

دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية - سوق
الأسهم السعودي أنموذجاً خلال الفترة (1996-2017) -

Study the correlation between the activity of investment funds and the market value of
stocks listed in the financial market - the Saudi stock market, as a model during the period
(1996-2017) - .

حليمة عطية^{1*}، شوارفية محمد الأمين²، عباسية خديجة³

¹ جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر). halima.attia@univ-biskra.dz

² جامعة محمد بن أحمد وهران 2 (الجزائر). Chouarfia.mohammed@univ-oran2.dz

³ جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر). ababsakhadidja@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2020/03/24؛ تاريخ المراجعة: 2020/04/15؛ تاريخ القبول: 2020/04/20

ملخص:

في إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين على حد سواء ومواكبة الأسواق المالية العالمية في استخدام الأدوات المالية الحديثة ظهرت فكرة إنشاء صناديق الاستثمار، فأنشأت المملكة العربية السعودية أول صندوق استثماري على مستوى الدول العربية عام 1979، ونجحت المملكة في هذه التجربة ليلعب عدد الصناديق الاستثمارية فيها 273 صندوق عام 2017 حيث امتازت هذه الصناديق بتنوعها وشمولها، وفي هذا السياق تهدف الدراسة الى اظهار الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تعزيز القيمة السوقية لما لها من دور في إزالة التخوف من استخدام هذه الأداة المالية وإعطاء الثقة للمستثمر بهذه الصناديق، وذلك باستخدام المنهج الكمي لمعرفة هذا الأثر، وتم الحصول على بيانات سنوية إحصائية من مؤسسة النقد العربي السعودي، وبناء النموذج القياسي عن طريق برنامج (Eviews10) واستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد والمربعات الصغرى، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين كل من عدد الصناديق، إجمالي الأصول وعدد المشتركين من جهة والقيمة السوقية من جهة أخرى في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة السابقة.

الكلمات المفتاح: صناديق الاستثمار؛ سوق الأوراق المالية؛ قيمة سوقية؛ نموذج Eviews 10.

تصنيف JEL: O16 ; D53 ; E44

Abstract:

In the context of satisfying the wishes of investors and savers alike and keeping abreast of global financial markets in the use of modern financial tools, the idea of establishing investment funds emerged. The Kingdom of Saudi Arabia established the first investment fund at the level of Arab countries in 1979, and the Kingdom succeeded in this experiment, bringing the number of investment funds to 273 funds In 2017, as these funds were distinguished by their diversity and coverage, and in this context the study aims to show the role that investment funds can play in enhancing the market value because of their role in removing fear of using this financial instrument and giving confidence to touch. Fruit of these boxes, using the quantitative method to know this effect, and annual statistical data were obtained from the Saudi Arabian Monetary Agency, and the construction of the standard model through the Eviews10 program) and the use of the multiple linear regression method and the least squares, and the study concluded that there is a direct relationship between each From the number of funds, total assets, number of subscribers on one side, and market value on the other hand in the Saudi stock market during the previous period.

Keywords: Mutual Funds; Stock Market; Market Value; Eviews 10 Form.

Jel Classification Codes: E44 ; D53; O16

* Corresponding author, e-mail: halima.attia@univ-biskra.dz

I- تمهيد

تعد صناديق الاستثمار أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تنشيط الأسواق المالية وتمييزها، وتوظيف المدخرات بجذبها لصغار المستثمرين إذ تظهر أهمية الدور الفعال الذي تلعبه صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات مالية تناسب ظروف جميع فئات المستثمرين، وتشجع المستثمرين قليلي الخبرة أو محدودي الموارد لاستثمار مواردهم في سوق المال، ولكي تتحسن صناعة الاستثمار وتعمل على جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم بدورها الفعال في تنشيط الأسواق المالية لابد من إجراء رقابة على أداءها وأداء القائمين على إدارتها بهدف تحسين ثقة المستثمرين وضمان فعالية وشفافية ومصداقية الأسواق.

وفي منطقة العالم العربي، كانت المملكة العربية السعودية أول سوق للاستثمار في مجال الصناديق الاستثمارية إذ بدأت في انشاء الصندوق الاستثماري التابع للبنك الأهلي التجاري، والذي يعرف أيضاً ب"صندوق الأهلي الاستثماري الدولارى المفتوح قصير الأجل"، والذي أُطلق في ديسمبر 1979، ومنذ ذلك الوقت استمرت البنوك السعودية وغيرها من المؤسسات المالية في إصدار وهيكل أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار المتنوعة (التقليدية والمتففة مع الشريعة الإسلامية) من أجل جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وقد أصدرت المملكة العربية السعودية لائحة حوكمة الشركات التي هدفت إلى ضمان الممارسات السليمة للشركات والتي تضمنت الإفصاح السليم عن كافة المعلومات المالية وغير المالية، ودور مهمات أعضاء مجلس الإدارة في الرقابة الفعالة على الأداء، وحماية حقوق المساهمين وخاصة مساهمي الأقلية، وحماية حقوق أصحاب المصالح، والمعاملة العادلة للمساهمين.

I.1- الإشكالية وفرضيات الدراسة: ومن أجل إبراز الأهمية الأساسية للموضوع قمنا بطرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى تأثير نشاط صناديق الاستثمار على مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي؟

ويتفرع من السؤال الرئيسي أعلاه أسئلة فرعية نوردتها كالاتي:

- هل لصناديق الاستثمار الأهمية والدور نفسه، الذي تؤديه باقي صيغ الاستثمار في الاقتصاد العالمي؟
- هل سيؤدي وجود صناديق الاستثمار إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي؟
- الفرضيات: وللإجابة على الإشكالية العامة والأسئلة الفرعية ارتأينا الاعتماد على الفروض الآتية:
- بالرغم من حداثة صناديق الاستثمار، فهي ذات دور بارز في الاقتصاد الراهن كغيرها من صيغ الاستثمار الأخرى.
- يساهم وجود صناديق الاستثمار في ضمان مصداقية الإفصاح عن المعلومات ذات الفائدة لذوي الاختصاص من المتعاملين والمهتمين بشؤون المال والاستثمار، وبالتالي، زيادة ثقة المستثمرين بالبورصة، وهذا ما يقود إلى زيادة عدد الشركات المدرجة فيها.
- أهمية الدراسة: تأتي أهمية الدراسة من خلال النقاط الآتية:

- إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لصناديق الاستثمار في تعزيز الأسواق المالية بالتركيز على صناديق الاستثمار كونها مركزاً استثمارياً جيداً له تأثيرات كبيرة في جذب المدخرات واستثمارها لتحقيق الأرباح.

- إلقاء الضوء على الأداة الاستثمارية الحديثة والمهمة التي تخدم المستثمر سواء أكان فرداً أو مؤسسة.

• الهدف من الدراسة:

تأتي أهمية هذه الدراسة منذ أن مثلت صناديق الاستثمار خياراً جديداً أمام المستثمرين بعد الأزمات المالية التي شكلت خطراً على صغار المستثمرين والشركات، إذ تعتبر هذه الصناديق من أكثر وسائل الاستثمار أماناً للمستثمرين وذلك لأن مخاطرها محدودة وعائداتها مجزية بسبب الخبرة والكفاءة التي يمتلكها مدراء الصناديق في تكوين محافظ استثمارية متنوعة داخل الأسواق المالية، فضلاً عن دورها المهم في إزالة التخوف من المستثمرين لاستخدام هذه الأداة وإعطاء الثقة للمستثمرين بالصناديق، ولأهميتها في تطوير القطاع المالي.

I.2- الدراسات السابقة ومنهجية البحث

✓ الدراسات السابقة:

01- الدراسة التي تناولتها الطالبة بلعيد سمية تحت عنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية من جامعة قسنطينة 2، سنة 2013-2014.

وقد هدفت الدراسة إلى إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومدى أهميتها في النهوض بالسوق، ومن ثمة التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء السوق المالية، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (1996 - 2013)، وبهدف الإحاطة بجوانب الموضوع والإجابة على إشكالية البحث، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لعرض البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار النشطة بالسوق المالية السعودية ودراسة الارتباط بين هذه الصناديق وسوق الأوراق المالية السعودية ومن أجل القيام بذلك تمت الاستعانة ببرنامج SPSS. وبعد إتمام الدراسة خلصت الطالبة إلى جملة من النتائج لعل من أهمها:

- لإجمالي أصول صناديق الاستثمار أثر كبير على عدد الأسهم المتداولة، وأثر متوسط على القيمة السوقية، بينما أظهرت النتائج أنها عديمة التأثير على المؤشر العام للأسعار وسيولة السوق المتمثلة في معدل دوران السهم.

- أصول صناديق الأسهم المحلية تؤثر إيجابيا وبشكل قوي جدا على القيمة السوقية للأسهم والمؤشر العام للأسعار، وبشكل متوسط على عدد الأسهم المتداولة ولكنها عديمة التأثير على سيولة السوق، في حين أن أصول صناديق السندات ليس لها أي أثر على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية.

02- أطروحة الطالب شريط صلاح الدين مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية حاملة لعنوان: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، من جامعة الجزائر 03، للموسم الجامعي 2011، 2012.

وتهدف الدراسة إلى التعرف على ماهية صناديق الاستثمار وتقييم أدائها من خلال التجربة المصرية ومحاولة التعرف على متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشيا مع سياسات الإصلاح الاقتصادي والسياسي والإداري، وتتبع الدراسة المنهج التحليلي في تحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار من أجل معرفة مدى نجاحها في تنشيط سوق الأوراق المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات الأكثر عمقا وتوسعا، كذا تحليل بيانات صناديق الاستثمار المتواجدة في سوق المصرية من خلال دراسة معدلات المخاطرة فيها، وأخذت الدراسة الفترة 2005-2011 لتكون الفترة الزمنية للدراسة.

وقد خلصت دراسة الطالب إلى نتيجة عامة مفادها:

- في ظل بيئة المناخ الاستثماري واستقرار الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فإن الاقتصاد المصري قادر على تحطيط عديد المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الإيجابية في ظل الإصلاح الاقتصادي وبرامج الخصخصة وإصدار القوانين والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال فيه، الذي خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال، ومنها صناديق الاستثمار وفتح قنوات استثمار كبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال، الذي جعل البورصة المصرية تواكب تطور أسواق المال العالمية خلال الثلاثين العام الماضية.

في ضوء عرض الجهود المعرفية السابقة، يمكن للباحثين القول أن المجالات التي تستفيد منها الدراسة الحالية، تتلخص في:

- توظيف الدراسات السابقة في بناء الإطار النظري، وبعض الجوانب المنهجية.

- إن الدراسات السابقة تدعم توجه الدراسة الحالية بما تمخضت عنه تلك الدراسات من نتائج، وهذا ما ساعد في تناول مجالات وقضايا لم يتم البحث فيها واختيار الوسائل الإحصائية والتحليلية الملائمة للدراسة الحالية.

- الإسهام في تقديم تصور واضح للباحثين في صياغة منهجية الدراسة وبعض فقراتها.

- إن تحليل مضامين ونتائج الدراسات السابقة، ساهم بشكل فاعل في بناء العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية.

✓ أبرز أوجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية: يمكن للدراسة الحالية أن تتميز عن غيرها من الدراسات السابقة بالآتي:

- من أجل مراعاة لاستقرار السلسلة، فإن الفترة الزمنية التي غطتها الدراسة كانت: من 1996 إلى 2017، على عكس الدراسات السابقة، حيث اعتمدت الدراسة الأولى على الفترة (1996-2013)، في حين غطت الدراسة الثانية الفترة (2005-2011).

- جرت الدراسة الحالية في البيئة السعودية، وبالتحديد في سوق الأسهم السعودي، عكس الدراسة الثانية التي جرت في البورصة المصرية.

- اتجهت الدراسة الأولى إلى الاستعانة بالبرنامج الإحصائي spss والاستبيان لتفسير النتائج، وكانت الدراسة الثانية تحليلية من خلال تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسلوبين البسيط والمزدوج مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، في حين استعنا في هذه الدراسة ببرنامج Eviews 10 وكذا طريقة المربعات الصغرى، اعتماداً على 22 مشاهدة لمتغيرات الدراسة.

✓ منهج البحث:

بغرض استخراج علاقة ارتباط وأثر صناديق الاستثمار على مؤشر القيمة السوقية للأسهم في المملكة العربية السعودية، انتهجت هذه الدراسة منهجاً نظرياً في بعض الأحيان، وتطبيقياً أحياناً أخرى، وبالنظر إلى طبيعة الموضوع ومن أجل الإجابة على إشكالية الدراسة وتحقيق أهدافها والإحاطة بمختلف جوانبها، تم الاعتماد على أدوات المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف متغيرات الدراسة بمفاهيمها وكذا العلاقة الأكاديمية بينهما، كما تم استخدام المنهج الكمي بالاستعانة ببرنامج Eviews10 وتقدير معلمات النموذج بطريقة المربعات الصغرى وعلى مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المترتبة بموضوع البحث ودراساتها وتحليلها للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، وذلك باستخدام أدوات إيضاحية كالجداول والأشكال كلما دعت الحاجة لذلك، وللإجابة على الإشكالية الرئيسية للورقة البحثية تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث محاور أساسية كما يأتي بيانه:

II- الملامح الرئيسية للأسواق المالية: شهدت الأسواق المالية ولا زالت تطورات وإبداعات على صعيد بنيتها وأدائها، ساهمت في جذب عديد المستثمرين أفراداً أو شركات، وهذا ما أدى إلى تراكم الخبرة والممارسات للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية، كما يمكن تقسيم السوق المالية طبقاً لآجال استحقاق الورقة المالية إلى أسواق نقد ذات التزامات مالية قصيرة أجل، وأسواق رأس مال يتم فيها تبادل التزامات وأوراق مالية ليزيد آجال استحقاقها عن سنة.

II.1- مفهوم الأسواق المالية: يذكر التاريخ الاقتصادي أشهر وأهم الأسواق المالية في العالم عرفت في أوروبا، كما تعددت تعريفاتها حسب وجهة نظر كل مفكر إلا أنها تصب في نفس المعنى.

1- عرفت على أنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية"¹.

2- في حين عرفها عباس كاظم الدعيمي بأنها: "سوق مستمرة وثابتة المكان، الذي تقام فيه مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل بالأوراق المالية وفقاً لنظام ثابت ولوائح محددة، وتتسم الأسواق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل الطلب والعرض شأنه في ذلك شأن أية سلعة أخرى"².

II.2- الوظائف الرئيسية للأسواق المالية: لقد لخص الاقتصاديون الوظائف الرئيسية للأسواق المالية في:

1- **تعبئة الادخارات:** تكمن في تنظيم الأسواق المالية اللقاء بين مالكي القواعد المالية، أي المدخرين، وأولئك الذين يبحثون عن تلك القواعد ويطلبونها، خاصة المؤسسات الدولية والتنظيمات العمومية، وهي بتوجيهها تدفق الادخار المتوفر والذي يرغب حائزه في رفع قيمته، فإنها تولد إمكانية إصدار قروض ورؤوس أموال للمؤسسات التي تبحث عن التوسع والاستثمار.³

2- **توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحاً:** حيث تقوم الأسواق المالية من خلال عمليات البيع والشراء والتداول التي تتم فيها بتحقيق كفاءة عالية في توجيه موارد المدخرين الى المجالات الصناعية والتجارية... الخ، الأكثر تحقيقاً للربح.⁴

3- **توفير السيولة للمستثمرين:** ليس من المنطقي أن يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات وعندما يحتاج إلى تصفية هذه الأسهم وبيعها فإنه لا يجد الوسيلة التي تمكنه من ذلك، ولذلك وجدت البورصات كأداة لتداول الأوراق المالية بين المستثمرين الراغبين في الشراء، وذلك

فان وجود البورصات ضروري لحدوث تنمية في المجتمع وتوفير السيولة للشركات لزيادة رأسمالها من ناحية وللأفراد لتسييل وتصفية أوراقهم المالية عند الحاجة إلى سيولة مالية.⁵

4- تحويل الخطر وتحويل الانتظار: وتعني توفير الحماية للعديد من الأعمال إزاء المخاطر المالية، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات والمساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية متنوعة بقطاعات مختلفة مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، فضلا عن توفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير خدمات التأمين على الحياة والصحة والممتلكات، أو من خلال توفير فرص بيع الأموال المالية المستقبلية وشرائط لتغطية مخاطر تغيير أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات وكذا أسعار السلع والخدمات نفسها والتي يطلق عليها عملية التحوط.⁶

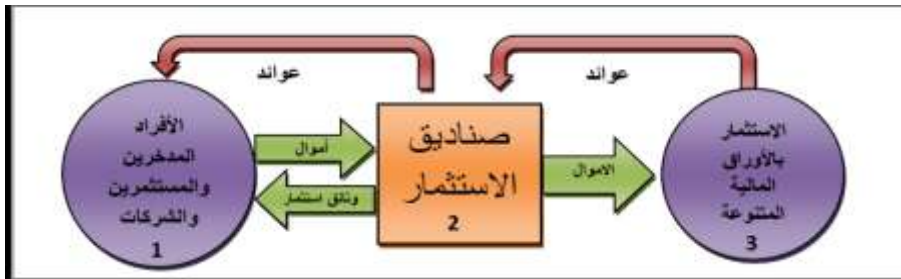
III- مدخل لصناديق الاستثمار: تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار المالي وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال صكوك أو وثائق للاستثمار ويتم استثمار هذه الأموال في محفظة من الأوراق المالية يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن تحققه للمستثمرين.

III.1- مفهوم صناديق الاستثمار

✓ اختلفت التعاريف المقدمة لصناديق الاستثمار ، فقد تكون عن عبارة شركات مساهمة استثمارية تعمل على تجميع مدخرات صغار المستثمرين بالدرجة الأولى واستثمارها في مختلف أنواع الأوراق المالية المسجلة بأسواق الأوراق المالية وكذلك شهادات الودائع التي تصدرها البنوك بالإضافة إلى بعض الاستثمارات الأخرى.⁷

✓ كما تعرف أيضا على أنها أوعية استثمارية تجمع رؤوس الأموال لمجموعة من الأموال وتديرها وفقا لإستراتيجية وأهداف محددة لا يمكن للمستثمر منفردا تحقيقها في ظل محدودية موارده المتاحة⁸ ، ويمكن توضيح آلية عمل هذه الصناديق من خلال المخطط الموالي:

الشكل (01): آلية عمل صناديق الاستثمار



المصدر: جهاد، فيصل جهاد الجليحاوي. (2019). صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية (دراسة تجرية المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة 2000-2017)، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية. جامعة كربلاء العراق. ص 19.

III.2- مزايا وعيوب لصناديق الاستثمار: مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار تنعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني برمته، كما لصناديق الاستثمار مزايا هناك عيوب قليلة لها.

III.1.2- مزايا صناديق الاستثمار:

أ- بالنسبة للاقتصاد الوطني ومسيرة التنمية: من أهم مزاياها التي تقدمها صناديق الاستثمار للاقتصاد القومي مايلي:⁹

لحماية المدخرات الوطنية، ومنعها من التسرب للخارج حيث تفتح الصناديق الاستثمارية مجالات عديدة ومتنوعة أمام المدخرين لاستثمار مدخراتهم وخاصة المدخرين الذين لا يناسبهم الإيداعات المصرفية تقدم لهم الصناديق الاستثمارية فرص مختلفة حتى لا تتسرب مدخراتهم من دورة النشاط الاقتصادي القومي.

تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، مما يساعد هذه الشركات على الاتجاه لسوق المال لتمويل نشاطها بدلاً من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

تساهم الصناديق في رفع كفاءة السوق نظراً لأن قرارات المدراء تتم بناء على دراسة لحالة السوق ومصادر المعلومات لمعرفة أثرها على الأوراق المالية بشكل صحيح بعيدة عن الشائعات مما يجعل دور الصناديق قريباً من دور صانعي السوق في المحافظة على توازن الأسعار.

ب- بالنسبة للفرد المستثمر: يمكن تمييز العديد من المزايا التي تقدمها الصناديق الاستثمارية للمستثمرين المختلفين وهي:

الاستفادة من الإدارة المحترفة حيث تتولى إدارة الصندوق مجموعة من الأفراد ذوي خبرة جيدة في توقيت السوق وكفاءة عالية باختيار الأوراق المالية التي تحقق إلى جانب ربح التداول ربحاً رأسمالياً، أما المستثمر الفرد فيقع على عاتقه متابعة محافظته لتحديد المخاطر وبناء تشكيلة مناسبة.

المرونة في الاستثمار، ففي صناديق الاستثمار المفتوحة يحق للمستثمر تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة، تخدم هذه الميزة المستثمرين الذين يغيرون أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر.

تحقيق الأمان للمستثمر، لأن الصندوق الاستثماري يهدف إلى تخفيض المخاطر وتوزيعها من خلال تنوع أصوله المالية وتعدد منافذ الاستثمار.

تتميز وثائق الاستثمار في الصناديق بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن آرائها ويتم تقييمها بشكل أسبوعي، الأمر الذي يسمح للمستثمر التعرف على العائد، والأداء، واتخاذ القرار المناسب بالاستثمار، أو التسييل، أو زيادة الاستثمار.

الاستفادة من الخدمات الخاصة التي تقدمها الصناديق للمستثمرين سواء كان متعلقاً بعمليات الاسترداد التي تقوم بها إدارة الصناديق لإعادة شراء الوثائق التي يبيع للمستثمرين، أو خدمة إعادة استثمار الأرباح.

ج- بالنسبة للبنوك: تقدم صناديق الاستثمار العديد من المزايا للبنوك من خلال استثمارها لثرواتهم و تنمية خدماتهم التي يقدمونها للمستثمرين، ومن أهم مزايا الصناديق للبنوك:

تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك، ببيع جزء من أصولها لصناديق الاستثمار مما يوفر ربحاً للبنك الناتج عن فرق قيمة الأوراق المالية التي معظمها لم يتحرك منذ تم الاكتتاب به بالقيمة الاسمية.

تعظيم العمليات المصرفية خارج الميزانية، عن طريق ما تحصل عليه البنوك من أتعاب وعمولات ناتجة عن أداء مهامها في إدارة الصندوق.

تعتبر صناديق الاستثمار نشاطاً جديداً ومكماً لخدمات البنوك.

د- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية: تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية متناسبة وظروف المستثمرين المحتملين، كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المتداولة في السوق، كما سبق وأن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.¹⁰

III.3- العلاقة بين الأسواق المالية وصناديق الاستثمار: إن فشل المدخرين العاديين في استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية بسبب عدم خبرتهم وتواضع مدخراتهم، يجعلهم يجمعون عن ارتياح سوق الأوراق المالية، فإذا جاءت صناديق الاستثمار لاستقبال هذه المدخرات وحسن استثمارها وتحقيق العائد الآمن والمتزن والمستقر للمدخرين العاديين، فإن ذلك سيؤدي منطقياً إلى تشجيعهم على ضخ مدخراتهم في سوق الأوراق المالية، حيث تؤدي صناديق الاستثمار دور الوسيط بين هؤلاء المدخرين والشركات الصناعية والتجارية والعقارية، التي تطرح أسهمها وسنداتهما في سوق الأوراق المالية، وهذا ما يساهم في تنشيطها واتساعها.¹¹

إن خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار، وما يترتب عنها من انخفاض للمخاطر، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال، وكذلك محدودي الموارد بأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار، التي تقوم بدورها مستخدمة حصيلة بيع أسهمها حتى تكوّن تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

كما أن صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة والمغلقة تمثلان دعامتان أساسيتان ذات مقومات ما يتيح لها تنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك لما تتمتع به هذه من قدرة على التنوع، إدارة المخاطر، تخفيض تكلفة العمليات، تحقيق السيولة للأوراق المستثمرة وتوفير الاستقرار في سوق الأوراق المالية.

إضافة إلى أن وجود الخبرات الإدارية المحترفة لصناديق الاستثمار تستطيع انتقاء أفضل الأوراق المالية، وهذا ما يساعد على ترشيد حركة النمو الاقتصادي بوجه عام، فقيام مديري محافظ الأوراق المالية بإجراء عمليات التحليل الداخلي للشركة مصدرة الورقة المالية، ومعرفة إمكانية نموها الحالية والمستقبلية وموقف تلك الورقة في السوق، يساعد على استبعاد الأوراق غير الجيدة، مما يقلل فرص تداولها، ويجعل الشركة صاحبة الورقة تتمتع من إصدارات جديدة منها، بل تفكر في تغيير نشاطها الأساسي.

ومعنى ذلك أن: مديري الصناديق يؤثرون في سوق التداول، وهذه الأخيرة تؤثر في سوق الإصدار، وهذا ما ينعكس على ترشيد أداء الشركات مُصدرة الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يساعد في ضبط وترشيد حركة النمو الاقتصادي.¹²

وتعمل صناديق الاستثمار على تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق توزيع أرباح الأسهم وفوائد السندات، وذلك في صورة عائد للصكوك التي تصدرها هذه الصناديق للمدخرين، كما يشمل هذا العائد الأرباح التي تحققها صناديق الاستثمار من فروق أسعار بيع وشراء الأوراق المالية، التي تتكون منها حوافظها، إذ كثيرا ما تعمل هذه الصناديق على تحريك حوافظها؛ ببيع أجزاء منها أو بشراء أجزاء جديدة تضيفها إليها، ويؤدي تحريك هذه المحافظ على هذا النحو إلى تنشيط سوق الأوراق المالية وتهيئة فرص جديدة جيدة لاستثمار المدخرات الجديدة في الأوراق المالية لكل من تعوزه الخبرة من المدخرين الجدد المنضمين إلى تلك الصناديق.

III. 2.2- عيوب صناديق الاستثمار: ومن أهم الانتقادات التي وجهت إليها ما يلي:

للـ مزاحمة المدخرين الذين رغبو في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم، وبالتالي القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.

للـ ارتفاع تكلفة "إدارة" الصناديق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة وأن الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية.

للـ قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.

للـ فرض المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ولحملة الوثائق.

للـ نقص بالمعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.

للـ لم تظهر حتى الآن "شركات مساهمة مستقلة" لصناديق الاستثمار، وبالتالي لم يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول للوثائق.

للـ السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، قد يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق وخاصة في الشركات المساهمة المزمع إنشاؤها.

IV- تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية خلال (1996-2017):

سنحاول من خلال ما تم عرضه سابقا بناء نموذج قياسي يفسر لنا تأثير نشاط صناديق الاستثمار على مؤشرات القيمة السوقية لأسعار الأسهم المقيدة في سوق الأسهم السعودي، وفيما يلي المتغيرات التي سنستخدمها في بناء نموذج الدراسة.

IV.1- وصف متغيرات النموذج: وهي كالآتي:

*المتغيرات المستقلة: (صناديق الاستثمار) وقد تم قياسها من خلال المؤشرات التالية:

- عدد الصناديق (NB): يعبر عن إجمالي عدد الصناديق المغلقة والمفتوحة المتداولة في سوق الأسهم السعودي.
- إجمالي الأصول (TAS): ونعني بها التقييم النقدي للأصول التي من الممكن أن يتشكل منها صندوق الاستثمار، حيث تكون هذه الأصول موزعة حسب نوع الاستثمار في سوق الأسهم السعودي، والتي تتشكل أساساً من: أسهم محلية، أسهم أجنبية، سندات وصكوك محلية، سندات أجنبية، أدوات نقدية محلية، أصول محلية أخرى وأصول أجنبية أخرى بالإضافة إلى استثمارات عقارية.
- عدد المشتركين (NS): يعبر عن عدد المشتركين عن عدد الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الذين يقومون بشراء الوثائق التي يصدرها مدراء الصناديق بمناسبة إنشاء صندوق الاستثمار، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار.

*المتغير التابع: (أداء السوق المالية)

- القيمة السوقية (MC): يستعمل مؤشر القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبره) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معاً.

*بناء النموذج: ويأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن القيمة السوقية دالة في توليفة من مؤشرات صناديق الاستثمار، كما يلي:

$$MC = F(TAS, NS, NB) \dots\dots\dots (01)$$

ولغايات تحقيق الدراسة تكتب المعادلة المفصلة كما هو موضح في المعادلة (02):

$$MC = \beta_0 + \beta_1 TAS + \beta_2 NS + \beta_3 NB + u_t \dots\dots\dots (02)$$

إذ أن: MC: القيمة السوقية؛ TAS: إجمالي الأصول؛ NS: عدد المشتركين؛

NB: عدد الصناديق، u_t : الخطأ العشوائي؛ أما معاملات النموذج التي سيتم تقديرها فهي: $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$.

ولتقدير معاملات النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وبالاعتماد على برنامج Eviews 10 وبعد القيام بالتعديلات

المناسبة، ظهرت نتائج تقدير النموذج الخطي كالتالي:

الجدول (01): نتائج تقدير النموذج الخطي.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-589.4463	246.0554	-2.395584	0.0277
TAS	0.051859	0.023930	2.167140	0.0439
NS	0.002033	0.000654	3.106733	0.0061
NB	4.114138	1.802738	2.282160	0.0349
R-squared	0.816509	Mean dependent var	1071.727	
Adjusted R-squared	0.785927	S.D. dependent var	695.7513	
S.E. of regression	321.9104	Akaike info criterion	14.54939	
Sum squared resid	1865274.	Schwarz criterion	14.74775	
Log likelihood	-155.0433	Hannan-Quinn criter.	14.59612	
F-statistic	26.69912	Durbin-Watson stat	1.628457	
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

2.IV- الدراسة الإحصائية للنموذج

-معامل التحديد: $R^2 = 0.816509$ والتي تدل على أن 82% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغير الحاصل في

مؤشرات صناديق الاستثمار، في حين تعد نسبة 18% تفسرها متغيرات أخرى خارج النموذج؛ ومنه النموذج له قدرة تفسيرية قوية،

أي أن النموذج مقبول مبدئياً.

أ اختبار المعنوية:

أ 1- اختبار معنوية المعالم:

- اختبار ستودنت (**T test**): من خلال الجدول رقم 01 نلاحظ أن قيمة ستودنت لمعاملات المتغيرات أكبر من القيمة الجدولية، حيث أن $N=22$ ومستوى المعنوية 0.05 ، كما أن احتمال الخطأ للمتغيرات أقل من 0.05 ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل بوجود علاقة بين مؤشرين على الأقل من مؤشرات صناديق الاستثمار والقيمة السوقية.

أ 2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

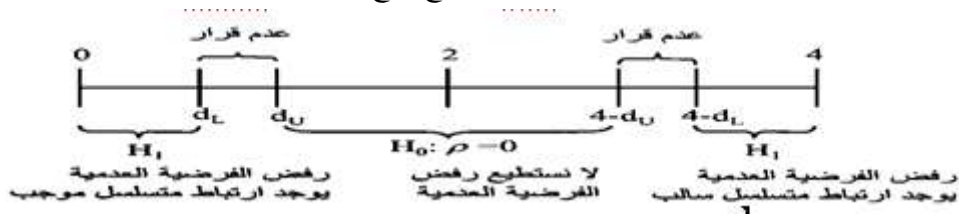
- اختبار فيشر (**F test**): والهدف من هذا الاختبار هو اختبار الانحدار ككل، حيث نقوم بمقارنة قيمة فيشر المحسوبة بالجدولة عند مستوى معنوية 0.05 ، ودرجتي حرية $\alpha_1=k$ ، $\alpha_2=n-k-1$ ، حيث $k=3$ و $n=22$ ، وبالتالي:
نلاحظ بأن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، فهذا يدل على أن معادلة التمثيل جيدة وأن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية وتصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة.

ب تشخيص النموذج:

ب-1- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

• اختبار درين واتسون (**DW: Durbin-Watson**): نقوم بدراسة الارتباط الذاتي للأخطاء عن طريقة إحصائية درين واتسون (**DW**) وهذا الاختبار صالح لاختبار الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى فقط، أي أن الخطأ يكتب على الشكل التالي $\varepsilon_t = \rho\varepsilon_{t-1} + v_t$ ، حيث $|\rho| < 1$ و v_t عبارة عن حد عشوائي يحقق الفرضيات الكلاسيكية. إذا نختبر الفرضية الصفرية $H_0: \rho = 0$ ، مقابل الفرضية البديلة $H_1: \rho \neq 0$ ($\rho < 0$ ou $\rho > 0$)، ولتنفيذ هذا الاختبار نستعين بإحصائية درين واتسون التي تعطى بالعلاقة التالية: $dw = \frac{\sum_{t=2}^n (\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2}$ ، ثم نعلم على المخطط التالي في اتخاذ القرار، حيث: d_U و d_L " تأخذ من جدول "درين واتسون":

الشكل (02): يوضح نتائج درين واتسون.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

بما أن: d_U و d_L حسب جدول "درين واتسون" عند $k'=3$ و $n=22$ و $d_U=1.66$ ؛ $d_L=1.05$ وقد أظهر الجدول رقم 01 أن قيمة $DW=1.628457$ ، أي تقع في مجال $[d_L, d_U] = [1.05, 1.66]$ ، هذا يعني في مجال عدم قرار وبالتالي وقعنا في منطقة الشك.

وهذا راجع الى العيوب التي يعاني منها اختبار (**DW**) فيمكن إعطاء نتائج غير حاسمة، كما يمكن إعطاء نتائج غير قابلة للتطبيق عند استخدام إعطاء المتغير التابع، وقد يعطي نتائج أيضاً نأخذ بالاعتبار درجات أعلى للارتباط الذاتي، لذا نلجأ لاستعمال اختبار آخر أكثر استخداماً وسهولة ودقة يعرف بـ: (**Autocorrelation, Breusch-godfrey correlation LM test**).

• اختبار (**Autocorrelation, Breusch-godfrey correlation LM test**):

الجدول (02): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	0.390677	Prob. F(2,16)	0.6829
Obs*R-squared	1.024340	Prob. Chi-Square(2)	0.5992
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID			
Method: Least Squares			

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة غير معنوية سوى من خلال (F-statistic أو Obs*R-squared) حيث أن قيمتهما 0.6829 و0.5992 على التوالي أكبر من 0.05 أي أننا نقبل فرض العدم (الصفريية: H_0) أي عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛ وبالتالي النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

ب-2- اختبار عدم ثبات التباين: للكشف عن عدم ثبات التباين نستخدم الاختبار التالي:

الجدول (03): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey									
F-statistic		1.918323	Prob. F(3,18)					0.1628	
Obs*R-squared		5.329803	Prob. Chi-Square(3)					0.1492	
Scaled explained SS		3.443967	Prob. Chi-Square(3)					0.3281	
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 11/22/19 Time: 22:09									
Sample: 1996 2017									
Included observations: 22									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	-33444.79	86654.44	-0.385956	0.7041					
TAS	-9.522318	8.427369	-1.129928	0.2733					
NB	469.6785	634.8787	0.739792	0.4690					
NS	0.348923	0.230412	1.514345	0.1473					
R-squared	0.242264	Mean dependent var		84795.16					
Adjusted R-squared	0.115974	S.D. dependent var		120575.9					
S.E. of regression	113368.7	Akaike Info criterion		26.27764					
Sum squared resid	2.31E+11	Schwarz criterion		26.47601					
Log likelihood	-285.0541	Hannan-Quinn criter.		26.32437					
F-statistic	1.918323	Durbin-Watson stat		1.576271					

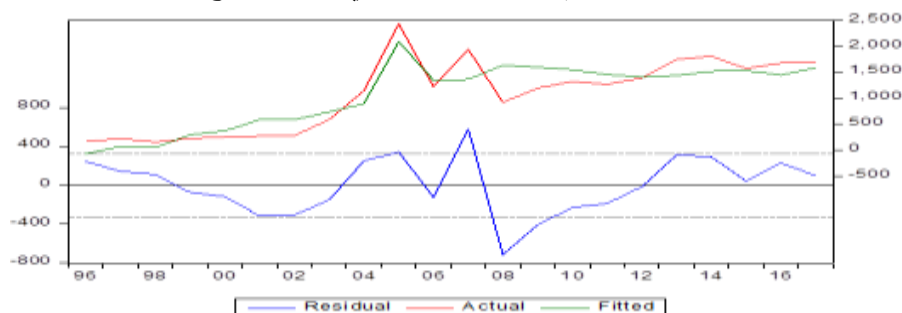
المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة غير معنوية سوى من خلال (F-statistic أو Obs*R-squared أو Scaled explained SS) حيث أن قيم 0.1628 و0.1492 و0.3281 على التوالي أكبر من 0.05 أي أننا نقبل فرض العدم (الصفريية: H_0)؛ وبالتالي النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

ت جودة واستقرارية النموذج:

ت-1- جودة النموذج: من أجل دراسة مدى جودة النموذج لا بد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل التالي:

الشكل (03): القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

من خلال الشكل نلاحظ تقارب القيم المقدرة من القيم الحقيقية مما يشير لجودة النموذج المقدر، لذا يمكن الاعتماد عليه في تفسير وتحليل النتائج.

ت 1 - التوزيع الطبيعي (اختبار التوزيع الطبيعي (Normality tests): يتمثل الهدف من هذه الاختبارات في معرفة ما إذا كان النموذج يحمل خصائص التوزيع الطبيعي أم لا، وبالتالي فإننا في هذا الاختبار نفحص ونتأكد من طبيعية توزيع النموذج، ولتحقيق هذا الهدف نستعين باختبارات Skewness، Kurtosis و Jarque-Berra.

1 - اختبارات Skewness و Kurtosis: يمكن دراسة التوزيع الطبيعي للنموذج عن طريق اختبارات فرضيتي التناظر والتفلطح باستعمال المعاملين Skewness و Kurtosis على الترتيب، حيث:

إذا كان: $\mu_k = \frac{1}{25} \sum_{i=1}^n (\text{LnGDP} - \overline{\text{LnGDP}})^k$ (العزوم المركزة من الرتبة k) فإن:

$$\text{Skewness } S = \frac{\mu_3}{\sigma^3} = \frac{\mu_3}{(\mu_2)^{3/2}} \quad \text{و} \quad \text{Kurtosis } k = \frac{\mu_4}{\sigma^4} = k = \frac{\mu_4}{\mu_2^2}$$

2 - اختبارات الالتواء: Skewness: لاختبار فرضية (فرضية التناظر) $(H_0: V_1=0)$ حيث نقوم بحساب الإحصائية V_1 :

$$V_1 = \frac{\beta_1^{1/2} - 0}{\sqrt{\frac{6}{n}}} = \frac{-0.334035 - 0}{\sqrt{\frac{6}{22}}} = -0.63962 < 1.96$$

3 - اختبارات التفلطح Kurtosis: لاختبار فرضية العدم (فرضية التناظر) $(H_0: V_2=0)$ حيث نقوم بحساب الإحصائية V_2 :

$$V_2 = \frac{\beta_2 - 3}{\sqrt{\frac{24}{n}}} = \frac{2.930537 - 3}{\sqrt{\frac{24}{22}}} = -0.06367441 < 1.96$$

4 - اختبارات جاك-بيرا Jarque-Berra: ويتم تلخيص النتائج في الجدول التالي:

الجدول (04): البيانات التوزيع الطبيعي للنموذج.

النتائج	الاختبارات
-3.36e-14	المتوسط الحسابي (Mean)
13.71418	المنوال (Median)
578.1222	أعلى قيمة (Maximun)
-713.5842	أدنى قيمة (Minimun)
298.0311	الانحراف المعياري (Std. Dev)
-0.334035	الالتواء (Skewness) 1.96
-0.63962	
متناظرة	
2.930537	درجة التفلطح (Kurtosis) 1.96
-0.06367441	
مسطح طبيعياً	
0.413548	التوزيع الطبيعي (Jerque-Bera)
التوزيع طبيعي	$\chi^2_{0.05;2} = 5.99$
0.813203	احتمال (Probability)

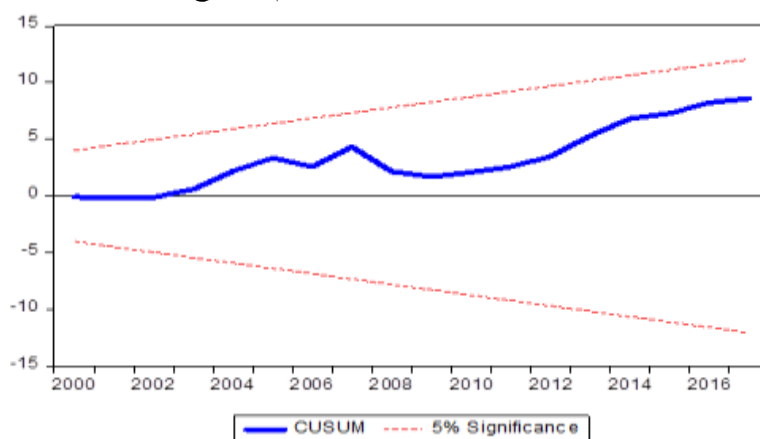
22	المشاهدات Observations
----	------------------------

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

يستعرض الجدول 04 إحصائيات وصفية لمتغيرات الدراسة، وعند الاطلاع على الجدول يتبين لنا بأن النموذج ذا معنوية إحصائية وهذا حسب اختبار (Jerque-Bera) مما يدل على أن بيانات سوق الأوراق المالية في السعودية لا تتبع كثيراً عن التوزيع الطبيعي، كما يظهر لنا من نتائج قيم الالتواء والتفلطح ومن خلال استعراض قيم المتوسط والمتوال (الوسيط) حيث كانت متقاربة جميعها دون استثناءات، وهذا مما يدل على عدم وجود تقلبات حادة في تذبذب هذه المتغيرات.

ت 2 اختبار استقرار معالم النموذج (Stability Test): من الضروري التأكد من عدم وجود تغيير هيكلية (Structural Change) في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة، وذلك بالاعتماد على إجراء اختبار الاستقرار، حيث يقصد بالاستقرار هنا عدم وجود قفزات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن، في هذا المجال سيتم الاستعانة باختبار (Cumulative Sum Test) الذي نتائجه موضحة في الشكل الآتي:

الشكل (04): اختبار استقرار معالم النموذج



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات EViews 10.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن منحني البواقي يقع ما بين خطي الانحراف المعياري من بداية الفترة إلى نهايتها، مما يثبت صحة وجود استقرار معالم النموذج، وبالتالي سيتم الاعتماد على الفترة كاملة في الاختبارات المالية دون الحاجة إلى تجزئتها.

3.IV- الدراسة الاقتصادية للنموذج (تفسير النموذج): يمكن الآن من خلال الاختبارات الإيجابية التي أجريتها سابقاً على النموذج من تفسير النتائج بعد التأكد من أن النموذج يصلح لتفسير أثر العلاقة بشكل جيد بين المتغيرات النموذج والذي تكون معادلته كالتالي:

$$MC = - 589.44625 + 0.05185 * TAS + 4.11413 * NB + 0.00203 * NS$$

✓ نتائج الانحدار وتفسير النموذج: تم تقدير النموذج باستخدام برنامج EViews10، باستخدام طريقة المربعات الصغرى

الاعتيادية (OLS) وباستخدام طريقة Enter وقد كانت النتائج كما هو موضح في مخرجات برنامج EViews 10.

نلاحظ من خلال قيمة (Prob) أن جميع المتغيرات لها ذات دلالة معنوية إحصائية عند 0.05 أي أنها مقبولة معنوياً بما في ذلك

الثابت؛ وهذا ما يعكس بخصوص التفسير المرتبط بإشارة المتغيرات تُسجل إيجابية الإشارة بالنسبة لمتغيرات كل من إجمالي الأصول الصناديق الاستثمارية وهو ما يؤثر على طردية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل في النموذج، بجانب من الاعتبار أن ارتفاع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية لسعودية يعكسها ارتفاع إجمالي الأصول الصناديق الاستثمارية الذي يقيس ارتفاع مستوى الأسعار العامة للسلع والخدمات على مدى فترة من الزمن؛ أي أن زيادة إجمالي الأصول الصناديق الاستثمار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية بـ 0.05 وحدة.

للـ أما بخصوص إيجابية الإشارة بالنسبة لمتغير عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية وهو ما يؤشر على طردية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل في النموذج، أي أن زيادة عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية بـ 0.002 وحدة.

للـ كما أن الإشارة الإيجابية بالنسبة لمتغير عدد الصناديق الاستثمارية يدل على العلاقة الطردية بين المتغير التابع والمتغير المستقل في النموذج، أي أن زيادة عدد الصناديق الاستثمارية بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية بـ 4.11 وحدة.

للـ وعليه نلاحظ أن هناك تأثير إيجابي طردي من مؤشرات صناديق الاستثمار على القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي بحيث تختلف نسبة الارتفاع من متغير لآخر.

V - النتائج ومناقشتها

الخاتمة:

مما سبق نستنتج أن صناديق الاستثمار عبارة عن محفظة استثمارية عامة يشارك فيها كل راغب في ذلك عكس المحافظ الاستثمارية التقليدية التي تديرها المؤسسات المالية لصالح عدد محدد من المستثمرين، حيث تؤدي صناديق الاستثمار أدوارا كبيرة في تنشيط سوق الأسهم السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة بالمشورة بالمشورة منها، حيث تسهم هذه الصناديق في جذب المدخرين والمستثمرين الذين تنقصهم الخبرة والمعرفة والوقت اللازم للتعامل بالأوراق المالية، و رغم أن هذه التجربة لازالت حديثة في المملكة العربية السعودية إذا ما قورنت بالدول المتطورة، حيث ظهر أول صندوق استثماري سنة 1979، والعائد للبنك الأهلي التجاري، ولكن تطورها لم يكن إلا في بداية الألفية، وتحديدًا سنة 2001 حين قفزت أصولها إلى 49.8 مليار ريال.

← نتائج الدراسة:

01- ظهرت مساهمة مؤشرات صناديق الاستثمار في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية بصورة إيجابية وهو ما يدل على وجود علاقة طردية وذات معنوية إحصائية بين كل من عدد الصناديق، إجمالي الأصول وعدد المشتركين من جهة والقيمة السوقية من جهة أخرى في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1996-2017).

02- وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين كل من المؤشرات المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية، حيث أظهر معامل التحديد أن ما يقارب 82% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغيرات الحاصلة في مؤشرات صناديق الاستثمار.

03- ومن جهة أخرى يلاحظ الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية بالانخفاض المتزايد في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار سنة بعد أخرى بداية من سنة 2008 إذ بلغ عددهم حتى نهاية عام 2017: 238445 مشترك، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار.

← نتائج اختبار الفرضيات:

01- لصناديق الاستثمار أهمية بالغة للاقتصاديات القومية مثلها مثل باقي الصيغ الاستثمارية الأخرى لاحتوائها جميع فئات المجتمع (كبار وصغار المدخرين)، وبالتالي، فوجود قناة استثمارية تقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر منفردا، وتدر عائدا معقولا، هو أمر محمود بالنسبة للمستثمرين، وعليه، فإن الاستثمار من خلال الصناديق يعد من أفضل الصيغ الاستثمارية المتاحة للفئات السالفة الذكر، ومن خلال هذه النتيجة يمكننا قبول الفرضية الأولى وتأكيد صحتها.

02- تعد صناديق الاستثمار من أنواع الاستثمارات التي يشارك فيها عدد كبير من المستثمرين، ونسبة لوجود هذا العدد كان لا بد من وجود آلية مراجعة أداء هذه الصناديق، والهدف من هذه الآلية هو التأكد من كفاءة وفعالية أداء الصناديق الاستثمارية، وضمان مصداقية

الإفصاح للجهات ذات الصلة المستفيدة منها، وبالتالي، زيادة عدد الشركات التي تطرح أوراقها المالية في السوق، ونتيجة لذلك ندعم صحة الفرضية الثانية.

التوصيات: ومن خلال ما سبق ذكره نوصي بما يلي:

- 01- تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.
- 02- توعية المستثمرين (الطبيعيين أو المعنويين) بأهمية التعامل في السوق المالية بمختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار.
- 03- استخدام آلية للحد من التراجع التصحيحي أو التذبذب الكبير في أسعار الأسهم ولا يتم ذلك إلا بوجود صناع السوق فدخول صناديق الاستثمار في هذه الآلية يساهم في حفظ توازن السوق وعدم تعرضه لأي هزة قد تؤثر على السوق وعلى صناديق الاستثمار.
- 04- يجب زيادة عدد الصناديق المغلقة والاستفادة من مزاياها، إذ أن وحدات الاستثمار التي تصدرها تتداول في سوق الأوراق المالية ويؤدي ذلك إلى إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة فيه.

- ملاحق:

الجدول (1): إجمالي مؤشرات صناديق الاستثمار والقيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1996-2017).

السنة	عدد الصناديق	إجمالي الأصول مليار ريال	عدد المشتركين بالآلاف	القيمة السوقية مليار ريال.
1996	83	1666	45136	172
1997	104	2143	63307	223
1998	121	25	69543	160
1999	134	3468	79322	229
2000	138	3856	95800	255
2001	138	5006	173999	275
2002	143	4882	165044	281
2003	170	5387	172197	590
2004	188	6032	198357	1149
2005	199	13697	568284	2438
2006	214	841	499968	1226
2007	252	1051	426085	1946
2008	262	7481	374975	925
2009	244	8955	356331	1196
2010	243	9474	320415	1325
2011	249	8219	293905	1271
2012	240	8807	275624	1400
2013	236	10318	258110	1753
2014	252	11071	246031	1813

1579	236977	10290	270	2015
1682	224411	8784	275	2016
1690	238445	11020	273	2017

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: - هيئة السوق المالية. التقرير السنوي لسنة 2007. ص 52.

- بيانات (1996-2005) من مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، التقرير السنوي 47، 2012، ص 244.

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي. التقريرين السنويين 48 و 53، 2013، 2017، ص ص 87، 92 على الترتيب.

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي. التقرير السنوي 48، 2013، ص ص 87، 230.

- الإحالات والمراجع:

1. عبد الغفور دادن، إبراهيم بخني (2014)، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005-2009)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية (07)، الجزائر: جامعة الوادي، ص. ص 39-57. على الخط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/61599> (تاريخ الزيارة 2020/01/15)
2. عباس، كاظم الدعيمي. (2010). السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية. دار صفاء للنشر والتوزيع. الأردن، ص 119.
3. عبد الكريم، شوكال. سمير، إبراهيمي. انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة. الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011.
4. ابراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية (مفهومها، مكوناتها أنواعها، مؤشرات وتحليلها الفني والأساسي). مطبوعة مقدمة الى طلبة السنة رابعة اقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حماة، 2014، ص 9.
5. عاشور حيدوشي، سعدية حيدوش (2018)، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقترح سبل تفعيلها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة (02)، الجزائر: جامعة عبد الحق بن حمودة جيجل، ص. ص <http://www.univ-jijel.dz/revue/index.php/Namaa/article/view/574> (تاريخ الزيارة 2020/04/27)
6. عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 125.
7. محمد، الطوايي. (2011). البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. دار الفكر الجامعي. مصر، ص 12.
8. عمار منى محمد، دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تطوير الأسواق المالية (2014)، المجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم التكنولوجية (13)، السعودية: جامعة قطر، ص. ص 91-112. على الخط: <https://platform.almanhal.com/Reader/Article/71459> (تاريخ الزيارة 2020/04/26)
9. السيسى، صلاح الدين حسن. (2003). بورصات الأوراق المالية. عالم الكتب للنشر والتوزيع. مصر، ص 15.
10. العدوى، محمد. (2012). المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة". دار الفكر الجامعي. مصر، ص 21.
11. نزيه، عبد المقصود محمد مبروك. (2007). صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي. دار الفكر الجامعي، مصر، ص 117.
12. عصران، جلال عصران. (2010). تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية- مدخل مقارنة - . دار التعليم الجامعي للنشر والطباعة والتوزيع. مصر، ص ص 85-87.
13. رحيم حسين، محمد عادي (2013)، أثر المتغيرات الاقتصادية على الاستثمار المحلي المباشر في الجزائر، مجلة دراسات للعلوم الإدارية (02)، الأردن: الجامعة الأردنية، ص. ص 430-441. على الخط: <https://platform.almanhal.com/Reader/Article/42424> تاريخ الزيارة: (202/1/20)