

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عبد الحميد ابن باديس - مستغانم -
كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم اقتصادية



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير
تخص " اقتصاد نقدي وبنكي "
الموضوع:

صناديق الاستثمار ودورها في سوق الأوراق المالية
دراسة حالة: السوق السعودي خلال الفترة
(2010-2021).

إشراف الأستاذ:

د. بن عامر مصطفى

إعداد الطلبة:

❖ حمدان فاطمة
❖ حمدان عبد القادر

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
د. عبدالله شهيدة	أستاذ مساعد أ	رئيسا
د. مصطفى بن عامر	أستاذ محاضر أ	مقررا
د. عمر القري	أستاذ مساعد أ	ممتحنا

السنة الجامعية: 2021/2022

كلمة شكر وعرّفان

قال الله تعالى: ﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾ (32)

الآية 32 من سورة البقرة

صدق الله العظيم

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله وحده لا شريك له نحمده ونستعينه، سبحان مسبب الأسباب وفتح الأبواب، سبحان من فتح لنا باب العزم والإرادة، وسهل لنا الطريق لإنجاز هذا البحث العلمي المتواضع نتقدم بالشكر الجزيل الى كل من ساهم في انجاز هذه المذكرة من قريب أو من بعيد ونخص بالذكر الأستاذ " بن عامر مصطفى " الذي أنار لنا الدرب وأزال عنا الغموض، وإلى كل الأساتذة وعمال جامعة عبد الحميد ابن باديس - مستغانم -

وإلى كل هؤلاء نتقدم بالشكر الجزيل.

إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من أخذ بيدينا إلى المدرسة ليرسم لنا معالم مستقبلنا إلى من يعود له الفضل بوصولنا إلى ما تمنينا " أبي العزيز " أدعو له بالشفاء العاجل، فيارب احفظه لنا وأطل في عمره.

إلى من رعاتنا صغيرة وباعتنا حياتها لتجنّب التعب والشقاء لأجلينا فكانت لهما الحلم والمنى والمستقبل ملكتا عيوني " أمينا الحبيبة ، فيارب أدعو لك أن تحفظها من كل سوء، وأن تطل في عمرها وأن تجعلها تاجاً فوق رأسي يا الله.

إلى إخوتي وأخواتي وكل من نحب.

إلى جميع الأصدقاء والصديقات العزيزات الذين عرفناهم طيلة المشوار الدراسي.

إلى أستاذنا الفاضل " الذي لم يبخل عليّ بأية معلومة و توجيهاته و نصائحه القيّمة فليحفظه يا رب.

فهرس المحتويات

.....	الشكر والعرفان.....
.....	إهداء.....
أ-.....	مقدمة.....

الفصل الاول

الإطار النظري حول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية

06.....	تمهيد الفصل الأول.....
07.....	المبحث الاول: عموميات حول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.....
07.....	المطلب الأول: أساسيات حول صناديق الاستثمار.....
07.....	1: مفهوم صناديق الاستثمار.....
09.....	2: أنواع صناديق الاستثمار.....
12.....	3: أهمية صناديق الاستثمار.....
13.....	المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.....
14.....	1: مفهوم سوق الأوراق المالية.....
15.....	2: مكونات الأوراق المالية.....
17.....	3: وظائف وخصائص سوق الأوراق المالية.....
18.....	المبحث الثاني: الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية.....
19.....	المطلب الأول: الدراسة السابقة باللغة العربية واللغة الأجنبية.....
19.....	1: الدراسات السابقة باللغة العربية.....
31.....	2: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....

32.....	المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة والحالية.....
35.....	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني

دراسة قياسية للسوق المالية السعودي ما بين 2010-2021

37.....	تمهيد الفصل الثاني.....
	المبحث الأول: تقديم عام حول بورصة السعودية وصناديق الاستثمار الناشئة فيه وحالة
38.....	أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية.....
32.....	المطلب الأول: تقديم حول بورصة السعودية وحالة أسواق المالية لبعض الدول العربية.....
32.....	1- نبذة عن سوق السعودية للأوراق المالية (بورصة السعودية) وأهدافها.....
35.....	2 - شروط الإدراج والشركات المدرجة في بورصة السعودية.....
38.....	3- الأسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية.....
47.....	المطلب الثاني: تقديم حول صندوق رسملة الأسهم ومؤشر بورصة السعودية.....
47.....	1- صندوق رسملة للاستثمار في الأسهم السعودي.....
48.....	2- المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي.....
	المبحث الثاني: دراسة قياسية لمدى فعالية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق
52.....	المالية.....
52.....	المطلب الأول: توصيف البيانات ومنهجية الدراسة.....
55.....	المطلب الثاني: النتائج التطبيقية.....
64.....	خلاصة الفصل.....
65.....	خاتمة.....
70.....	قائمة المصادر والمراجع.....

فهرس الجداول:

- الجدول رقم(01): مقارنة بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة.....12
- الجدول رقم (02): عدد الشركات المدرجة في بورصة السعودية من 2010-2021... 41
- الجدول رقم (03): تطور الاداء السنوي لمؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2010-2021).....59
- الجدول رقم (04): توصيف بيانات الدراسة.....62
- الجدول رقم (05): نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (pp).....65
- الجدول رقم (06): نتائج اختبار منهج الحدود.....69
- الجدول لرقم (07): نتائج اختبار أنجل جرانجر.....72

فهرس الأشكال:

- الشكل رقم (01): عدد الشركات المدرجة في بورصة السعودية 2010-2021.....42
- الشكل رقم (02): الهيكل التنظيمي لبورصة السعودية.....43
- الشكل رقم (03): عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011-2017....46
- الشكل رقم (04): عدد شركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2016).....50
- الشكل رقم (05): عدد الشركات المدرجة في بورصة سورية للفترة 2010-2020.....52
- الشكل رقم (06): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق الأسهم السعودي خلال 2010-2021.....59
- الشكل رقم (07): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة من 2010-2021.....63

مقدمة

مقدمة:

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية لادخار ووجه الحديث للوساطة المالية نظرا لما توفره من خبرة وتنوع وتقوم هذه الصناديق على تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات مختلفة، ويجب أن تديرها جهة ذات خبرة وتوفير لمستثمريها عائدا مجزيا، وسيولة وقت طلب ومخاطرة مقبولة. وكانت السعودية هي الأسبق عربيا في خوض تجربة صناديق الاستثمار.

توفر أسواق الأوراق المالية للمستثمرين تشكيلة واسعة من الأدوات المالية وطرق مختلفة للاستثمار وفقا لأساسيات الاستثمار فإنه لا ينبغي على المستثمر توجيه هذه المدخرات لشراء مجموعة من الأوراق المالية لتوفير قدر من التنوع الذي من شأنه توفير الحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار خاصة في الوقت الحالي والذي زادت فيه حجم المعاملات سواء على مستوى أسواق الأوراق المحلية والعالمية. ومن هذا نطرح الإشكالية التالية.

1- إشكالية الدراسة: ما مدى فعالية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية

السعودي؟

2- الأسئلة الفرعية:

ومن الإشكالية الرئيسية يمكن أن نطرح الأسئلة الفرعية

- ما المقصود بصناديق الاستثمار

- ما المقصود بسوق الأوراق المالية

- هل تؤدي صناديق الاستثمار إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية

السعودي

3- فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتي تنطبق منها مجموعة من الفرضيات من شأنها

الإلمام بجوانب الموضوع ارتأينا الاعتماد على الفرضيات التالية:

* وحدات صناديق الاستثمار تتداول في البورصة.

* تلعب صناديق الاستثمار دورا فعالا في تنشيط سوق الأوراق المالية

* من ضروري في الاقتصاد وجود سوق الأوراق المالية.

4- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في أهمية سوق الأوراق المالية ودورها في تنشيط صناديق الاستثمار

وتشجيع الاستثمار وجذب المدخرات عن طريق سوق الأوراق المالية، حيث يلاحظ أن دور

هذه الأسواق تزداد أهميتها بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية واحتلالها مكانة

بارزة في الاقتصاد.

5- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والتي يمكن بلوغها من خلال محاولة معالجة الإشكالية المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المصاغة ومن هذه الأهداف نذكر.

- عرض أهم المفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار والأسواق الأوراق المالية.

- مدى أهمية صناديق الاستثمار في الحياة الاقتصادية.

- التعرف على أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية السعودية.

6- منهج الدراسة:

اعتمدنا المنهج الوصفي لتغطية الجانب النظري لصناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية وكذا الإطار العام لبورصة السعودية والمنهج القياسي والتحليلي لبعض البيانات والجداول، والدراسة القياسية.

7- دوافع اختيار الموضوع: ينصب الاهتمام بالموضوع من خلال:

- تماشي الموضوع وطبيعة الاختصاص.

- نمو وانتشار صناديق الاستثمار في الساحة الاقتصادية.

- لكسب المعارف العلمية.

8- صعوبات الدراسة:

- قلة المراجع الخاصة المتعلقة بصناديق الاستثمار.
- قلة الدراسات الخاصة بدراسة السوق الأوراق المالية السعودي (بورصة).

9- حدود الدراسة:

تتمثل في الحدود المكانية للدراسة في سوق السعودي للأوراق المالية.

أما الحدود الزمنية للدراسة تمتد من 2010-2021 لمعرفة دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية

10- تقسيم الدراسة:

من أجل الإحاطة بكل الجوانب الدراسة قسمنا هذه الدراسة إلى فصلين حيث تناول الفصل الأول الإطار النظري لهذه الدراسة وقسمناه إلى مبحثين فأول جاء مفاهيم حول المتغيرات والثاني بالدراسات السابقة لدراسة، أما الفصل الثاني كان لدراسة التطبيقية يشمل مبحثين أول مفاهيم بالسوق السعودي (بورصة) وثاني دراسة القياسية لتطور وتحليل النتائج لتطور سوق رأس المال ومؤشر العام لسوق الأسهم السعودي.

الفصل الأول

الفصل الأول: الإطار النظري حول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية:

تناسب صناديق الاستثمار استراتيجيات قصيرة وطويلة الأجل ولكن نجاح نظام أو خطة الاستثمار يتوقف على نوع الصندوق الذي تقوم باختياره.

معظم الصناديق تقوم بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، ومن الصعب التنبؤ بتوقعات مرنة أو ثابتة لإنجازات هذه الأسواق أو اختيار أفضل الصناديق التي تتناسب مع احتياجاتك.

تختلف نوعية الأوراق المتداولة في كل سوق باختلاف مستوى تطور السوق حيث صناديق الاستثمار تعد من أهم صيغ التعبئة في الوقت الحالي إذ لا يكاد يخلو أي سوق مالي من هذه الأداء الاستثمار وهي أداة تتمتع بمزايا متعددة تؤهلها لهيمنة لنشاط السوق المحلي والأسواق الأخرى لكونها وسيلة آمنة ومؤثرة في نقل رؤوس الأموال بين أسواق المال في العالم حيث قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين.

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية.

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة لتجميع مدخرات المستثمرين. وتعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة وإن الوظيفة الأولية لسوق الأوراق المالية هي تسهيل عملية قيام البائعين والمشتريين (المستثمرين) للأوراق المالية بتبادل هذه الأوراق عن طريق الشراء والبيع. وسنتطرق من خلال هذا المبحث إلى مطلبين: المطلب الأول يتضمن أساسيات حول صناديق الاستثمار والمطلب الثاني ماهية سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: أساسيات حول صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم صيغ تعبئة المدخرات فهي عبارة عن أوعية استثمار لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية. لأنها تحقق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال وبما تمتاز به من تنوع طرق الاستثمار فيها وسنحاول من خلال هذا المطلب معرفة مفهوم صناديق الاستثمار وأنواعها وأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار.

1: مفهوم صناديق الاستثمار

لا شك أن هناك تعريف عديدة لصناديق الاستثمار، إلا أن هذه التعاريف وإن اختلفت ألفاظها جميعها تتفق في مضمونها وجاءت على النحو التالي:

التعريف الأول: "عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمين فيه، يدفع بمقتضاه مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويشترك المساهمون في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمار الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص من حصص، وفقا للشروط التي تبينها نشرة الاصدار.¹

التعريف الثاني: صناديق الاستثمارية بأنها وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية.

التعريف الثالث: وتعرف كذلك بأنها "تجميع الأموال بهدف تنميتها في برنامج مشترك بين الأفراد والبنوك، يمتلك فيه الأفراد حصة مشاعة في أصول الصندوق".

التعريف الرابع: صناديق الاستثمار هي عبارة عن شركات أو بنوك تقوم بالاستثمار بمحافظ مالية مختلفة ومتعددة وبذلك فهي تتيح فرصة الاستفادة من هذه المحافظ دون الحاجة لقيام المستثمر بإنشاء محفظته المالية بنفسه وإدارتها².

التعريف الخامس: يمكن تعريف صناديق الاستثمار من الوجهة الاقتصادية بأنها وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي عن طريق ربط المدخرات القومية بأسواق المال تحت

¹ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة"، دار الفنائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة، الأولى، 1430هـ-2010م، ص 74.

² مرجع سبق ذكره، ص 75.

ظروف ونظم تسمح بحماية المدخرين الصغار والكبار على حد سواء كما أن الصناديق تحقق عائد غالباً يجاوز العائد التي تحققها الأوعية الادخارية المالية التقليدية.

التعريف السادس: من الوجهة التجارية يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنه سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات ويتم شرائها من قبل مجموعة من المستثمرين ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات.¹

التعريف السابع: تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، الفرصة للمشاركة في الأسواق المحلية والعالمية.²

2: أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لرغبات المستثمرين ويمكن تصنيفها وفق ما يلي:

1- صندوق الاستثمار غير مباشر

يقوم هذا الصندوق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية بتكوين محافظ استثمارية من الأسهم والسندات بحسب الغرض من نشاطه، وهو ينقسم إلى نوعين.³

¹ عبد المطلب عبد الحميد، " مبادئ وسياسات الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2010، ص 398-399.

² قاسم نايف علوان، " إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، الطبعة الثانية، 2009م- 1430هـ، 2012م-1433هـ، ص216.

³ دباغي سميرة، مو شاحانا سهام، دوار صناديق الاستثمار في تنشيط الأوراق المالية دراسة حالة بورصة فلسطين من 2011 إلى 2017م، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة أحمد دارية أدرار- الجزائر، 2020-2021م، ص9.

2-1 : صناديق الاستثمار المغلقة

تعتبر صناديق الاستثمار المغلقة أول نوع ظاهر من صناديق الاستثمار وهي مقتصرة على فئة محددة من المستثمرين، لها هدف محدد وفترة زمنية محددة، وفي نهاية تلك الفترة تتم تصفية الصندوق وتوزع عوائده المتحققة على المشتركين فيه، ويمكن لأي مشترك في صندوق الاستثمار المغلق أن يبيع ما يمتلكه من أصول في الصندوق إلى سوق الأوراق المالية عن طريق السماسرة. وقد سمي مغلقاً لأنه لا يسمح بإضافة أية حصص استثمارية بعد اكتمال الاكتتاب المحدد مسبقاً في عقد الاستثمار.

وتتصف صناديق الاستثمار المغلقة بالآتي:

- 1- يكون للصندوق هيكل رأس مال ثابت نسبياً (عدد الأسهم ثابت ولا يتغير خلال الفترة).
- 2- لا يمكن استرداد الحصص التي يتكون منها إلى في نهاية الأجل.
- 3- يمكن أن يتحول إلى صندوق مفتوح بعد فترة معينة.
- 4- لا يزيد رأس مال الصندوق خلال حيازته إلا وفق نص اتفاقي واضح.
- 5- يجري إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة مثل أية شركة استثمارية.¹

¹ د. قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 218.

2-2 : صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة.

يطلق على صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة open-end Investment Funds الصناديق المشتركة Mutual Funds. وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، إذ يجوز للصندوق، بعد التأسيس، إصدار وبيع المزيد من الأسهم أو الوثائق، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات، وعلى عكس صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، لا تتداول أسهم الصناديق ذات النهاية المفتوحة في السوق، بل يقف الصندوق نفسه على استعداد دائم لاسترداد ما سبق أن إصداره منها، بعبارة أخرى أن عدد وحدات الصندوق، بعد تأسيسه، قابلة للزيادة بإصدار المزيد منها، وأيضا قابلة للنقصان بسبب الاسترداد. ومن هنا جاء مسمى صندوق ذات نهاية مفتوحة.

وإذا ما كان للمستثمر خيار بين صندوقين متماثلين، إلا أن أحدهما يطلب رسوم شراء والآخر يطلب رسوم استرداد فإن من مصالحه الاستثمار في الصندوق الثاني لأن الاستثمار في الصندوق الأول يتطلب من البداية استخدام جزء من مخصصات الاستثمار لدفع الرسوم¹.

¹ د. منير ابراهيم هندی، " أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية" توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة 2، سنة 2010، ص 23.

الجدول (01) مقارنة بين الصناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة:

البيان	الصناديق المغلقة	الصناديق المفتوحة
عدد الوحدات	ثابت	الصناديق المفتوحة
التداول	في السوق	من خلال الصندوق
سعر التداول	سعر السوق	يعتمد أساسا على قيمة الأصل الصافية
الربحية	أعلى من المفتوحة	أقل من المغلق
السيولة	منخفضة	عالية

المصدر: د. منير ابراهيم هندی، " أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية" توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، سنة 2015، ص 24.

3: الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار.

وقد بدأت بعض البنوك ومؤسسات الاستثمارية الخارجية في توجيه منتجات خاصة للمتغربين في دول الخليجية بغرض التحويل والاستثمار معا واجتذاب المدخرات، في حين أن البنوك المحلية لم تبذل أي مجهودات في استقطاب وتدوير جزء من تلك التحويلات للمقيمين الراغبين في تلك الخدمات.

وقد تكون صناديق الاستثمار أحد القنوات المناسبة والتي جاءت في الوقت المناسب وذلك لاستقطاب بعض أموال المستثمرة في الخارج سواء كان ذلك من قبل أفراد وشركات القطاع

الخاص من المواطنين أو من المقيمين في دول الخليج، ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق

وأوجه الاستفادة منها في أربعة اتجاهات على النحو التالي:

أ- استفادة المستثمرين صناديق الاستثمار.

ب- استفادة المصارف وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار.

ج- استفادة الاقتصاد الوطني.

د- تنشيط وتطور سوق النقدية والمالية¹.

المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية مرآة حقيقية تعكس الأوضاع الاقتصادية للدولة إذ تلعب دوراً أساسياً

في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي

تحققها.

¹ يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها (استثمار الصناديق الاستثمار، الأوراق المالية والتجارية)، دار التعليم الجامعي 2014، ص 103-107.

1: مفهوم سوق الأوراق المالية

التعريف الأول: يعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة الصكوك (برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها)¹.

التعريف الثاني: تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلال تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي. ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين)².

التعريف الثالث: سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو الأصل مالي، وتمكن المستثمرين بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد يتم تداول الأسهم والسندات بيعا وشراء خارج حلبة البورصة تسمى بعملية البيع والشراء خارج المقصورة. ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية السوق المركزي حيث يمكن أن يتم التعامل خارج البورصة من خلال شركات السمسرة المنتشرة في

¹ محمد شاهين، " كفاءة صناديق ودورها في دعم الأسواق المالية"، دار الكتاب الجامعي دولة الإمارات العربية المتحدة. الجمهورية اللبنانية، الطبعة الأولى 2017، ص38.

² د. عاطف وليم انرواس أسواق الأوراق المالية بين الضرورات التحويلية الاقتصادية، والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2008، ص21.

مختلف أنحاء البلاد. وهذا يعني أنه قد يتم التعامل داخل البورصة في نوع معين من الأوراق وقد يتم التعامل داخل البورصة في نوع معين من الأوراق، وقد يتم التعامل خارج البورصة وتسمى بالسوق الموازية¹.

2: مكونات أوراق المالية

وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

2-1: سوق إصدار الأوراق المالية (سوق الأولية):

يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذون الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية. وعندما تطرح الأوراق المالية للمرة الأولى من خلال السوق الأولية للأوراق المالية فقد يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق من سنوات عدة، وقد تمثل الأوراق المالية المصدرة نوعاً جديداً للمصدر أو تمثل كميات إضافية لورقة مالية سبق أن طرح لها إصدارات عدة في الماضي. والمسألة الأساسية التي يجب أن توضع في الاعتبار هي أنه أي شكل الأوراق المالية المصدرة فإن هذه الأوراق تمتص أموالاً جديدة لحساب مصدرها، على العكس بالنسبة للسوق الثانوية للأوراق المالية.

د. عبد الغفار حنفي البورصات أسهم- سندات- وثائق استثمارية- خيارات، الدار الجامعية الإسكندرية، الطبعة 2004، 2005، ص 37.

2-2: سوق التداول الأوراق المالية (السوق الثانوية):

يتم من خلال السوق الثانوية إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها.

وتقوم السوق الثانوية للأوراق المالية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو هي في طريقة التقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية امر ممكناً. بمعنى أنه السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوق أولية للأوراق المالية، فهي السوق الثانوية يمكن ثبت الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا وجاذبية، حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر وبدوره ينقسم إلى:¹

- **أسواق المنظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تصنعها الجهات الرقابية ويتم إعادة تداول الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد، وذلك لكون التعامل يجري في مكان مادي محدد.

- **أسواق غير المنظمة:** وفيها تتداول عدة أوراق مالية غير المسجلة بالبورصة من خلال التجار، ويتم من خلالها تحديد أسعار التعامل بالتفاوض.

- **السوق الثالث:** هو يمثل جزءاً من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة الغير المنظمة.

¹ د. عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 218.

- السوق الرابع: هي سوق التعامل بين الشركات الكبيرة المصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين وذلك دون الحاجة إلى سمسرة وتجار أوراق المالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتليفزيونية¹.

3: وظائف وخصائص سوق الأوراق المالية:

سوف نقوم من خلال هذه النقطة إلى التطرق إلى وظائف وخصائص سوق الأوراق المالية كالتالي:

3-1: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

* إيجاد حلقة اتصال بين البائعين والمستثمرين الأمر الذي يسهل سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض.

* تشجيع الادخار بفتح مجال واسع أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة.

* توجيه الادخار نحو الاستثمار الأكثر كفاءة وإنتاجية.

* المساعدة في توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمرين من حسن اختيار وسائل الاستثمارية.

* تمكين المستثمر من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.

¹ وليد صافي وأنس البكري، أسواق المالية الدولية، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص34.

3-2: خصائص سوق الأوراق المالية:¹

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

* سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى.

* يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية.

* يتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة.

* يرتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في

السوق النقدي.

* توفير المناخ وكذا المنافسة التامة للتداول في سوق الأوراق المالية.

* يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات

رشيدة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية:

سنتناول في هذا المبحث بعض من الدراسات السابقة والبحوث التي تم الاطلاع عليها على

المستوى العربي أو الدولي والأجنبي مقارنتها مع الدراسة الحالية من خلال أوجه التشابه

والاختلاف.

¹ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص34.

المطلب الأول: الدراسة السابقة باللغة العربية واللغة الأجنبية:

تعتبر الدراسات السابقة الركيزة الأساسية لبناء الدراسة الحالية، وفيما يلي سنتطرق إلى بعض الدراسات السابقة المعتمدة لبدأ في هذه الدراسة منها اللغة العربية والدراسات باللغة الأجنبية.

1- الدراسات السابقة باللغة العربية:

من أهم الدراسات التي أمكن الاطلاع عليها كثيرة نذكر منها:

1-1 دراسة بوسي " أحمد جمال الدين " فتحى أحمد جامعة القاهرة 2014 بعنوان دور

المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية دراسة حالة المصرية.

رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد

1- اشكالية الدراسة: تحديد طبيعة الدور الحقيقي للمستثمر المؤسسي أداء الأسواق نتيجة

للخصائص المميزة له مقارنة بالمستثمر الفرد.

2- هدف الدراسة: يتمثل الهدف الأساسي والرئيسي لهذه الدراسة في قياس أثر قيم تداول

المستثمر المؤسسي من بيع وشراء على أداء سوق الأوراق المالية المصرية ويمكن تلخيص

الأهداف الفرعية للدراسة في النقاط التالية: تحديد طبيعة المستثمر المؤسسي وأنواعه.

- الآثار الإيجابية والسلبية لتداول والسلبية لتداول المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق

المالية - هيكل المستثمر المؤسسي في مصر.

- حيث اتبع الباحث في دراسته على أكثر من منهجية لتحقيق هدف الدراسة والإجابة على الأسئلة المختلفة المطروحة، المنهج الكمي والمنهج التحليلي والاقتصاد الوصفي.

3- نتائج الدراسة:- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد مكونات الرئيسية لسوق المال في مصر وتوضح أهميتها من خلال الوظائف الاقتصادية التي تؤديها تلك السوق للاقتصاد القومي والتي يمكن ايجاز بعض منها في النقاط التالية:

* تنمية الادخار وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.

* المساهمة في تمويل خطط التنمية.

خلق رؤوس أموال جديدة والتخصيص الكفاء لرأس المال.

- لتنشيط سوق الأوراق المالية يجب ادخار مؤسسات جديدة تعمل في مجالات الاستثمار وضمان تقليل مخاطر الاستثمار وتأدية خدمات الأوراق المالية وخدمات المستثمرين، ومن أمثلة هذه المؤسسات المؤسسي حيث أنه يعمل بشكل كيان مستقل أو كجزء من مؤسسات مثل صناديق الاستثمار التي غالبا ما تكون ضمن البنوك وشركات التأمين.

- وتقتصر سوق المال في مصر وخاصة السوق الأولية إلى وجود شركات استثمارية متخصصة أو بنوك يقع على عاتقها وتوزيع مخاطر الاكتتاب ويتعين على البنوك التجارية أن تقوم بهذا العبء، كما يلعب المستثمر دورا في تنشيط عمليات السوق الأولية المتمثلة في

التوزيع والتسويق والتعهد بالتغطية وإدارة الإصدارات فضلا عن قيامه بدور المستثمر المالي لقطاع من المستثمرين.

1-2 دراسة حليلة عطية 2019-2020 بعنوان: " دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية (دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودي خلال فترة 2006-2017)".

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة في العلوم الاقتصادية

1- إشكالية الدراسة: ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأسهم السعودي؟

2- هدف الدراسة: يحاول البحث الوصول إلى الأهداف التالية:

- * زيادة الوعي الاستثماري المالي في أوساط جمهور المستثمرين.
- * توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام.
- * محاولة التمكن من استخدام أساليب الاقتصاد القياسي في التحليل.
- * تناول موضوع صناديق الاستثمار، وتحليل تفاصيله.
- * استقراء تجربة المملكة العربية السعودية لمعرفة نجاحها من عدمها.

- حيث تتبع الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الكمي لتحديد أثر صناديق الاستثمار على السوق المالية في المملكة العربية السعودية.

3- نتائج الدراسة:

* تقوم الصناديق الاستثمارية بدور مهم في مجال تعبئة الادخارات وإدارتها، محققة بذلك جملة من المزايا التي تعود على الجهات التي تتعامل معها، ذلك أن صناديق الاستثمار أصبحت في الوقت الحالي من أبرز الأوعية الادخارية المستحدثة الموجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي، وتعود بالفائدة على المستثمر من ناحية استفادته من خيارات الإدارة المحترفة المساهمة في التقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وضمان توفر سمة السيولة لأوراقه المالية، كما تعود بالمنفعة على الاقتصاد القومي من خلال حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج، مساعدة الدول في تحقيق أهداف وبرامج الإصلاح الاقتصادي وغيرها.

* استحوذت صناديق الاستثمار على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية وبعض المستثمرين الأجانب إذ بلغ عدد المشتركين فيها سنة 2017: 238.44 مشتركاً.

* تؤدي صناديق الاستثمار أدواراً كبيرة في تنشيط سوق الأسهم السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة بالمفتوحة منها، فرغم أن هذه التجربة لا زالت حديثة في المملكة العربية السعودية إذا ما قورنت بالدول المتطورة، حيث

ظهر أول صندوق سنة 1979 والعائد للبنك الأهلي التجاري، ولكن تطورها لم يكن إلا في بداية الألفية، وتحديد سنة 2001 حيث أصولها إلى 49.8 مليار ريال.

3-1 دراسة بلعيد سنة 2013-2014 بعنوان: " دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية".

- مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير.

1- إشكالية الدراسة: ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية؟
2- أهداف الدراسة: يهدف هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والتي يمكن بلوغها من خلال محاولة معالجة الإشكالية المطروحة ومن هذه الأهداف نذكر:

* إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

* مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية.

* التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء السوق المالية.

* دراسة العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية والتركيز على سوق الأوراق المالية السعودية كإطار مكاني وقد تم اختيار من 1996 إلى نهاية 2013.

3- منهج الدراسة: اعتمد الباحث على عدة مناهج بدء بالمنهج الاستقرائي ثم الوصفي وفي الأخير تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي لعرض البيانات بصناديق الاستثمار الناشطة بالسوق المالية السعودية.

4- نتائج الدراسة:

* تلعب صناديق الاستثمار دورا متميزا في الاقتصاد السعودي وذلك من خلال توفير التمويل اللازم لقطاعات اقتصادية من خلال تجميع المدخرات سواء المحلية أو الخارجية.

* تعد صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مدخرات من المستثمرين: صغار المستثمرين محدودي الموارد وكذا الكبار المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بخبايا السوق المالية إذ لا تعد محدودية الموارد السبب الوحيد للإحجام عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

* توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين صناديق الاستثمار كمتغيرات مستقلة ومؤشر سوق الاوراق المالية كمتغيرات تابعة.

* تعد المملكة العربية السعودية سباقة إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار على المستوى الدول العربية وبذلك تعد الأكثر تطورا في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد الأصول التنظيم.

* تتعدد أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية لنموها، زيادة المنافسة فيما بينها وكذا من أجل مواجهة حاجيات وأهداف المستثمرين.

* استحوذت صناديق الاستثمار على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية وبعض المستثمرين الاجانب، إذ بلغ عدد المشتركين فيها سنة 2013 258110 مشتركاً.

1-4 مقال أبو بكر سالم وساعد بخوش حسنية بعنوان: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط سوق المالية الإسلامية دراسة حالة سوق ماليزيا خلال فترة 2005-2016" - المجلة المشكلة في الاقتصاد والتنمية والقانون.

تتلخص هذه الورقة البحثية في أثر الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالي الماليزي خلال الفترة المدروسة حيث تعتبر تجربة ماليزيا ناجحة على مستوى العالمي.

1- نتائج الدراسة:

تتوصل الدراسة إلى ضرورة قيام سوق الأوراق المالية على مبادئ الشريعة الإسلامية

1-5 دراسة الدكتور عبد الرحمن مرعي جامعة دمشق بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الاوراق المالية السورية (دراسة ميدانية) قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد

- مشكلة الدراسة:

يرى الباحث أن مشكلة البحث تكمن في الجدوى الاقتصادية للصناديق المشتركة في سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية، وعدد الشركات المدرجة فيها قليل، ومن ثم ينعكس ذلك على طبيعة عمل الصندوق، ويمكن تبيان مشكلة البحث من خلال طرح التساؤلات الآتية:

* هل سيؤدي وجود الصناديق المشتركة إلى زيادة في حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية؟

* هل سيؤدي وجود الصناديق إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية؟

2- هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى بيان الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار المشترك في سوق الأوراق المالية وخاصة بعد إصدار نظام صناديق الاستثمار في سورية. وتبيان بعض نقاط الضعف التي يمكن أن تؤثر سلباً في الدور الذي تضطلع به الصناديق.

3- منهج الدراسة:

إجراء استبانة في ضوء الفرضيات التي وضعها الباحث وتحليل معطيات الاستبانة وفق الأساليب الإحصائية الملائمة.

4- نتائج الدراسة:

* تشكل صناديق الاستثمار وعاء ادخاريا ملائما لأموال المستثمرين الذين ليس لديهم الوقت ولا الخبرة ولا المال الكافي للاستثمار.

* تؤدي صناديق الاستثمار دورا أساسيا في تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال الرقابة المستمرة على حركة التداول. والتدخل في سوق عندما تكون هنالك ضرورة.

* تقوم الصناديق بخدمات متنوعة للمستثمرين من أهمها: إعادة استثمار الأرباح بشكل آلي، وتقديم خطط للتقاعد، وإمكانية السحب النقدي المنتظم من الصندوق.

1-6 دراسة بوكساني رشيد سنة 2005-2006 بعنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية

1- إشكالية الدراسة:

* ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟

* وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟

* وما هي سبل تطورها قصد ترابطها؟

2- هدف الدراسة:

* خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها.

* التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة، وتطورها وأدائها من جهة أخرى.

* الرغبة في تقديم اسهامات لتطور أسواق الأوراق المالية العربية على مستوى المحلي من جهة وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.

3- المنهج دراسة:

* أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعلة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.

* تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

* أغلب التشريعات المنظمة للأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة.

7-1 مقال د. دلال بن سمينة وجهاد بوضياف بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2005-2014.

- مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية

تسعى هذه الدراسة إلى الوقوف على دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية ودراسة العلاقة بينهما وذلك على مستوى سوق الأوراق المالية السعودي حيث أن مساهمة هذه الصناديق في إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية السعودية بقيمة ضعيفة جدا خلال الفترة المدروسة خاصة بعد الأزمة لعام 2008.

8-1 دفاثر البحوث العلمية لنور الدين وإبراهيم مزيود بعنوان: صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

1- هدف الدراسة:

إلى توضيح دور صناديق الاستثمار في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية وقدرتها على تطور معضلة الأوراق المالية وتفعيل هذه الصناديق يكون من خلال القضاء على الضعف الذي تعاني منه بورصة الجزائر.

1-9 دراسة شريط صلاح الدين 2011-2012 بعنوان: دور صناديق الاستثمار في

سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر

جامعة الجزائر 03

1- إشكالية الدراسة: هل يمكن التجربة المصرية في خلق أدوات مالية جديدة مثل صناديق

الاستثمارية كانت السبب الرئيسي في جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها إلى

استثمارات من خلال سوق الأوراق المالية.

2- هدف الدراسة:

* التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية والتأثير

على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وتنوعها.

* دراسة التجربة المصرية الرائدة والقديمة في سوق الأوراق المالية وذلك للاستفادة منها في

التطبيق داخل الجزائر.

* عرض أنواع صناديق الاستثمار وأهدافها وربطها مع تقاريرها المالية وكيفية تعامل

المستثمر معها.

* دراسة صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية لتقييم أداءها وتأثيرها على توجيه

الاستثمارات بسوق الأوراق المالية في مصر.

3- منهج الدراسة: تم استخدام المنهج الاستقرائي والمنهج التحليلي.

4- نتائج الدراسة:

* يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دورا رئيسيا في دعم برنامج الخصخصة من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة.

أثبتت الدراسة أن صناديق تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه مع تقليل المخاطر لأقل درجة وتقليل التكاليف.

* تعتبر تجربة مصر الناجحة في تنفيذ برنامج الخصخصة وتطور سوق المال عن طريق تجربة صناديق الاستثمار التي اعتبرت تجربة فريدة ومتميزة من حيث أهدافها.

* توسيع قاعدة الملكية الخاصة بزيادة الأسهم المطروحة ورأس المال السوقي في البورصة.

2 الدراسات السابقة باللغة الأجنبية:

2-1) Moh.Benny Alexandri (2015) Mutural Fund Performance :

Stock Selection or Markat Timing?

1- هدف الدراسة: معرفة أداء الصناديق المشتركة في أندونيسيا باختيار المخزون هو

المتغير الأكثر انتشارا مقارنة بالمتغيرات الأخرى المرتبطة بصناديق الاستثمار

2- نتائج الدراسة:

* القدرة على اختيار الأسهم والسبب الرئيسي لاختيار المستثمر لصناديق الاستثمار

المشترك.

* توقيت السوق سيستخدمها المستثمر كسبب رئيسي للاستثمار في المستقبل نتيجة وجود علاقة بين اختيار الأسهم.

* القدرة على توقيت السوق وأداء الصندوق في الأسواق الناشئة من الواضح أن السوق يتطلب دراسة مستقلة.

2-2) the study of banazenwal and douadi Mahidi (the relation ship between islamic hedge funds and the return of the stock market in Malaysia) Laboratory Evaluation of the Algerian capital Market university of setif 1 – Algeria

3- هدف الدراسة: تحقيق وجود علاقة بين أداء صناديق لتحوط الإسلامي وعوائد سوق الأوراق المالية في سوق ماليزيا خلال الفترة 2009 إلى 2018، حيث تم تطبيق السبل ذات التأثير العشوائي كأداء إحصائية للتحقيق من تأثير عوائد سوق الأوراق المالية على أداء صناديق التحوط الإسلامية، كما تشير سببية أجر نجر إلى وجود علاقة إيجابية في اتجاه واحد بين المتغيرين وكذلك تأثير إيجابي لعائد التقليدي لسوق الأوراق المالية على أداء صناديق التحوط الإسلامية.

المطلب الثاني: نقد الدراسات السابقة:

تناولت معظم الدراسات السابقة في هذه الدراسة صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية كما تطرقت أهدافا وأساليب مختلفة لمعالجة الموضوع، نلاحظ انها كانت تختلف فيما بينها لذلك سنقوم بإجراء مقارنة ونقد بين الدراسة والدراسات من خلال أوجه التشابه والاختلاف وتقديم الإضافة للدارسة الحالية.

1- أوجه التشابه: نلاحظ أن الدراسات السابقة كانت تهدف لمعرفة الإطار النظري لصناديق الاستثمار وكذا سوق الأوراق المالية معتمدة معظمها على المنهج الوصفي لتحديد الإطار النظري والمنهج التحليلي لدراسة التطبيقية وتحليل الجداول والبيانات.

2- أوجه الاختلاف: تمحور اختلاف هذه الدراسات من حيث أماكن وأوقات مختلفة وكذلك فترة الدراسة.

1-2 من حيث طريقة عرض الموضوع: تبين أن أغلب الدراسات السابقة اعتمدت على الطريقة الكلاسيكية في عرض محتوى أما في دراستنا الحالية اعتمدت طريقة أمداد التي تستهدف إلى تبسيط محتوى النظري وتصب أهمية الدراسة في محتوى التطبيقي في دراسة البحوث العلمية.

2-2 من حيث المنهج المتبع: اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي تحليلي القياسي، حيث كانت هذه الدراسة ممثلة لبعض الدراسات منها عبد الرحمن مرعي ودراسة بلعيد رشيد واختلفت مع أخرى.

3-2 من حيث الأدوات: اعتمدنا في دراستنا على جداول وبيانات التي تمثل تطور سوق الأوراق لبورصة السعودية وصناديق الاستثمار، كما تمثلت مع بعض دراسة واختلفت مع أخرى.

4-2 من حيث المتغيرات: في دراستنا لدينا متغيرين صناديق الاستثمار متغير مستقل وسوق الأوراق المالية متغير تابع حيث تمثلت مع بعض دراسات مثل حليلة عطية، وعبد الرحمن مرعي واختلفت مع بعض الدراسات مثلا دراسة دلال سمينة وأخرى.

خلاصة الفصل الأول:

لقد تم من خلال هذا الفصل تعرف على صناديق الاستثمار التي تعتبر وعاء مالي تجمع أموال وعدد كبير من المستثمرين وتقوم إدارة الصندوق باستثمار الأموال في مختلف أنواع الأوراق المالية، وهذه الصناديق تنقسم إلى صناديق مباشرة وصناديق غير مباشرة التي تضم صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة، وكذلك لصناديق الاستثمار أهمية بارزة في الحياة الاقتصادية كما تعرفنا أيضا في هذا الفصل على سوق الأوراق المالية التي تلعب دورا هاما في تدفق أموال المشروعات الاستثمارية، وكذلك هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشتريين من أجل تداول الأصول المالية بمختلف أنواعها بيعا وشراء داخل السوق حيث تجري هذه العمليات في شكل محدود ومعروف، كما وجدنا أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى سوق أولية (الإصدار) يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها.

الفصل الثاني

الفصل الثاني : دراسة قياسية للسوق المالي السعودي 2010 إلى 2021

بعدما تم تقديم الإطار النظري والمتعلق بمفهوم صناديق الاستثمار وكذا ماهية سوق الأوراق المالية والدراسات السابقة شاملة لموضوع دراسة سنحاول خلال هذا الفصل القيام بالدراسة الميدانية لجانب النظري لسوق بورصة السعودية، كما سنقوم بدراسة دور أسواق بورصة السعودية في تنشيط صناديق الاستثمار لي الفترة الممتدة من 2010 إلى 2021 لمعالجة الدراسة قياسية لهذه دراسة وتحليل نتائج قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: تقديم عام حول بورصة السعودية وصناديق الاستثمار الناشئة فيه وحالة الأسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لمدى فعالية صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق الأوراق

المالية

المبحث الأول: تقديم عام حول بورصة السعودية وصناديق الاستثمار الناشئة فيه

سنقوم في هذا المبحث تقديم عام حول بورصة السعودية ونبذة عن سوق الأوراق المالية السعودي وأهدافها، وكذلك إبراز الإطار التنظيمي لبورصة وشروط الإدراج فيها.

المطلب الأول: تقديم عام حول بورصة السعودية

تسعى بورصة السعودية لأن تكون سوقاً مالياً محلياً بمقاييس عالمية انطلاقاً من رؤيتها سوق وطنية بتطلعات عالمية التي تطمح إلى تحقيقها في ظل توفير الخدمات المبتكرة للمتعاملين، كما سنحاول في هذا المطلب الإلمام بمفاهيم بورصة السعودية.

1-1- نبذة عن سوق السعودي للأوراق المالية (بورصة السعودية) وأهدافها:

في هذا يتم تناول نبذة عن سوق الأوراق المالية وأهداف سوق السعودية وكذا الهيكل التنظيمي لبورصة السعودية.

1-1-1 نبذة عن سوق السعودية للأوراق المالية (بورصة السعودية):

السوق المالي السعودي كغيره من الأسواق المالية عبارة عن مكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية بمختلف أنواعها: أسهم، سندات، وصكوك، حيث تعود نشأة سوق المال السعودي إلى مراحل مر بها من بينها تشكيل لجنة وزارية سنة 1984 من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي، يهدف تنظيم وتطوير السوق بعد أن كانت سوق غير رسمية، وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة

الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق إلى غاية تأسيس هيئة السوق المالية يوم 2003/07/31 بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية¹ من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

في يوم 2007/03/19 وافق مجلس الوزراء السعودي برئاسة خادم الحرمين الشريفين على تأسيس شركة مساهمة باسم شركة السوق السعودية (تداول) حيث يأتي هذا القرار تنفيذ للمادة 20 من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة².

1-2 أهداف سوق السعودي للأوراق المالية:

تتخصر أهداف سوق الأسهم السعودي في النقاط الموالية:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج من حيث كفايتها وشفافيتها، ومن قواعد التداول وآلياته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- توفير القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية للتسوية والمقاصة، وهذا من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
- تحديد المعايير المهنية لعمل شركات الوساطة في السوق ووكلائها، والعمل على تطبيقها.

¹السوق المالي السعودي، نبذة عن السوق، تاريخ التصفح 2022/04/22 الساعة 15:25 مساءً، عنوان الرابط الإلكتروني: موقع التداول: <https://www.tadaawul.com.sa/wps/portal/tadaawul/rome>

² مرجع سبق ذكره.

- التحقق من متانة وقوة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية من خلال:
 ✓ إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة وعدالة السوق.

✓ العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
 ✓ تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
 ✓ تقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا: وسطاء، مستثمرين، مصدرين، مزودي خدمات البيانات وغيرهم¹.

- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية ذلك من خلال:
 ✓ توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
 ✓ تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
 ✓ تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.

✓ العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

¹ حليلة عطية، " دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال فترة (2006-2017)، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية جامعة بسكرة، الجزائر، 2019-2020، ص171، 170.

2- شروط الإدراج والشركات المدرجة في بورصة سعودية

سنقوم من خلال هذه النقطة التطرق إلى كل من شروط الإدراج في بورصة السعودية والشركات المدرجة في بورصة السعودية.

2-1 شروط الإدراج في بورصة السعودية

يجري إدراج الشركات المساهمة السعودية في سوق الأسهم إذا تحققت الشروط الآتية:

- أن تكون شركة مساهمة عامة، أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية.
- لا يجوز تداول التأسيس في السوق قبل نشر قائمتي والمركز المالي عن سنتين كاملتين.
- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً به نسخة من النظام الأساسي، وقائمة بأعضاء مجلس إدارتها، ونموذج ملكية أسهمها¹.

2-2: الشركات المدرجة في بورصة السعودية

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 210 شركة نهاية عام 2021

جدول رقم: 02 عدد الشركات المدرجة في بورصة السعودية للفترة (2010-2021)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عدد الشركات المدرجة	146	150	158	163	169	171	176	179	192	199	203	210

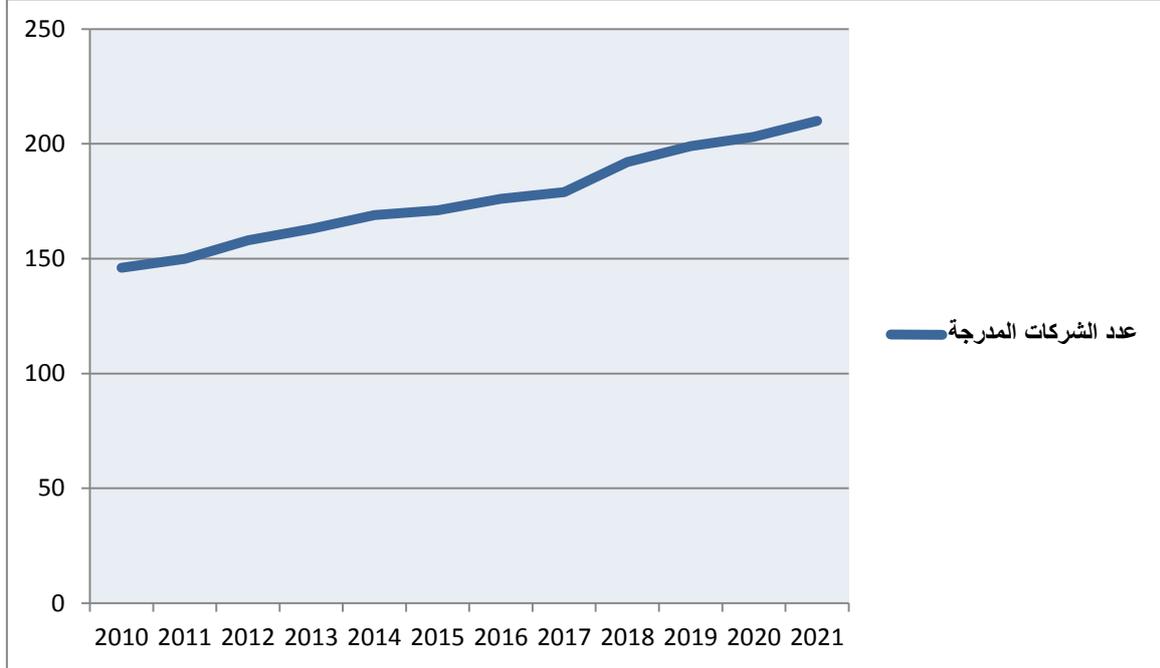
المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على هيئة السوق المالية، التقارير السنوية للسنوات (2008، 2010، 2012،

2020) ص، 36، 37، 41، 42، 129، 159 على الترتيب.

¹ حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص 171، 172.

ولتوضيح أكثر أنظر الشكل الموالي:

الشكل(01): عدد الشركات المدرجة في بورصة السعودية للفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق وبرنامج EXCEL.

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ ارتفاع عدد الشركات المدرجة سنة 2021 لتصل إلى 210 شركة بعدما كانت في سنة 2010 146 شركة ويعود ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى جملة من العوامل من أهمها:

* تماشي سوق الأسهم السعودي مع التقنيات الحديثة والمتطورة قصد مواكبة التغيرات.

الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف هيئة السوق المالي السعودي

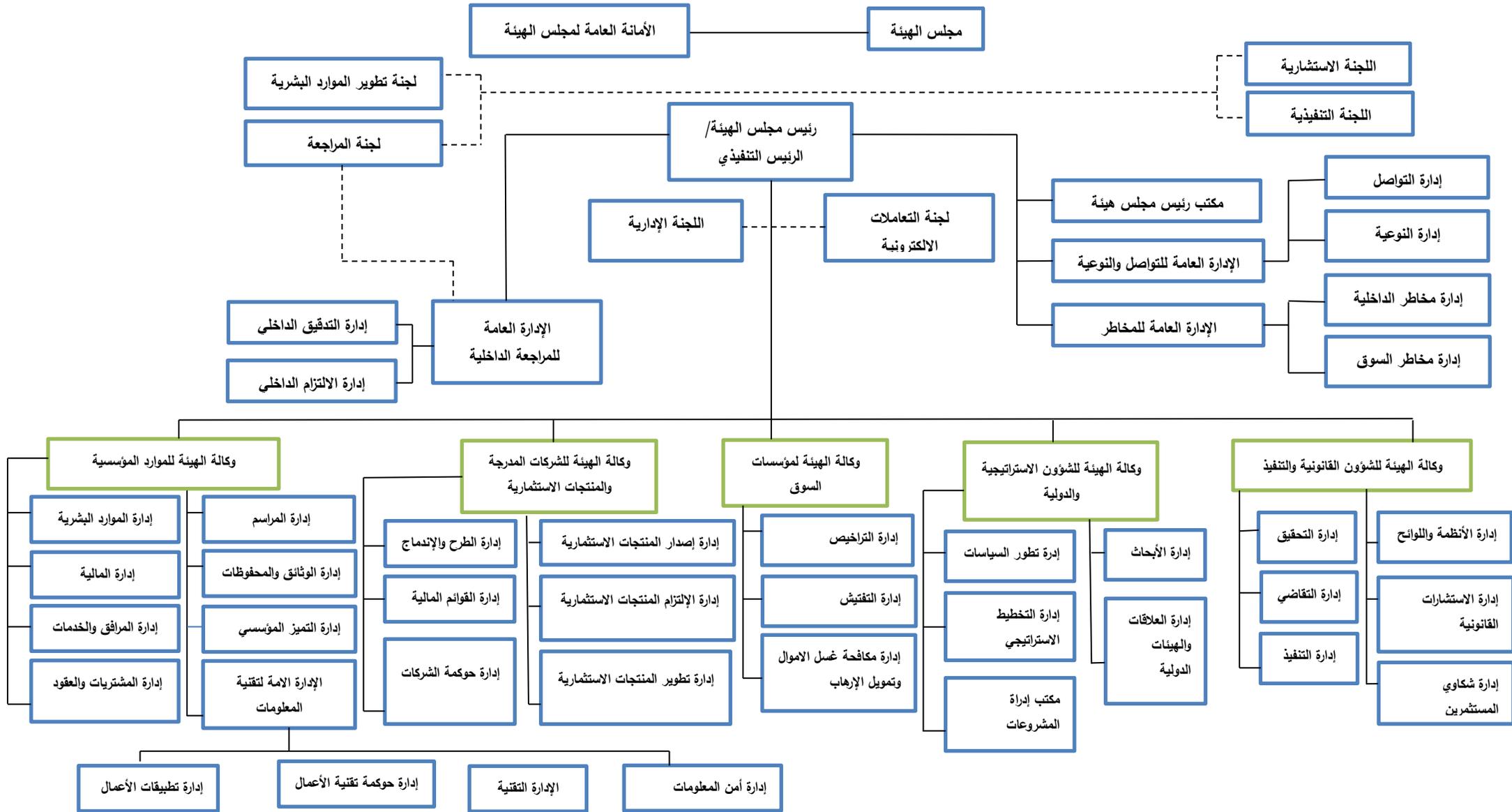
* تطبيق نظام ESIS وهو نظام معلومات للأوراق المالية الإلكترونية ويعرف أيضا بالنظام

الآلي لمعلومات الأسهم السعودية.

2-3 هيكل التنظيمي لبورصة السعودية:

الشكل رقم (02) هيكل التنظيمي لبورصة السعودية

المصدر: هيئة السوق المالية



3- الأسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية

لقد زاد اهتمام الدول العربية بأسواق الأوراق المالية العربية نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي لذا سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشياً مع مسيرة التنمية، كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب الأزمات البورصية التي تعرضت للاقتصاديات الناشئة خاصة الأزمات الآسيوية من جهة، وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق نشطة وكفاءة الأوراق المالية من جهة أخرى.

وتقوم غالبية الدول العربية بتطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها في ظل تحديث الأطر المطلوب لأن الإصلاحات الطبقة لا تكفي بل يقتضي الأمر توفير المناخ الاستثماري الملائم وسوف يتم التطرق في هذه النقطة إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في الاقتصاديات الحرة ونأخذ عينة من هذه الأسواق وهي:

3-1 سوق فلسطين للأوراق المالية

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين) في عام 1995 كشركة مساهمة خاصة لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997، وفي مطلع شباط 2010 كان التطور العام في مسيرة السوق وتحوله إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحكومة

الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح (بورصة فلسطين) متخذة من فلسطين (فلسطين الفرص) شعارها¹.

تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2014. وتوسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن في العام 2009 وضمن تصنيف الأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين حصلت البورصة على المركز الـ 39 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية.

أ/ أهداف سوق فلسطين الأوراق المالية:

- تتمثل أهداف هذه البورصة في ما يلي:

- * توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- * تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز علاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والإقليمية والدولية.
- * تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- * زيادة عمق البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

¹ دباغي سميرة، موشاحانا سهام، مرجع سبق ذكره، ص 19.

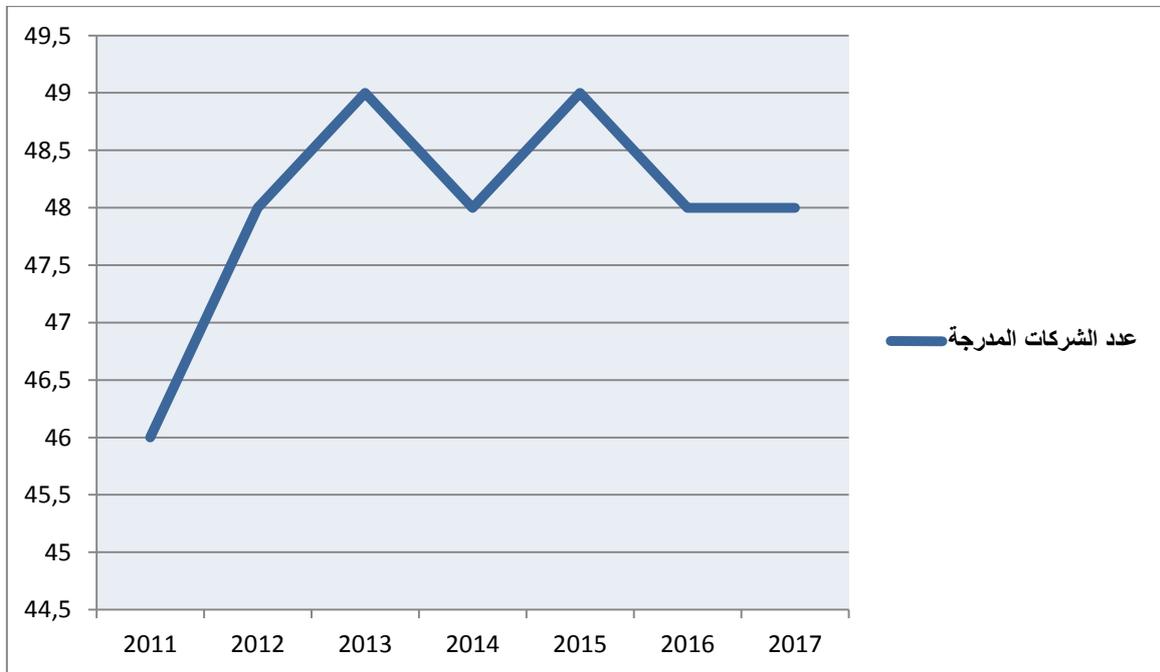
* توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك ليتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب.

* توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعوده وهبوط أسعار الاوراق المالية بشكل منتظم تدرجي¹.

ب/ الشركات المدرجة في بورصة فلسطين:

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 48 شركة موزعة على خمس قطاعات هي البنوك والخدمات المالية، والتأمين والاستثمار، والصناعة والخدمات.

الشكل رقم (03): عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011 إلى 2017.



المصدر: دباغي سميرة، موشاحانا سهام، مرجع سبق ذكره، ص 21.

¹ دباغي سميرة، موشاحانا سهام، مرجع سبق ذكره، ص 19، 20.

لاحظنا من خلال الشكل ثبات عدد الشركات المدرجة بـ 48 شركة في سنة 2014 إلى غاية 2017 بعدما كانت 49 شركة في سنة 2013.

3-2 سوق الكويت للأوراق المالية:

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أبريل من عام 1977 تم الافتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية 1983¹.

أ - الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية:

يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 18/04/1983م، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها حتى التقاضي.

ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة

¹ بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة نيل درجة الدكتوراه، في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، سنة 2005-2006، ص 216-217.

الكويتية أو أية الأوراق مالية أخرى كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد قبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها¹.

ب- إدارة السوق الكويتية للأوراق المالية:

يتولى السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس ومتفرغا للعمل.
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يمثل بنك الكويت المركزي.
- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، 216، 2017.

ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لدارة السوق وتكون مسؤولية بصفة خاصة كما يلي:

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.

- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.

- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق المالية أخرى في السوق.

- وقف العمل المؤقت في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.

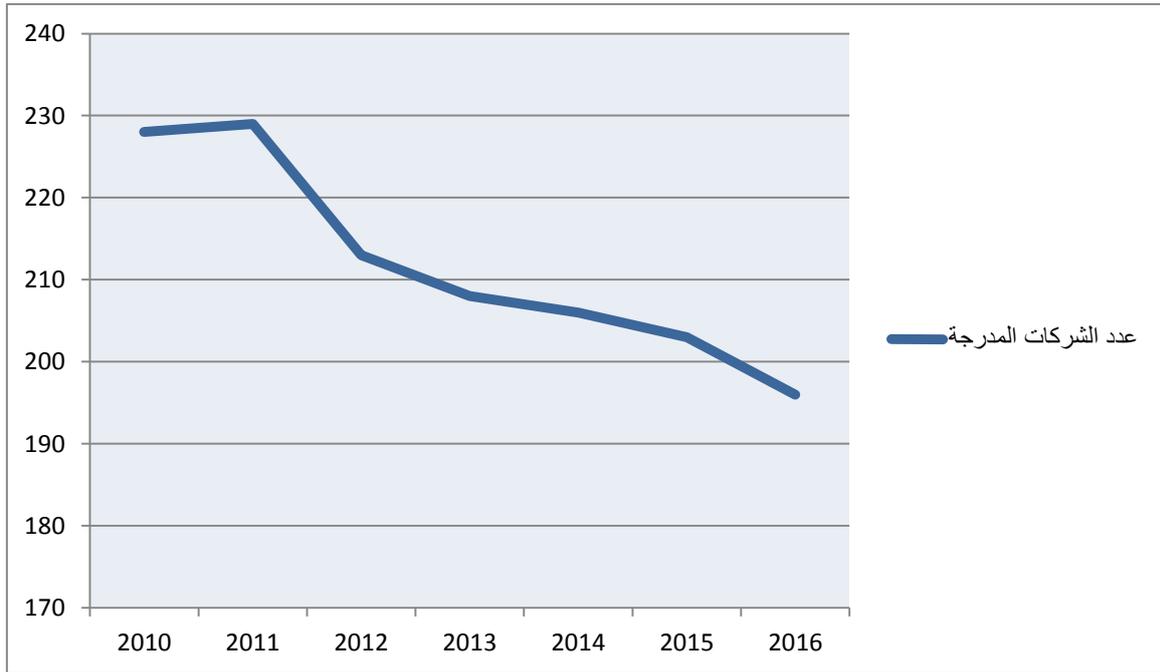
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات، كما يقوم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقريراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن

أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدول على المدى الطويل¹.

ج- الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة) خلال الفترة (2010-2016):

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 196

الشكل رقم (04): عدد شركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2016).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير السنوية لإتحاد البورصات العربية لسنة 2017.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 2017، 2018.

لاحظنا من خلال الشكل تراجع عدد الشركات المدرجة بـ 196 شركة بعدما كانت في 2010 228 شركة.

3-3 سوق سورية للأوراق المالية:

قبل إصدار هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية 2005/06/19 لم يكن هناك عمليات نظامية تجري على الأوراق المالية، بل كان هناك بعض العمليات غير الرسمية تجري في سوق النقد وفي سوق الأوراق غير النظامية مستفيدين من التطورات في مجال الأنترنت وذلك وجد المشروع ضرورة تنظيم هكذا عمليات وخاصة أن وضع حد الأعمال غير النظامية في هذا المجال أصبح ضرباً من الخيال، بدأ المشرع في الجمهورية العربية السورية يهدف من خلال أحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بالقانون رقم 22 تاريخ 2005/6/19، وكان الهدف من الهيئة هي مؤسسة غير هادفة للربح أو اقراض الاموال أو اصدار الاوراق المالية، إدارة السوق المالي في سورية.

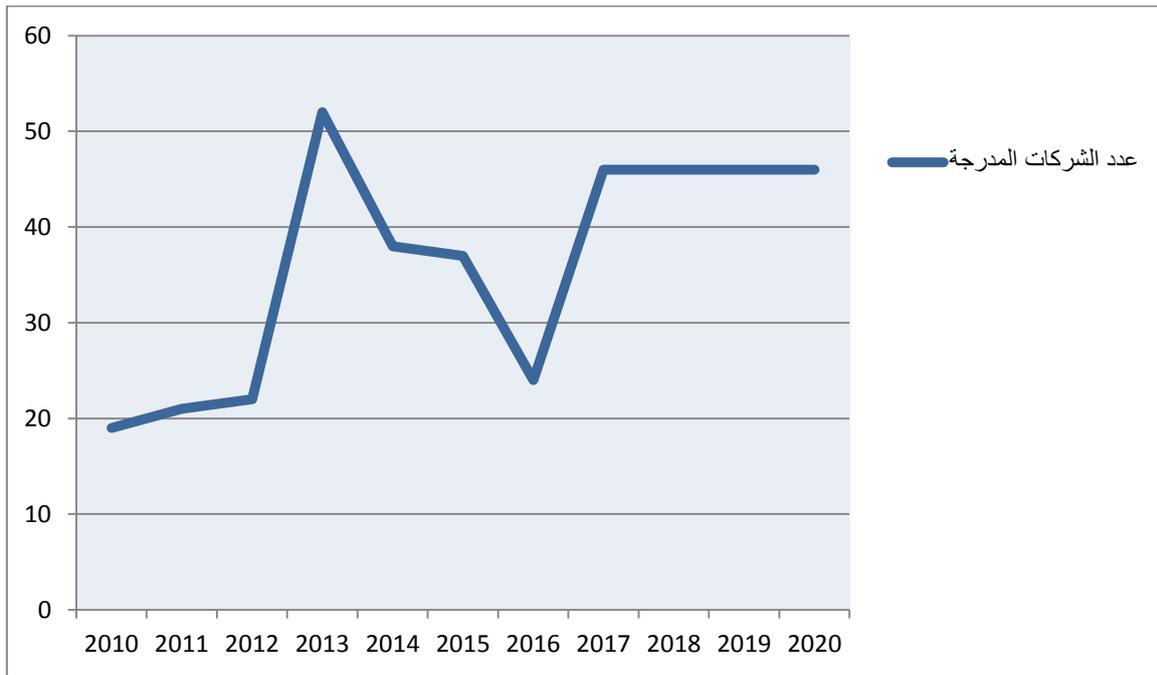
مراقبة الأسواق المالية، ومدى الالتزام بالإفصاح المحاسبي، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها، نصت المادة 22 من قانون الهيئة أن على مجلس مفوضي الهيئة أن يعد مشروع قانون إحداث سوق الأوراق المالية السورية خلال ستة أشهر بعد تسمية أعضاء المجلس ويصدر التعليمات التنفيذية اللازمة لتنفيذ هذا القانون، بناءً على ما قدمه مجلس مفوضي الهيئة من دراسات إصدار قانون سوق الأوراق المالية في 2006/10/01 وسمي سوق دمشق للأوراق المالية، وتشتمل على السوق النظامية والسوق الموازية بموجب هذا

القانون وفي الفصل السادس شرع آلية إحداث صناديق الاستثمار التي خول إحداثها إلى رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح الهيئة¹.

الشركات المدرجة في بورصة سورية:

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 46 شركة موزعة على سبع قطاعات هي المصارف والتأمين، الخدمات والصناعة، الزراعة والاتصالات والصرافة.

الشكل رقم (05): عدد الشركات المدرجة في بورصة سورية للفترة (2010 إلى 2020):



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقرير السنوي الصادر عن سوق دمشق

للأوراق المالية.

¹ د. عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثالث، جامعة دمشق، سورية، 2013، ص 294، 295.

لاحظنا من خلال الشكل ثبات عدد الشركات المدرجة بـ 46 شركة من سنة 2017 إلى غاية 2020 بعدما كانت 52 شركة سنة 2013.

3-4 سوق عمان للأوراق المالية (الأردن):

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951، كما تم إصدار اسناد القرض لأول مرة الأردن في أوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وهذا عام 1976. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978¹.

3-5 سوق الجزائر للأوراق المالية (البورصة):

منذ حصولها على الاستقلال سنة 1962 وإلى غاية 1988 كانت الجزائر تتبنى النظام الاشتراكي الذي يتميز بسيطرة القطاع العام على المشاريع الاقتصادية الأمر الذي يفرض بطبيعة الحال تحمل الدولة عبء توفير رؤوس الأموال لهذه المشاريع ومتابعتها ودعمها

¹ صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر (3)، سنة 2011-2012، ص81.

وإنقاذها في كثير من الأحيان، ومع تطورات التي عرفها الاقتصاد العالمي كان من الضروري قيام الجزائر بإصلاحات تمكنها من تمشي مع هذا التطورات ففي سنة 1988 منحت الدولة الاستقلالية للمؤسسات العمومية، كما أعلنت الدولة في بداية سنة 1990 انتقال اقتصادها من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق وبالتالي توقف الدولة عن تمويل المشاريع مما جعل هذه الأخيرة تعتمد على طرق التمويل التقليدية أي عن طريق البنوك بالإضافة إلى قيامها بمجهودات في التسيير للحصول على تمويل ذاتي، إلا أن هذه الطرق التمويلية صارت مكلفة وكان من الضروري مع هذه المعطيات الاقتصادية ظهور فكرة البورصة في الجزائر قصد تكملة وتنويع مصادر التمويل¹.

أ- أسباب انشاء السوق الأوراق المالية في الجزائر:

من العوامل التي حثت على قيام سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد ما يلي:

* استغلال الادخارات غير الموظفة: لقد عرف الاقتصاد ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها وهذا في ظل نقص الشبكات والمنتجات لتحفيز الادخار، فقدر الادخار الوطني لسنة 1997 بـ 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون بـ 363.5 مليار دج، ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن من التجنيد المباشر للادخارات والمساهمة في تخفيض أعباء الاستدانة وتخفيض العجوزات في الميزانيات، كما

¹ أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية " دراسة حالة الجزائر"، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي في العلوم التسيير، جامعة أم البواقي، سنة 2013، 2014، ص 61.

تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

أ-1* **ظروف المحيط الاقتصادي:** تم انشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي والذي دام من 1986 على الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997 وفي هذا الشأن فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل وذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي.

أ-2* **ازدياد احتياجات المؤسسات العمومية:** تمثلت احتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا حيث أن أكبر جزء من البنوك هي نتيجة عن عمليات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر وبهذا الصدد يمكن ملاحظة القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991، يمكن ايضا ملاحظة ان تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف الاحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الاجنبية¹.

¹ أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص64.

المطلب الثاني: تقديم حول صندوق رسملة الأسهم ومؤشر بورصة السعودية:

يسعى صندوق الاستثمار السعودي على تحقيق أكبر قدر من التأثير الإيجابي من خلال الاستثمار في المشاريع الاستراتيجية في القطاعات النامية والحيوية.

1- صندوق رسملة للاستثمار في الأسهم السعودية:

تم تأسيسه بقيادة شركة رسملة للاستثمار السعودي في عام 09/2006 ويوجد مقرها الرئيسي في الرياض وعملته الريال السعودي ويهدف للاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة في سوق الأسهم السعودي، حيث بلغ الحد الأدنى للاكتتاب 50 ألف ريال وأكد السيد حمد الهذيلي العضو المنتدب في شركة ثقة "رسملة" بقوة ومتانة المقومات التي تقوم عليها الاقتصاد السعودي ولا سيما في ظل تنامي الإنفاق من قبل الهيئات الحكومية، إضافة إلى جاذبية السوق المالية السعودية على المدن المتوسط والبعيد، كما أوضح السيد محمد شبير رئيس إدارة الأصول لدى "رسملة" السعودية أن عمليات التصحيح التي حصلت على أسعار الأسهم أخيراً ساعدت على إيجاد فرص قيمة للاستثمار على المدى الطويل يذكر أن "رسملة" شركة سعودية مساهمة مغلقة تعمل تحت إشراف هيئة السوق المالية السعودية، وهي تابعة لشركة رسملة للاستثمارات القابضة المحدودة التي تتخذ من مركز دبي المالي العالمي مقراً، وتسعى "رسملة" للاستثمارات السعودية إلى توفير طيف واسع من المنتجات الاستثمارية

في السوق السعودية تشمل إدارة الأصول والوساطة المالية وتمويل الشركات والخدمات المصرفية الخاصة يقع مقر الشركة في الرياض وللشركة مكتب إقليمي في جدة¹.

2- المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي:

تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق، وتقوم مؤشرات أسعار الأسهم بدور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام، إذ يمكن الاسترشاد بها في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتوقيتها، كما انها تساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد لوجود علاقة طردية بين مؤشرات أسعار الأسهم والدورات الاقتصادية، كما تساعد المستثمر العادي على قياس أداء المحافظ الاستثمارية المختلفة وإجراء المقارنة بينها ومعرفة فعالية السوق.

ويقيس المؤشر العام "TASI" (اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية Tadawul.All.Share Index) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات المدرجة فيه، أما مؤشر القطاع فهو مؤشر خاص لقياس مستوى الأسعار العام لشركات القطاع في السوق.

ومع نهاية شهر فيفري 1985 بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية التابع لوزارة المالية بحساب المؤشر العام لسوق السعودية (مؤشر التداول الأسهم TASI)، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق البالغ عددها آنذاك

¹ جريدة العرب الاقتصادية الدولية، المصرفية الإسلامية الإلكترونية، الرياض، تاريخ الاطلاع 2022/05/07.

33 شركة مساهمة، وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محددة بنحو 100 نقطة (ليتم استبدالها لاحقاً بنحو 1000 نقطة)، وتضم عينة المؤشر كل الشركات المدرجة في السوق، الذي يتم فيه تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يومياً من خلال نظام "تداول" Tadawul وعملياً يحسب هذا المؤشر بالصيغة الآتية:

المؤشر في وقت ما: (قيمة السوق عند هذا الوقت/قيمة السوق في وقت سابق) X المؤشر (في الوقت السابق)¹.

حيث قيمة السوق: مجموع القيم السوقية لجميع الشركات المدرجة في السوق.

- القيمة السوقية لأحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدر للشركة) X (سعر السهم)

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين.

1- عدد الأسهم المصدرة: تعد ثابتة بشكل عام وتتغير إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم.

2- سعر السهم في السوق: الذي يتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول)

ويوضح الجدول والمنحى الآتين مسيرة التطورات التي شهدتها المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال فترة (2010-2021).

¹ حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص 182.

جدول رقم (03): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق الأسهم السعودي خلال فترة

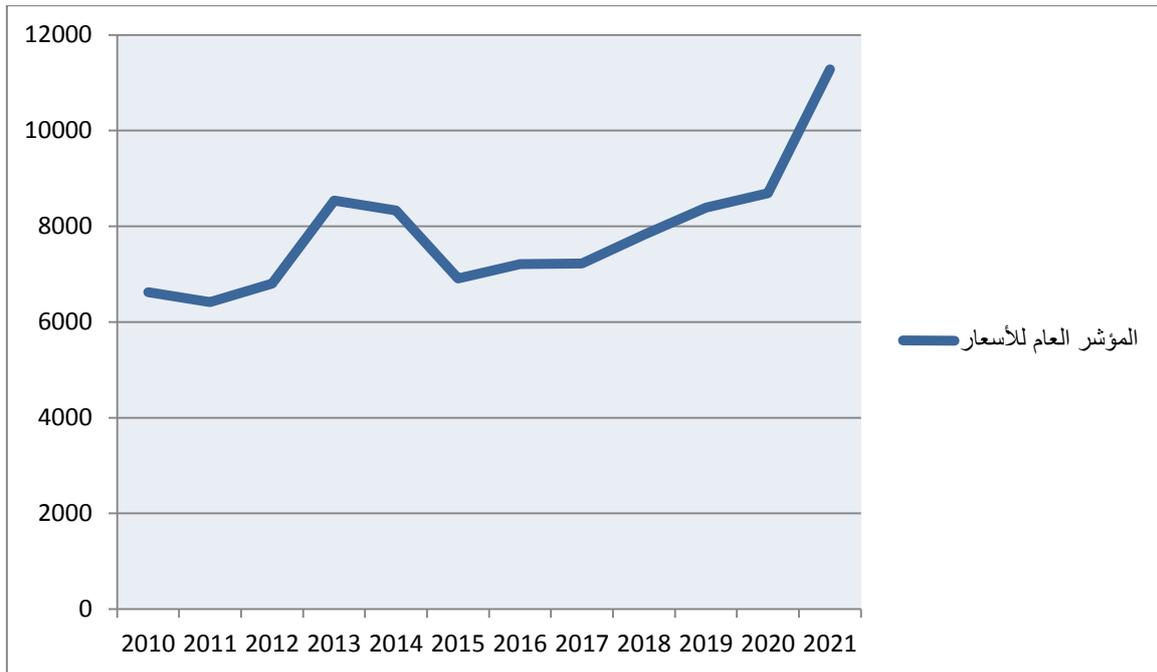
(2010-2021)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
المؤشر العام	6620.75	6417.73	6801.22	8535.60	8333.30	6911.76	7210.43	7226.3	7826.7	8389.2	8689.5	11282.4

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي التقارير السنوية للسنوات 2010، 2014، 2018،

2021، ص 81، 87، 88، 137.

الشكل رقم (06): تطور الأداء السنوي لمؤشر الأسهم السعودي خلال الفترة 2010-2021.



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (03) برنامج Excel.

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي في نمو

وتطور.

شهد المؤشر العام انخفاضا حادا سنة 2008 متأثر بذلك بتداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث عاود ارتفاعه تدريجيا سنة 2009 و2010 ليصل إلى 6620.75 نقطة، كما شهد السوق انخفاضا وصل إلى 6417.73 نقطة سنة 2011، وكان هذا الانخفاض ناتجا عن انخفاض في بعض المؤشرات القطاعية خاصة قطاع المصارف والخدمات وقطاع الصناعة البتروكيميائية وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، بالإضافة إلى قطاع المرافعة الخدمية والتطوير العقاري.

ومنذ سنة 2011 بدأت بوادر التحسن والعافي من تبعيات الازمة المالية تظهر على أداء السوق إذ سجل المؤشر العام ارتفاعا سنتي 2012 و2013 حيث يمكن رد التحسن الذي شهده سنة 2013 إلى جملة من العوامل الجوهرية لعل أهمها: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة سوق المال لدعم ثقة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار أكثر في السوق، إضافة إلى بلوغ أسعار النفط مستويات خاصة مع مطلع سنة 2013 وتزايد السيولة النقدية في الاقتصاد الوطني ليشهد المؤشر بد ذلك تراجعاً سنة 2015 مقارنة بسنة 2014 ليعود إلى مستويات السابقة محققا 6911.76 نقطة، ويعود سبب انخفاضه إلى تسجيل 27% من الشركات المدرجة في السوق الخسائر الكبيرة، إضافة إلى انخفاض النفط خلال الربع الرابع منذ سنة 2014 لينتعش السوق من جديد سنتي 2016 و2017 حيث أغلق المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي عند مستوى 7226.3 نقطة سنة 2017 مقارنة بـ 7210.43 نقطة سنة 2016. ليشهد المؤشر بعد ذلك ارتفاعا مستمرا لسنوات 2018، 2019، 2020 حيث وصل سنة 2021 إلى غاية 11282.4 نقطة في هذا العدد تجدر الإشارة إلى أنه بمقارنة

أداء مؤشر أسواق الأسهم العربية خلال سنة 2021 نجد أن سوق الأسهم السعودي سجل أعلى المؤشرات بين الأسهم العربية أخرى.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لمدى فعالية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية:

- لصناديق الاستثمار دور كبيراً في تنشيط سوق رأس مال وذلك من خلال التأثير في مؤشرات سوق وتوفر الاموال، وهذا ما سنقوم التطرق إليه في هذا المبحث وتوضيحه خلال عرض النتائج وتحليلها.

المطلب الأول: توصيف البيانات ومنهجية الدراسة:

هذا المطلب يتضمن توصيف البيانات التي تطور صناديق الاستثمار لبورصة السعودية ومؤشر لبورصة ومنهجية الدراسة لهذه الدراسة.

1- توصيف البيانات:

لدراسة دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق السعودية، تم جمع سلاسل زمنية تغطي الفترة من 2010 إلى 2021، وتم استخدام متغير مؤشر البورصة ورمز له بـ IDX، وأيضاً تطور صناديق الاستثمار ورمز له بـ NS تم جمع هاته البيانات الخاصة بهذه المتغيرات من مؤسسة النقد العربي السعودي التقارير السنوية عن بورصة السعودية، بحيث تم إدخال اللوغاريتم على البيانات الدراسة .

استخدمت هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية:

متغير مؤشر البورصة (IDX): مؤشر البورصة هو مؤشر قياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي وهي عبارة عن مجموع سعر الأسهم مضروباً بحجم الشركة في السوق. بحيث يكون موجب حين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته والعكس صحيح.

صناديق الاستثمار (NS): يعبر عن إجمالي عدد الصناديق المغلقة والمفتوحة المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

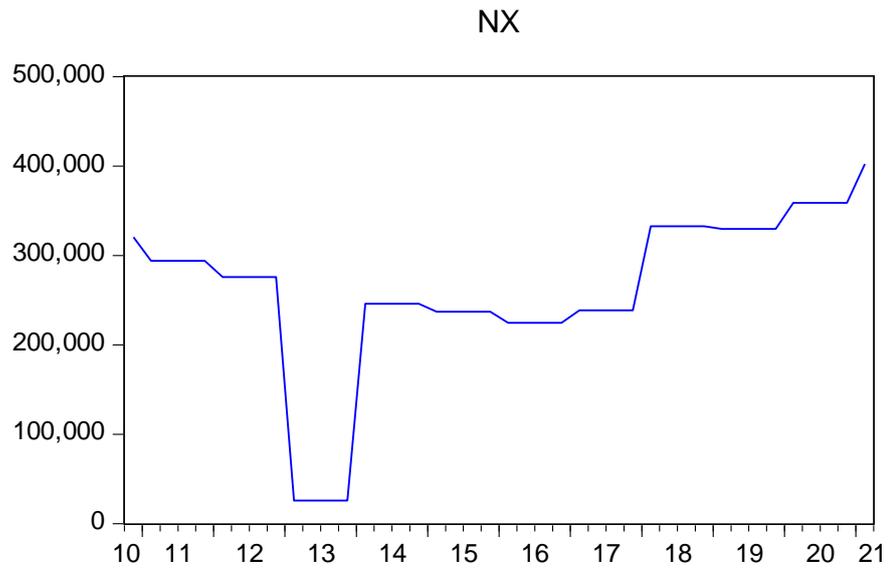
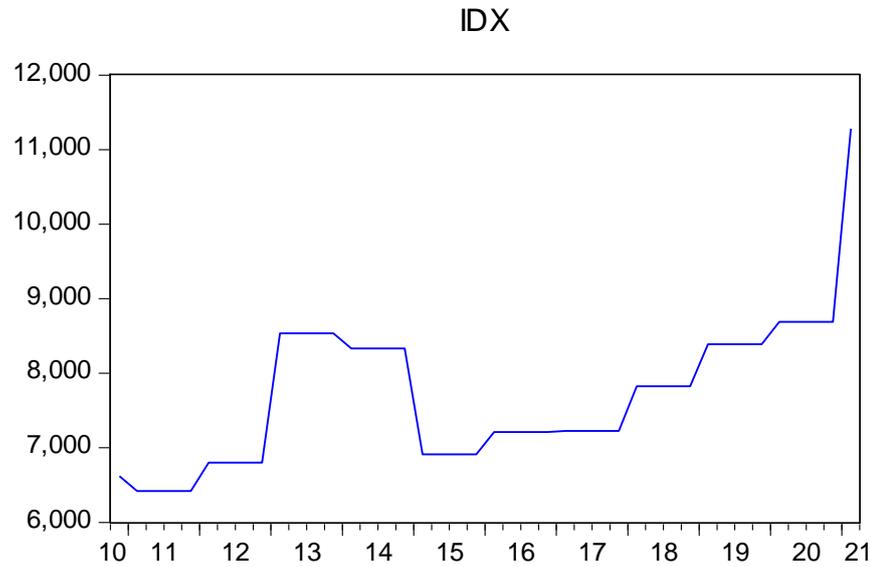
والجدول التالي يوضح توصيف بيانات الدراسة.

الجدول رقم (04): توصيف بيانات الدراسة

عدد المشاهدات	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة	المتوسط	
42	968.0941	6417.730	11282.40	7696.907	IDX
42	94234.46	25811.00	358894.0	252624.7	NX

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews9.

الشكل رقم (07): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة للفترة (2010-2021):



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews9.

2- منهجية الدراسة:

تفترض الدراسة أن نشاط سوق الأوراق المالية يتأثر بصناديق الاستثمار، من أجل قياس تأثير صناديق الاستثمار على تنشيط السوق المالي، سنفترض الدالة تأخذ الشكل التالي:

$$LNIDX = f(LNNS) \dots \dots \dots (01)$$

سيتم دراسة الاستقرائية للسلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة، وثم إجراء اختبار التكامل المشترك، وتقدير النموذج في الأجل الطويل والقصير، كما سيتم إجراء اختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة، وسنعمد على مستويات المعنوية 5% سواء فيما يخص المعنوية الاحصائية أو مختلف الاختبارات، ونستعين ببرنامج الاقتصاد القياسي Eviews9.

المطلب الثاني: النتائج التطبيقية

لدراسة التطبيقية والنتائج يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية واختبار التكامل المشترك باستخدام الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) وبطريقة أنجل-جرانجر وكذا اختبار جوهانس.

1- اختبار استقرائية السلاسل الزمنية: يتم استخدام جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا، وسوف نعتمد على اختبار د فيليبس وبيرون (philipes & peerron) للتأكد من أن متغيرات الدراسة مستقرة أو لا، ويوضح الجدول التالي النتائج الاختبار:

الجدول رقم (05): نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (pp)

السلسلة الزمنية	القرار (الرتبة)	المستوى			الفرق الأول	
		ثابت فقط	ثابت واتجاه	بدون ثابت واتجاه	ثابت فقط	ثابت واتجاه
LNIDX	¹ (1)	0.9519	0.9376	0.9528	***0.0000	***0.0000
LNNS	¹ (1)	0.3298	0.3151	0.5585	***0.0000	***0.0000

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws9.

من الجدول نلاحظ أن المتغيرين (LNNS, LNIDX) قد استقر عند الفرق (1) (بالثابت

والاتجاه ودون ثابت واتجاه)، وبذلك نستنتج أن المتغيرين (LNNS, LNIDX) مستقرين ولا

يعانيان من مشكلة جذر الوحدة، وهذا بعد معالجة البيانات بأخذ الفرق الاول (1).

2- اختبار التكامل المشترك: اختبار التكامل المشترك ينص مبدأ التكامل المشترك على أنه

هناك علاقة طويلة المدى بين متغيرين أو أكثر فإن الانحراف من التوازن طويل المدى يجب

أن يكون محددًا وتكون المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً (Johansen et al. (1990).

هناك شرطان لكي تكون المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً:

1- الشرط الأول: يجب أن تكون السلسلة نفس رتبة التكامل.

2- الشرط الثاني: يجب أن يكون هناك توليفة خطية (r) للمتغيرات والتي لها رتبة أقل

بواحد من عدد المتغيرات الفردية (n) بمعنى $r=n-1$.

1-2 اختبار التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموز (ARDL):

* شروط تطبيق ARDL هي:

- اجراء اختبارات السكون للسلاسل الزمنية ويمكن أن تكون السلاسل ساكنة عند المستوى

(0) أو عند الفرق الأول (1) أو خليط بينها. لا يفترض أن تكون أي سلسلة مستقرة من

الفرق الثاني (2).

- حجم العينة ينبغي أن يكون محدود 30 مشاهدة، لأن النموذج، لأن النموذج ARDL

يعتمد على تكوين فترات إبطاء متعددة للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة وهذا يعني تخفيض

درجة حرية النموذج.

- ينبغي أن يكون معامل التصحيح الخطأ في نموذج ARDL القصيرة الأجل سالب

ومعنوية ECM. بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل من خلال اختبار الحدود.

- استخدام معايير تحديد فترات الإبطاء في تحديد رتبة النموذج منها AIC وخلافه. واعتماد

القيمة الأقل في تحديد النموذج الملائم؟

¹ رغد جلال علي وآخرون، تحليل اقتصادي لاستجابة عرض محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة 1980-2014، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، العدد 1، سنة 2017.

- اجراء الاختبارات القياسية لسلامة النموذج مثل اختبار LM الارتباط الذاتي واختبار عدم ثبات التجانس للتباين واختبار استقرارية الدالة¹.

* خطوات تطبيق ARDL : تتمثل خطوات تطبيق ARDL فيمايلي:

- اجراء اختبارات السكون للسلاسل الزمنية.

- تقدير نموذج ARDL وتحديد رتبة النموذج حسب معيار AIC.

- اجراء اختبار الحدود Bound test .

- استخراج الاستجابة القصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ والعلاقة الطويلة الاجل.

- التأكد من سلامة النموذج من خلال الاختبارات القياسية المختلفة².

* نتائج اختبار منهج الحدود: يركز اختبار التكامل المشترك بمنهج ARDL على اختبار

الفرضيتين التاليتين:

لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات $H_0 : \delta_1 = \delta_2 = 0$

يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات $H_1 : \exists \delta \neq 0$

¹ د/ أحمد حسين بتال، التكامل المشترك وفق ARDL cointegration مع تطبيق في Eviews، كلية لبلدانة الاقتصادية، جامعة الانبار، ص5.

² د/ أحمد حسين، مرجع سبق ذكره.

وهو عبارة عن اختبار المعنوية المشتركة لمعلومات الاجل الطويل بواسطة اختبار Wald أو

$$F\text{-statistic} = \frac{(SSER - SSEU)/M}{SSEU/(N-K)}$$

إحصائية اختبار F-statistic على النحو التالي:

حيث أن:

SSER: مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد (تطبيق الفرضية العدمية).

SSEU: مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد (تطبيق الفرضية البديلة).

M: عدد معلمات النموذج.

ويتم مقارنة إحصائية F المحسوبة مع القيم الحرجة الجدولية Critical value والمحدد من قبل كل من Pasaran al 2001، حيث وضع لهذا الغرض مجموعتين من القيم الحرجة المناسبة (k) وهي عدد المتغيرات المفسرة، وما إذا كان النموذج يحتوي على قاطع و/ أو متجه زمني، نفترض المجموعة الأولى أن جميع المتغيرات ساكنة في المستوى، في حين نفترض المجموعة الأخرى أنها ساكنة في الفروق، وهذا يوفر حدود تغطي جميع التصنيفات المحتملة للمتغيرات المستخدمة في الدراسة من (1)، (0)، فإذا كانت إحصائية F المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة F الجدولية فسوف يتم رفض الفرضية العدمية التي تنص على غياب علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات، ومعنى ذلك وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات)، أما إذا كانت إحصائية F المحسوبة تقع بين قيمة الحد الأدنى والقيمة الحد الأعلى لقيمة F الجدولية فإن النتائج سوف تكون

غير محدودة ويعني ذلك عدم القدرة على اتخاذ قرار لتحديد عما إذا كانت توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه، وفيما يلي نتائج اختبار منهج الحدود:

الجدول رقم(06): اختبار منهج الحدود:

ARDL Bounds test		
Date : 06/03/22 Time : 18:44		
Samle : 2010Q4 2021Q1		
Included obsrevations : 42		
Null Hypothesis : No long-run relationships exist		
k	Value	Test Statistic
	1.24299	
1	4	F-statistic
Critical Value Bounds		
1Bound	0 Bound	Significance
3.50	3.05	10%
4.13	3.51	5%
4.71	4.17	2.5%
5.55	4.93	1%

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج 9Eveiws.

يبين الجدول أعلاه اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود bond test، بحيث تشير النتائج إلى القيمة المحسوبة F-statistic أصغر من الحد العلوي عند مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% ومنه قبول فرضية التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ونرفض الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

2: اختبار التكامل باستعمال منهجية نموذج انجل - جرانجر: لاختبار التكامل باستعمال منهجية النموذج يجب المرور بما يلي:

- نتائج تحليل التكامل المشترك بطريقة انجل - جرانجر: إن تحليل التكامل المشترك الذي تم وضعه من قبل غرانجر Granger سنة 1983 وانجل وجرانجر Garager et Engel سنة 1987 يعتبر عند الكثير من الاقتصاديين، وتشرط هذه الطريقة المرور بأحد اهم المفاهيم الجديدة في مجال القياس الاقتصادي وذلك لتحليل السلاسل الزمنية بمرحلتين:

الأولى: تقدير العلاقة المعنوية بطريقتا المربعات الصغرى العادية حيث نحصل على معادلة انحدار التكامل $\hat{\varepsilon}$ ، وهي المزيج الخطي المتولد من انحدار العلاقة التوازنية t المشترك، ثم الحصول على بواقي الانحدار المقدره طويلة المدى.

ثانيا: اختبار مدى سكون البواقي المتحصل عليها من الخطوة الأولى¹.

¹ أحمد سلامي ومحمد شخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1979-2011)، مجلد لباحث-عدد 13/2013، ص125.

وترتكز منهجية أنجل جرانجر 1987 بعد التحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات فإذا كانت النتائج تدل على استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات في مستوياتها الأصلية فهذا يعني ان المتغيرات متكاملة تكاملا مشتركا استخدام الطرق التقليدية للتقدير، ومن ثم يمكن السلاسل الزمنية غير مستقرة في مستوياتها بعد أخذ الفرق الأول لها أو الثاني، وتكون متكاملة من نفس الدرجة فيتم تقدير نموذج العلاقة التوازنية الطويلة الاجل.

وباستخدام طريقة المربعات الصغرى فيتم بعد ذلك اختبار استقرار البواقي (فإذا تم قبول فرضية العدم) $H_0 : \beta = 0$ يدل ذلك أن سلسلة البواقي المقدره من النموذج تحتوي على جذور الوحدة Root Unit اي ان سلسلة البواقي غير مستقرة يعني ذلك عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية في النموذج والعكس في حالة التوصل إلى رفض فرضية العدم.

جدول رقم (07): اختبار انجل جرانجر:

Date: 06/03/22Time: 20:38				
Series: IDX SN				
Sample: 2010Q4 2021Q1				
Included observations: 42				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=11)				
Prob.*	z-statistic	Prob.*	tau-statistic	Dependent
0.1759	13.39687	0.2826	2.514500	IDX
0.0543	18.72224	0.0754	3.233920	SN
*MacKinnon (1996) p-values.				

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews9.

نستنتج من خلال الجدول إن سلسلة البواقي المقدره من النموذج أي ان السلسلة غير مستقرة

يعني ذلك عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية .

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى معرفة أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية وهم كالتالي: فلسطين، الكويت، سوريا، الأردن وأخيرا الجزائر.

ومدى قدرة صناديق الاستثمار على تنشيط السوق المالي السعودي وذلك من خلال إعداد دراسة قياسية للسوق المالي خلال فترة (2010-2021) وصولا إلى العلاقة بأن يوجد تأثير مالي على السوق السعودي وذلك باختبار إستقرار السلاسل الزمنية وإجراء التكامل المشترك باستخدام نموذج الذاتي بطريقة انجل جرانجر بين مؤشرات سوق الأسهم كمتغير تابع وأداء صناديق الاستثمار كمتغير مستقل.

الختامة

الخاتمة:

يظهر لنا أن كل من صناديق الاستثمار وأسواق الأوراق المالية يشكلان رافدان أساسيان في الحياة الاقتصادية، الأولى فهو أحد الأوعية الاستثمارية بأسواق المال، تضم مجموعة من الأدوات الاستثمارية بشكل متنوع، بهدف خفض نسبة المخاطرة وهي أداة مناسبة وفعالة لتجميع المدخرات أي دولة واستثمارها، وفي حين أن الثانية تمثل محطة هامة لإعادة هيكلة الأموال لتمويل المشروعات الاستثمارية، تسييرها لمواجهة الاقتصاد بشكل صحيح.

فسوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين عارضي الأموال وطالبيها، أي بين أصحاب الفائض في الأموال وأصحاب العجز فيها من خلال الأوراق المالية المتداولة في السوق، وإذ تؤدي دورا بالغ الأهمية في تشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، ومن خلال قدرتها على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد، وتمويل الاستثمارات ذات الأجل المختلفة والتي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج إضافة إلى ذلك فهي تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك السوق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسين أسعارها أسهم هذه الأخيرة.

النتائج:

نستخلص في الأخير مجموعة من النتائج بالإجابة على الإشكالية المطروحة مع التركيز على مدى تحقيق الفرضيات المطروحة التي افترضناها في المقدمة من تم الوصول إلى النتائج التالية:

- تعد صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في سوق الأوراق المالية، فهي بذلك تخاطب قاعدة عريضة من المستثمرين: صغار المستثمرين محدودي الموارد كذا كبار المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بخبايا السوق المالي.

- تقوم الصناديق الاستثمارية بدور مهم في مجال تعبئة الادخارات وإدارتها.

- أصبحت صناديق الاستثمار في الوقت الحالي من أبرز الأوعية الادخارية المستحدثة الموجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي.

- تؤدي صناديق الاستثمار أدوارا كبيرة في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصناديق المفتوحة.

- استحوذت صناديق الاستثمار على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية وبعض المستثمرين الأجانب، إذ بلغ عدد المشتركين فيها سنة 2021:

402.160 مشتركا.

- تعد أسواق الأوراق المالية صلة وصل بين المشاريع والمدخرات الأفراد، إذ إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه هذه الأسواق هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية.
- لسوق المالي دور فعال في جذب المدخرات من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز.
- تنافسية سوق السعودي للأوراق المالية ارتفاع مقابل الأسواق أخرى التي تكاد تكون معدومة.
- ارتفاع الإدراج لشركات في بورصة السعودية.
- تجربة السعودية لإنشاء صناديق الاستثمار كانت ناجحة وذلك لارتفاع حركة الأسواق الأسهم المتداولة فيها.

التوصيات:

- اعتماد على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي تقف أمام تطور صناديق الاستثمار ونشاطها في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال ما يلي:
- تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.

- توعية المستثمرين (الطبيعيين أو المعنويين) بأهمية التعامل في السوق المالية بمختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار.
- تشجيع صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم خبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية في اعتمادهم على صناديق الاستثمار كأداة استثمارية آمنة وأقل مخاطر.
- حث البنوك العاملة في الجهاز المصرفي السعودي على تأسيس المزيد من صناديق الاستثمار لجذب المزيد من المدخرات غير الفاعلة في الاقتصاد الوطني، وإعادة توظيفها وحماية صغار المستثمرين من تقلبات الأسواق المالية ومخاطرها.
- استفادة الدول العربية ومن بينها الجزائر من التجارب المقدمة في مجال الصناديق الاستثمارية من أجل تطوير سوقها المالي.

أفاق الدراسة:

في النهاية تبقى الإشارة إلى هذه الدراسة ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع لذا يمكن لدراسات أن تقوم بتناوله من جوانب أخرى حيث يحتاج إلى جهود إضافية من قبل الباحثين حتي يكتمل، فرغم محاولة الإجابة عن التساؤلات والتي يمكن إن نتناول الإشكاليات التالية:

- دور الاستثمار المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية ؟
- متطلبات إنشاء وإدارة صناديق الاستثمار في الجزائر ؟

- دور سوق المالي في التنمية الاقتصادية في الجزائر ؟

- أثر حوكمة صناديق الاستثمار على أداء سوق الاوراق المالية.

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

1- مراجع باللغة العربية

1-1- الكتب:

1. د. عاطف وليم أنرواس أسواق الأوراق المالية بين التحويل الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعين الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2008.
2. عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والاحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 1430هـ، 2010.
3. د. عبد الغفار حنفي البورصات أسهم - سندات وثائق استثمارية- خيارات، الدار الجامعية الاسكندرية، الطبعة 2004-2005.
4. د. عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2010.
5. د. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، الطبعة الثانية 2009-1430هـ.

6. محمد شاهين، كفاءة صناديق ودورها في دعم الأسواق المالية، دار الكتاب الجامعي

دولة الإمارات العربية المتحدة الجمهورية اللبنانية، الطلعة الأولى 2017.

7. د. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، توزيع المكتب

العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة 1، 2، 3، 2001، 2003، 2010، 2011، 2015.

8. وليد صافي وأنس البكري، أسواق المالية الدولية، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع،

عمان، 2009.

9. يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها (استثمار الصناديق الاستثمار الاوراق

المالية التجارية)، دار التعليم الجامعي 2014.

1-2- المذكرات والرسائل الجامعية:

1. أبو بكر سالم وساعد بخوش حسنية مقال بعنوان دوار الأدوات المالية الإسلامية في

تنشيط سوق المالية الإسلامية دراسة حالة سوق ماليزيا خلال الفترة 2005-2014.

2. أحلام عكنوش، سوق الاوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة حالة

الجزائر، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي في العلوم التسيير،

جامعة أم البواقي، سنة 2013/2014.

3. بوسي أحمد جمال الدين، فتحي أحمد جامعة القاهرة 2014 بعنوان دور المستثمر

المؤسسي في سوق الأوراق المالية دراسة المصرية.

4. بوكساني رشيد سنة 2005-2006 دراسة بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

5. بلعيد سنة 2013-2014 دراسة بعنوان دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية.

6. حليلة عطية 2019-2020 بعنوان دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية (دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودي خلال فترة 2006-2017).

7. دباغي سميرة، موشاحانا سهام، دور صناديق الاستثمار في تنشيط الأوراق المالية دراسة بورصة فلسطين من 2011-2017 مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، جامعة أدرار - الجزائر، سنة 2020-2021.

8. د. دلال بن سمينة وجهاد بوضياف بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودي خلال فترة 2005-2014.

9. شريط صلاح الدين 2011-2012 دراسة بعنوان دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، جامعة الجزائر.

10. د. عبد الرحمن مرعي جامعة دمشق بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السورية (دراسة ميدانية) قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد.

1-3 المجالات العلمية:

1. أحمد سلامي ومحمد شيخي اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1970-2011 مجلد لباحث عدد 2013/13.
2. رغد جلال علي وآخرون تحليل اقتصادي لاستجابة عرض محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة 1980-2014، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية المجلة 17، العدد 1 سنة 2017.

3. د. أحمد حسين بتال، التكامل المشترك وفق **ARDL cointegration** مع التطبيق في **Eviews** لبلدادة الاقتصادية جامعة الأنبار.

4. الاقتصاد، **جريدة العرب الاقتصادية الدولية**، المصرفية الإسلامية الإلكترونية الرياض، تاريخ الإطلاع 2022/05/07.

1-4- التقارير:

1. **هيئة السوق المالية**، التقارير السنوية للسنوات 2008، 2010، 2012، 2020 ص36، 37، 41، 42، 129، 159.
2. **مؤسسة النقد العربي السعودي** التقارير السنوية للسنوات 2010، 2014، 2018، 2021 ص81، 87، 88، 137.
3. **صندوق النقد العربي**، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية.

4. التقرير الإحصائي السنوي 2021 – السوق المالية السعودية.

5. الاتحاد البورصات العربية التقرير السنوي لسنة 2017.

6. التقرير السنوي الصادر عن سوق دمشق للأوراق المالية لسنة 2020.

1-5 المواقع الإلكترونية:

1. السوق المالي السعودي، نبذة عن السوق، تاريخ التصفح 2022/04/22 ، الساعة

15:25 مساءً عنوان الرابط الإلكتروني: موقع تداول:

[https : tadaawul.com.sa/wps/portal/tadawul/rome](https://tadaawul.com.sa/wps/portal/tadawul/rome)

2- المراجع باللغة الأجنبية:

1. Moh. Benny Alexandri (2015) Mutual Fund Performance : Stock Selection or Market Timing?

2. The study of Bonazenwal and Douadi Mahidi (The relationship between Islamic hedge funds and the returns of the stock market in Malaysia) Laboratory Evaluation of the Algerian Capital Market

University of Setif 1 – Algeria

الملاحق:

الملحق رقم 01:

عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

السنة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الشركات المدرجة	46	48	49	48	49	48	48

عدد الشركات المدرجة في بورصة سورية للفترة (2010 إلى 2020).

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
عدد الشركات المدرجة	19	21	22	52	38	37	24	46	46	46	46

عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة) خلال الفترة (2010-2016)

(2016)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	228	229	213	208	2006	203	196

ملحق رقم 02

Dependent Variable: IDX
 Method: **ARDL**
 Date: 06/03/22 Time: 18:08
 Sample (adjusted): 2011Q1 2021Q1
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): NX
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 20
 Selected Model: ARDL(1, 1)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
IDX(-1)	1.048141	0.114206	9.177623	0.0000
NX	-0.002233	0.001683	-1.326692	0.1927
NX(-1)	0.003174	0.001735	1.828802	0.0755
C	-490.5763	921.5784	-0.532322	0.5977
R-squared	0.697667	Mean dependent var	7723.155	
Adjusted R-squared	0.673154	S.D. dependent var	964.8716	
S.E. of regression	551.6216	Akaike info criterion	15.55607	
Sum squared resid	11258598	Schwarz criterion	15.72325	
Log likelihood	-314.8994	Hannan-Quinn criter.	15.61695	
F-statistic	28.46057	Durbin-Watson stat	1.538044	
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

ملحق رقم 03:

	IDX	NS
Mean	7696.907	261242.5
Median	7526.500	275624.0
Maximum	11282.40	402160.0
Minimum	6417.730	25811.00
Std. Dev.	968.0941	90824.09
Skewness	1.072705	-1.413463
Kurtosis	5.383973	4.870873
Jarque-Bera	18.00069	20.11044
Probability	0.000123	0.000043
Sum	323270.1	10972183
Sum Sq. Dev.	38425451	3.38E+11
Observations	42	42

ملحق رقم 04:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: IDX, NS

Date: 06/04/22 Time: 17:37

Sample: 2010Q4 2021Q1

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 80

Cross-sections included: 2

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	31.2504	0.0000
PP - Choi Z-stat	-4.65613	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate Phillips-Perron test results D(UNTITLED)

Series	Prob.	Bandwidth	Obs
D(IDX)	0.0043	1.0	40
D(NS)	0.0000	1.0	40

ملخص الدراسة

تعد صناديق الاستثمار واحدة من أهم الابتكارات المالية التي عرفت استخداما واسعا على مستوى العالم. تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الدور الفعال الذي تقوم به صناديق الاستثمار لبورصة السعودية. للإجابة عن تساؤلات هذه الدراسة تم اعتماد على جمع مجموعة من البيانات والمعلومات التي تعبر الإطار النظري للدراسة والإطار التطبيقي على بورصة السعودية، ومن بين نتائج التي تم التوصل إليها وجود علاقة إيجابية ذات معنوية إحصائية بين المتغيرات نشاط تطور صناديق الاستثمار (كمتغير مستقل) ومؤشر أداء سوق الأسهم السعودي (كمتغير تابع) للفترة (2010-2021) من خلال الاعتماد على برنامج

Eveiws 9 وتقدير معلمات النموذج بطريقة اختبار استقراري السلاسل الزمنية واختبار التكامل المشترك.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، سوق الأوراق المالية، مؤشر أداء السوق الأسهم السعودي.

Sammury :

Invest boxes are considered as one of the most important financial innovations that were used widely all over the world.

This study aims to show the significant role which is made by the investboxes for Saudi market.To answer all questions related to this study,we focused on gathering a group of information and datas that determine the theoretical frame of the study and the practical frame of Saudi market.

*Among the gethered findings ,the existence of positive relation and morale statistic between the variables,the progress of invest boxes(distinct variable) and indicator of Saudi marketshares performance(subsequent variable) of period (2010/2021),and this by relying on the programme **EVEIWS 9** ; and estimating the parametres of the sample with a stable test for the time series and an integral and entrant test .*

Keywords :invest boxes,paper market, Saudi indicator marketshares performance.