

أثر كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري
الكفاء لمحفظه الأوراق المالية
دراسة تطبيقية على الشركات المصرية

خالد صبيح الهادى تهاى
المدرس المساعد بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة – جامعة الزقازيق

مقدمة :

تحظى سوق الأوراق المالية باهتمام مؤسسات الدولة السياسية والاقتصادية ، وذلك لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية متمثلاً في دورها في تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات ، وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة في مجال الأوراق المالية ، كالأسهم والسندات ، الأمر الذي يعمل على إتمام عملية التكوين الرأسمالي باعتباره من أهم عوامل الإنتاج.

ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية أحد الركائز الهامة في النظام المالي ، وركناً مهماً في عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية. ويرتبط تحقيق معدلات مرتفعة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية ارتباطاً وثيقاً بالقيام باستثمارات واسعة النطاق وشاملة ، وهذه الاستثمارات تستلزم توفير التمويل المطلوب من الداخل والخارج ثم استخدامه في العمليات الإنتاجية والخدمية (الجدير ، 2013 ، ص4).

ويعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المالية المهمة والرائدة في عالم اليوم وخاصة بعد التطورات التي شهدتها العالم في العقدين الأخيرين من القرن الماضي ، وما رافقها من تغييرات سياسية واقتصادية بل في كل مجالات الحياة أضفت بظلالها على جميع المجالات الاستثمارية في العالم مما أوجب على المستثمرين الراغبين بالاستثمار دراستها مع إجراء التحليل والدراسة على هذا الاستثمار والمتمثل بالمحفظة الاستثمارية باستخدام الأساليب المادية والمقاييس الخاصة في تقييم هذا النوع من الاستثمار (Reetika, C. & Pamt, D., 2014 , P.191).

ومن ناحية أخرى فإن موضوع المحفظة الاستثمارية يعتبر من الموضوعات الهامة والأساسية في الإدارة المالية ، حيث أن هدف المستثمر من تكوين محفظة استثمارية كفوءه والذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر فيما لو كان استثمار موجهاً إلى ورقة مالية معينة ، ولكي يتمكن المستثمر من إدارة هذه المحفظة في نشاط عمله فإن ذلك يتطلب إمكانيات مادية وخبرة في هذا المجال ودراسة علمية مستفيضة من أجل تكوينها وإدارتها وتحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها هذا المستثمر ، والتحديد الدقيق للمتغيرات والظروف التي تواجهه عند تكوين هذه المحفظة ، وماهية الإجراءات التي يتبعها عند اختياره استثماراً معيناً (Sandra, R., 2011, P.77).

وفي إطار ذلك ظهرت النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وكذلك التطورات التي ظهرت بعد النظرية الحديثة لتوضيح الأسس الصحيحة التي ترشد المستثمر للكيفية التي يتم بها تكوين محفظة الأوراق المالية لتحقيق أقصى معدل عائد مع درجة المخاطرة المرغوبة.

وفي هذا الإطار بدأت البحوث الأكاديمية في الاهتمام المتزايد بدراسة تقييم أداء محافظ الأوراق المالية ، مما أثار اهتمام الباحث لدراسة أثر كفاءة مدير المحفظة على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية كمحدد من محددات الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية.

أولاً :- مشكلة الدراسة :

من خلال المقدمة السابقة يمكن للباحث أن يحدد الظواهر التي لفتت نظره لتحديد المشكلة فيما يلي :-

- 1- تأثير الاستثمار في الأوراق المالية بمجموعة من المخاطر التي هي بمثابة مصدر قلق للمستثمر في الأوراق المالية والمتمثلة في مخاطر السمعة ، مخاطر التشغيل، مخاطر الائتمان ، ومخاطر تذبذب العائد (Eva, L. & Ander, S., 2005).
- 2- تأثير أداء محفظة الأوراق المالية بمهارة مدير المحفظة في اختيار التوقيت المناسب لشراء أو الاحتفاظ أو بيع الورقة المالية (Gary, et. al, 1995).
- 3- تأثير أداء محفظة الأوراق المالية بقدرة مدير المحفظة على اختيار وانتقاء الورقة المالية. (Eva, L. & Ander, S., 2005)
- 4- تباين أداء محفظة الأوراق المالية للمستثمرين من قطاع الصناعة عن أداء محفظة الأوراق المالية للمستثمرين من قطاع الخدمات عنها في قطاع البنوك وقطاع التأمينات (الحمدوني ، 2011).

ومما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل التالي :
مدى تأثير الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية بكفاءة مدير المحفظة ؟

ثانياً :- أهمية الدراسة :

- 1- ترجع أهمية الدراسة إلى عدة عوامل أو اعتبارات لعل أهمها ما يلي :-
1- محاولة معالجة القصور الذي اكتنف الدراسات السابقة التي تناولت المحددات التي تؤثر على أداء محفظة الأوراق المالية.
- 2- محاولة تفسير التناقض أو التعارض في نتائج الدراسات السابقة والكتابات التي تعرضت لهذا الموضوع والتي استهدفت دراسة هذه المحددات.

3- الدراسات العربية التي تناولت موضوع البحث تتسم بالندرة - في حدود علم الباحث - التي اهتمت بدراسة كفاءة مدير المحفظة كمحدد للأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية في ضوء النظرية ما بعد الحديثة.

ثالثاً :- أهداف الدراسة :

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة بصفة أساسية ومحورية في الوقوف على وتحديد أثر كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية ، وينبثق من هذا الهدف أهداف فرعية هي :

1- تحديد أثر اختيار الورقة المالية على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية.

2- تحديد أثر التوقيت السوقي على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية .

رابعاً :- فروض الدراسة :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية "

وينبثق من هذا الفرض فرضين فرعيين هما :

1- توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين قدرة المدير على تحديد التوقيت السوقي الملائم والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية.

2- توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين قدرة المدير على الاختيار الجيد للأوراق المالية والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية.

خامساً : مراجعة الدراسات السابقة :

يتمثل الهدف الرئيسي والأهداف الفرعية المنبثقة عنه لهذه الدراسة في التوصل إلى تأثير كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية للشركات في بيئة الأعمال المصرية في ظل التطورات التي ظهرت بعد النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية ، وفيما يلي استعراض لأهم الدراسات السابقة التي تناولت تأثير اختيار الورقة المالية والتوقيت السوقي على أداء المحفظة :

1- دراسة (Eero, d. & Timo, H., 2015) :

“ Enhancement of value portfolio preference using jata envelopment analysis “.

- هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين أسس إدارة المحفظة من حيث التخطيط ، والتوقيت ، والتحفز والعقلانية والإشراف والمتابعة وأداء محفظة الأوراق المالية.
- وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين التخطيط قبل بناء المحفظة والتوقيت الجيد للشراء أو البيع والعقلانية والإشراف والمتابعة وأداء محفظة الأوراق المالية ، مما يعنى أن درجة خبرة مدير محفظة الأوراق المالية لديه تأثير واضح على أداء محفظة الأوراق المالية.

- دراسة (Murphy, C., 2011) :

“ Modern portfolio theory using SAS “

- هدفت هذه الدراسة إلى اختيار أثر التوقيت السوقي واختيار الأوراق المالية على عوائد محافظ الصناديق بالتطبيق على بيانات عوائد 10 صناديق استثمار.
- وتوصلت هذه الدراسة إلى :

* حقق 9 صناديق بنسبة 90% تقريباً من إجمالي الصناديق قيماً معنوية موجبة للعائد الذي يرجع إلى التوقيت السوقي ، بينما حقق صندوق واحد بنسبة 10% قيمة سالبة معنوية للعائد.

* حققت جميع الصناديق قيماً سالبة للعائد الذي يرجع إلى اختيار الأوراق المالية إلا أنه غير معنوي.

* وجود علاقة ارتباط سالبة بين التوقيت السوقي واختيار الأوراق المالية فالمدير الذي لديه قدرات مرتفعة في التوقيت السوقي وحققت نتيجة لذلك قيماً موجبة للعائد هو نفسه الذي حقق قيماً سالبة نتيجة لاختيار الأوراق المالية.

- دراسة (Sandra, R., 2011) :

“performance measurement Framework in portfolio management “

- هدفت هذه الدراسة إلى التوصل إلى العلاقة بين اختيار الأوراق المالية وجودة التنويع وأداء محفظة الأوراق المالية.
- وتم تطبيق هذه الدراسة على 17 محفظة للأوراق المالية تابعة لصناديق الاستثمار.

وتوصلت الدراسة إلى أن :

- 1- حقق 16 محفظة ، 94% تقريباً من إجمالي المحافظ قيماً معنوية موجبة للعائد الذي يرجع إلى الاختيار الجيد للأوراق المالية.
- 2- وجود علاقة ارتباط موجبة بين اختيار الأوراق المالية وجودة التنوع فالمدير الذي لديه قدرات مرتفعة في اختيار الأوراق المالية لديه قدرة عالية على التنوع الجيد.

- دراسة (Spyros, M., 2010) :

“ Arithmetic mean a bellwether for unbiased forecasting of portfolio performance “

- هدفت هذه الدراسة إلى التوصل إلى أثر اختيار الأوراق المالية والتوقيت السوقي على عوائد محافظ صناديق الاستثمار.
- وتم التطبيق على بيانات العائد الشهري لمحافظ 306 صندوق استثماري في المملكة المتحدة لفترة ما بين 1986-1994.
- وتوصلت الدراسة إلى انخفاض تأثير اختيار الأوراق المالية والتوقيت السوقي على عوائد محافظ الصناديق.

- دراسة (Wermers, 2010) :

“ Market timing and mutual fund investment performance “

- هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر كلاً من اختيار الأوراق المالية والتوقيت السوقي على عوائد محافظ صناديق الاستثمار ، وذلك بالتطبيق على بيانات العائد السنوي لصناديق الاستثمار الأمريكي.
- ولقد تم إجراء الاختبار طبقاً لإجمالي العائد ثم طبقاً لصافي العائد بأسلوب الانحدار.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

- 1- تفوق أداء الصناديق مقارنة بأداء مؤشر السوق بمقدار تراوح بين 21% - 23% بالنسبة لإجمالي العائد، أما بالنسبة لصافي العائد - أي بعد خصم تكاليف العمليات وباقي أنواع المصروفات - فلقد انخفض أداء الصناديق مقارنة بمؤشر السوق بمقدار تراوح بين 7% - 05%.
- 2- عند قياس أثر اختيار الأوراق المالية (فقط) على عوائد المحافظ تراوح العائد الإضافي الذي يرجع إلى اختيار الأوراق المالية والذي تم حسابه بناء على إجمالي العائد بين 71%0 ،

- 101ر1% وهو معنوي إحصائياً ، بينما تراوح نظيره المحسوب بناء على صافي العائد بين 15ر1% ، 16ر1% وهو معنوي إحصائياً.
- 3- تعتبر تكاليف العمليات والمصروفات المتعلقة بتحليل الأسهم للقيام بتطبيق إستراتيجية الاختيار ، هي المسئولة عن الفرق الكبير بين العائد الإضافي الموجب والعائد الإضافي السالب الناتج من الاختيار عند تغيير طريقة الحساب من إجمالي العائد إلى صافي العائد.
- 4- وتوصلت الدراسة إلى أن اختيار الأوراق المالية له تأثير معنوي على عوائد المحافظ مع ضرورة الأخذ في الحسبان المصروفات المصاحبة له ، بينما لا يوجد تأثير معنوي للتوقيت السوقي على عوائد محافظ الصناديق.

- دراسة (Keith, C. & et al.,2010) :

“ **The risk return link : Evidence from the Saudi stock market** “

- هدفت هذه الدراسة إلى اختيار علاقة عائد محفظة الأوراق المالية بعائد السوق وقدرة المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة على تفسير انحرافات عوائد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة.
 - وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد في التوصل إلى نتائج الدراسة.
- وتوصلت الدراسة إلى :

- 1- وجود علاقة معنوية موجبة بين عائد السوق وعائد محفظة الأوراق المالية وبلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 17% مما يعنى أن معدل العائد السوقي يستطيع تفسير 17% من انحرافات عوائد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة.
- 2- عدم وجود علاقة معنوية بين بيتا والعائد المتوقع وذلك سواء اشتمل نموذج الانحدار على بيتا فقط كمتغير تفسيري وحيد أو على بيتا والمخاطر غير المنتظمة.
- 3- تغيرت إشارة الميل الخاص بمعامل بيتا ما بين السالب والموجب خلال الدراسة حيث أنها لم تتخذ اتجاهاً واحداً.
- 4- عدم وجود علاقة معنوية بين المخاطر غير المنتظمة والعائد المتوقع في جميع نماذج الانحدار سواء البسيطة أو المتعددة مع تغير إشارة الميل الخاص بالمخاطر غير المنتظمة ما بين السالب والموجب.

- دراسة (Ilfryn, P. & Elizabeth, C., 2009) :

“ **An output approach to property, portfolio performance measurement** “

هدفت هذه الدراسة إلى الإجابة على الأسئلة التالية :

- 1- هل هناك علاقة بين معدل العائد على الورقة المالية ومعدل العائد السوقي ؟
 - 2- هل توجد علاقة بين عائد الورقة المالية ومخاطرها ؟.
 - 3- هل تستطيع المخاطر المنتظمة تفسير سلوك عائد الورقة المالية ؟
- ولقد تم تطبيق الدراسة على بيانات عوائد 21 سهم ، وقد قام الباحث بالاستعانة بأسلوب بمعامل الارتباط سبيرمان وبيرسون وأسلوب الانحدار البسيط لاختبار العلاقات السابقة.
- وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية :**

- 1- عدم وجود علاقة معنوية بين معدل العائد السوقي ومعدل العائد للورقة المالية عند الاعتماد على بيانات العائد اليومي ، ولقد بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 2% أي أن معدل العائد السوقي لا يستطيع تفسير سوى 2% من انحرافات عوائد الورقة المالية.
- 2- وجود علاقة معنوية موجبة بين معدل العائد السوقي ومعدل العائد للورقة المالية عند الاعتماد على بيانات العائد الأسبوعي وبلغ معامل التحديد R^2 50% ، أي أن العائد السوقي يستطيع تفسير 50% من انحرافات عوائد الورقة المالية.
- 3- وجود علاقة معنوية بين معدل العائد الأسبوعي للورقة المالية والانحراف المعياري لها ، وبلغ مقدار معامل الارتباط سبيرمان 47%.
- 4- لقد تم تفسير اختلاف النتائج عند اختلاف بيانات العائد ما بين اليومي والأسبوعي لحجم التداول ، حيث انخفاض حجم التداول اليومي على الأسهم يقلل من تشتت العوائد وانعكاس ذلك على عدم ظهور العلاقة ، في حين أن زيادة التداول خلال الأسبوع يزيد من تشتت العوائد بما يتيح الفرصة للملائمة لظهور العلاقة.

التعليق على الدراسات السابقة :

- 1- معظم هذه الدراسات تمت على أسواق مالية متقدمة ولا توجد دراسات أجريت على الأسواق الناشئة – على حد علم الباحث – على الرغم من أهمية هذه الأسواق.
 - 2- تعارض نتائج هذه الدراسات فيما يخص كفاءة مدير المحفظة كما يلي :
- توجد دراسات اتفقت على وجود تأثير موجب لاختيار الأوراق المالية على عوائد محافظ الأوراق المالية ، واتفقت دراسات أخرى على وجود تأثير سالب لاختيار الأوراق المالية على عوائد محافظ الأوراق المالية.
- توجد دراسات اتفقت على عدم وجود تأثير معنوي لاختيار الأوراق المالية على عوائد محافظ الأوراق المالية.

- لم تطرق أحد الدراسات السابقة إلى كيفية تحديد مدى مساهمة كفاءة مدير المحفظة في توليد عائد إضافي والتي سوف تتعرض له الدراسة الحالية.
- غالبية الدراسات السابقة قامت بتقييم أداء المحفظة من خلال العائد الإضافي للمحفظة وهو ما قد أثير بعض التعارض في النتائج بين الدراسات السابقة ، ولكن الدراسة الحالية سوف تقوم بتقييم أداء المحفظة من خلال عائد كل وحدة مخاطرة.
- معظم الدراسات السابقة اعتمدت على الطرق التقليدية في قياس أداء المحفظة مثل شارب ، وترنيور ، جنسين.

سادساً :- منهجية وخطوات الدراسة :

- 1- اعتمد الباحث في الدراسة الحالية على استعراض ومحاولة تقييم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة للوقوف على أهدافها ، ومتغيراتها ومقاييسها المختلفة وأهم نتائجها.
- 2- توصل الباحث من خلال الدراسات السابقة والكتابات المختلفة العربية والأجنبية إلى تباين تأثير كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية ، وبمراجعة الباحث للكتابات التي تناولت النظرية الحديثة والتطورات التي جاءت بعد النظرية الحديثة استشرق ضرورة دراسة تلك المحدد السابق ذكره.
- 3- تصميم نموذج الدراسة من واقع أولاً وثانياً.

سابعاً :- مجتمع وعينة الدراسة :

1- مجتمع الدراسة :

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها يتمثل مجتمع الدراسة في المنظمات التي تتوافر فيها الخصائص التالية :

- أن تكون المنظمات ملزمة قانوناً بالإفصاح ونشر البيانات المالية الخاصة بها بصفة دورية ومستمرة وهذا يتوافر في المنظمات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري سواء كانت صناعية أو مالية أو خدمية ويبلغ عدد تلك المنظمات 260 منظمة(*) وفقاً لإحصاءات المنشورة عن عام 2015.

(*) بيانات سوق الأوراق المالية المصرية عن عام 2015.

- أن تكون المنظمة لديها محفظة أوراق مالية ضمن أصولها وهذه الشركات يبلغ عددها 96(*)
- شركة مقسمة كما يلي :
- 55 شركة بالقطاع الصناعي.
- 26 شركة بالقطاع المالي.
- 15 شركة بالقطاع الخدمي.
- أن تتوفر للمنظمة سلسلة زمنية متكاملة ، بياناتها المالية من 2011 إلى 2015 ، تتوفر فيها كافة البيانات والقوائم المالية المطلوبة.

2- عينة الدراسة :

اعتمد الباحث على أسلوب العينة العشوائية الطبقية في اختيار العينة من مجتمع الدراسة والتي تتوفر فيها الخصائص السابق ذكرها من المنظمات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري ، وذلك نظراً لتباين سمات وخصائص تلك المنظمات ، وتم استخدام طريقة التوزيع النسبي(**) توفياً للدقة في تمثيلها للمجتمع وقد قام الباحث بتحديد حجم العينة وهي 30 منظمة(***) من واقع 96 منظمة وهي الحجم الإجمالي للمجتمع خلال الفترة الزمنية ما بين 2011 وحتى 2015.

وتم توزيع العينة على قطاعات الدراسة كما يلي :

- القطاع الصناعي 17 منظمة
- القطاع الخدمي 5 منظمات
- القطاع المالي 8 منظمات

(*) للرجوع إلى أسماء الشركات وتقسيماتها القطاعية يمكن الرجوع إلى الملاحق.

(**) اعتمد الباحث على حساب طريقة التوزيع النسبي باستخدام $n_x = \frac{N_x}{N} \times n$ حيث n_x عدد المفردات المراد سحبها من كل طبقة و n يمثل حجم العينة و N_x حجم الطبقة و N يمثل الحجم الكلي للمجتمع ، د/عاشور كامل ، د/سامية أبو الفتوح 2010 ، مقدمة في نظرية العينات ، معهد الدراسات والبحوث الإحصائية ، جامعة القاهرة ، ص 77.

(***) وهي تشمل أكثر من 31% من حجم المجتمع وهي نسبة ممثلة لمجتمع البحث وفقاً للجداول الإحصائية للعينات ، د/ محمد عبد السميع عناني ، 2006 ، موضوعات مختارة في التحليل الإحصائي للبيانات ، جامعة الزقازيق.

جدول رقم (1)
المنظمات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري
عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبقياً

القطاع الصناعي	اسم الشركة
التشييد ومواد البناء	- شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (أيكون)
	- شركة البويات والصناعات الكيماوية (باكين).
	- شركة التعمير والاستشارات الهندسية.
الموارد الأساسية	- شركة الكابلات الكهربائية المصرية.
أغذية ومشروبات	- شركة شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي (نيوداب)
	- شركة بسكو مصر (المصرية للأغذية)
	- شركة مطاحن ومخابز شمال القاهرة.
	- شركة مصر للزيوت والصابون
الرعاية الصحية والأدوية	- شركة القاهرة للأدوية
المنتجات المنزلية والشخصية	- الشركة العربية لحلج الأقطان.
	- النساجون الشرقيون.
	- شركة النيل لحلج الأقطان.
	- شركة النصر للملابس والمنسوجات (كابو).
	- الشركة العربية وبولفار للغزل والنسيج.
العقارات	- شركة الشمس للإسكان والتعمير
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	- شركة أسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة والتنمية.
	- شركة مصر للأسواق الحرة

تابع جدول رقم (1)
المنظمات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري
عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبقياً

القطاع المالي	اسم الشركة
البنوك	- البنك الوطني المصري.
	- البنك المصري لتنمية الصادرات.
	- البنك الأهلي سوسيتية جنرال (بنك قطر الوطني الأهلي)
	- بنك التعمير والإسكان.
التأمينات وصناديق الاستثمار	- شركة المهندس للتأمين
	- شركة الدلتا للتأمين
	- الشركة القابضة المصرية الكويتية
	- المجموعة العربية للتأمين
القطاع الخدمي	اسم الشركة
السياحة	- الشركة المصرية للمشروعات السياحية العالمية.
	- بيراميزا للفنادق والقرى السياحية

الاتصالات	- المصرية للاتصالات - شركة راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات
منافع	- الشركة المصرية لخدمات النقل والتجارة (ايجيترانس)

المصدر: إعداد الباحث من واقع بيانات سوق الأوراق المالية المصري 2015 ، ومستخلص من جدول المنظمات عينة الدراسة المقيدة في سوق الأوراق المالية لعام 2015 الموزعة توزيعاً طبقياً.

ثامناً : متغيرات النموذج :

تتمثل متغيرات النموذج في متغيرين مستقلين ومتغير تابع وفيما يلي شرح لتلك المتغيرات :-

- كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية :

يتم التعبير عن كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية من خلال قدرته على انتقاء الورقة المالية والتوقيت السوقي الملائم لشراء الورقة أو التخلص منها ، والذى قد يؤثر على معدل العائد الذي تحققه المحفظة التي يديرها.

وفيما يلي توضيح التوقيت السوقي وانتقاء الورقة المالية :

أ- التوقيت السوقي :

أن التوقيت السوقي يعتمد على التنبؤ الصحيح باتجاه السوق في المستقبل ثم اتخاذ القرارات الملائمة لإجراء التغييرات المناسبة لمكونات المحفظة طبقاً للاتجاه المتوقع للسوق بما يساعد على تحقيق معدل عائد أعلى من المعتاد تحقيقه قبل إجراء هذه التغييرات حيث أن السؤال الرئيسي الذي يحاول مدير المحفظة أن يجيب عليه هو متى يدخل إلى السوق وإلى متى يستمر فيه ومتى يخرج منه ، أو بعبارة أخرى ما هو أفضل وقت لشراء أو بيع ورقة مالية معينة أو لزيادة أو تخفيض درجة التنوع بالمحفظة ، أما الهدف الرئيسي لمدير المحفظة من اتخاذ قرار التوقيت السوقي هو التغلب على السوق من خلال تحقيق عائد للمحفظة أعلى من السوق في حالة صعود السوق أو تحقيق مقدار انخفاض في عائد محفظته أقل من المقدار المحقق بالسوق في حالة هبوط السوق (خرباش ، 2012 ، ص73).

ويتخذ مدير المحفظة قرار التوقيت السوقي بدون أن يلتزم بالقيود التي تفرضها سياسة الاستثمار المتعلقة بنسب أنواع الأصول أو مقدار المخاطر المحددة لكل نوع من الأصول أو للمحفظة ككل ، وذلك لتحقيق أقصى استفادة من الظروف المتوقع أن يمر بها السوق لفترة مؤقتة والتي تختلف عن الظروف طويلة الأجل التي تم على أساسها صياغة الاستثمار ، فكل ما يهتم به المدير أثناء صنع قرار التوقيت السوقي هو أن يتخذ القرار الملائم في الوقت الملائم للحالة المتوقع أن يمر بها السوق

، والمخاطر التي تواجهه تتركز في التواجد داخل أو خارج السوق في الوقت الخاطئ (الموسوى ، 2010، ص22).

وقد يتم تطبيق التوقيت السوقي عن طريق التغيير في مزيج المحفظة أو تغيير مقدار المخاطر المنتظمة للمحفظة (بيتا) ، حيث أن مدير المحفظة قد يقوم بزيادة نسب بعض الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها (بالشراء) على حساب نسب أسهم أخرى يتوقع انخفاض أسعارها (بالبيع) ، أو زيادة نسبة الأسهم على حساب نسبة السندات بالمحفظة في حالة صعود السوق أو العكس في حالة توقع هبوط السوق ، وقد يتم تطبيق التوقيت السوقي عن طريق زيادة قيمة بيتا للمحفظة في حالة توقع صعود السوق عن طريق شراء أسهم ذات قيم مرتفعة لبيتا وبيع أسهم ذات قيم منخفضة لبيتا ، وبيع أسهم ذات قيم منخفضة لبيتا ، ومن ثم عندما يرتفع السوق – كما هو متوقع له – تكون الزيادة في عائد المحفظة أعلى من تلك التي كان يمكن تحقيقها قبل زيادة قيمة بيتا ، ويمكن في حالة توقع هبوط السوق أن يتم تخفيض مقدار بيتا ببيع الأسهم ذات القيم المرتفعة لها وشراء أسهم تتمتع بانخفاض قيمة بيتا ، ومن ثم في حالة انخفاض السوق – كما هو متوقعاً – يكون انخفاض عائد المحفظة أقل مما كان حدوثه قبل تغيير قيمة بيتا.

وأشار (Wermers , 2010) إلى أنه يمكن قياس قدرة المدير في التوقيت السوقي من خلال اختبار علاقة مكونات مزيج المحفظة مع عائد السوق أو علاقة مقدار المخاطر المنتظمة للمحفظة مع عائد السوق ، حيث أنه في حالة ارتفاع نسبة الأسهم بمزيج المحفظة بارتفاع عائد سوق الأسهم وانخفاضها مع انخفاض السوق ، فيعني ذلك نجاح المدير في التوقيت السوقي ، وكذلك الحال في حالة انخفاض نسبة السندات بمزيج المحفظة عند ارتفاع سوق الأسهم وارتفاع نسبة السندات بالمحفظة عند انخفاض سوق الأسهم يشير إلى التوقيت الجيد ، وخلاف ذلك يشير إلى التوقيت السيئ.

أما بالنسبة لعلاقة بيتا بالعائد السوقي فيتوقع المدير الجيد صاحب القدرات المرتفعة في التوقيت السوقي أن تكون قيمة بيتا لمحفظته متغيرة وليست ثابتة ، حيث يتوقع زيادة قيمتها قبل صعود السوق وتخفيض قيمتها قبل هبوط السوق ، وبالتالي فإن علاقة عائد المحفظة بعائد السوق لا يتخذ الشكل الخطئ للمدير ذي القدرة المرتفعة في التوقيت السوقي ، بينما المدير ذو القدرة المنخفضة في التوقيت السوقي لا يستطيع التنبؤ الصحيح باتجاه السوق واتخاذ الموقع الملائم لمحفظته وينعكس ذلك على ثبات قيمة بيتا للمحفظة ، حيث يرتفع عائد المحفظة مع ارتفاع عائد السوق وينخفض مع انخفاضه ويغلب على العلاقة بينهم الشكل الخطئ

ب- اختيار وانتقاء الأوراق المالية :

تركز عملية اختيار وانتقاء الأوراق المالية على القيام بأنواع التحليل المختلف في سبيل معرفة القيمة الحقيقية للورقة المالية ثم مقارنتها بقيمتها السوقية واتخاذ قرار إضافته إلى المحفظة أو استبعادها منه ، حيث يقوم مدير المحفظة بالتحليل الأساسي من خلال جمع وتحليل المعلومات عن الحالة الاقتصادية العامة أي على مستوى الاقتصاد ككل ، وكذلك الحالة بالنسبة للصناعة التي تنتمي إليها المنظمة – أي على مستوى الصناعة – ثم على مستوى المنظمة نفسها ، وذلك في حالة إتباع مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل ، وقد يحدث العكس بأتباع مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى للحكم على الأداء المالي للشركة ، ثم القيام بالتحليل الفني بدراسة حركة أسعار الورقة المالية في السوق المالي للتعرف على النمط الذي تتخذه تغيرات الأسعار والاستفادة بذلك للتنبؤ بأسعار المستقبل ، ثم تطبيق نماذج تقييم التدفقات النقدية المتوقعة للورقة المالية لتقدير القيمة الحقيقية للورقة ومقارنتها بالقيمة السوقية له (الجدير ، 2013 ، ص100).

ويقوم مدير المحفظة بتصنيف الأوراق المالية طبقاً لنتيجة المقارنة إلى أوراق مالية ثم تسعيرها في السوق بالقيم الحقيقية لها. وأخرى تعاني من سوء التسعير ، حيث أن أسعارها السوقية لا تتساوى مع القيمة الحقيقية لها ، ويركز مدير المحفظة على اختيار الورقة المالية المساء تسعيرها حتى ولو أدى ذلك إلى انخفاض درجة التنوع بالمحفظة طالما أن العائد المتوقع في حالة اختيار هذه النوعية من الأوراق المالية أعلى من نظيرة المتوقع في حالة تكوين محفظة مرتفعة التنوع (Keith, C. & et al., 2010).

ولقد اقترح (Marphy, C., 2011) الخطوات التالية للقيام بالاختيار الفعال للأوراق المالية :-

- 1- التركيز على التحليل المتعمق لعدد محدود نسبياً من الأوراق المالية التي يتوقع لها حالة التسعير غير العادية ، أي لا تعكس القيم السوقية لها قيمها الحقيقية ، وبالنسبة للأوراق المالية التي لا تخضع للتحليل فيفترض أن أسعارها السوقية تعكس قيمتها الحقيقية.
- 2- تتكون محفظة السوق من الأوراق المالية التي تتمتع بالتسعير العادل وهي تمثل المحفظة الخاصة بالمدخل المتحفظ والتي تتمتع بالتنوع الكفاء.
- 3- القيام بتقدير معدل العائد المتوقع والانحراف المعياري لمحفظة السوق.
- 4- يتم تكوين محفظة فعالة / نشطة من الأوراق المساء تسعيرها وتقييم أدائها المتوقع من خلال الخطوات التالية :-

- أ - تقدير قيمة بيتا لكل ورقة مالية مرشحة للانضمام للمحفظة الفعالة وكذلك قيمة الخاطر غير المنتظمة ثم تقدير معدل العائد المطلوب أن تحققه الورقة المالية.
- ب-تقدير العائد غير العادي المتوقع أن تحققه الورقة المالية من خلال حساب الفرق بين العائد المتوقع والعائد المطلوب طبقاً لحدود التسعير السيئ.
- ج- قياس تكلفة انخفاض التنويع عن طريق تقدير المخاطر غير المنتظمة.
- د- تحديد الوزن المثالي لكل ورقة مالية في المحفظة الفعالة من خلال الاستعانة بقيم المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة والعائد غير العادي لكل ورقة مالية.
- هـ- تقدير قيم المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة للعائد غير العادي للمحفظة الفعالة طبقاً للأوزان المتعلقة بمكونات المحفظة.
- و-تقدير المحفظة المثلى للمستثمر من خلال تحديد نسبة الأموال المستثمرة في كلا من المحفظة الفعالة ومحفظة السوق المتحفظة من خلال اختيار التوليفة التي تحقق أعلى معدل عائد غير عادى لنفس المخاطر أو أقل مخاطر عند نفس العائد.

تاسعاً : نموذج الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة وفروضها فإن الباحث قام بتصميم هذا النموذج بالاعتماد على مراجعته للدراسات السابقة والكتابات التي تناولت الموضوع ويعتمد الباحث في اختبار فرضيات الدراسة الحالية على أسلوب الانحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة وأداء محفظة الأوراق المالية. ويمكن صياغة النموذج على النحو التالي :

$$Y_{p/RP} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + E$$

فيما يتعلق بكيفية حساب أداء محفظة الأوراق المالية (المتغير التابع) :

يعتمد الباحث على قياس عائد المحفظة لكل وحدة مخاطرة للمحفظة على :

$$Y_{pt} = \frac{R_{pt}}{V_{pt}}$$

حيث أن :

Y_{Pt} : عائد المحفظة لكل وحدة مخاطرة للفترة T.

R_{pt} : عائد المحفظة للفترة T.

V pt : مخاطرة المحفظة للفترة T.

ويحسب عائد المحفظة كما يلي:

$$R_{pt} = \sum_{i=1}^n W_i r_{it}$$

حيث أن :

Wi : الوزن النسبي للورقة في المحفظة.

rit : عائد الورقة المالية i للفترة T .

وسيتم حساب عائد الورقة rit من خلال المعادلة التالية :

$$r_{it} = (D_{it} + P_{it} + P_{it-1}) / P_{it-1}$$

حيث أن :

rit : معدل عائد الورقة i خلال الفترة T.

Dit : توزيعات الأرباح للورقة i خلال الفترة T.

Pit : قيمة الورقة المالية i في نهاية الفترة T.

Pit-1 : قيمة الورقة المالية i في نهاية الفترة T-1 .

سيتم الاعتماد في حساب مخاطرة المحفظة على :

$$\beta_p = \delta_p \delta_m / \delta_m^2$$

حيث أن :

β_p : معامل بيتا لمحفظة الأوراق المالية.

δ_p : الانحراف المعياري لعائد محفظة الأوراق المالية.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

δ_m^2 : تباين عائد السوق.

فيما يتعلق بتقييم كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية :

يمكن التعبير عن كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية من خلال قدرته على اختيار وانتقاء الورقة

المالية والتوقيت السوقي المناسب للبيع أو الشراء والتي يمكن قياسهما كما يلي :-

$$R_P - R_F = F_K + \beta (R_M - R_F) + F_D (R_M - R_F)^2 + E_i$$

حيث أن :

R_P : عائد المحفظة.

R_F : معدل العائد الخالي من الخطر.

$R_F - R_M$: علاوة الخطر السوقي.

R_M : معدل العائد السوقي.

F_K : تمثل العائد الذي يرجع إلى كفاءة اختيار الأوراق المالية.

β : مقياس المخاطر المنتظمة.

F_D : معدل العائد الذي يرجع إلى التوقيت السوقي.

E_i : الخطأ العشوائي.

عاشراً :- بيانات الدراسة :

تم تجميع البيانات اللازمة للدراسة بشقيها النظري والعملي من المصادر التالية :

- 1- الحصول على المادة العلمية من الدوريات والكتب والرسائل التي تتعلق بموضوع الدراسة من أجل استخلاص بعض المفاهيم الأكاديمية التي تستخدم في الدراسة التطبيقية.
- 2- سوق الأوراق المالية المصري للحصول على تقارير القوائم المالية والدخل والحسابات الختامية اللازمة التي تبرز صورة متكاملة لنشاط الشركات خلال سنوات الدراسة.
- 3- زيارات ومقابلات مع مديري محافظ الأوراق المالية للشركات عينة الدراسة للوقوف على وجهة نظرهم في تأثير محددات الدراسة على أداء محافظ الأوراق المالية التي يديرونها.
- 4- شركة مصر لنشر المعلومات وهيئة سوق المال ، لكي يتم الحصول على قيد الشركة وعمرها وكذلك عدد أسماء الشركات المقيدة الأوراق المالية منذ بداية فترة الدراسة وحتى نهايتها.

حادي عشر : تحليل البيانات واختيار الفروض :

1- التحليل الوصفي الإحصائي لبيانات عينة الدراسة :

يوضح الجدول التالي أهم عناصر الوصف الإحصائي لبيانات عينة الدراسة التي تضم 30 شركة مصرية مقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية عن الفترة الزمنية من عام 2011 وفي عام 2015 ويشمل الجدول عدد من المقاييس الإحصائية وهي : الوسط الحسابي والانحراف المعياري ، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغيرات الدراسة وذلك على النحو التالي:-

جدول رقم (2)
الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لعينة الدراسة

الانحراف المعياري Std. Dev.	المتوسط Mean	الحد الأقصى Maximum	الحد الأدنى Minimum	عدد الشركات	المتغيرات
86.355	75.3951	389.92	52.36-	30	1-المتغير التابع عائد كل وحدة مخاطرة
4.641	6.23-	7.69	20.57-	30	2-المتغير المستقل كفاءة مدير المحفظة

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي Spss

تبين من نتائج الجدول السابق تحقيق معدل عائد لكل وحدة مخاطرة غير مقبول حيث بلغ الوسط الحسابي لمتغير عائد كل وحدة مخاطرة 75.3951 ويرجع ذلك إلى انخفاض جودة التنويع في محافظ الأوراق المالية لشركات عينة الدراسة كذلك عدم ملائمة حجم المحفظة للاستثمارات المالية التي استخدمها مدير المحفظة وحاجته إلى تسهيل المحفظة في أوقات غير مناسبة ، مما يدل على عدم وجود قدرة على اختيار التوقيت السوقي المناسب للبيع والشراء وبإمعان النظر فيما يتضمنه الجدول السابق رقم (2) من إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة ، يمكن إبراز مجموعة الملاحظات التالية :

- 1- وجود مدى واسع لقيم المتغير التابع فيما بين شركات عينة الدراسة ، حيث نجد أن أكبر قيمة لمتغيرات عائد كل وحدة مخاطرة 389.92 ، بينما نجد أقل قيمة لمتغير عائد كل وحدة مخاطرة -52.36 ، كذلك نجد أن متوسط قيم المتغير التابع 75.3951 وهو يميل قليلاً للحد الأدنى.
- 2- يتراوح مستويات كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية في الشركات عينة الدراسة بين (-20.57 كحد أدنى) و7.69 كحد أقصى ومتوسط -6.23 هو ما يشير إلى انخفاض كفاءة مدير محافظ الأوراق المالية محل الدراسة ، وذلك بانحراف معياري 4.64.

قياس المتغير التابع (عائد كل وحدة مخاطرة) :

قام الباحث بحساب المتغير التابع من خلال حساب عائد كل وحدة مخاطرة ، وذلك من خلال حساب عائد كل محفظة من محافظ الأوراق المالية للشركات عينة الدراسة ، وكذلك قياس درجة المخاطرة التي يتعرض لها كل محفظة وقسمة عائد المحفظة على درجة المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة وذلك باستخدام النماذج الكمية التي سبق أن أوضحها الباحث ، وذلك تماشياً مع فروض النظرية الحديثة والتطورات التي طرأت عليها بحيث أن المستثمرين يفضلون مستويات من العائد عند درجات مخاطر معينة.

وقد قام الباحث بحساب المتغير التابع (عائد كل وحدة مخاطرة) مقارنةً بمؤشر السوق بالجدول التالي رقم (3) :

جدول رقم (3)
عائد كل وحدة مخاطرة (المتغير التابع)

عائد كل وحدة مخاطرة	اسم الشركة صاحبة محفظة الأوراق المالية
50.1	1-البنك الوطني المصري
18.05	2-البنك المصري لتنمية الصادرات
37.8	3-البنك الأهلي سوسيتية
24.9	4-بنك التعمير والإسكان
103.8	5-شركة الدلتا للتأمين
26.54	6-شركة المهندس للتأمين
51.5	7-الشركة القابضة المصرية الكويتية
57.98	8-المجموعة العربية المصرية للتأمين
39.58	9-الشركة المصرية للمشروعات السياحية
20.86	10-بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
61.78	11-المصرية للاتصالات
1.4	12-شركة راية القابضة للتكنولوجيا
90.6	13-الشركة المصرية لخدمات النقل والتجارة
79.2	14-شركة شمس للإسكان والتعمير
75.45	15-شركة أيكون
165.37	16-شركة البويات باكين
26.75	17-شركة التعمير والاستشارات الهندسية
80.28	18-شركة الكابلات الكهربائية المصرية
15.11	19-شركة شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي
266.7	20-شركة بسكو مصر
112.39	21-شركة مطاحن ومخابز شمال القاهرة
36.86	22-شركة مصر للزيوت والصابون
45.6	23-شركة القاهرة للأدوية
59.2	24-الشركة العربية لحلج الأقطان
43.6	25-النساجون الشرقيون
2.36	26-شركة النيل لحلج الأقطان
2.136	27-شركة النصر للملابس والمنسوجات
6.68	28-الشركة العربية وبولفار للغزل والنسيج
128.3	29-شركة مصر للأسواق الحرة
27.9	30-شركة أسيوط الإسلامية للتجارة والتنمية

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي Spss

تقييم كفاءة مديري محافظ الأوراق المالية في الشركات محل الدراسة :

تم تقييم كفاءة مديري محافظ الأوراق المالية للشركات محل الدراسة من خلال اختبار صحة الفرض الرئيسي التالي :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية "

وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية :

1- توجد علاقة ذات دلالة معنوية من قدرة المدير على تحديد التوقيت السوقي الملائم والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية.

2- توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين قدرة المدير على الاختيار الجيد للأوراق المالية والأداء الاستثماري لمحافظ الأوراق المالية.

وقد تم اختبار الفرض الرئيسي والفروض الفرعية من خلال قياس العائد الذي يرجع إلى اختيار الأوراق المالية والعائد الناتج من التوقيت السوقي وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المشار إليه سابقاً.

1- العائد من التوقيت السوقي :

تم قياس العائد من التوقيت السوقي بهدف اختبار الفرض الفرعي الأول وذلك بتطبيق النموذج السابق الإشارة إليه على معدل عائد محافظ الأوراق المالية للشركات المصرية المقيدة بالبورصة بالفترة من 2010 إلى 2015 وكانت النتائج كما يلي في الجدول رقم (4)

جدول رقم (4)
العائد من التوقيت السوقي

عائد التوقيت السوقي	اسم الشركة صاحبة محفظة الأوراق المالية
0.000095-	1-البنك الوطني المصري
0.00032	2-البنك المصري لتنمية الصادرات
0.000555	3-البنك الأهلي سوسيتية
0.000255	4-بنك التعمير والإسكان
0.000749-	5-شركة الدلتا للتأمين
0.000067-	6-شركة المهندس للتأمين
0.000481	7-الشركة القابضة المصرية الكويتية
0.00082	8-المجموعة العربية المصرية للتأمين
0.000246	9-الشركة المصرية للمشروعات السياحية
0.000197	10-بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
0.000161	11-المصرية للاتصالات
0.000363	12-شركة راية القابضة للتكنولوجيا
0.000507-	13-الشركة المصرية لخدمات النقل والتجارة
0.000294	14-شركة شمس للإسكان والتعمير
0.000323	15-شركة أيكون
0.000242	16-شركة البويات باكين
0.00082	17-شركة التعمير والاستشارات الهندسية
0.0001518	18-شركة الكابلات الكهربائية المصرية
0.000286	19-شركة شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي
0.000103	20-شركة بسكو مصر
0.000769	21-شركة مطاحن ومخابز شمال القاهرة
صفر	22-شركة مصر للزيوت والصابون
0.000281-	23-شركة القاهرة للأدوية
0.000211	24-الشركة العربية لحلج الأقطان
0.000547	25-النساجون الشرقيون
صفر	26-شركة النيل لحلج الأقطان
0.000003-	27-شركة النصر للملابس والمنسوجات
0.000283	28-الشركة العربية وبولفارا للغزل والنسيج
0.000242	29-شركة مصر للأسواق الحرة
0.000977-	30-شركة أسيوط الإسلامية للتجارة والتنمية

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي Spss

ويتضح من الجدول السابق ما يلي :

- 1- حققت معظم محافظ الأوراق المالية عائد للتوقيت السوقي موجب باستثناء 6 محافظ حققوا عائد سالب للتوقيت السوقي بنسبة 20% ، ولكن العائد الموجب منخفض.
- 2- تراوح معدل العائد من التوقيت السوقي من -0.000977 لمحفظه شركة أسيوط الإسلامية للتجارة والتنمية و-0.000003 ومحفظه شركة النصر للملابس والمنسوجات.
- 3- تراوح معدل العائد الموجب من التوقيت السوقي من 0.000158 لمحفظه شركة الكابلات الكهربائية المصرية و 0.000161 ومحفظه شركة المصرية للاتصالات.
- 4- تشابه العائد من التوقيت السوقي في معظم محافظ الأوراق المالية في القطاع المالي الخدمي والصناعي.
- 5- بشكل عام يمكن القول أن معظم مديري محافظ الأوراق المالية بالشركات محل الدراسة ليس لديهم القدرة على التوقيت السوقي السليم وهو ما يعنى صحة الفرض الفرعي الأول.

2- العائد من الاختيار الجيد للأوراق المالية :

تم قياس العائد من الاختيار للأوراق المالية بهدف اختيار صحة الفرض الفرعي الثاني ، وذلك بتطبيق النموذج الكمي الذي تم الإشارة إليه سابقاً على معدل عائد محافظ الأوراق المالية للشركات عينة الدراسة من 2010 إلى 2015 للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية ، وكانت النتائج كما يلي في الجدول رقم (5).

جدول رقم (5)
العائد من اختيار الورقة المالية

عائد التوقيت السوقى	اسم الشركة صاحبة محفظة الأوراق المالية
6.46-	1-البنك الوطني المصري
4.29-	2-البنك المصري لتنمية الصادرات
9.24-	3-البنك الأهلي سوسيتية
8.42-	4-بنك التعمير والإسكان
20.57-	5-شركة الدلتا للتأمين
2-	6-شركة المهندس للتأمين
9.7-	7-الشركة القابضة المصرية الكويتية
7.41-	8-المجموعة العربية المصرية للتأمين
7.41-	9-الشركة المصرية للمشروعات السياحية
5.1-	10-بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
8.99-	11-المصرية للاتصالات
8.27-	12-شركة راية القابضة للتكنولوجيا
9.55-	13-الشركة المصرية لخدمات النقل والتجارة
4.02-	14-شركة شمس للإسكان والتعمير
5.47-	15-شركة أيكون
6.17-	16-شركة البويات باكين
6.67-	17-شركة التعمير والاستشارات الهندسية
7.25-	18-شركة الكابلات الكهربائية المصرية
5.94-	19-شركة شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي
7.80-	20-شركة بسكو مصر
3.03	21-شركة مطاحن ومخابز شمال القاهرة
صفر	22-شركة مصر للزيوت والصابون
9.22-	23-شركة القاهرة للأدوية
6.32	24-الشركة العربية لحلج الأقطان
5.7-	25-النساجون الشرقيون
صفر	26-شركة النيل لحلج الأقطان
7.69	27-شركة النصر للملابس والمنسوجات
4.73-	28-الشركة العربية وبولفارا للغزل والنسيج
1.87-	29-شركة مصر للأسواق الحرة
7.59-	30-شركة أسيوط الإسلامية للتجارة والتنمية

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي Spss

ويتضح من الجدول السابق ما يلي :

- 1- حققت جميع محافظ الأوراق المالية عائداً سلبياً أو صفرياً من الاختيار للورقة المالية باستثناء محفظة شركة مطاحن مخابز شمال القاهرة حققت عائد لاختيار الورقة المالية موجب بـ 3.03
 - 2- تراوح معدل العائد السلبي الذي يرجع إلى اختيار الأوراق المالية من -20.57 لمحفظة شركة الدلتا للتأمين و-2 لمحفظة شركة المهندس للتأمين.
 - 3- يرجع السبب في تحقيق محافظ الأوراق المالية لمعدل عائد سلبي من الاختيار إلى سوء قرارات الاختيار للأوراق المالية التي يتخذها مديري محافظ الأوراق المالية حيث يركزون استثماراتهم في أوراق مالية رديئة تعانى من سوء التسعير ، حيث لا تعكس أسعارها السوقية القيم الحقيقية لها وأن مديري محافظ الأوراق المالية بالشركات محل الدراسة أما لا يعرفون القيم الحقيقية لهذه الأوراق نظراً لانخفاض جودة التحليل الأساسي الذي يقومون به ، أو معرفتهم بها إلا أنهم يستمرون في التعامل بهذه الورقة لمجرد إتمام عمليات وذلك لأن سوء الاختيار يعنى أن الورقة المالية تم اختيارها لضمها للمحفظة في وقت يرتفع فيه سعرها السوقى عن قيمتها الحقيقية ، أو اختيارها لاستبعادها من المحفظة في وقت ينخفض فيه سعرها السوقى عن قيمتها الحقيقية ، بما يحقق عائد سلبي نتيجة لاختيار هذه النوعية من الأوراق فمن مكونات المحفظة.
- وخلاصة ما سبق يمكن القول بأن مديري محافظ الأوراق المالية بالشركات محل الدراسة لا تتوافر لديهم قدرة على الاختبار الجيد للأوراق المالية وهو ما يعنى صحة الفرض الفرعي الثاني.
- أثر كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري للمحفظة :
- تم قياس أثر كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري للمحفظة بهدف اختبار الفرض الرئيسي.

توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية ، ويعتبر هذا الفرض العلاقة السببية بين كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية كمتغير تفسيري مستقل والأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية للشركات عينة الدراسة كمتغير تابع. واختبار مدى كون التغيرات التي تحدث في كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية تستطيع أن تؤدي إلى تغيرات في أداء محافظ الأوراق المالية للشركات عينة الدراسة ، ومدى قدرة كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على تفسير ما يحدث من تغيرات في أداء محافظ الأوراق المالية.

ولقد قام الباحث بقياس كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية عن طريق قياس العائد من التوقيت السوقي السليم وكذلك العائد من الاختيار السليم للأوراق المالية ، باستخدام النموذج المشار إليه سابقاً ، وبالتالي أصبح لدى الباحث قيم للعائد من التوقيت السوقي وقيم للعائد من الاختيار للأوراق المالية. واستعان الباحث بنموذج الانحدار الخطى البسيط لاختبار العلاقة بين كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية ، وتم إدخال كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية كمتغير مستقل وإدخال عائد كل وحدة مخاطرة باعتباره المتغير التابع على حزمة البرامج الإحصائية Spss وتوصل الباحث إلى النتائج التي يعرضها الجدول رقم (6)

جدول رقم (6)

أثر كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري لمحفظة الأوراق المالية

معامل التحديد R^2	الميل	المحسوبة T	معنوية المتغير المستقل	مستوى المعنوية
.186	-11.928	-1.979	031ر	-05ر

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي Spss

ويتضح من الجدول السابق وجود علاقة معنوية سالبة بين العائد الناتج من اختيار الأوراق المالية والتوقيت السوقي (كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية) وعائد كل وحدة مخاطرة المتغير التابع حيث يؤكد ذلك انخفاض مستوى المعنوية المحسوبة 031. ومقارنة بمستوى المعنوية الذي يجرى عنده الاختيار وهو 05. والأمر الذي يؤكد على وجود العلاقة السببية بين العائد الناتج عن كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية وعائد كل وحدة مخاطرة.

وتشير العلاقة المعنوية السالبة السابقة إلى أن قيمة الميل المحسوبة وهي -11.928 تعتبر قيمة معنوية ، بمعنى أن التغيير في العائد الناتج عن كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية بوحدة واحدة يؤدي إلى تغيير العائد لكل وحدة مخاطرة بـ -11.928% وحدة في نفس الاتجاه.

ويؤكد النتيجة السابقة أن قيمة معامل التحديد R^2 بلغت 18.6% وهو ما يعنى أن العائد الناتج عن كفاءة مدير المحفظة يفسر 18.6% من تغيرات عائد كل وحدة مخاطرة لمحفظة الأوراق المالية.

ثاني عشر : نتائج وتوصيات الدراسة :

نتائج الدراسة :

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

- 1- صحة الفرض الفرعي الأول :
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين قدرة المدير على تحديد التوقيت السوقي الملائم والأداء الاستثماري لمحفظه الأوراق المالية ".
2- صحة الفرض الفرعي الثاني :
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين قدرة المدير على اختيار الورقة المالية الأداء الاستثماري والكفاء لمحفظه الأوراق المالية ".
3- قبول الفرض الرئيسي :
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كفاءة مدير محفظه الأوراق المالية والأداء الاستثماري لمحفظه الأوراق المالية ".

- التوصيات :

- 1- إعطاء القدر الملائم من الاهتمام بكل قرار من قرارات إدارة المحفظة بما يناسب تأثير هذا القرار على الأداء الاستثماري للمحفظة.
- 2- دقة الأنواع المختلفة من التحليل للأوراق المالية سواء كان التحليل الفني أو التحليل الأساسي لترشيد قرارات الحيازة أو الاستبعاد لمكونات المحفظة.
- 3- يجب أن يمتلك مدير المحفظة القدرة على تجميع تحليل البيانات والمعلومات عن السوق المالي والأوراق المالية المتداولة فيه والمؤسسات المصدرة لها.
- 4- أن يتوافر لدى مدير المحفظة حد أدنى من مستوى الخبرة والكفاءة في إدارة محافظ الأوراق المالية بما يمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم.

قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية :

- الأحمّد ، حسام عبدالله ، 2013 ، " تطوير نموذج لاختيار الأوراق المالية بهدف تحسين الأداء الاستثماري " ، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة المصرية ، ص0ص393-430.
- البنداري ، دالية محمد فتحي إبراهيم ، 2000 ، " تقييم العوامل المؤثرة على عملية المفاضلة بين الأسهم العادية بغرض زيادة فعالية قرار الاستثمار فيها ، دراسة تطبيقية على البورصة المصرية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
- الجزيري ، خيرى على مصطفى ، 1995 ، " الجوانب المحددة للسلوك الاستثماري للمستثمر المصري في الأوراق المالية " ، مؤتمر الاستثمار والتمويل والخصخصة والأوراق المالية ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ص0ص 1-73.
- الجدير ، مصطفى خليفة بلقاسم ، 2013 ، " تقييم أداء المستثمرين في سوق الأوراق المالية الليبي " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الرابع ، ص0ص 99-120.
- الجديلي ، ربحى عبد القادر ، 2004 ، " إدارة محافظ الاستثمار " ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية.
- الحمدوني ، الياس خضير ، 2011 ، " تقييم أداء المحافظ الاستثمارية " ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد 4 ، العدد 7 ، ص0ص 310-334
- الحناوي ، محمد صالح ، مصطفى ، نهال فريد ، العبد ، جلال إبراهيم ، 2005 ، " الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الفني والأساسي " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- الخولى ، جمال بدير على بدير ، 2006 ، " نموذج مقترح لاختيار محفظة الأوراق المثلى في ظل عدم تماثل التوزيع الاحتمالي للعائد " ، رسالة ماجستير ، غير منشور ، جامعة القاهرة.
- السراج ، أية محمد عاصم محمد محرز ، 2012 ، " أثر سياسة الاستثمار على أداء محفظة الأوراق المالية في البنوك المصرية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
- الشوافي ، محمد غمري ، 2017 ، إدارة المؤسسات المالية ، مدخل صنع القرارات ، المؤلف ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
- الشوافي ، محمد غمري ، زينة ، أحمد على ، 2016 ، " التمويل والإدارة المالية " ، مكتبة أنوار المدينة ، الزقازيق.

- الشامل ، عبدالله ، 1999 " تقييم أداء صناديق الاستثمار " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري.
- العبد ، جلال إبراهيم ، 1999 ، " إدارة محافظ الأوراق المالية " ، بدون ناشر ، الإسكندرية.
- العتابي ، حسين عاشور ، 2012 ، " تقييم كفاءة أداء الاستثمارات ، بحث تطبيقي في شركتي التأمين الوطنية والتأمين العراقية " ، مجلة دراسات محاسبية ومالية ، المجلد السابع ، جامعة بغداد ، ص 82-112.
- الموسوي ، سعدي أحمد حميد ، 2010 ، " تقييم أداء محافظة الأسهم ، دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق لأوراق المالية " ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية ، العدد الرابع والعشرون.
- المومني ، غازی فلاح ، 2009 ، " إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة " ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن .
- النمروطي ، خليل أحمد ، والوعيس ، سمير عبد الدايم ، 2012 ، " تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين لأوراق المالية " ، دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة " ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، المجلد العشرين ، العدد الأول ، ص 1-36.
- بركات ، هارون محمد ، نجم ، السيد محسوب ، 2011 ، " أساليب التحليل الإحصائي ببرنامج Spss ، المؤلف ، كلية العلوم ، جامعة الزقازيق.
- بوزيد ، مسارة ، 2007 ، " محافظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري " ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة متنوى ، الجزائر.
- حميد ، محمد عثمان إسماعيل ، 2003 ، " نموذج مقترح لمحددات أداء محافظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بالسوق المصري " ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.
- حماد ، طارق عبد العال ، 2011 ، " أسس الاستثمار الناجح في البورصة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- _____ ، 2006 ، " تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الانتماء ، ونظرة حالية ومستقبلية " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- خرياش ، منيه ، 2012 ، " أثر سعر الصرف على أداء محافظة الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة قصادي ، مدياح.

- سالم ، أحمد سالم حسين ، 2008 ، " العوامل المؤثرة على أداء محفظة استثمارات شركات التأمين المصرية" ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
- سويلم ، محمد ، 1995 ، " إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية " ، غير بين الناشر ، ولا مكان النشر.
- شافعي ، اشرف شافعي زكى ، 2003 ، " أثر الكفاءة التشغيلية لبورصة الأوراق المالية المصرية على إدارة محفظة صناديق الاستثمار المفتوحة " ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.
- عبدالسميع ، أحمد فتحي ، 2009 ، " المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس.
- عبده ، على عبدالله ، 2006 ، " إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة.
- عبد الحميد ، عاشور عبد الجواد ، 2003 ، " دور البنوك في خدمة الأوراق المالية " ، دار النهضة ، القاهرة.
- عبيد ، سعيد توفيق ، 1998 ، " الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ص507.
- عبيد ، سعيد توفيق ، 1994 ، " نموذج مقترح لتقدير كفاءة الاستثمار الفردي واستخدام الشبكة العصبية لتصنيف الشركات ، دراسة تطبيقية على الأسهم بالبورصة " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الأول ، صص 1245-1389.
- عجوة ، فايزة مجدى ، 2010 ، " تحليل القوائم المالية مدخل ترشيد القرارات " ، المؤلف ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
- عرفة ، سيد سالم ، 2009 ، " إدارة المخاطر الاستثمارية " ، الطبعة الأولى ، دار الراية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- عصران ، جلال عصران ، 2010 ، " تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية " ، مدخل مقارنة ، المؤلف ، الإسكندرية.
- ——— ، 2004 ، " أثر متغيرات سوق الأوراق المالية على أداء صناديق الاستثمار " المؤلف ، الإسكندرية.
- عطية ، محمود صالح ، 2012 ، " تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية " ، مجلة البحوث الاقتصادية العربية ، كلية التجارة ، جامعة دمياط ، صص 1-35.

- عناني ، محمد عبد السميع ، " موضوعات مختارة في التحليل الإحصائي للبيانات " ، المؤلف ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
- غنيم ، حسين عطا ، وحلان ، عبدالله صديق ، 2004 ، " أساسيات الاستثمار وتكوين إدارة محافظ الأوراق المالية " ، غير مبين الناشر.
- غنيم ، حسين عطا ، 1993 ، " تحليل أخطار التمويل والاستثمار " ، غير مبين الناشر، القاهرة.
- فايز ، محمد مطرة ، 2005 ، " إدارة المحافظ الاستثمارية " ، الطبعة الأولى ، دار النشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- فارس ، حسن إسماعيل ، 2002 ، " نموذج مقترح لتقييم أداء صناديق الاستثمار " ، دراسة تطبيقية ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة القاهرة.
- فضلى ، هشام ، 1999 ، " إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير ، دراسة قانونية مقارنة " ، دار الجامعة ، مصر الجديدة.
- فوده ، محمد عبد الفتاح ، 2005 ، " قياس درجة الخطورة وتقييم الأداء الاستثماري لمحافظ استثمار أموال واحتياطات التأمين الاجتماعي في مصر بالتطبيق على الهيئة القومية للتأمين الصحي " ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة.
- قاسم ، منى محمد ، 2000 ، " صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين " ، الدار اللبنانية المصرية ، القاهرة.
- — ، 1995 ، " صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين " ، الدار اللبنانية المصرية ، القاهرة .
- كامل ، عاشور ، أبو الفتوح ، سامية ، 2010 ، " مقدمة في نظرية العينات ، معهد الدراسات والبحوث الإحصائية " ، جامعة القاهرة ، ص77.
- لطفي ، أمير السيد أحمد ، 2007 ، " التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- مبروك ، نزية عبد المقصود ، 2007 ، " صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي " ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية.
- متولي ، عمرو حمدي ، 2006 ، " صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة " ، رسالة ماجستير في الاقتصاد غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
- محمد ، عمر ، 2000 ، " تأثير تعاملات المستثمر المؤسسي على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.

- محمود ، محمد حنفي ، 2001 ، " صنع قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية العاملة في سوق رأس المال المصري " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة.
- مصطفى ، محمد عبده ، 2000 ، محددات أداء صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ، دراسة تطبيقية " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ص0ص 309-259.
- مطر ، محمد ، 2009 ، " إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية " ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- موسى ، كمال ، 2005 ، " المحفظة الاستثمارية ، تكوينها ومخاطرها " ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد الثالث.
- ميلانه ، الياس ، 2014 ، " إدارة المحفظة الاستثمارية " ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق.
- ناجي ، جمال ، 1998 ، " إدارة محفظة الأوراق المالية " ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، ص0ص 167-66.
- ندا ، محمد صبري إبراهيم ، 1997 ، " أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية - دراسة تطبيقية " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الأول ، ص0ص 1-37.
- هاشم ، غادة إبراهيم ، 2007 ، " دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق " ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
- هندي ، منير إبراهيم ، 2010 ، " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " ، الطبعة الثالثة ، دار المعارف الجامعية ، الإسكندرية.
- — ، 2002 ، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال " ، منشأة المعارف ، الإسكندرية.

ثانياً : المراجع الأجنبية :

- Anderw Kdner., 2014, “ Can Foreign stock investors influence policy making , Journals Permissions.

- Anderw , Kdner., 2002, “ Did the Asian Financial Crisis scare Foreign Investors out of Japan ? “. Science Direct.
- Allen, B., and Edward, A., 1996, “Price reversals. Bid- ask spreads, and marker efficiency “ , Journal of Financial and quantitative analysis , Vol. (25), No.4, P.P, 537-547.
- Alessandro Beber, Daniel fabbri, 2012, “ who times the foreign exchange market ? Corporate Speculation and CEO characteristics, Journal of corporate finance, P.P.1065-1087.
- Amedeo De Cesarig, susanne Esperlaub, Arif khwshed, 2012, The effects of ownership and stock liquidity on the timing of repurchase transactions Journal of corporate finance , P.P.1023-1050.
- Back, K., and Cao, A., 2000, “ Imperfect Competition among Informed Trades “.The Journal of finance, Vol.(5), P.P.2115-2117.
- Bammang, S., and Norman, 1999, “ Predicting stock returns using financial statement information” , Journal Business Finance & Accounting, 25 (5) & (600306-6860,P.P,613-357.
- Beiro, G., and Cabral, J., 2002, “ The Reaction of the Portuguese stock to ISO 9000 certification” , Total Quality Management , Vol. 13, Issue 4, P.P. 465-475.
- Bemhardt, D., and Miao, J., 2004, “ Informed Trading when information becomes stale “, The Journal of finance, Vol. LIX, No.1, P.P. 339-390.
- Bierman, R., and Fernandez, L., 1998, “ Game Theory with Economic Applications “ , U.S.A, Addison- Wesley Publishing Company.
- Bloomfield, R., and Hara, M., 2000, “ Can transparent market survive “ J. Fina. Econ, Vol. 55, P.P.425-435.
- Bloomfield, and Hara, M., 1999 “ Market transparence who wins and who loss “ , Review of Finance Studies, Vol.12, P.P.125-156.
- Brood, T., & Marybeth, C., and Plume, D., 2002, “ The Effect of misstatements on Decisions of Financial statement users, An Experimental

- investigation of Auditor materiality Thresholds, *Auditing , A Journal of Practice & Theory* , Vol. 21, No.1, P.P.11-21.
- Brennan, M., and Cao, H., 1997, “ International portfolio Investment Flows “, *the Journal of Finance*, P.P.1851-1880.
 - Cassola, N., & Morana, C., 2004, “ Monetary Policy and the stock market in the euro area “ , *Journal of policy Modeling* No. 26, P.P.387-399.
 - Carl, R., and David, A., 1997, “ In the stock market over reaction persistent over time “ , *Journal Business Finance & Accounting* , 24 (1) 0306-686x, P.P51-66.
 - Chatterjee, D., & Pacini, C., and Sambamurthy, V., 2002, “ The shareholder – wealth and trading – volume effects of information – technology infrastructure investment “, *Journal of management information systems* , Vol. 19, Issue, 2, P.P.7-37.
 - Charles, R., 1995, “ Importance of common knowledge assumptions in modeless inside trading, an experimental investigation “ *The Journal of finance*, Vol. (X1), P.P.523-549.
 - Charles, R., 1990, “ Call and continuous trading mechanism under asymmetric information : An experimental investigation “*The Journal of finance*. Vol.(L1), No.2, P.P. 613-636.
 - Chi-Cheng, H., 1996, “ An investigation into the firm size effect : A security market plane approach “, *Journal of accounting auditing & finance*, Vol.(11), P.P.131-152.
 - Choudhry. T., & Lu, L., and Peng, K., 2007, “ Common stochastic trends among Far East East stock prices : Effects of the Asian financial crisis “, *International Review of Financial Analysis* 16, P.P.242-261.
 - Ciner, G., and Admer , K., 2004, “ Information Asymmetry , Speculation and foreign Trading Activity “, *Emerging Market Evidence Working Paper. Annual Meeting of the Financial Management Association.*

- Colvin, G., 1998, “ Stop whining about Wall Street “, Fortune Magazine , February N.2, P.P. 153-177.
- Conover, C. M., & Jensen, G. R., & Johnson, R.R, and Mercer. J.M., 2005, “ Is fed policy still relevant for investors?. “ Financial Analyst Journal 61 (1), P.P.70-79.
- Cooper, J., & Gutierrez, C., and Haneed, A., 2004, “ Market States and Momentum “ , The Journal of Finance, Vol. LIX, No.3, June, P.P.1345-1365.
- Dan, W., and Brian, G., 1996, “ Voluntary information disclosure during period of stock price “, vulnerability Journal Business Finance & Accounting 23 (3) April, P.P. 461-472.
- Dow, E., and Grover, V., 2001, Research report “ A reexamination of IT investment and the market value of the firm – An event study methodology “ , Information systems Research , Vol. 12, Issue 1, P.P. 103-118.
- Durham. B.J., 2003, “ Monetary policy and stock price rectums “, Financial Analysts Journal , 59 (4), P.P.26-35.
- Durham. B.J., 2001 , “ The effect of monetary policy on monthly and quarterly stock market returns : Cross – country evidence and sensitivity analysis “, Finance and Economic Discussion Papers Series, Vol.42, P.P.332-362.
- Eero, P. & Timo L., 2015, “ Enhancement of value Portfolio per forename using Jata envelopment analysis “ , Studies in forename Economics and Finance, Vol.27, No.3, P.P.223-246.
- Eva, L. & Anders, L., 2005 “ Determinants of international portfolio investment flows to a small market “ , Journal of multinational Financial management , No.1, P.P.211-233.
- Frankel, R., and Li, X., 2014, “ Characteristics of A firm’s information Environment and information Asymmetry Bet Wean insiders Outsiders “ Journal of Accounting and Economics, Vol.37, No.2, (June) P.P.99-170.

- Gary, P. Brinson, L. & Gilbert, L., 1995, “ Determinates of Portfolio Performance “, *Financial Analysis Journal* , P.113.
- Geoffrey, B., 2007, “ Who Are informed in Bond markets, foreign or Domestic Traders “ *Unit. Guan auto. Educe.*
- Gneezy, U., and Potters , J., 2003, “ Evaluation periods and asset prices and exchange rates Evidence form recent Asian flu, *The Quarterly Journal of Economics and Finance* No. 40, P.P.337-354.
- Gregory , C., 2004, “ Modern Portfolio theory and Behavioral Finance “ , *Financial analysts Journal* , Vol. 1, No.6, P.P.13-34.
- Hun, E., 2014, *Adirect Test of roll’s conjecture on the frinsize, Effect school , university of oxford and college of administration sciences and Economics.*
- He, L.T., 2006 , “ Variation in effects of monetary policy on stock market returns in the past four decades “ , *Review of Financial Economics* , No.15, P.P.331-349.
- Hotchkiss, S., and Deon, S., 2003, “ Does shareholder Composition matter ? Evidence from the market reaction to corporate earnings announcements “, *The Journal of Finance*, Vol. IVIII, No.4, P.P. 1469-1498.
- Hou, H., 2001, “ Location matters, An Examination of Trading profits “, *The Tourna of Finance*, P.P.1959-1983.
- Iifryn P. and Elizabeth, C., 2009, “ An output approach to property portfolio Performance measurement “ , *Property management*, Vol.22, No.1, P.P 6-12.
- James D., 2014, *Mual funde performance, Does Fund Size matter?, Journal of Financial Research* , No.21, P.P.96-120.
- James, D., 2013, “ Modern port folio theory, *Fin 303, Full.9, Part,13.*
- Jams, L., & Farrell , J., 1997, *Portfolio management Theory and Application, McGraw – Hill , international Edition, P.511.*

- Jegadeesh, N., & Kim, J., & Krusche, D., and Lee. M., 2004. “ Analyzing the analysts, When do recommendations add value “ , The Journal of finance, Vol. LIX, No.3, P.P.1083-1124.
- Jegadeesh, N., & Kim, J., & Krusche, D., and Lee, M., 2004, “ Analyzing the analysts ; When do recommendations add value “ , The Journal of finance, Vol. LIX, No.3,P.P.1083-1124.
- Jensen, G., and Mercer, J., 2002, “ Monetary Policy and the cross- section of expected stock returns “ , Journal of Financial Research ., No.25, P.P.125-139.
- Kaith, C. Brown & Frank K. Riely, 1997, Investment analysis and portfolio management, London , The Dryden Press, P.995.
- Kee, H., and Rene, S., 2007, “ Do Local Analysts Know More? Across. Country Study of the Performance of Local Analysis and Foreign Analysis “ , Working Paper.
- Keith , C., & Lorenzo G. and Cristian, T., 2010 “ The risk return link : Evidence from the soudi Stack market , Journal of Financial Markets, No.13, P.P.28-229.
- Kim, W.,2000, “ Do Foreign investors perform better than locals ? Information Asymmetry , Investor Sophistication “ , Working Paper.
- Kim, E., and Wei, S., 1999, “ Foreign Portfolio Investors Before and During A Crisis “ , Working Paper.
- Kristian, K., & Carl, L. and Jakob , P., 2006, “ Practical application of modern portfolio theory “ , Jonkoping international Business School, No.5, P.P. 2-24.
- Kristin, F., and Bill, B., 2004, “ Capital Flows To Emerging Markets : the Myths and Realities “ , Working Paper.
- Lie, C., Shan, A., and Ji, C., 2007, “ Information Sophistication and Foreign Versus Domestic Investors Perforation “ , Working Paper.

- Lie, F., and Mark, S. 2005, “ Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets ? , Working Paper.
- Lim, K., & Brooks, R., and Kim, J., 2008, “ Financial crisis and stock market efficiency: Empirical evidence from Asian.
- Lim, K., P., 2007, “ Ranking of efficiency for stock markets “ A nonlinear perspective “, *physic A*, 379,P.P.445-454.
- Lim, S., 2005, “ Foreign investors in the Borean stock market, are they more of than locals ? “ , Dissertation University of Missowico Columbia, Doctor of Philosophy.
- Murphy, C., 2011 , “ Modern portfolio theory using SAS “ , *Journal of Banking & Finance*, No.3, P.P.349-364.
- Pete, S. & Gegory, W., 2012, “ Post – modern portfolio theory, *FPA Journal*, No.2, P.P.1-11.
- Petko, S., Ngusen, A., and , Natalie, Y., 2007, “ Foreign Versus Local Investors : Who Knows More ? Who makes More? “, Working Paper.
- Randolph, H., 2005, “ Determinants of portfolio performance, *Financial analysis Journal*.
- Reetike, G. & Pamt, D., 2014, “ Foreign portfolio investment flows to India, Determinants and Analyst world envelopment, Vol. 54, P.P.16-28.
- Richard, A., 2005, “ Big Fish In Small Ponds : The Trading Behavior And Price Impact of Foreign Investors In Aslant Emerging Merkets :, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Robert E- Houmes, John B. Mae Arthar, Harriet strarahan, 2012, the operating leverage impact on systematic risk within a context of choice, An analysis of the Us Tracking industry,02. *Journal of Financial Regulation an Compliance*, Vol. 38, P.P.1184-12
- Rui, A., & Gregory H., and Bauer, M., 2003, *Characterizing Asymmetric Information in International Equity markets ? Working Paper*.

- Sagi Akron, Simon Benninga, 2013, Production and hedging implications of executive compensation Schemes, *Journal of Corporate Finance*, P.P.119-139.
- Sandra, R., 2011, 'A Performance measurement framework in Portfolio management ', *management Decision*, Vol.49, No.4, P.P.642-662.
- shaminder Kawr, Gurloveleen Kaw, 2014, For EIGN institutional Investors: Trends & In Flows In Indian Stockmarket Saion *Journal of Commerce & Management*, Vol.1, P.P.1-9.
- Shawn, P., 2014, " Systematic Risk, and size as determinates of, stock market returns , Boston University,.
- Spyros, M., 2010, "Arithmetic mean , a bellwether for unbiased forecasting of portfolio performance ", *managerial finance*, Vol.2, No.1, P.P.956-968.
- Tomas, D., 2005, " Do Domestic Investors An information advantage ? Evidence from Indonesia " , *The Journal of Finance*, Vol.1, No.3, P.P.998-1040.
- Vern, S., 2011, " Practical applications of post- modern portfolio theory ", *management Decision*, Vol.44,No.4, P.P.648-658.
- Wermers, 2010, market Timing and mutual Fund investment Preference , *managerial Finance*, Vol. 37, No.8, P.P.932-951.
- Willian. F. Sharpe , 2001 , *Fundamental of investments*, New Tersy, Prentice , Hall, P.442-445.