفت الدراسة إلى البحث في العوامل التي تؤثر على معدل العائد المطلوب في البورصة المصرية والتصنيف مابين عوامل مالية وعوامل غير مالية وبحث مستوى الاثر الناتج من كل عامل على حده، وبيان العلاقة بين تلك العوامل ومعدل العائد المطلوب باستخدام نموذج الانحدار الخطي، حيث اعتمدت الدراسة على عوامل مالية تمثلت في التضخم وسيولة السوق وسعر الصرف وسعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي وعوامل غير مالية تمثلت في البنية القانونية والتشريعية والقرارات السياسية، حيث قامت الدراسة على الفترة من العام ٢٠١٤ حتى ٢٠١٧ بالتطبيق على مؤشر EGX30 وانتهت نتائج الدراسة الى العوامل المالية تؤثر بشكل اكبر على معدل العائد المطلوب حيث جاءت النتائج بان حجم التداول يؤثر بنسبة ٥٤.٧% في معدل العائد المطلوب وان معدل التضخم يؤثر بنسبة ٤٠.٥% وان سعر الصرف يؤثر بنسبة ٣٥.٨% وان سعر الفائدة يؤثر بنسبة ٣٦.٨% وان معدل النمو يؤثر بنسبة ٤٨.٢%، بينما جاءت نتائج الدراسة بان العوامل غير المالية المتعلقة بالبيئة التشريعية والقانونية تؤثر بنسبة ٥٦.٧% وان القرارات السياسية تؤثر بنسبة ٣٢.٧%، واوصت الدراسة حيث تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لقياس العلاقة بين المتغيرات.

■ هدفت دراسة (Emoka,2018) الى البحث في تأثير سيولة السوق على عائد مؤشر سوق الأسهم – دراسة تطبيقية في كينيا، حيث بحث تأثير مؤشرات سيولة السوق ممثلة في حجم تداول الاسهم ومعدل دوران الاسهم في البورصة بجانب مؤشرات رقابية ممثلة اسعار الفائدة ومعدل التضخم، حيث يكمن الجدل فيما إذا كان هناك أثر لمستوى السيولة على تقلب أسعار الأسهم وتحقيق معدل العائد المطلوب، وقد بحثت هذه الدراسة تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد المطلوب باستخدام نموذج CAPM في بورصة كينيا، وقد أسفرت الدراسات السابقة عن ان هناك ارتباط سلبي بين معدل دوران الاسهم وحجم التداول وبين

معدل العائد المطلوب وهو يخالف النظرية الاقتصادية وبالتالي تم رفض الفرضية، وكان الهدف من هذه الدراسة هو دراسة بحث مستوى السيولة في السوق على أداء سوق الأسهم في كينيا، وقد أولي اهتمام خاص للسيولة على مختلف مؤشرات أداء سوق الأسهم، من حيث نشاط السوق. وقد أجريت الدراسة باستخدام بيانات شهرية عن مؤشرات سوق رئيسية مختارة من البورصة خلال الفترة ٢٠١٧-٢٠٠٠ باستخدام طريقة نموذج الانحدار لاختبار آثار المتغيرات المستقلة على مؤشر سوق الأسهم، وقد تبين أن مؤشر سوق الأسهم كانت مرتبطة بشكل سلبي غير معنوي بنسبة ٢.٣٪ مع مؤشرات السيولة وتم رفض الفرضية.

■ **دراسة (مرعى، ٢٠١٨) هدفت الى بحث تأثير العلاقة بين سيولة السوق وأسعار الفائدة واثار ذلك على اسعار الأسهم في البورصة المصرية، حيث تعمل أسواق الأسهم على تعزيز المدخرات والاستثمارات من خلال تشجيع المستثمرين على الحصول على أموال فائضة لاستثمارها في أدوات مالية وبالتالي تزداد سيولة السوق نتيجة لزيادة الاستثمار حيث تشكل أسواق الأسهم عنصرا رئيسيا في القطاعات المالية مما يؤكد قدرتها على الإسهام في النمو الاقتصادي والتنمية. وبالنسبة للمستثمرين، فإن النتيجة النهائية هي العائدات التي يحققونها من استثماراتهم في أسواق الأسهم. وبالتالي سعت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين اسعار الفائدة ومستوى السيولة في البورصة المصرية واثار ذلك على معدل العائد المطلوب، حيث ان الدراسة اعتمدت في قياس السيولة على معدل دوران الاسهم وقد تم استخدام اختبار التكامل المشترك وجاهنسون لقياس العلاقة بين المتغيرات من خلال السلسلة الزمنية الوصفية للبيانات الشهرية خلال الفترة من العام ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٥ بالبيانات الشهرية لمؤشر EGX30، حيث توصلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين سيولة السوق واسعار الفائدة وان هناك تأثير ايجابي لسيولة السوق على معدل العائد المطلوب وان هناك تأثير سلبي لاسعار الفائدة على معدل العائد المطلوب، وتوصي الدراسة القائمين على السياسات النقدية**



بالعمل على تخفيض اسعار الفائدة مما يعزز فرص تحقيق معدلات نمو في البورصة المصرية.

■ **دراسة (يوسف، ٢٠١٨) بعنوان تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي،** هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد، وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم العوامل الداخلية أم الخارجية، تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة ٢٠١٧-٢٠١٠ أما عينة الدراسة تشكل (٣٠%) من المجتمع الأصلي، حيث بلغ عدد شركاتها (٦٠) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، ومن نتائج هذه الدراسة وجود علاقة إحصائية موجبة بين كل من: حجم التداول ومعدل دوران الاسهم والتضخم وأسعار الفائدة، وعدد العاملين، وحجم رأسمال الشركات مع عوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من عجز أو فائض ميزان المدفوعات، وعجز الموازنة العامة، وعجز حجم الناتج المحلي الإجمالي مع عوائد الأسهم.

■ **دراسة (Bekaert & Lundbald, 2017) بعنوان بحث العلاقة بين مستوى السيولة في السوق والعوائد المتوقعة بالتطبيق على بورصة لندن لاوراق المالية،** حيث تعرضت هذه الدراسة لبيان أثر التقلبات في سوق لندن للاوراق المالية، من خلال فحص أثر السيولة على العوائد المتوقعة، حيث ان المقياس الرئيسي التي استخدمته هذه الدراسة بأن أخذت معدل دوران الاسهم وحجم التداول كمقياس للسيولة، وجدت هذه الدراسة بان حجم الاسهم يتنبأ بشكل واضح بالعوائد المستقبلية، في حين لم تتنبأ مقاييس بديلة مثل معدل الدوران بالعوائد المستقبلية باستخدام التباين الثنائي التقلبات غير المتوقعة بالسيولة، حيث يرتبط حجم التداول إيجابيا مع تقلبات العوائد وترتبط سلبيا مع الأرباح الموزعة، وأخذت هذه الدراسة بعين الاعتبار نموذجاً بسيطاً لتسعير الأصول بأخذها السيولة ومحفظه السوق كعوامل للمخاطرة، من نتائج هذه الدراسة وجود ارتباط إيجابي

لحجم التداول وارتباط سلبي لمعدل الدوران مع عوائد المتوقعة للسهم، واقترحت نتائج هذه الدراسة أن سيولة الأسواق محرك مهم لعوائد المتوقعة في الأسواق الناشئة.

■ دراسة (عبد، ٢٠١٧)، بعنوان العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم وحجم التداول وعائد السهم في سوق عمان، حيث هدفت الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة بين كل من نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم (BE/ME) ونسبة نصيب السهم من الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم (E/P) وحجم التداول وعائد السهم السوقي (MRR) واشتملت الدراسة عينة مكونة من ٣٥ شركة مساهمة عامة أردنية مدرجة في بورصة عمان ضمن قطاعي الصناعة والخدمات، خلال الفترة الممتدة ما بين عام ١٩٩٠ وعام ١٩٩١، وقد تم فحص العلاقة باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وتشير النتائج إلى وجود علاقة طردية مهمة وذات دلالة إحصائية بين نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة وعائد السهم السوقي، وإن العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم وعائد السهم السوقي ليست مهمة وذات دلالة إحصائية، وإن العلاقة بين حجم التداول وعائد السهم السوقي ايجابية ذات دلالة معنوية، وتشير النتائج أيضا إلى أن القدرة على تفسير التباين في عائد السهم السوقي لا تختلف كثيرا عند استخدام نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم معا، عن استخدام نسبة نصيب السهم من الأرباح على حده.

■ دراسة (النوباني، ٢٠١٦)، بعنوان العلاقة بين سيولة السهم وكل من التوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية، حيث سعت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة السهم (مقاسة بمعدل دوران السهم وبعد الصفقات، وبمقياس تم تطويره في هذه الدراسة) وبين كل من المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا وشكل التوزيع الاحتمالي لعوائد الأسهم، تم الاعتماد على

بيانات ٤٠ شركة مدرجة في سوق عمان، المالية ولفترة طولها ٧٦ شهرا خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٤، حيث تم استخدام بعض الأساليب الإحصائية مثل الانحدار الخطي البسيط، ومعامل الارتباط البسيط ومعامل ارتباط سبيرمان، وقد أظهرت النتائج وجود علاقة مهمة إحصائيا بين السيولة مقاسة بعدد العقود وبين المخاطرة النظامية، كما أظهرت نتائج الارتباط وجود ارتباط معنوي موجب مهم إحصائيا بين المتغيرين السابقين، كذلك أظهرت النتائج وجود علاقة مهمة إحصائية بين السيولة مقاسة بمعدل الدوران، وبين شكل التوزيع الاجتماعي للعوائد كذلك أظهرت نتائج الارتباط بيرسون وجود ارتباط معنوي سالب بين المتغيرين السابقين، وقد خلصت الدراسة إلى عدة توصيات تتعلق بأهمية نظام التداول وأثره على السيولة والمخاطرة.

#### ٦- منهج الدراسة:

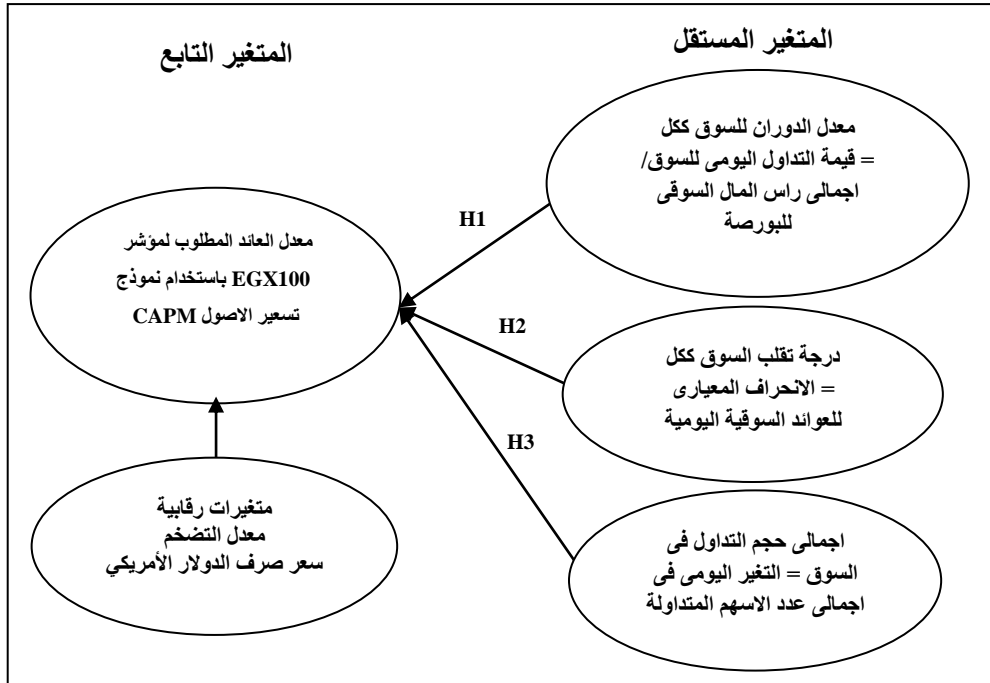
تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال اختبار البيانات الفعلية الصادرة عن البورصة المصرية للبيانات الفعلية للتداولات اليومية في السوق واتباع الأسلوب التحليلي لقياس العلاقة الإحصائية بين المتغيرات المستقلة ممثلة في مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وبين المتغير التابع مقاسا بمعدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، ومتغيران رقابين هما معدل التضخم و سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري، ومن ثم يمكن إجراء الاختبارات الإحصائية لقياس العلاقة بين تلك المتغيرات، بجانب اتباع الأسلوب الاستقرائي عن طريق الاطلاع على الدراسات السابقة والتي على أساسها قد تم وضع الفرضيات، بجانب انه سوف يتم الاعتماد على المنهج الوصفي نظرا لكون المنهج الوصفي يتيح توصيف المعلومات وتفسير الإطار النظري لعرض الظاهرة موضوع الدراسة ووصفها وصفاً دقيقاً يعبر عنها كميّاً وكيفياً ثم يمكن التوصل الى نتائج الدراسة.

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

عبد اللطيف سعدون الكيلاني

## ٧- نموذج الدراسة:

يتشكل نموذج الدراسة على النحو التالي وفقل لشكل (١).  
الشكل رقم (١) نموذج الدراسة



## ٨- فرضيات الدراسة:

تتشكل فرضيات الدراسة على النحو التالي :

- الفرضية الاولى: "يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير في معدل دوران الاسهم على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100".
- الفرضية الثانية: "يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير في درجة تقلب السوق على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100".

■ الفرضية الثالثة: "يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير فى حجم التداول على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100".

#### ٩- مجتمع وعينة الدراسة:

تم تحديد مجتمع الدراسة وهو سوق الأوراق المالية المصرى نظراً لأهميته مقارنةً بأسواق المال فى منطقة الشرق الاوسط، وتتشكل عينة الدراسة من بيانات التداول اليومى للسوق وللشركات المدرجة فى مؤشر EGX100 نظراً لكونه من المؤشرات التى تضم الشركات الكبرى والمتوسطة والصغيرة فى البورصة.

#### ١٠- مجتمع وعينة الدراسة:

تم تحديد مجتمع الدراسة وهو سوق الأوراق المالية المصرى نظراً لأهميته مقارنةً بأسواق المال فى منطقة الشرق الاوسط، وتتشكل عينة الدراسة من بيانات التداول اليومى للسوق وللشركات المدرجة فى مؤشر EGX100 نظراً لكونه من المؤشرات التى تضم الشركات الكبرى والمتوسطة والصغيرة فى البورصة.

حيث قامت البورصة بتدشين عدد ثمانية (٨) مؤشرات خلال الفترة الماضية، هما المؤشر العشرينى EGX 20 والمؤشر الثلاثينى EGX30 والمؤشر السبعينى EGX 70 ومؤشر الخمسين EGX50 ومؤشر المائة EGX100 ومؤشر القطاعات ومؤشر النيل ومؤشر ستاندربورز مصر، حيث سوف نستعرض فى هذه الجزئية مؤشر EGX100 نظراً لاعتماد الدراسة عليه فى تحليل حركة سوق الاوراق المالية خلال الفترة.

#### ١١- أساليب جمع البيانات:

تم الاعتماد على مصادر للحصول على البيانات حيث انقسمت الى:

■ المصادر الاولية: تتمثل فى البيانات الفعلية التى تم الحصول عليها البورصة المصرية.

■ المصادر الثانوية: تتمثل فى المراجع والكتب و المنشورات البحثية والابحاث والدراسات السابقة التى تناولت موضوع البحث بهدف تغطية الجانب النظرى للدراسة.

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد الطيفي سعدون الكيلاني

## ١٢ - حدود الدراسة:

- **الحدود موضوعية:** تقتصر الدراسة على بحث اثر مستوى سيولة السوق مقاسة بمعدل دوران الاسهم ودرجة التقلب للاسهم والتي تم قياسها من خلال الانحراف المعياري لاسعار الاسهم وحجم تداول السوق وذلك على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 والذي تم حسابه من خلال نموذج تسعير الاصول الراسمالية، وذلك في ظل متغيرات رقابية تتمثل في التضخم وسعر صرف الدولار الامريكى.
- **الحدود المكانية:** تطبق الدراسة في سوق البورصة المالية في مصر.
- **الحدود الزمانية:** ستقتصر هذه الدراسة على الفترة من العام ٢٠١٢ حتى العام ٢٠١٧، لفترة ٦ سنوات، نظرا لبدء لطبيعة الفترة التي سبقت العام ٢٠١٢ وما انعكس من خلالها على سوق الاوراق المالية.

## ١٣ - فترة الدراسة:

تمثلت فترة الدراسة وفقا للمحددات الزمنية مابين العام ٢٠١٢ حتى العام ٢٠١٧ حيث تم اختيار فترة الدراسة نظرا لان الفترة التي قد تلت احداث ٢٠١١ في مصر قد اثرت على سوق الاوراق المالية وعلى الاقتصاد بشكل عام.

## ١٤ - أسلوب قياس المتغيرات:

يوضح جدول (١) اسلوب قياس المتغيرات بالاعتماد على الدراسات السابقة كمصدر للقياس.

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

### الجدول رقم (١) اسلوب قياس المتغيرات

المصدر من الدراسات السابقة	اسلوب القياس	المتغير	
(أبو الهيجاء، ٢٠١٨) و(عبده، ٢٠١٨) و(Emoka,2018) و (Bekaert & Lundbald, 2017) و (النوباني، ٢٠١٦) و (Chen,2015) (سركسيان، ٢٠١٤) و (Fu & Shao, 2012)	باستخدام نموذج تسعير الاصول $R_i=R_f+\beta(R_m-R_f)$ حيث تم حساب عائد السوق (Rm) من خلال حساب التغير في راس المال السوقي للبورصة يوميا	معدل العائد المطلوب للاسهم بمؤشر EGX100	(المتغير التابع)
(Emoka,2018) و(قوباكي، ٢٠١٤) و(هاتف، ٢٠١١)	قيمة التداول اليومي للسوق/ اجمالي راس المال السوقي للبورصة	معدل الدوران السوق ككل	(المتغيرات المستقلة)
(أبو الهيجاء، ٢٠١٨) و(النوباني، ٢٠١٦) و(سركسيان، ٢٠١٤) و(Fu & Shao, 2012)	الانحراف المعياري للعوائد السوقية اليومية	درجة التقلب	
(أبو الهيجاء، ٢٠١٨) و(عبده، ٢٠١٨) و(Emoka,2018) و (Bekaert & Lundbald, 2017)	التغير اليومي في اجمالي عدد الاسهم المتداولة	التغير في حجم التداول للسوق ككل	(المتغيرات الرقابية)
(عبده، ٢٠١٨) (Emoka,2018) (يوسف، ٢٠١٨) (خليل، ٢٠١٥)	المؤشر العام لاسعار المستهلكين ويتم قياسه بشكل شهري	التضخم	
(عبده، ٢٠١٨) (خليل، ٢٠١٥) (قوباكي ٢٠١٤)	سعر صرف الدولار الامريكى مقابل الجنيه المصرى	سعر الصرف	

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

## ١٥- اجراءات اختبار الفرضيات:

- من خلال ادارة المعلومات بالبورصة المصرية فقد تم الحصول على البيانات الفعلية لقيم التداولات واسعار الاسهم ممثلة فى مؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ٢٠١٢ حتى العام ٢٠١٧، بواقع ٦ سنوات لكل شركة باجمالى عينة ١٤٦٥ مفردة على اساس يومى.
- تم الاعتماد على برنامج Eviews لاجراء الاختبارات الاحصائية اللازمة.

## ١٦- التحليل الوصفى لمتغيرات الدراسة:

من خلال جدول (٢) نستعرض البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة الممثلة فى متغيرات مستقلة لقياس مستوى السيولة بسوق الاوراق المالية فى مصر (معدل الدوران - درجة التقلب - حجم التداول) ومتغير تابع يمثل معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100.

### الجدول رقم (٢)

#### البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	معدل الدوران X1	درجة التقلب X2	حجم التداول X3	معدل العائد المطلوب Y	معدل التضخم D1	سعر صرف الدولار الأمريكى D2
المتوسط الحسابى	0.001319	0.006799	0.063081	0.007131	0.0114	9.14571
الوسيط	0.001192	0.005024	-0.009462	0.01041	0.0099	7.15012
اعلى قيمة	0.004828	0.072509	3.017815	0.06893	0.0559	19.5605
اقل قيمة	0.000230	0.000006	-0.657979	-0.09581	-0.0154	5.96157
الانحراف المعيارى	0.000618	0.006836	0.393186	0.010861	0.0125	4.32641
التفرطح	1.529620	3.165842	1.631525	-0.47911	0.9751	1.44264
الالتواء	6.713245	9.007766	8.473997	12.7793	5.1149	3.28902
احصائية جارك بيرا	14.12940	22.39571	24.79033	10.2568	10.216	8.69879
المعنوية	0.090150	0.080007	0.070081	0.13679	0.1136	0.12566
العينة	1465	1465	1465	1465	1465	1465

\* قيمة Jarque-Bera اكبر من ٥% = البيانات تتبع التوزيع الطبيعى



قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

حيث تشير نتائج التحليل الوصفي الى ان المتوسط الحسابي لمعدل دوران الاسهم خلال الفترة هو (0.001319) وان اعلى قيمة لمعدل الدوران (0.004828) وان اقل قيمة (0.000230) عند مستوى معنوية اكبر من 5% وفقا مقبول احصائيا يوضح ان البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، بجانب ان قيمة المتوسط الحسابي لدرجة التقلب وفقا للاحصاء الوصفي اظهرت قيمة (0.006799) حيث ان اعلى قيمة لدرجة التقلب هي (0.072509) واقل قيمة (0.000006) وان اختبار جارك بيررا قد اشار الى ان بيانات متغير درجة التقلب تخضع للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية اكبر من 5% ، وقد اشارت بيانات المتوسط الحسابي لحجم التداول الى قيمة (0.063081) وان اعلى قيمة (3.017815) وان اقل قيمة هي (0.657979-) وان مستوى المعنوية لاختبار التوزيع اكبر من 5% وهو مقبول احصائيا يشير الى ان البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي وبالتالي فان كافة المتغيرات المستقلة اظهرت تبعيتها للتوزيع الطبيعي وبالتالي لا يوجد بها مشاكل احصائية، وقد اشارت نتائج التحليل الوصفي للبيانات ان المتوسط الحسابي للمتغير التابع معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 اظهر قيمة (0.007131) وان اعلى قيمة هي (0.068935) وان اقل قيمة هي (-0.095841)، بينما اظهرت نتائج الاحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية ممثلة في معدل التضخم وسعر صرف الدولار الامريكى مقابل الجنية المصرى، ان المتوسط الحسابي للتضخم اظهر قيمة (0.01145) وان اعلى قيمة هي (0.05596) وان اقل قيمة هي (-0.01541)، وان المتوسط الحسابي لسعر الصرف قدره (9.14571) وان اعلى قيمة هي (19.5605) وان اقل قيمة هي (5.96157)، ووفقا لنتائج اختبار جارك بيررا فان البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية اكبر من 5% وبالتالي لا يوجد ايضا مشاكل احصائية في بيانات المتغير التابع ممثلا في معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 .

وقد تم اجراء اختبار الاستقرارية للمتغير المستقل (معدل دوران الاسهم) وذلك للتأكد من انه يمكن اجراء اختبار الانحدار وان البيانات مستقرة في الفرق الاول وذلك بالاعتماد على اختبار Dickey – Fuller – Phillips – Perron، حيث

يستخدم للكشف عن إستقرار السلاسل الزمنية بإستخدام إختبارات جذر الوحدة وذلك لأهمية تحديد مدى وجود فجوة زمنية فى إختبارات جذر الوحدة، واطهرت نتائج اختبار الاستقرارية لـ (ADF&PP) ان البيانات مستقرة فى الفرق الاول عند مستوى معنوية لاختبار (ADF) قدره (0.00002) وهو اقل من ٥% يوضح ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة، حيث اشارت نتائج الاختبار ان القيمة المحسوبة (-19.14525) بينما القيمة الحرجة عند مستوى ٥% قدرها (-1.941041) وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) فان البيانات مستقرة فى الفرق الاول، وقد اشارت نتائج الاختبار لـ (PP) ان القيمة المحسوبة (-164.0197) بينما القيمة الحرجة عند مستوى ٥% قدرها (-1.941040) وان مستوى المعنوية قدره (0.0001) وهو معنوى عند مستوى اقل من ٥% وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) و (PP) فان اختبار جذر الوحدة يوضح ان البيانات مستقرة لمعدل دروان الاسهم ، وبالتالي فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار بالاعتماد على المتغير نظرا لخلوه من المشاكل الاحصائية.

و اظهرت نتائج اختبار الاستقرارية لـ (ADF&PP) للمتغير (درجة التقلب) ان البيانات مستقرة فى الفرق الاول عند مستوى معنوية لاختبار (ADF) قدره (0.00003) وهو اقل من ٥% يوضح ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة، حيث اشارت نتائج الاختبار ان القيمة المحسوبة (-21.65002) بينما القيمة الحرجة عند مستوى ٥% قدرها (-1.941041) وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) فان البيانات مستقرة فى الفرق الاول، وقد اشارت نتائج الاختبار لـ (PP) ان القيمة المحسوبة (-459.3513) بينما القيمة الحرجة عند مستوى ٥% قدرها (-1.941040) وان مستوى المعنوية قدره (0.0001) وهو معنوى عند مستوى اقل من ٥% وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) و (PP) فان اختبار جذر الوحدة يوضح ان البيانات مستقرة لمتغير درجة التقلب مقاسا بالانحراف المعياري للسوق، وبالتالي فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار بالاعتماد على المتغير نظرا لخلوه من المشاكل الاحصائية.

فقد اظهرت نتائج اختبار الاستقرارية لـ (ADF&PP) للمتغير (حجم التداول) ان البيانات مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية لاختبار (ADF) قدره (0.00002) وهو اقل من 5% يوضح ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة، حيث اشارت نتائج الاختبار ان القيمة المحسوبة (-21.27186) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941041) وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) فان البيانات مستقرة في الفرق الاول، وقد اشارت نتائج الاختبار لـ (PP) ان القيمة المحسوبة (-595.2904) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941040) وان مستوى المعنوية قدره (0.0001) وهو معنوى عند مستوى اقل من 5% وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) و (PP) فان اختبار جذر الوحدة يوضح ان البيانات مستقرة لمتغير حجم التداول، وبالتالي فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار بالاعتماد على المتغير نظرا لخلوه من المشاكل الاحصائية.

واظهرت نتائج اختبار الاستقرارية لـ (ADF&PP) للمتغير (معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100) ان البيانات مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية لاختبار (ADF) قدره (0.00003) وهو اقل من 5% يوضح ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة، حيث اشارت نتائج الاختبار ان القيمة المحسوبة (-21.56188) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941041) وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) فان البيانات مستقرة في الفرق الاول، وقد اشارت نتائج الاختبار لـ (PP) ان القيمة المحسوبة (-383.2454) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941040) وان مستوى المعنوية قدره (0.0001) وهو معنوى عند مستوى اقل من 5% وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) و (PP) فان اختبار جذر الوحدة يوضح ان البيانات مستقرة لمتغير معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 ، وبالتالي فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار بالاعتماد على المتغير نظرا لخلوه من المشاكل الاحصائية.

واظهرت نتائج اختبار الاستقرارية لـ (ADF&PP) للمتغير الرقابي (معدل التضخم) ان البيانات مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية لاختبار (ADF)

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

قدره (0.00004) وهو اقل من 5% يوضح ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة، حيث اشارت نتائج الاختبار ان القيمة المحسوبة (-21.7897) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941041) وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) فان البيانات مستقرة في الفرق الاول، وقد اشارت نتائج الاختبار لـ (PP) ان القيمة المحسوبة ( 399.5879 ) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941040) وان مستوى المعنوية قدره (0.0002) وهو معنوي عند مستوى اقل من 5% وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) و (PP) فان اختبار جذر الوحدة يوضح ان البيانات مستقرة للمتغير الرقابي مؤشر اسعار المستهلكين (معدل التضخم)، وبالتالي فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار بالاعتماد على المتغير نظرا لخلوه من المشاكل الاحصائية.

واظهرت نتائج اختبار الاستقرارية لـ (ADF&PP) للمتغير الرقابي (سعر صرف الدولار الامريكى) ان البيانات مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية لاختبار (ADF) قدره (0.00004) وهو اقل من 5% يوضح ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة، حيث اشارت نتائج الاختبار ان القيمة المحسوبة (-21.96877) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941041) وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) فان البيانات مستقرة في الفرق الاول، وقد اشارت نتائج الاختبار لـ (PP) ان القيمة المحسوبة (-375.0741) بينما القيمة الحرجة عند مستوى 5% قدرها (-1.941040) وان مستوى المعنوية قدره (0.0002) وهو معنوي عند مستوى اقل من 5% وبالتالي فانه وفقا لاختبار (ADF) و (PP) فان اختبار جذر الوحدة يوضح ان البيانات مستقرة للمتغير الرقابي مؤشر اسعار المستهلكين (معدل التضخم)، وبالتالي فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار بالاعتماد على المتغير نظرا لخلوه من المشاكل الاحصائية.

ويوضح جدول (3) نتائج اختبار الارتباط الخطى بين المتغيرات المستقلة

Multicollinearity

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

### الجدول رقم (٣)

#### نتائج اختبار الارتباط الخطي للمتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية

Variance Inflation Factors			
Date: 06/25/19 Time: 21:55			
Sample: 1 1465			
Included observations: 1465			
	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
C	0.000557	6.315930	NA
X1 معدل الدوران	0.386907	5.987316	1.078835
X2 درجة التقلب	0.022971	2.014018	1.012149
X3 حجم التداول	0.085268	1.096927	1.069383
D1 = معدل التضخم	0.022257	6.952514	1.270633
D2 = سعر الصرف	0.006597	2.262196	1.233882

حيث يوضح جدول (٣) نتائج الاختبار والتي تشير الى ان كافة قيم الـ (VIF) اقل من قيمة (5) للمتغيرات المستقلة وبالتالي لا يوجد مشكلة تعدد خطى بين المتغيرات المستقلة، حيث تم التأكد من عدم وجود ارتباط خطى بين المتغيرات المستقلة وانه لا يوجد درجة ارتباط مرتفع تتطلب استبعاد اى متغير من المتغيرات الثلاثة التي اعتمدت عليهم الدراسة (معدل الدوران - درجة التقلب - حجم التداول - معدل التضخم - سعر الصرف) ومن ثم ووفقا لمنهجية الدراسة وبعد التأكد من ان البيانات تضخع للتوزيع الطبيعي وان البيانات مستقرة فى فرق الاول وفقا لاختبارات (ADF&PP) وانه لا يوجد مشكلة تعدد خطى (Multicollinearity) فانه يمكن اجراء اختبار الانحدار الخطى ومن ثم التوصل الى نتائج اختبار الفرضيات.

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

### - اختبار الانحدار المتعدد:

استكمالاً للخطوات الاجرائية للدراسة ووفقاً لنموذج الدراسة فإنه تم اجراء اختبار الانحدار المتعدد حيث يشير جدول رقم (٥) الى نتائج الانحدار المتعدد لقياس اثر كلا من (معدل الدوران - درجة التقلب - حجم التداول) على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 في ظل معدل التضخم وسعر صرف الدولار الامريكى كمتغيرات رقابية.

### الجدول رقم (٥)

#### نتائج اختبار الانحدار المتعدد

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 06/25/19 Time: 21:53				
Sample: 1 1465				
Included observations: 1465				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.00446	0.04793	4.79387	0.0000
معدل الدوران X1	5.63925	0.62362	9.06604	0.0000
درجة التقلب X2	0.22440	0.05465	4.11664	0.0062
حجم التداول X3	0.56182	0.09898	3.38695	0.0031
معدل التضخم D1	-0.08797	0.05578	3.58879	0.0056
سعر الصرف D2	0.06020	0.25877	2.42587	0.0141
R-squared	0.469992	Mean dependent var		0.078731
Adjusted R-squared	0.457774	S.D. dependent var		0.010861
S.E. of regression	0.010542	Akaike info criterion		-6.262770
Sum squared resid	0.162151	Schwarz criterion		-6.241106
Log likelihood	459.5479	Hannan-Quinn criter.		-6.254690
F-statistic	18.95355	Durbin-Watson stat		1.873717
Prob(F-statistic)	0.000000			

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

حيث يشير جدول (٥) الى نتائج الاختبارات الاحصائية للوصول الى صيغة معادلة الانحدار بين المتغيرات المستقلة (معدل الدوران - درجة التقلب - حجم التداول) كمؤشرات لسيولة السوق وبين المتغير التابع معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 في ظل معدل التضخم وسعر الصرف كمتغيرات رقابية، حيث يتضح ان هناك علاقة معنوية بين المتغيرات عند مستوى معنوية اقل من ٥% وهو مقبول احصائيا للأخذ بنتائج معادلة الانحدار، حيث تم التوصل الى ان هناك علاقة ايجابية معنوية بين معدل الدوران بوحدة واحدة يؤدي الى زيادة معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 بنسبة (5.63925) ويمكن تفسير ذلك الى ان زيادة معدلات دوران الاسهم هي مؤشر لوجود طلب متزايد وبالتالي الطلب المتزايد يعبر عن قوة شرائية تمثل سيولة جديدة للسوق ومن ثم فان زيادة مستوى الطلب سوف يؤدي الى زيادة معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، بجانب ماسبق فقد اشارت نتائج اختبار الانحدار المتعدد الى ان هناك علاقة ايجابية معنوية بين سعر درجة تقلب للسوق وبين معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 عند مستوى معنوية اقل من ٥% حيث ان درجة التقلب تم قياسها بالانحراف المعياري للسوق ككل وهو مؤشر يوضح حجم التذبذبات التي تحدث في اسعار الاسهم للسوق ككل وهو يعبر عن وجود قوة للعرض والطلب تستطيع تحريك الاسعار بشكل متذبذب وبالتالي فان ذلك يعود الى وجود اموال جديدة تقوم بتحريك الاسعار ومن ثم امكانية حدوث تغير في معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 في حال ارتفاع درجة التقلب حيث ان زيادة معدل التقلب بدرجة واحدة يؤدي الى زيادة معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 بمقدار (0.22440) عند مستوى معنوية اقل من ٥%، وجاءت نتيجة معامل الانحدار لقياس العلاقة بين حجم التداول ومعدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 لتؤكد نتيجة النموذج بان هناك علاقة ايجابية بين مستوى السيولة في السوق ومعدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، حيث ان كل زيادة بوحدة واحدة في معدل التداول تؤدي الى زيادة معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 بمقدار (0.56182) ويمكن تفسير

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ....

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

ذلك بان زيادة حجم التداول هو مؤشر لزيادة مستوى السيولة بالسوق ومن ثم يؤدي ذلك الى زيادة في معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100.

وتشير نتائج الاختبار الى ان المتغيرات المستقلة التي اعتمدت عليها الدراسة كمقياس لسيولة سوق الاوراق المالية ممثلة في (معدل الدوران - درجة التقلب - حجم التداول) تفسر نسبة 46.3% من المتغير التابع وهو معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 وفقا لنتيجة معامل التحديد والذي يوضح القدرة التاثيرية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ايضا يشير معامل التحديد المعدل ان القوة التفسيرية للتباين بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مقدارها 46.99% وهو المؤشر الاكثر دقة لقياس القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة، وذلك عند مستوى تباين قدره (18.9535) حيث انه تم التأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة حيث يشير اختبار (درابن - واطسن) الى مستوى 1.873 وهو مقبول احصائيا، ومن ثم فانه يمكن صياغة معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$\text{معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100} = 0.00446 + (5.63925 * \text{معدل الدوران}) + (0.22440 * \text{درجة التقلب}) + (0.56182 * \text{حجم التداول}) + (-0.08797 * \text{معدل التضخم}) + (0.06020 * \text{سعر الصرف}) + 0.01054$$

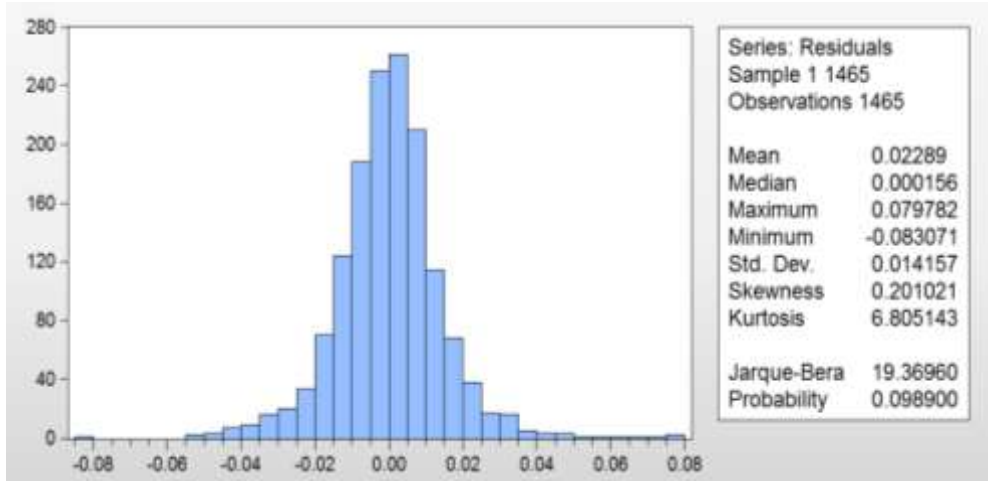
وبالتالي فان اعلى درجة تاثير تاتي من معدل الدوران ثم حجم التداول ثم درجة التقلب ، حيث انه للتأكد من صحة بيانات نموذج الانحدار المتعدد فانه قد تم اجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي باسلوب جارك بيررا كما هو موضح بشكل (٢).



قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

## الشكل رقم (٢) اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا



حيث يتضح من الشكل السابق ان البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك من خلال قيمة احصائية جارك بيرا والتي تشير الى مستوى معنوية للتوزيع الطبيعي للبقاى اكبر من ٥% وبالتالي فان قيم نموذج الانحدار مقبولة احصائيا ويمكن الاخذ بنتائج العلاقة وبمعادلة الانحدار.

وبجراء اختبار السببية Causality Tests اتضح ان هناك علاقة سببية من اتجاه واحد من معدل الدوران الى معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 عند مستوى معنوية (0.0021) وهو اقل من ٥% ومقبول احصائيا، وان هناك علاقة سببية من درجة النقلب الى معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 عند مستوى معنوية (0.0141) وهو اقل من ٥% ومقبول احصائيا وان هناك علاقة سببية من اتجاه واحد من حجم التداول الى معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100 عند مستوى معنوية (0.0034) وهو اقل من ٥% ومقبول احصائيا.

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

حيث يشير جدول (٦) الى نتائج الاختبار والذي يوضح ان هناك علاقة سببية بين المتغيرات.

### الجدول رقم (٦) اختبار السببية Causality Tests

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 06/25/19 Time: 23:59			
Sample: 1 1465			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X1 does not Granger Cause Y	1463	4.9450	0.0021
Y does not Granger Cause X1		0.99304	0.9933
X2 does not Granger Cause Y	1463	5.5587	0.0141
Y does not Granger Cause X2		0.1758	0.7458
X3 does not Granger Cause Y	1463	5.51027	0.0034
Y does not Granger Cause X3		0.00632	0.9478

#### ١٧- نتائج الدراسة:

توصلت الدراسة الى النتائج الاتية:

توصلت نتائج الدراسة الى انه يوجد اثر ايجابي لمعدل دوران الاسهم كمقياس لسيولة سوق الاوراق المالية على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، حيث زيادة قيمة التداول اليومي في البورصة مقارنة باجمالي راس المال السوقي في البورصة المصرية ادت الى زيادة معدل العائد المطلوب وهذه العلاقة تعبر عن قدرة مستويات السيولة المرتفعة في تحسين معدل العائد المطلوب حيث تتفق هذه النتيجة مع دراسة كلا من (يوسف، ٢٠١٨) (Zeynali & Nahandi 2012) (هاتف، ٢٠١١) وتختلف مع دراسة (Emoka,2018) (Bekaert & Lundbald, 2017) (خليل، ٢٠١٥).

- توصلت نتائج الدراسة الى انه يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير في درجة تقلب السوق على مستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100، حيث ان زيادة مستوى الانحراف المعياري للعوائد السوقية اليومية والتي تعبر عن التفاوت في سعر الطلب على الاسهم كمؤشر لارتفاع الطلب ومستوى السيولة، ادى الى زيادة معدل العائد المطلوب وهو يستنتج منه ان مع زيادة معدلات التفاوت في اسعار الاسهم نتيجة لزيادة معدلات الطلب ادى الى ارتفاع معدل العائد المطلوب، حيث تتفق هذه النتيجة مع دراسة كلا من (أبو الهيجاء، ٢٠١٨) (سرکسيان، ٢٠١٤) (Zeynali & Nahandi 2012) وتختلف مع دراسة (Bekaert & Lundbald, 2017) (قوباكي، ٢٠١٤)
- توصلت نتائج الدراسة الى انه يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتغير في حجم التداول على معدل العائد المطلوب لمؤشر EGX100، حيث ان ارتفاع حجم التداول اليومي كمؤشر لمستوى ضخ سيولة ادى ذلك الى زيادة مستوى السيولة وبالتالي ارتفاع معدل العائد المطلوب، حيث تتفق هذه النتيجة مع دراسة كلا من (أبو الهيجاء، ٢٠١٨) (عبد، ٢٠١٨) (يوسف، ٢٠١٨) (عبيدان، ٢٠١٧) وتختلف مع دراسة (Emoka,2018) (خليل، ٢٠١٥).
- توصلت نتائج الدراسة الى انه يوجد تفاوت كبير بين احجام التداول اليومية في البورصة المصرية وهذا يظهر من ارتفاع معدل الانحراف المعياري لحجم التداول خلال الفترة بشكل اكبر من قيم باقى المتغيرات ويستدل من ذلك ان هناك تذبذب حاد في مستوى التداولات اليومية في البورصة المصرية.
- اختلاف نتيجة الدراسة الحالية عن نتائج الدراسات السابقة في اتجاه الاثر يوضح ان هناك اسواق اخرى تتاثر بشكل سلبي من مستويات السيولة المرتفعة، وهذا مؤشر لضعف كفاءة السوق حيث تحكم السيولة المنخفضة بالسوق وتحقيق معدلات عائد عن طريق حجم السيولة المنخفض هو نوع من انواع التلاعب وضعف كفاءة السوق.

## ١٨ - توصيات الدراسة:

يمكن استعراض توصيات الدراسة بناء على تم التوصل اليه من نتائج على النحو التالي:

- وفقا لما توصلت اليه نتائج الدراسة من وجود علاقة ايجابية بين معدل دوران الاسهم كمقياس لسيولة سوق الاوراق المالية ومعدل العائد المطلوب فان ان الدراسة توصي بالعمل على زيادة قيمة التداولات اليومية عن طريق تشجيع المستثمرين وجذب الاموال نحو البورصة مما يساعد في تحسن مستوى العائد المتوقع من سوق المال.
- حيث المستثمرين على الاستفادة من معادلة التنبؤ التي توصلت اليها الدراسة بمعدل العائد المطلوب من خلال توقع مستوى العائد عن طريق معدل الدورات ودرجة التقلب ممثلا عن الانحراف المعياري لاسعار الاسهم بجانب حجم التداول والتي قد توصلت اليها الدراسة حيث يمكن ان تساعد تلك المعادلة في عملية اتخاذ القرار.
- وفقا لنتائج الدراسة الى توصلت الى علاقة ايجابية بين معدل الدوران ومعدل العائد المطلوب فان الدراسة توصي المستثمرين والباحثين على الاخذ بقيمة الاثر الناتج من معدل دوران الاسهم على معدل العائد المطلوب في اتخاذ القرار والتعرف على مستوى العلاقة بين احد اهم مقاييس سيولة سوق المال ومعدل العائد المطلوب والذي تم قياسه من خلال نموذج تسعير الاصول الراسمالية CAPM.
- وفقا لنتائج الدراسة الى توصلت الى علاقة ايجابية بين درجة تقلب اسعار الاسهم والذي تم قياسه من خلال الانحراف المعياري لاسعار اسهم السوق ومعدل العائد المطلوب فان الدراسة توصي المستثمرين والباحثين على الاخذ بقيمة الاثر الناتج من درجة التقلب وهو الرقم الذي تم التعبير عنه بميل انحدار العلاقة بين المتغيران في اتخاذ القرار الاستثماري والتوسع في البحوث عن طريق استخدام نتائج العلاقة في الدراسات المستقبلية.

- وفقا لنتائج الدراسة الى توصلت الى علاقة ايجابية بين حجم التداول ومعدل العائد المطلوب فان الدراسة توصي المستثمرين والباحثين على الاخذ بقيمة الاثر الناتج من زيادة حجم التداول على معدل العائد المطلوب في اتخاذ القرار والتعرف على مستوى العلاقة بين كمية الاسهم التي يتم تداولها يوميا وهي تعبر بشكل واقعي عن حجم الطلب على الاسهم كاحد مؤشرات سيولة سوق راس المال ومعدل العائد المطلوب.
- ان تعمل الشركات المدرجة في البورصة المصرية على الأخذ بعين الاعتبار للنتائج المرتبطة بالاثار الناتج من مقاييس سيولة سوق الاوراق المالية في مصر على معدل العائد المطلوب وهو يعبر في الاصل عن تسعير الاصول وقيم الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية في مصر، حيث ارتفاع معدل العائد المطلوب يعبر عن ارتفاع القيمة السوقية للشركات.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- أبو الهيجاء، انور سالم، (٢٠١٨)، " اثر سيولة السوق على معدل العائد المطلوب للسهم بالتطبيق على مؤشر الاسعار في بورصة دمشق"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.
- شريط، صلاح الدين، (٢٠١٣)، " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، رسالة دكتوراه، الجزائر.
- العقلا، محمد بن على، (٢٠٠٧)، "الوظائف الاقتصادية لاسواق الاوراق المالية"، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الاوراق المالية والبورصات افاق وتحديات، كلية الشريعة، جامعة ام القرى.
- الجرجاوى، حليلة خليل، (٢٠٠٨)، "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الاسهم"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، فلسطين.
- فلاح، الحسينى والدورى، مؤيد، (٢٠٠٠)، "ادارة البنوك مدخل كمي واستراتيجى معاصر"، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.

قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ...

محمد اللطيف سعدون الكيلاني

- النحلة، مروان، (٢٠١٠)، "قياس وتحليل وإدارة المخاطر المالية" دار الوفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- النوباني، سالم سعيد، (٢٠١٦)، "العلاقة بين سيولة السهم وكل من التوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية"، جامعة آل البيت، مجلة المنارة.
- عبده، محمد احمد، (٢٠١٨)، "العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على معدل العائد المطلوب في البورصة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، جامعة بنها، مصر.
- عبده، ابو الناصر زياد، (٢٠١٧)، "العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم وحجم التداول وعائد السهم في سوق عمان"، مجلة الدراسات والبحوث، كلية ادارة الاعمال، جامعة عمان.
- مرعى، عاصم ابو زيد، (٢٠١٨)، "العلاقة بين سيولة السوق وأسعار الفائدة واثار ذلك على اسعار الأسهم في البورصة المصرية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة المنوفية.
- يوسف، الحسين عبد الله، (٢٠١٨)، "العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط، الاردن.

## ثانيا: المراجع الأجنبية:

- Emoka, H (2018). "The effect of market liquidity on the return of the Kenya stock market" A Research Project Submitted In Partial Fulfilment Of The Requirements For The Award Of Masters Of Science In Finance, School Of Business, The University Of Nairobi".
- Bekaert, G. L & Lundbald, H (2017). "The relationship between the level of liquidity in the market and the expected returns on the London Stock Exchange" Journal of Business and Management Invention ISSN (Online).