

دراسة قياسية باستخدام NARDL لأثر صناديق الاستثمار على سيولة الأسواق المالية

حالة بورصة يورونكست للفترة 2010/2021

A standard study using NARDL for the impact of investment funds on the liquidity of financial markets – Euronext case for the period: 2010/2021-

عبد الباسط عبد الصمد مسعودي¹، قويدر عياش²

¹ محخر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط (الجزائر)

² محخر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط (الجزائر)

تاريخ النشر: 31-03-2024

تاريخ القبول: 02-02-2024

تاريخ الاستلام: 29-07-2022

ملخص:

في ظل المخاطر الكبيرة التي ترافق عملية الاستثمار في الأسواق المالية، وما يترتب عنها من إحجام للمدخرات عن الولوج إليها. تأتي هذه الدراسة لإبراز الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار في استقرار ونمو الأسواق المالية، وفي هذا الصدد قمنا بمحاولة قياس أثر تداولات الصناديق على سيولة بورصة يورونكست خلال الفترة: 2010-2021.

لتحقيق هذا الغرض استعنا بالمنهج الوصفي التحليلي والمنهج القياسي. وقد توصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار تساهم بشكل كبير في زيادة سيولة البورصة في الأجلين القصير والطويل، وبالتالي يجب إشراكها وتعزيز دورها في الأسواق غير المنظمة للتقليل من التلاعبات والمعاملات الوهمية فيها.

الكلمات المفتاحية: صناديق استثمار؛ سيولة الأسواق المالية؛ مدخرات؛ بورصة يورونكست.

تصنيف JEL: G10؛ G15؛ G11؛ O16.

Abstract:

Considering the great risks that accompany the process of investing in the financial markets, and the consequent reluctance of savings to access them. This study comes to highlight the role played by investment funds in the stability and growth of financial markets, and in this regard, we have attempted to measure the impact of the funds' trading on the liquidity of the Euronext Stock Exchange during the period: 2010-2021.

To achieve this purpose, we used the descriptive analytical method and the standard method. The study found that investment funds contribute significantly to increasing the liquidity of the stock market in the short and long terms, and therefore they must be involved and enhance their role in unregulated markets to reduce manipulations and fake transactions in them.

Keywords: investment funds; financial market liquidity; savings; Euronext stock exchange.

Jel Classification Codes: G10; G15; G11; O16.

1. مقدمة

إن التحولات التي شهدتها الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة، في ظل ما يعرف بالابتكار المالي والهندسة المالية التي أفرزت مجموعة كبيرة من المنتجات المالية التي تتميز بالتعقيد والمخاطرة الكبيرة عند التعامل بها، مما استوجب ضرورة البحث عن الآليات المناسبة للمستثمرين الذين يفتقدون الخبرة أو الوقت الكافي لفهم تلك المنتجات للإستثمار فيها، خاصة وأنه يتأتى منها الكثير من العوائد في ظرف وجيز وباستثمارات مبدئية ضئيلة جدا، كون الكثير منها يعتمد على الرفع المالي في تحقيق الأرباح.

وفي هذا الصدد ظهرت صناديق الاستثمار لتلبي حاجات المستثمرين الصغار في الأسواق المالية، حيث تقوم على مبدأ أساسي وهو تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات واستثمارها في محفظة مالية متنوعة من المنتجات المالية عوضا عنهم، حيث يتولى إدارتها مجموعة من الخبراء والمختصين مما يساهم في تقليل المخاطر وزيادة فرصة الحصول على العوائد المجزية.

ومن ناحية أخرى تقوم صناديق الاستثمار بدور هام في تنشيط وزيادة سيولة الأسواق المالية، حيث أن المساهمة في جذب المدخرات يعود بالنفع على الأسواق وتحسين مختلف مؤشرات أدائها في ظل تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الصناديق، والتي تلبي رغبات فئات متنوعة من المستثمرين.

إشكالية الدراسة

تتمحور إشكالية دراستنا حول الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار المتداولة في تنشيط الأسواق المالية، وبالأخص الرفع من سيولتها. وبهذا يمكن طرح التساؤل الرئيسي الآتي:

✓ ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في زيادة سيولة الأسواق المالية؟ وما واقع ذلك في بورصة يورونكست؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهي آلية عمل صناديق الاستثمار في الأسواق المالية؟
- هل تساهم صناديق الاستثمار في جذب المستثمرين إلى الأسواق المالية؟
- ما هو أثر صناديق الاستثمار على سيولة بورصة يورونكست؟

فرضيات الدراسة

في ضوء إشكالية الدراسة يمكن وضع الفرضيتين الآتيتين:

- ✓ الفرضية الأولى: تساهم صناديق الاستثمار في زيادة سيولة بورصة يورونكست؛
- ✓ الفرضية الثانية: تتميز صناديق الاستثمار بمخاطر عالية بالنظر لتوظيف أموالها في مختلف المنتجات المالية.

أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من مكانة وأهمية صناديق الاستثمار في الأسواق المالية، كونها ساهمت في تجاوز العديد من العقبات والمشاكل المرتبطة بالاستثمار، فيما يتعلق بعنصر المخاطرة الملازم للأسواق. لهذا فأهمية دراستنا تتجلى في محاولة قياس الأثر الفعلي لصناديق الاستثمار على سيولة الأسواق المالية، خاصة وأن دراستنا مطبقة على واحدة من أكبر وأهم البورصات في العالم.

أهداف الدراسة

نسعى من خلال دراستنا إلى:

- التعريف بصناديق الاستثمار وآلية عملها؛
- تسليط الضوء على مكانة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية؛
- التعرف على طبيعة تأثير صناديق الاستثمار على مؤشرات سيولة بورصة يورونكست.

منهج الدراسة

بهدف الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المرتبطة بالأسواق المالية وصناديق الاستثمار، قمنا بالاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي، بالإضافة إلى ذلك قمنا باستخدام المنهج القياسي من خلال نموذج NARDL لمعرفة مقدار الأثر الذي تخلفه صناديق الاستثمار على سيولة بورصة يورونكست.

الدراسات السابقة

- دراسة **Wierzbicka Katarzyna** و **Joanna Prystrom**: أعد الباحثان مقالا علميا بعنوان: " **ROLR OF INVESTMENT FUNDS IN POLISH CAPITAL MARKET**"، حيث هدفت الدراسة إلى محاولة إثبات أهمية صناديق الاستثمار بالنسبة لبورصة بولندا، وتوصلت إلى أن صناديق الاستثمار تنمو جنبا إلى جنب مع تطور سوق رأس المال، خاصة فيما يتعلق بنمو الرملة السوقية. (Prystrom & Katarzyna, 2014)
- دراسة **Attia halima** و **hayette bensmaine**: قام الباحثان بدراسة تحت عنوان: " **Investment Funds and Their Role in Financial Markets -The State of the Saudi Stock Market-**"، هدفت الدراسة إلى محاولة الكشف عن أثر نشاط صناديق الاستثمار وتداولها على أداء سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة: 2006-2017. وقد توصلت الدراسة إلى أنه وبالرغم من حداثة إدراج صناديق الاستثمار في السوق المالي السعودي، إلا أنها ساهمت في نمو وتطور السوق وتقليل المخاطر فيها. (Attia & bensmaine, 2019)
- دراسة **حاتم غائب سعيد وإبراهيم هزاع سليم**: جاءت هذه الدراسة تحت عنوان: " **أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية**"، حيث حاول الباحثان بيان طبيعة صناديق الاستثمار ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية. وقد توصلت الدراسة إلى أنها تساهم في تنفيذ برامج الخصخصة وتحفيز عمليات التداول وحماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج وهو ما يتعكس في الأخير على دفع عجلة التنمية الاقتصادية. (سعيد و هزاع ، 2018)

مناقشة الدراسات السابقة

بعد استعراض الدراسات السابقة نلاحظ أن تلك الدراسات حاولت معرفة أثر نشاط صناديق الاستثمار على الأسواق المالية من خلال اعتمادها على أسلوب التحليل، كما أنها أخذت بعين الاعتبار مجموعة من الأبعاد ودرستها دراسة كلية دون التدقيق في كل بعد على حدا. وبالتالي حاولنا من خلال دراستنا هاته محاولة تخصيص الدراسة من خلال تناول أثر تداولات الصناديق على عنصر سيولة الأسواق المالية ومحاولة بناء نموذج قياسي من أجل تحديد الأثر بدقة، خاصة وأن النموذج المستخدم في الدراسة يسمح بمعرفة العلاقة في الأجلين القصير والطويل.

2. أساسيات حول الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية عنصرا مهما في اقتصاديات الدول، ذلك أنها تساهم في تطبيق مختلف البرامج التي تسطرها الحكومات، كما تساهم في حل مختلف المشاكل المرتبطة بالتمويل ودعم التنمية الاقتصادية.

1.2. تعريف الأسواق المالية:

تعدد تعاريف الأسواق المالية، نذكر من بينها:

- الأسواق المالية: هي ذلك الإطار المكاني أو الذي يتناهي فيه المكان والذي يعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال بين المستثمرين والمؤسسات والحكومات، من خلال بيع، تسويق وتحليل الأدوات المالية وإدارة مخاطر الاستثمار بواسطة تنويع المحافظ المالية. (MELICHER & NORTON, p. 04)
 - الأسواق المالية: هي تلك الهياكل التي تنتقل عبرها الأموال بين وحدات الفئاض ووحدات العجز المالي. (Saunders & Million, 2015, p. 03)
 - الأسواق المالية: هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل، كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات. وتعتبر سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق. (عبد الحميد ، 2009 ، صفحة 15)
- نستخلص من التعاريف السابقة أن الأسواق المالية هي تلك الأداة التي تستخدم في تمويل اقتصاديات الدول، من خلال تجمع المدخرات وتوجيهها لأصحاب العجز المالي ويكون ذلك بواسطة مجموعة من الأدوات والمنتجات المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق. وبذلك يمكن تحريك عجلة التنمية والنشاط الاقتصادي وتحقيق الاستراتيجيات الاقتصادية المختلفة خاصة في ظل إمكانية تناهي الإطار المكاني للأسواق المالية مما يمكن من تقليل مختلف التكاليف المرتبطة بعمليات الاستثمار المالي.

2.2. تقسيمات الأسواق المالية:

تختلف تقسيمات الأسواق المالية باختلاف المعايير المعتمدة في التصنيف، والجدول الموالي يوضح أهم تقسيمات الأسواق المالية:

الجدول (1): تقسيمات الأسواق المالية

المعيار	السوق	التعريف
	سوق النقد	السوق التي يمكن من خلالها الحصول على التمويل قصير الأجل.
الأدوات	سوق رأس المال	السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات متوسطة وطويلة الأجل.
الإصدار والتداول	السوق الأولية	السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال لإنشاء المؤسسات، عن طريق إصدار مختلف الأدوات المالية (أسهم وسندات).
	السوق الثانوية	السوق التي يتم فيها تداول مختلف الأدوات المالية بيعا وشراء، والتي سبق إصدارها في السوق الأولية.
مكان التداول	السوق المنظم	المكان الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية التي سبق إصدارها، كما يمكن طرح الإصدارات الجديدة أيضا.
	السوق غير المنظم	السوق الذي يتنافس فيه المكان وغالبا ما تتم عمليات التداول من خلال الوسائل التكنولوجية الحديثة التي تربط شبكة المتعاملين.

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على: (بن سليمان ، 2010، الصفحات 08-09)

تعتبر التصنيفات السابقة أهم التصنيفات المعروفة في الأسواق المالية، إلا أن هناك معايير أخرى يمكن الاعتماد عليها، فمثلا من حيث مشروعية الأدوات والعمليات المالية نجد الأسواق المالية التقليدية التي تعتمد على عنصر الفائدة في التعاملات والأسواق المالية الإسلامية التي تحرم الربا في التعاملات المالية. وإذا نظرنا من ناحية حداثة الأسواق نجد الأسواق المالية الكلاسيكية وأسواق المشتقات المالية.

3.2. مؤشرات سيولة الأسواق المالية:

يسعى القائمون على الأسواق المالية دوما إلى زيادة كفاءتها ونشاطها من أجل استقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال وخاصة الأجنبية منها. وفي هذا الصدد توجد العديد من المعايير والمؤشرات التي تساعد في الحكم على أداء الأسواق المالية سواء من حيث السيولة أو الحجم وبالتالي معرفة الاتجاه العام الذي يسلكه السوق ككل. ومن المؤشرات المستخدمة في قياس سيولة الأسواق المالية نجد:

- **مؤشر معدل الدوران:** يشير مؤشر معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في السوق مقسومة على قيمة رأس المال السوقي. وبالتالي يمكن معرفة حجم المعاملات مقارنة بحجم السوق. (بن بوزيان و مصيطفى، 2015، صفحة 79)
- **مؤشر حجم التداول:** يمثل قيمة الأسهم التي تم تداولها خلال فترة زمنية معينة بمختلف الأسعار، ومن خلال هذا المؤشر يمكن الحكم على اتجاه السوق خلال المستقبل القريب. (الفكي ، 2017، صفحة 148)

3. الإطار العام لصناديق الاستثمار

تقوم صناديق الاستثمار على مبدأ عمل أساسي وهو تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في شكل استثمارات جماعية.

1.3 تعريف صناديق الاستثمار:

تعد صناديق الاستثمار عنصرا مهما في الأسواق المالية، ذلك أن عملية التداول في المنتجات والأدوات التي تقدمها تساهم في تنشيطها وتطويرها. ولتقريب مفهوم صناديق الاستثمار نستعرض التعاريف التالية:

- تعرف صناديق الاستثمار على أنها: وعاء مالي تنشأه مؤسسة مالية متخصصة، بهدف تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في مجالات متعددة بما يحقق للمشاركين فيها عوائد مجزية في ظل مستويات متدنية من المخاطر. (دريد ، 2015، صفحة 103)
 - كما تعرف بأنها: مؤسسات مالية مهمتها الاستثمار الجماعي للأوراق المالية من خلال تجميع مدخرات عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع مختلف الأدوات المالية بواسطة إدارة متخصصة، بهدف تحقيق المنفعة للمستثمرين والمؤسسين والاقتصاد ككل. (دوابه، 2006، صفحة 49)
 - وتعرف أيضا بأنها: أوعية استثمارية تقوم بتجميع رؤوس الأموال وتديرها وفقا لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها لوحده. (مضوي ، 2019، صفحة 28)
- نستنتج مما سبق أن صناديق الاستثمار عبارة عن أوعية استثمارية تنشؤها مؤسسات مالية متخصصة في هذا المجال، مهمتها جمع الأموال من الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في استثمارات متنوعة غالبا ما تكون في شكل منتجات وأوراق مالية من أجل الحصول على عوائد مجزية. والميزة الأساسية التي تضيفها هذه الصناديق أنها تمتلك الخبرة والوسائل الكافية لتلبية رغبات المستثمرين بما يمكنهم من تجنب مختلف مخاطر الاستثمار المالي.

2.3 أنواع صناديق الاستثمار:

توجد العديد من المعايير التي يتم من خلالها تصنيف صناديق الاستثمار، لعل أهمها ما يلي: (دريد ، 2015، الصفحات 107-

109)

1.2.3 حسب الهيكل التمويلي

- صناديق ذات النهاية المغلقة: هي التي تقتصر على فئة معينة من المستثمرين، حيث يتم إصدار عدد محدد من الوثائق والتي لا يمكن استرداد قيمتها إلا من خلال بيعها في السوق.
- صناديق ذات نهاية مفتوحة: هي التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج دون حصر عدد معين من الوثائق المطروحة للتداول.

2.2.3 حسب الغرض من الاستثمار

- صناديق النمو: هي التي تهدف إلى زيادة رأس مال الصناديق وتحسين قيمتها السوقية.
- صناديق الدخل: هي التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر.
- الصناديق المتوازنة: هي التي تجمع بين هدفي الدخل والنمو.

3.2.3 حسب الأمان:

- صناديق ذات رأس المال المضمون: هي التي تتحمل الخسائر وحدها في حال وقعت ولا تقتسمها مع المستثمرين.
 - صناديق الاستثمار غير المضمونة: هي الصناديق التي قد يتعرض فيها المستثمرين إلى خطر خسارة رأس المال والعائد.
- تعتبر الأنواع السابقة أهم أنواع صناديق الاستثمار، إلا أنه توجد أنواع أخرى مثل: صناديق الاستثمار المتخصصة، صناديق الاستثمار في سوق النقد، صناديق الاستثمار الإسلامية...إلخ.

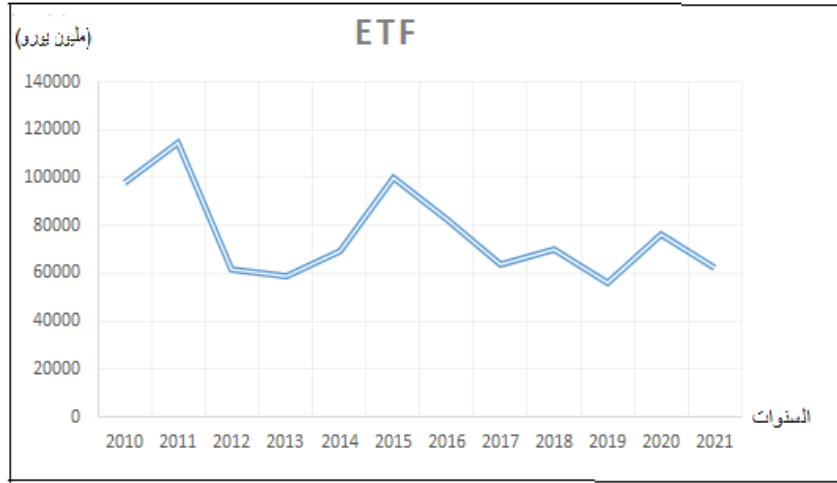
3.3 مكانة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية:

تقوم صناديق الاستثمار بدور بارزا في تنشيط وزيادة سيولة الأسواق المالية، وذلك من خلال: (الجليحاوي، 2019، الصفحات 46-45)

- تتميز صناديق الاستثمار بالسيولة المرتفعة، من خلال إمكانية استرداد قيمتها في المواعيد اللازمة وهو ما يساهم في تحفيز الأسواق المالية؛
- عملية الاستثمار في الصناديق بسيطة جدا، كما تتيح للمستثمرين إجراء المعاملات من خلال مختلف وسائل الاتصال وهو ما يساهم في جذب مدخرات إضافية للأسواق؛
- تساهم في خفض تكاليف المعاملات نتيجة النطاق الواسع للاستثمارات؛
- تداول تشكيلة من المنتجات المالية المتداولة في السوق يؤدي إلى إضفاء ديناميكية كبيرة لها، بالإضافة إلى ما تقدمه من أدوات استثمارية تلبي رغبات المستثمرين في السوق؛ (حلوفي، 2021، الصفحات 18-19)
- صفة التنوع التي تتميز بها صناديق الاستثمار تقلل من مخاطر الأسواق المالية، مما يشجع المستثمرين قليلي الخبرة للولوج إلى السوق واستثمار مدخراتهم في أسهم تلك الشركات الاستثمارية. (عطية، شوارفية ، و عباسية ، 2020، صفحة 79)

4. أثر تداولات صناديق الاستثمار على سيولة بورصة يورونكست:

تعد بورصة يورونكست من أهم البورصات العالمية، حيث يعود تاريخ إنشائها إلى شهر سبتمبر من سنة 2000، حيث قررت كل من بورصة: بلجيكا، فرنسا وهولندا بالاندماج لتشكيل أول مجمع بورصات في أوروبا. (Andrikopoulos, Hoefler, & Kallinterakis, 2014, p. 10)، لتلتحق بعدها العديد من البورصات الأوروبية مثل: بورصة النرويج وبلجيكا، كما أن بورصة يورونكست قامت منذ إنشائها بالعديد من الإندماجات والانفصالات الكبرى، مثلما حدث مع بورصة نيويورك خلال سنة 2013. ونظرا للحجم الكبير الذي تتميز به يورونكست فإنها تعتبر ملاذ خصب لصناديق الاستثمار من أجل القيام بمختلف التداولات، كما يوضحه الشكل الموالي:



المصدر: مخرجات برنامج EViews 10 بناء على موقع بورصة يورونكست

نلاحظ من خلا الشكل السابق أن قيمة تداولات صناديق الاستثمار في بورصة يورونكست شهدت ارتفاعا خلال سنة 2011، حيث وصلت إلى ما يفوق 114799 مليون يورو، إلا أنها تراجعت بشكل واضح في السنة الموالية بما يفوق 46%-، خاصة مع بداية بوادر انفصال البورصة عن نيويورك في تلك الفترة. لترجع قيمة التداولات للارتفاع مرة أخرى، لتصل سنة 2015 إلى 100261.19 مليون يورو لتشهد بعدها في السنوات الموالية تذبذبات طفيفة بين الارتفاع والانخفاض وتستقر سنة 2021 في حدود 62284 مليون يورو.

1.4 الإجراءات المنهجية للدراسة:

1.1.4 تعريف متغيرات الدراسة:

تتمثل المتغيرات المستخدمة في الدراسة فيما يلي:

- قيمة صناديق الاستثمار المتداولة: سيتم الاعتماد على قيمة تداولات صناديق الاستثمار كمتغير مستقل من خلال بيانات ربع سنوية للفترة: 2010-2021 تم الحصول عليها من موقع بورصة يورونكست. وتم الترميز لها ب: **ETF**.
- معدل الدوران: سيتم الاعتماد على مؤشر معدل الدوران كمتغير تابع للتعبير عن سيولة بورصة يورونكست، وتم أخذ بيانات ربع سنوية أيضا للفترة: 2010-2021 تم الحصول عليها أيضا من الموقع الرسمي للبورصة وأخذت الرمز: **STR**.

2.1.4 دراسة استقرارية السلاسل الزمنية:

تعتبر هذه الخطوة مهمة جدا لتحديد النموذج المناسب للدراسة وهي شرط ضروري للتكامل المشترك. وفي هذا الإطار توجد العديد من الاختبارات التي يتم استخدامها لمعرفة جذر الوحدة مثل: اختبار Augmented Dickey-Fuller، اختبار Philips and Perron and KPSS. إلا أننا سنعتمد في دراستنا على الاختبار الأول، باعتباره أشهر الاختبارات في دراسة استقرارية السلاسل الزمنية. ونتائج الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

الرتبة	الفرق الأول			المستوى			السلسلة	
	Non	Trend And Intercept	Intercept	Non	Trend And Intercept	Intercept		
I(1)	-10.014 (0.0000)	-9.9710 (0.0000)	-9.9256 (0.0000)	-0.0881 (0.6491)	-3.3552 (0.0675)	-3.4437 (0.0132)	T (Prob)	ETF
	-2.6054	-4.1242	-3.5482	-2.6047	-4.1213	-3.5460	%1	
	-1.9465	-3.4892	-2.9126	-1.9464	-3.4878	-2.9117	%5	
	-1.6131	-3.1732	-2.5940	-1.6132	-3.1723	-2.5935	%10	
I(1)	-8.3650 (0.0000)	-8.6171 (0.0000)	-8.6935 (0.0000)	-2.0720 (0.0377)	-4.0514 (0.0121)	-1.2611 (0.6416)	T (Prob)	STR
	-2.6061	-4.1273	-3.5503	-2.6061	-4.1213	-3.5503	%1	
	-1.9466	-3.4906	-2.9135	-1.9466	-3.4878	-2.9135	%5	
	-1.6131	-3.1739	-2.5945	-1.6131	-3.1723	-2.5946	%10	

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات برنامج EViews 10

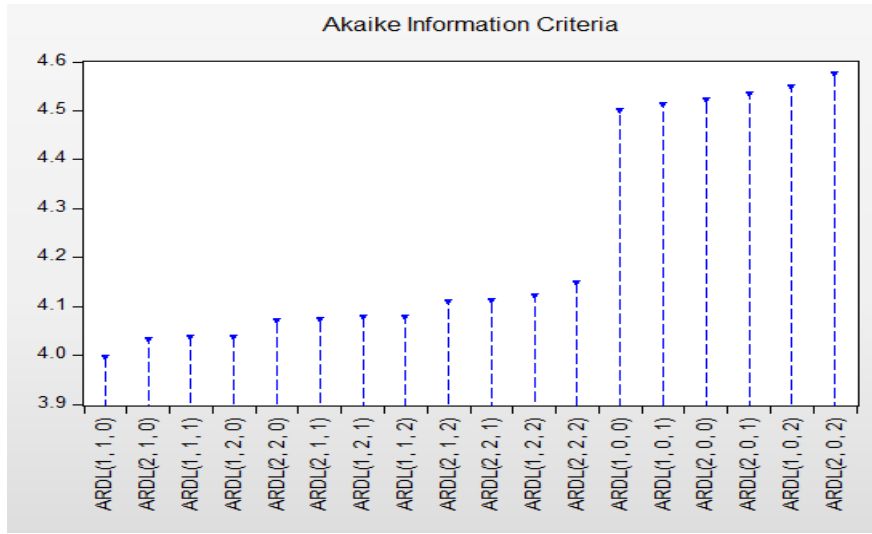
من الجدول أعلاه يتبين أن نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller، تشير إلى وجود جذر وحدة في كل من سلسلتي صناديق الاستثمار ومعدل الدوران في كل المركبات. وبعد إجراء الفرق الأول وإعادة الاختبار نلاحظ أن السلسلتان تخلوان من جذر الوحدة وبالتالي هما مستقرتان عند الفرق الأول.

3.1.4 تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج:

يتم تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج من أجل الأخذ بالحسبان تأثير التباطؤات الزمنية لمتغيرات الدراسة. والشكل الموالي يوضح

ذلك:

الشكل (2): فترات إبطاء النموذج



المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

يتبين من الشكل السابق أن فترة الإبطاء: $ARDL(1,1,0)$ هي المناسبة للدراسة، حيث أنها تحمل أقل قيمة وفقاً لمعيار AKAIKE من بين أحسن 20 نموذج.

2.4 بناء نموذج الدراسة:

أول خطوة في هذه المرحلة هي القيام باختبار الحدود

1.2.4 منهج اختبار الحدود BOUND TEST:

يهدف هذا الاختبار إلى التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، حيث تنص الفرضية الصفرية على عدم وجود علاقة إذا كانت إحصائية F المحسوبة أقل من القيم الحرجة عند مختلف المستويات، أما إذا كانت قيمتها أكبر من القيم الحرجة فهذا دليل على وجود علاقة طويلة الأمد. والجدول الموالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول (3): اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	17.57896	10%	2.63	3.35
k	2	5%	3.1	3.87
		2.5%	3.55	4.38
		1%	4.13	5

المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة F المحسوبة بلغت 17.57، وهي أكبر من كل القيم الحرجة عند مستويات: 1%، 2.5%، 5% و 10%. وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

2.2.4 تقدير معلمات النموذج في الأجلين القصير والطويل:

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك باستخدام اختبار الحدود، ننتقل الآن لخطوة مهمة جدا والتي من خلالها نعرف طبيعة وقوة التأثير الذي تمارسه صناديق الاستثمار المتداولة في بورصة يورونكست على سيولة البورصة من خلال معدل الدوران. والجدول الموالي يوضح نتائج التقدير في الأجل القصير.

الجدول (4): معلمات الأجل القصير ومعلمة تصحيح الخطأ

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ETF_POS)	12.74836	1.401432	9.096665	0.0000
CointEq(-1)*	-0.533355	0.061496	-8.673037	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج **EViews 10**

يتضح لنا جليا من الجدول أعلاه أن معلمة تصحيح الخطأ * CointEq(-1) ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، بالإضافة إلى أن قيمتها سالبة حيث قدرت بـ: (-0.5333) وهو ما يؤكد وجود علاقة توازن في الأجل الطويل. وبهذا يمكن القول أن الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها بنسبة 53.33%.

ومن ناحية أخرى نلاحظ أن التأثير الذي تمارسه صناديق الاستثمار في الأجل القصير معنوي عند مستوى 1%، حيث أن ارتفاع قيمة تداولات صناديق الاستثمار بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة معدل الدوران بنسبة 12.74%.

أما بالنسبة لنتائج التقدير طويلة الأجل فهي موضحة في الجدول الموالي:

الجدول (5): معلمات الأجل الطويل

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ETF_NEG	4.960481	1.540393	3.220270	0.0024
ETF_POS	2.806303	1.596870	1.757378	0.0860
C	19.22342	1.735343	11.07759	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج **EViews 10**

نلاحظ من الجدول أن التأثيرات السالبة والموجبة التي تمارسها صناديق الاستثمار في الأجل الطويل ذات معنوية عند مستوى 1% و10% على التوالي. ومنه فإن التأثيرات السلبية تساهم في زيادة معدل الدوران بـ: 4.96%، كما تساهم التأثيرات الإيجابية بنسبة 2.8% في الأجل الطويل.

3.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج:

بغية التأكد من صلاحية النموذج وخلوه من مختلف المشاكل القياسية نقوم بإجراء بعض الاختبارات الأساسية، والتي نستعرض نتائجها في الجدول الموالي:

الجدول (6): اختبارات تشخيص النموذج

الاختبار	القيمة	الاحتمال
الارتباط الذاتي (LM TEST)	3.060404	0.2165
التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Jarque-Bera)	4.544860	0.1030
عدم ثبات التباين (ARCH)	0.307313	0.5793
الشكل الدالي (Ramsay)	2.355928	0.1075

المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

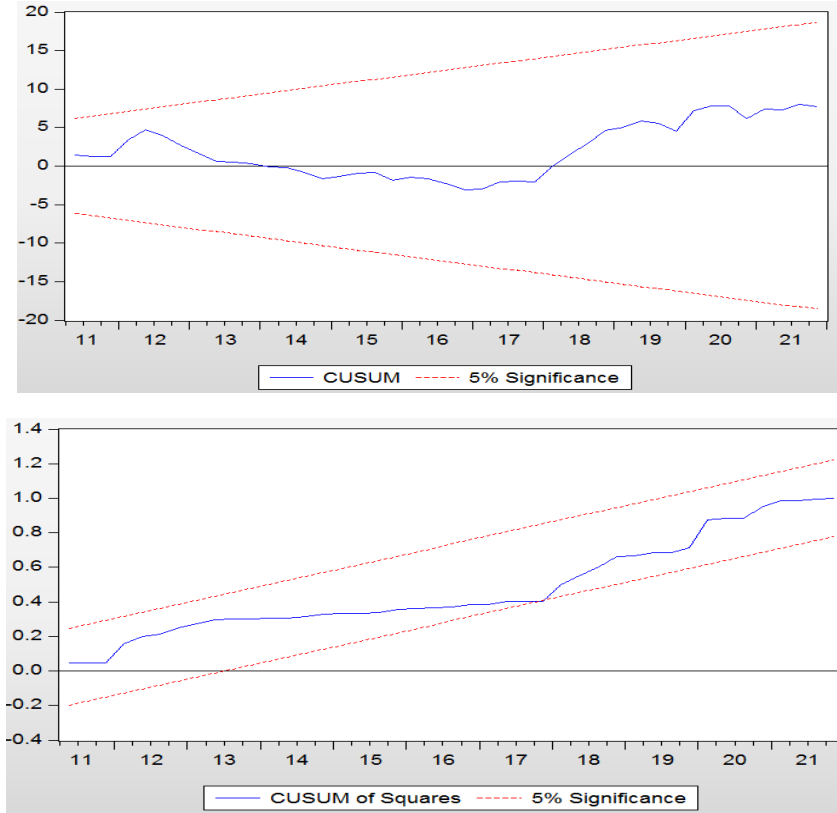
نلاحظ من الجدول السابق أن:

- إحصائية $LM\ TEST = 3.06$ باحتمال يساوي 0.2165 وهو غير معنوي عند مستوى 5%، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.
- إحصائية $Jarque-Bera = 4.54$ باحتمال يساوي 0.1030 وهو غير معنوي عند مستوى 5%، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن الأخطاء العشوائية تتوزع توزيعاً طبيعياً.
- إحصائية $ARCH = 0.30$ باحتمال يساوي 0.5793 وهو غير معنوي عند مستوى 5%، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء العشوائية.
- إحصائية $Ramsay = 2.35$ باحتمال يساوي 0.1075 وهو غير معنوي عند مستوى 5%، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على صحة الشكل الدالي للنموذج.

4.4 اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج:

من أجل معرفة إن كان هناك استقرار هيكلي للمعاملات المقدرة في النموذج، نقوم باختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) المعاودة وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (CUSUM OF SQUARES). ونتائج الاختبار موضحة في الشكلين المواليين:

الشكل (3): نتائج الاستقرار الهيكلي للنموذج



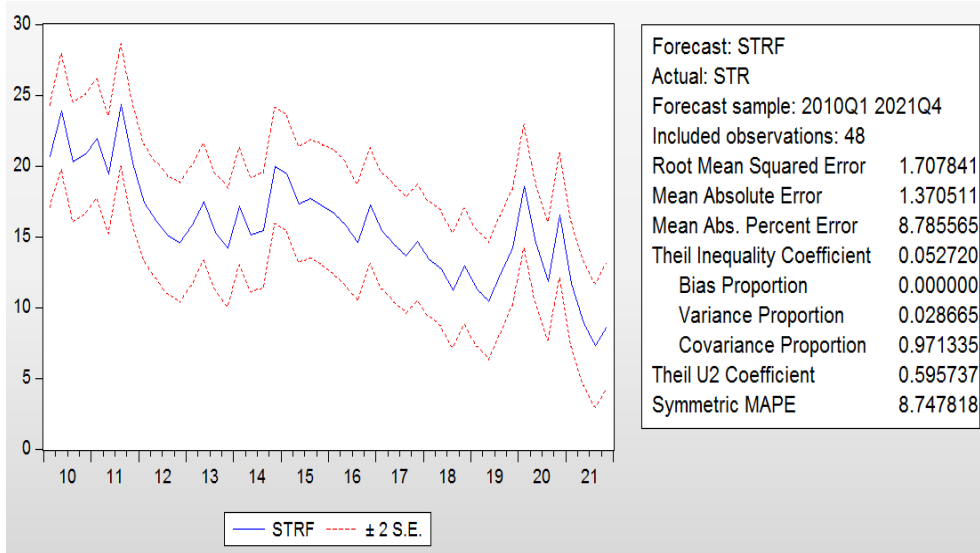
المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

يتضح من خلال الشكلين السابقين أن منحنىي المجموع التراكمي للبواقي المعاودة والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة يقعان داخل المجال عند مستوى 5%، وهذا يدل على انسجام واستقرار بين نتائج التقدير في الأجلين الطويل والقصير.

5.4 اختبار القدرة التنبؤية للنموذج:

يوضح الشكل الموالي مدى قدرة النموذج على التنبؤ:

الشكل (4): اختبار الأداء التنبؤية للنموذج



المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

نلاحظ من الشكل السابق أن معاملات: Theil Inequality Coefficient، Bias Proportion و Proportion Variance أقل من 1 وقريبة جدا للصفر، كما أن معامل Covariance Proportion=0.97 وهو قريب جدا من 1. وهو ما يشير إلى أن النموذج ذو قدرة تنبؤية جيدة جدا.

5. الخلاصة:

من خلال ما سبق، نستخلص أن صناديق الاستثمار جاءت لتخدم مصالح المستثمرين بما يتلاءم مع أهدافهم المسطرة، فهي من ناحية تقلل من المخاطر المرتبطة بالاستثمار بالنظر إلى أنه يشرف على إدارتها أفراد ومؤسسات مختصة في الأسواق المالية، ومن ناحية أخرى تضمن إلى درجة كبيرة الحصول على أرباح خاصة وأنها تقوم على مبدأ التنوع في المنتجات بين الأسهم والسندات والمشتقات وغيرها من المنتجات المالية الحديثة.

وصناديق الاستثمار تقوم بدور حيوي في السوق المالي، فهي تساهم في جذب مدخرات الأفراد إلى الأسواق المحلية، حتى وإن كانت الأسواق قليلة الكفاءة وبالتالي الحد من تدفق رؤوس الأموال نحو الأسواق المالية الدولية. وكما لاحظنا من خلال داستنا هذه تساهم صناديق الاستثمار بتنشيط بورصة يورونكست، حيث أن قيمة تداولات هذه الصناديق تؤثر إيجابا على معدل الدوران في البورصة وبالتالي زيادة سيولتها ورفع حجم التداول فيها وهو ما يساهم دون شك في تحفيز مختلف المؤشرات البورصية الأخرى.

نتائج الدراسة

في ضوء ما سبق، توصلنا إلى مجموعة من النتائج، يمكن استعراض أهمها فيما يلي:

- تتيح صناديق الاستثمار توليفات وبدائل مختلفة، حسب أهداف ورغبات المستثمرين فمنها ما تسعى للنمو ومنها ما تسعى للأرباح ومنها ما يستهدف فئة معينة من المستثمرين، وهو ما يساهم في استقطاب الأفراد والمؤسسات للسوق؛
- وجود علاقة قوية بين قيمة تداولات صناديق الاستثمار ومعدل الدوران في بورصة يورونكست، مما يعني أن سيولة بورصة يورونكست تتحرك تبعاً لتحركات صناديق الاستثمار؛
- تبين لنا من خلال طبيعة التأثيرات التي تمارسها صناديق الاستثمار في الأجل الطويل، أن التأثيرات السالبة بلغت 4.96% وهي أكبر من التأثيرات الموجبة التي بلغت 2.8%، وهو ما يوحي إلى أن دور صناديق الاستثمار يكون أكبر في حالة الأزمات وعدم اليقين التي تمس الأسواق المالية، وبالتالي يمكن الاعتماد عليها للتحوط وعلاج الأزمات المالية؛
- إن تأثير صناديق الاستثمار على سيولة بورصة يورونكست في الأجل القصير بلغ 12.74%، وهو ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1%، مما يدل على أهمية صناديق الاستثمار والدور الكبير الذي تلعبه في زيادة سيولة السوق.

اختبار الفرضيات

- أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن التأثيرات التي تمارسها صناديق الاستثمار على معدل الدوران موجبة ومعنوية في الأجل القصير والطويل، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛
- تتميز صناديق الاستثمار بمخاطر قليلة مقارنة بالتوظيفات الأخرى في الأسواق المالية، بسبب التنوع الذي تقوم عليه وكذا الاستثمار الجماعي للأموال، وهو ما ينفي صحة الفرضية الثانية.

التوصيات

في ختام هذه الدراسة نوصي بما يلي:

- إشراك صناديق الاستثمار في الأسواق غير المنظمة من أجل الحد من التلاعبات وضبط المعاملات الوهمية؛
- محاولة ابتكار منتجات مالية خاصة بصناديق الاستثمار بهدف تعزيز دورها في الأسواق المالية؛
- ضرورة إدراج صناديق الاستثمار في مختلف البورصات العربية والمحلية من أجل المساهمة في تنشيطها؛
- محاولة تنشيط بورصة الجزائر من خلال إدراج صناديق الاستثمار فيها.

6. الإحالات والمراجع:

Anthony Saunders ، Marcia Million .(2015) .*Financial Markets and Institutions* (sixth edition) .
New York :McGRAW-Hill Education.

halima Attia ، hayette bensmaine .(2019) .Investment Funds and Their Role in Financial Markets -
The State of the Saudi Stock Market .-*Journal of Economics and Human Development* ،
(02)10 208-222.

- Joanna Prystrom ،Wierzbicka Katarzyna .(2014) .ROLR OF INVESTMENT FUNDS IN POLISH CAPITAL .*Visnik Volins'kogo Institutu Ekonomiki ta Menedžmentu*.31-16 ،(08)
- P RONALD W MELICHER ،EDGAR NORTON .(2016) .*Introduction to Finance - Markets, Investments, and Financial Management* (16th edition). Wiley.
- Panagiotis Andrikopoulos ،Andreas Albin Hoefler ،Vasileios Kallinterakis .(2014) .On the Impact of Market Mergers over Herding : Evidence from EURONEXT .*Review of Behavioral Finance*.(02)06 .
- أزهري الطيب أحمد الفكي . (2017). *أسواق المال* (الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع.
- أشرف محمد دوايه. (2006). *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق* (الطبعة الثانية). القاهرة، مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة.
- جهاد فيصل جهاد الجليحاوي. (2019). *صناديق الاستثمار وانعكاساتها على بعض مؤشرات الأسواق المالية: دراسة تجريبية المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة 2000-2017*. رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية. العراق: جامعة كربلاء.
- حاتم غائب سعيد، و إبراهيم سليم هزاع . (2018). أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية. *مجلة جامعة تكريت للتحقيق*، 02(03)، 338-314.
- حليمة عطية، محمد الأمين شواربية ، و خديجة عباسية . (2020). دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية-سوق الأسهم السعودي أنموذجا خلال الفترة(1996-2017). *مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة*، 03(01).
- سفيان حلوفي. (2021). *صناديق الاستثمار الإسلامية كبديل لصناديق الاستثمار التقليدية: دراسة حالة صندوق سامبا كابيتال للأسهم السعودية والراجحي للأسهم العالمية*. *مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية*، 05(02).
- سمير رضوان عبد الحميد . (2009). *أسواق الأوراق المالية*. القاهرة، مصر: دار النشر للجامعات.
- مبارك آل فواز بن سليمان . (2010). *الأسواق المالية من منظور إسلامي*. جدة، المملكة العربية السعودية: مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز.
- محمد أحمد دريد . (2015). *الاستثمار: قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات* (الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار أمجد للنشر والتوزيع.
- محمد بن بوزيان، و عبد الطيف مصيطفي. (2015). *أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية* (الطبعة الأولى). بيروت، لبنان: مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع.
- يعقوب عبد الرحيم الأمين مضوي . (أبريل ، 2019). *محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني*. رسالة ماجستير في الاقتصاد التطبيقي. السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

7. ملاحق:

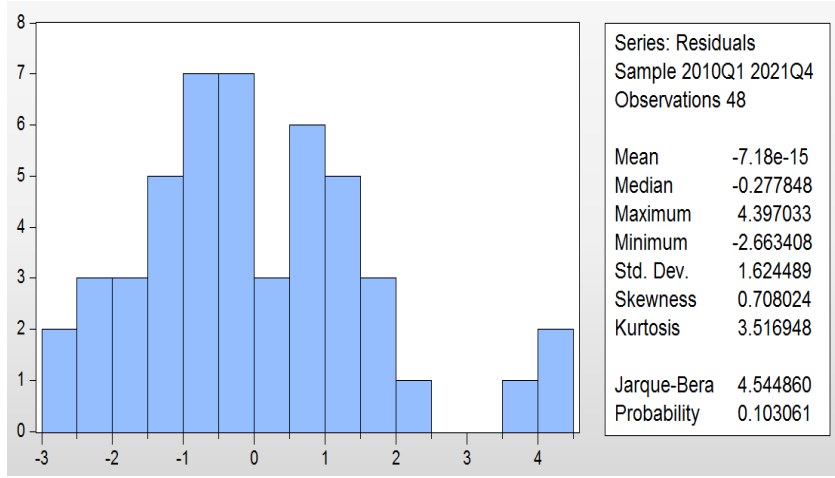
الملحق (1): إختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.396058	Prob. F(2,41)	0.2591
Obs*R-squared	3.060404	Prob. Chi-Square(2)	0.2165

- حالة بورصة يورونكست للفترة : 2010/2021-

الملحق (2): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



الملحق (3): اختبار ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.296172	Prob. F(1,45)	0.5890
Obs*R-squared	0.307313	Prob. Chi-Square(1)	0.5793

الملحق (4): اختبار Ramsey

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Specification: STR STR(-1) ETF_NEG ETF_POS ETF_POS(-1) C

Omitted Variables: Powers of fitted values from 2 to 3

	Value	df	Probability
F-statistic	2.355928	(2, 41)	0.1075