



قياس أثر نشاط مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة - سوق الأسهم السعودي أمودجا-

Measuring the impact of investment fund indices activity on the number of traded shares - the Saudi stock market, a study as a model -

عطية حليلة*، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، halima.attia@univ-biskra.dz

المؤلف المرسل: عطية حليلة	تاريخ النشر: 2022/12/31	تاريخ القبول: 2022/12/29	تاريخ الارسال: 2022/03/07
---------------------------	-------------------------	--------------------------	---------------------------

الملخص:

يعالج هذا البحث قياس مدى تأثير عدد الأسهم العادية المتداولة في سوق الأسهم السعودي (كمتغير تابع) بنشاط مؤشرات صناديق الاستثمار (إجمالي عدد الصناديق الاستثمار، إجمالي أصول الصناديق، عدد المشتركين في الصناديق) كمغيرات مستقلة، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews10 لتحليل معامل الارتباط بين المتغيرات، كما تم استخدام طريقة المربعات الصغرى لتقدير معالم النموذج التي يمكن من خلالها معرفة مدى أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. أثبتت الدراسة القياسية وجود علاقة طردية وذات معنوية إحصائية بين عدد صناديق الاستثمار وعدد الأسهم المتداولة، كما أظهر النموذج المعتمد وجود علاقة عكسية بين كل من إجمالي الأصول، عدد المشتركين كمغيرين مستقلين وبين عدد الأسهم المتداولة كمغير تابع، واتضح من خلال معامل التحديد (R^2) أن حوالي 77.76% من التغيرات التي الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة سببها التغيرات الحادثة في مؤشرات صناديق الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية، أسهم عادية، صناديق الاستثمار، برنامج Eviews10.

Abstract:

This research deals with measuring the extent to which the number of common shares traded in the Saudi stock market (as a dependent variable) is affected by the activity of investment funds indicators (total number of investment funds, total assets of funds, number of participants in funds) as independent variables, using the statistical program Eviews10 to analyze the correlation coefficient between the variables. The least squares method was used to estimate the model parameters through which it is possible to know the extent of the influence of the independent variables on the dependent variable. The standard study proved that there is a direct and statistically significant relationship between the number of investment funds and the number of traded shares. The approved model also showed an inverse relationship between each of the total assets, the number of participants as independent variables, and the number of traded shares as a dependent variable, and it was clear through the coefficient of determination (R^2) That about 76.77% of the changes in the number of traded shares is caused by changes in the indices of investment funds.

Keywords: market value, common shares, investment funds, Eviews10

* المؤلف المرسل: عطية حليلة.

1. مقدمة:

يواجه المستثمرون في سوق الأوراق المالية العديد من المنتجات المالية التي يمكن من خلالها اتخاذ قرارات الاستثمار وأحد أهم هذه المنتجات هي الأسهم العادية، ونظرا للمخاطر العالية المرتبطة مع بدء الأعمال التجارية، فإن التمويل الأولي للشركة عادة ما يأتي من مؤسسيها في شكل الاستثمار في الأسهم العادية. والنشاط المهم في مجال الاستثمار هو التخصيص الأمثل للموارد، وفي الوقت نفسه يسعى المستثمرون دائما إلى تحقيق أفضل أداء باستخدام الموارد المالية المتوفرة لديهم.

ومن جهة أخرى، توفر صناديق الاستثمار مجموعة أوسع من الفرص الاستثمارية، وخبرة إدارية أكبر، ورسوم استثمار أقل، مما يمكن للمستثمرين الحصول عليه بمفردهم كما تدار هذه الصناديق وفقا للخطة والغاية التي يحددها مدير الصندوق، بما يضمن التنوع ودرجة منخفضة من المخاطرة الاستثمارية.

وقد تأثرت تلك الصناديق وظهرت الكثير من الانتقادات لأدائها، والتي أدت إلى ظهور العديد من المتطلبات المتعلقة بها، من حيث اختيار المدير ذو الكفاءة والخبرة الجيدة، أو اختيار نوع الأوراق المالية المستثمرة في الصندوق، وطرق الإفصاح وإظهار المعلومات المتعلقة بالصندوق، وحماية حقوق حملة الوثائق، فكان لابد من وجود نظام لمراقبة آلية عمل تلك الصناديق وذلك حرصا على المحافظة على أموال المستثمرين والتقليل من المخاطر.

1.1. مشكلة البحث: انطلاقا مما سبق فان الاشكالية المراد دراستها في هذا البحث نصيغها كالاتي:

ما مدى انعكاس مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم العادية في سوق الأسهم السعودي؟

2.1. الأسئلة الفرعية:

- ما المقصود بصناديق الاستثمار، وما هي أهميتها؟

- هل هناك علاقة ارتباط بين صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي؟

3.1. فرضيات الدراسة: اعتمدنا في بحثنا هذا على مجموعة من الفرضيات تمثلت في:

- صناديق الاستثمار هي عملية استثمار المدخرات المجمعمة من خلال توزيعها على أدوات سوق رأس المال المختلفة مثل شهادات الإيجار والأسهم بطريقة متوازنة، وتبرز أهمية هذه الصناديق في كونها أحد أهم الأساليب الحديثة والفعالة في تنشيط حركة التعاملات في أسواق الأوراق المالية من خلال توسيع قاعدة المتعاملين داخل هذه الأسواق.

- هناك تأثير إيجابي لصناديق الاستثمار السعودية (عدد الصناديق، اجمالي الأصول وعدد المشتركين) على مؤشر عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

4.1. أهمية الدراسة:

تأتي أهمية البحث من الدور الذي يمكن أن تؤديه مؤشرات صناديق الاستثمار في التأثير والتأثر بالأسهم العادية المتداولة في سوق الأسهم السعودي، وإعطاء الثقة للمستثمر بهذه الصناديق كونها أداة استثمارية حديثة تخدم جميع فئات المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات.

5.1. أهداف الدراسة: تهدف الدراسة الى ما يلي:

- تقديم توضيح كافي للإطار النظري للدراسة.
- إبراز دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتحفيز أداء سوق الأسهم السعودي من خلال محاولة جذب واستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها إلى الاستثمارات الأكثر عمقا وتوسعا وذلك خلال الفترة محل الدراسة.

6.1. منهجية الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي وهذا للإمام والإحاطة بمختلف الجوانب النظرية التي تخص القيمة الأسهم العادية وصناديق الاستثمار، كما تم استخدام المنهج الكمي في الدراسة التطبيقية لاستخراج علاقة الارتباط وأثر صناديق الاستثمار على مؤشر الأسهم العادية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1996-2017) باستخدام نموذج قياسي.

7.1. الدراسات السابقة: من أبرزها:

- رسالة جهاد فيصل جهاد الجليحاي (2019)، مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد من جامعة كربلاء والحاملة لعنوان: صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة (2000-2017)"، حيث هدفت الدراسة الى تحليل متطلبات تأسيس صناديق الاستثمار وبيان مدى توافرها في العراق، وذلك من خلال دراسة تجربة صناديق الاستثمار في إحدى الدول العربية المتمثلة في المملكة العربية السعودية، وخلصت الدراسة أنه توجد علاقة ارتباط موجبة قوية ذات دلالة احصائية معنوية بين اجمالي أصول صناديق الاستثمار ومؤشرات الأسواق المالية، وعلاقة ارتباط متوسطة مع عدد الأسهم المتداولة.

- دراسة فنازي فطيمة الزهراء (2019)، وهي مقال منشور في مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، جامعة أم البواقي، الجزائر، المجلد 06، العدد 03، تحت عنوان: تقييم قدرة صناديق الاستثمار الاسلامية على تعزيز نشاط الصناعة المالية الاسلامية -دراسة حالة عينة من صناديق الاستثمار الاسلامية السعودية-، حيث هدفت الطالبة من خلال هذا المقال الى الوقوف على قدرة هذه الصناديق في تعزيز نشاط السوق المالية الاسلامية من خلال دراسة حالة عينة من صناديق الاستثمار التابعة لبنوك اسلامية سعودية، وتوصلت الدراسة الى أن صناديق الاستثمار السعودية وفرت البنية الأساسية لنشاطها والمتمثلة في الأوراق المالية، كما تؤمن مبادرة العديد من البنوك الى تأسيس وإدارة هذه الصناديق.

✓ أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الجهود المعرفية السابقة:

تلخيصا لما سبق ذكره على الجهود المعرفية السابقة، فقد ركزت على أهمية صناديق الاستثمار وعوامل نجاحها في الأسواق المالية التي تتميز بقدر من الكفاءة وتسودها قوانين السوق التنافسية، واعتمدت في دراسة العلاقة بين المتغيرات على دراسة وصفية تحليلية وعلى برامج احصائية مثل: spss و Excel وعلى مجموعة من الاستبيانات الموزعة على المستثمرين في سوق الأوراق المالية، في حين تميزت دراستنا بأنها دراسة قياسية لإظهار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، من خلال الاعتماد على برنامج Eviews10، وتقدير معلمات النموذج بطريقة المربعات الصغرى.

8.1. خطة الدراسة: من أجل الاجابة على الاشكالية الرئيسية واختبار فرضيات الدراسة، تطرقنا الى ماهية الأسهم العادية، ثم تطرقنا الى لمحة حول صناديق الاستثمار، وفي الأخير تطرقنا الى دراسة تأثير نشاط صناديق الاستثمار على حركة الأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال (1996-2017).

2. ماهية الأسهم العادية:

تتوفر الأسواق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة للأوراق المهجنة والمشتقات المالية، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوية، فهي بهذا تؤدي دورا جديا مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها ضروريا في أي اقتصاد.

1.2. تعريف الأسهم العادية:

- عرّفت الأسواق المالية على أنها: طريقة لتداول الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، أو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع عدد من الأسهم والسندات وشرائها داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. (يحيى، 2018-2019، صفحة 05).

ويعرّف السهم في حقيقته عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها، وتحويل له بصفته هذه، ممارسة حقوقه في الشركة (مفتاح وسلطان، 2013، صفحة 277)، وتعرف الأسهم العادية بأنها، حصة في ملكية المنشأة تمنح صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات اتجاه الآخرين، كما يحق لحاملها الاشتراك في إدارة المنشأة (إسماعيل و صالح، 2016، صفحة 06)، وتحوّل حقوقا لحاملها، منها: (آل سليمان، 2005، صفحة 120، 121)

1. حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.
2. حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
3. حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها.
4. حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
5. حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
6. حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريقة البيع في السوق المالية، أو بغيرها من الطرق.
7. حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
8. حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

ومن وجهة نظر المنشأة تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة، كما أن المنشأة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في السنوات التي تحققت فيها الأرباح، هذا إلى جانب إصدار المزيد من الأسهم العادية، الذي من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، وبالتالي، يزيد حجم الطاقة

الاقتراضية للمنشأة، ويزيد من قدرتها في الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة. (هندي، 2008، صفحة 07)

- كما تتميز الأسهم العادية بخاصيتين أساسيتين وهي كالتالي: (بن العارية و بلباي، بدون سنة نشر، صفحة 46، 47)
 01- أنها تمنح مقسوم الأرباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للأرباح من قبل الشركة، أي أن الشركة تدفع مقسوم نقدي كأرباح إلى المستثمر، بمعنى آخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول على مقسوم الأرباح.
 02- بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الأسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل.

3. لحة حول صناديق الاستثمار:

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

1.3. مفهوم صناديق الاستثمار:

عرفها نزيه عبد المقصود محمد مبروك على أنها: مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وللإقتصاد الوطني ككل. (مبروك، 2007، صفحة 88)

2.3. تطور صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي:

يمثل الجدول الموالي تطور عدد الصناديق العاملة في السعودية، وعدد المشتركين فيها بالإضافة إلى التطور في حجم أصولها.

الجدول رقم (01): إجمالي الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وإجمالي الأصول المالية التي تديرها للفترة (2000-2020).

السنة	عدد الصناديق العاملة	إجمالي أصول الصناديق مليار ريال	عدد المشتركين في نهاية الفترة المالية	معدل نمو أصول الصناديق	معدل نمو المشتركين
2000	138	38.56	95.800	/	/
2001	138	50.06	173.999	%30	%82
2002	143	48.82	165.044	%-2	%-5
2003	170	53.87	172.197	%10	%4
2004	188	60.32	198.357	%12	%15
2005	199	136.97	568.284	%127	%186

2006	214	84.1	499.968	%-39	%-12
2007	252	105.1	426.085	%25	%-15
2008	262	74.81	374.975	%-29	%-12
2009	244	89.55	356.331	%20	%-5
2010	243	94.74	320.415	%6	%-10
2011	249	82.19	293.905	%-13	%-8
2012	240	88.07	275.624	%7	%-6
2013	236	103.18	258.110	%17	%-6
2014	252	110.71	246.031	%7	%-5
2015	270	102.90	236.977	%-7.1	%-3.7
2016	275	87.84	224.411	%-14.6	%-5.3
2017	273	110.20	238.445	% 25.5	% 6.3
2018	249	111.9	232.600	%1.5	%39.5
2019	253	160.0	329.700	%43.00	%-0.9
2020	254	209.7	358.900	%31.3	%8.8

المصدر: - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018، صفحة 99.

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2021، صفحة 148.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن النمو في أصول الصناديق الاستثمارية كان بشكل متناسق إلا أنه قفز عام 2005 إلى مستوى عال جدا نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار النفط، وعرف نمو الصناديق تذبذبا في السنوات الأخرى إلى غاية سنة 2007 (عام الأزمة المالية العالمية)، فقد عصفت هذه الأزمة بالاقتصاد العالمي وكان لها تأثيرات مباشرة على الاقتصاد السعودي من خلال حدوث تباطؤ في نمو اقتصاده وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية) وانخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي للمملكة، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضا اتجاه معظم عملاء الشركاء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام للسوق المالي السعودي حوالي 56 نقطة مقارنة بالعام الماضي، ولتفقد القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المصدرة حوالي 52% من قيمتها (هيئة، 2008)، وانخفضت أسعار النفط إلى أدنى مستوى لها عام 2009 مسببة هزة مالية للاقتصاد السعودي، الذي يعتمد على الصادرات النفطية والتي تشكل أكثر من 45% من إيرادات المملكة العربية السعودية.

كما شهدت سنتي 2012 و2013 انخفاضا في عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى 240 و236 صندوقا على التوالي، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وإلى تجميد هيئة السوق المالي لعمل بعض الصناديق نتيجة لعدم الإفصاح والشفافية على التقارير المالية. (عبو، 2015، 2016، صفحة 174)

كما انخفض عدد صناديق الاستثمار التي تديرها شركات الاستثمار في المملكة عام 2017 بنسبة 0.7% ليصل إلى 273 صندوقا، وارتفع إجمالي أصول الصناديق نحو 25.5% لتصل إلى نحو 110.2 مليار ريال نهاية عام 2017، ومن

جهة أخرى يلاحظ الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية بالانخفاض المتزايد في عدد المشتركين في الصناديق حتى نهاية عام 2017، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار. (عريبات، 2017، صفحة 84).

وفي ذات السياق، انخفض عدد الصناديق التي تديرها شركات الاستثمار سنة 2018 بنسبة 8.8 بالمائة ليصل إلى 249 صندوقاً باجمالي أصول وصل إلى 111.9 مليار ريال، وارتفع عدد صناديق الاستثمار في عام 2019 بنسبة 1.6 بالمائة ليصل إلى 253 صندوق، في حين شهد عام 2020 ارتفاعاً في عدد صناديق الاستثمار التي تديرها شركات في المملكة بنسبة 0.4% ليصل إلى 254 صندوقاً، وارتفع إجمالي أصول الصناديق بنحو 31.1%، ليصل إلى نحو 209.7 مليار ريال، وعليه، ارتفعت الأصول المحلية لصناديق الاستثمار بنسبة 12.1%، لتصل إلى نحو 149.6 مليار ريال، بينما ارتفعت الأصول الأجنبية لصناديق، لتصل بنسبة 126.9% لتصل إلى نحو 60.2 مليار ريال. وقد شكلت الاستثمارات الأجنبية ما نسبته 28.7% من إجمالي أصول الصناديق مقابل 71.3% للأصول المحلية، في حين بلغ عدد المشتركين في صناديق الاستثمار قرابة 358.9 ألف مشترك بنهاية عام 2020، بارتفاع نسبته 8.8% عن العام السابق. (السعودي، 2020، صفحة 146، 147)

وعن تأثير صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي بفيروس كورونا، فقد اتفق خبراء بذات القطاع بشأن تأثيرات جائحة كورونا على أداء الصناديق منذ ظهور الجائحة إلى غاية شهر جوان 2020، أن المدراء ومسؤولي الصناديق تعلموا من أزمة 2008 وأصبحوا مهيعين لأي مخاطر أو أزمات قادمة، كما يروا أن الآثار السلبية للجائحة خلقت فرصاً كثيرة في عدة قطاعات يجب انتهازها.

ويرى الشماسي (الرئيس التنفيذي لشركة دراية المالية) أن صناديق أدوات الدين وصناديق المراجحات وأسواق النقد حصلت على اشتراكات عالية ووصلت إلى ما يقارب 6 مليار ريال بعدما كانت لا تتجاوز 1.5 مليار ريال، بالإضافة إلى صناديق المراجحات ضخت ما يقرب من 10 مليارات ريال ورغبة الأفراد في الاستثمار في استثمارات آمنة. (https://www.sanadeq.com/2020/06/,05/03/2022, 18.25)

4. دراسة تأثير نشاط صناديق الاستثمار على حركة الأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال (1996-2017).

ستعرض في هذا المحور إلى دراسة تأثير نشاط صناديق الاستثمار على عدد الأسهم العادية في سوق الأسهم السعودي بالاستعانة بنموذج قياسي، وفيما يلي المتغيرات التي سنستخدمها في بناء نموذج الدراسة.

1.4. بناء نموذج الدراسة: شملت هذه الدراسة ثلاثة متغيرات مستقلة هي:

- عدد الصناديق (NF): يعبر عن إجمالي عدد الصناديق المغلقة والمفتوحة المتداولة في سوق الأسهم السعودي.
- إجمالي الأصول (TA): ونعني بها التقييم النقدي للأصول التي من الممكن أن يتشكل منها صندوق الاستثمار، حيث تكون هذه الأصول موزعة حسب نوع الاستثمار في سوق الأسهم السعودي، والتي تتشكل أساساً من: أسهم محلية، أسهم أجنبية، سندات وصكوك محلية، سندات أجنبية، أدوات نقدية محلية، أصول محلية أخرى وأصول أجنبية أخرى بالإضافة إلى استثمارات عقارية.

- عدد المشتركين (NS): يعبر عدد المشتركين عن عدد الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الذين يقومون بشراء الوثائق التي يصدرها مدراء الصناديق بمناسبة إنشاء صندوق الاستثمار، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار.

- أما المتغير التابع فيتمثل في عدد الأسهم المتداولة رمزه (NAE) ويعبر عن العدد الإجمالي للأسهم التي تم بيعها وشراؤها في السوق.

وقد غطت الدراسة الفترة المحددة من 1996-2017، باستخدام بيانات مستقاة من صندوق النقد العربي السعودي وهيئة السوق المالية، ويأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن عدد الأسهم المتداولة في توليفة من مؤشرات صناديق الاستثمار، كما يلي: (أنظر الملحق رقم 01 بالصفحة 14).

$$NAE = b_0 + b_1 * NF + b_2 * TA + b_3 * NS + \mu$$

ولتقدير معالم النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وبالاعتماد على برنامج Eviews10 وبعد القيام بالتعديلات المناسبة، ظهرت نتائج تقدير النموذج الخطي كالتالي:

الجدول رقم (02): نتائج تقدير النموذج الخطي

Dependent Variable: NAE				
Method: Least Squares				
Date: 09/10/19 Time: 02:01				
Sample: 1996 2017				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-53334.96	12790.47	-4.169897	0.0006
NF	490.7262	146.3661	3.352731	0.0035
TA	-1.279590	1.951048	-0.655847	0.5202
NS	-0.014896	0.046674	-0.319162	0.7533
R-squared	0.767774	Mean dependent var	34074.30	
Adjusted R-squared	0.729070	S.D. dependent var	29558.45	
S.E. of regression	15385.45	Akaike info criterion	22.28320	
Sum squared resid	4.26E+09	Schwarz criterion	22.48157	
Log likelihood	-241.1152	Hannan-Quinn criter.	22.32993	
F-statistic	19.83695	Durbin-Watson stat	1.572213	
Prob(F-statistic)	0.000006			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

وله، تقدر المعادلة كما يلي:

$$NAE = -53334.96 + 490.72 * NF - 1.27 * TA - 0.01 * NS + \mu$$

$$T_c (-4.16) (3.35) (-0.65) (-0.31)$$

$$\alpha = 0.000022 \quad F = 19.83 \quad DW = 1.57 \quad R^2 = 0.7677 \quad n = 22$$

حيث \widehat{NAE} القيمة المقدرة لعدد الأسهم المتداولة.

2.4. الدراسة الاقتصادية للنموذج: من خلال النموذج المقدر يمكن توضيح ما يلي:

- تدل الإشارة الموجبة للمتغير NF على وجود علاقة طردية بين عدد الصناديق والأسهم المتداولة، وذات معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 5%؛ أي إذا زاد عدد صناديق الاستثمار بوحدة واحدة، ارتفعت الأسهم المتداولة بـ: 490.72 وحدة.

- تدل الإشارة السالبة للمتغير **TA** على وجود علاقة عكسية بين إجمالي الأصول وعدد الأسهم المتداولة، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **TA** لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في الأسهم المتداولة.
- تدل الإشارة السالبة للمتغير **NS** على وجود علاقة عكسية بين عدد المشتركين وعدد الأسهم المتداولة، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **NS** لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في الأسهم المتداولة.

3.4. الدراسة الإحصائية للنموذج:

- **معامل التحديد:** أظهرت نتائج الجدول (02) أن معامل التحديد يساوي $R^2=0.767774$ ، وهي تدل عن قوة تفسيرية عالية للنموذج المقدر، وتبين أن 76.77% من التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة تفسرها وتسببها التغيرات في مؤشرات صناديق الاستثمار، والباقي 23.23% يرجع إلى عوامل عشوائية أخرى، وكذا متغيرات لم تؤخذ بعين الاعتبار في النموذج.

1. اختبار المعنوية

أ- اختبار معنوية المعامل

- اختبار ستودنت **T test**

- من خلال الجدول رقم (02) نلاحظ أن قيمة ستودنت أكثر من القيمة الجدولية في المتغير **NF**، حيث إن $N=22$ ومستوى المعنوية 0.05، وبالتالي، نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل بوجود علاقة بين المتغير **NF** وعدد الأسهم المتداولة.

ب- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

- اختبار فيشر **F test**

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

2. تشخيص النموذج

أ- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

- لدينا قيمة $d_{cal}^*=1.57$ بمقارنتها بالقيمتين الجدوليتين $d_1^*=1.22$ و $d_2^*=1.42$ عند $k'=3$ و $n=22$ ، نجد أنها تقع في مجال عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، وللتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي نلجأ لاختبارات الارتباط الذاتي (Autocorrelation, Breusch-godfrey correlation LM test)، حيث:

الجدول رقم (03): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Date: 09/10/19 Time: 02:18 Sample: 1996 2017 Included observations: 22						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.138	0.138	0.4775	0.490
		2	-0.016	-0.035	0.4841	0.785
		3	-0.014	-0.007	0.4896	0.921
		4	-0.190	-0.191	1.5477	0.818
		5	-0.156	-0.109	2.3036	0.806
		6	0.222	0.264	3.9307	0.686
		7	-0.090	-0.186	4.2187	0.754
		8	-0.187	-0.203	5.5331	0.699
		9	-0.217	-0.250	7.4481	0.591
		10	-0.033	0.130	7.4946	0.678
		11	-0.229	-0.271	10.006	0.530
		12	0.003	-0.156	10.006	0.615

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقى النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي. ب- اختبار عدم ثبات التباين: للكشف عن عدم ثبات التباين نستخدم الاختبار الموضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم (04): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0.597225	Prob. F(3,18)	0.6250	
Obs*R-squared	1.991589	Prob. Chi-Square(3)	0.5742	
Scaled explained SS	1.252448	Prob. Chi-Square(3)	0.7405	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 09/10/19 Time: 02:20 Sample: 1996 2017 Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.60E+08	2.33E+08	0.689599	0.4992
NF	-1723586.	2662659.	-0.647318	0.5256
TA	23647.03	35493.03	0.666244	0.5137
NS	970.9098	849.0750	1.143491	0.2678

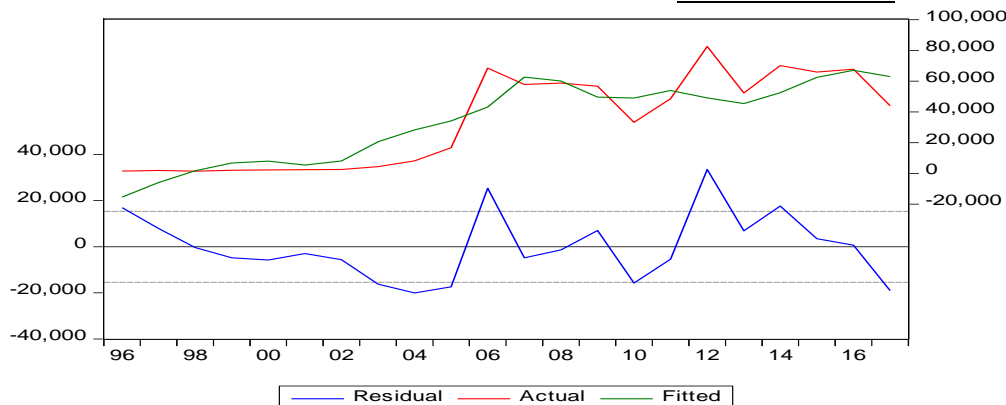
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

حسب هذا الاختبار فإن Prob F أكبر من 0.05؛ وهذا ما يعني أن F ليست معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم ثبات التباين.

3. جودة واستقرارية النموذج

أ- جودة النموذج: من أجل دراسة مدى جودة النموذج لابد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (01): القيم الحقيقية والمقدرة والبواقى (جودة النموذج)

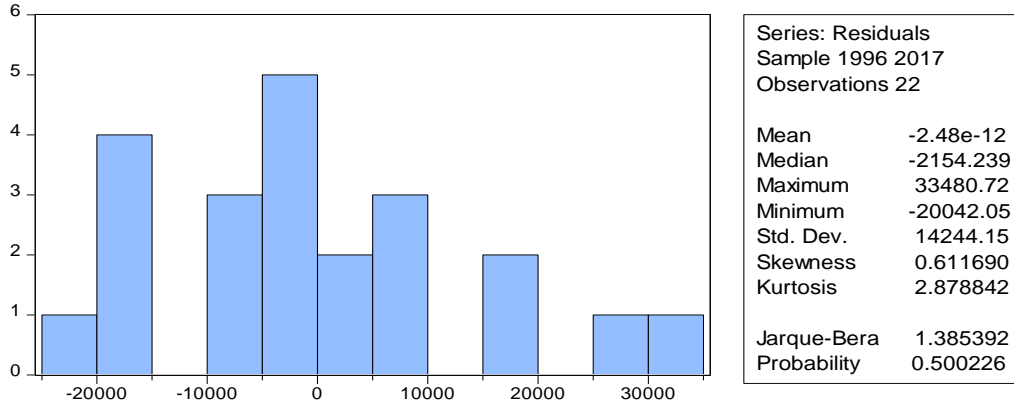


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

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

ب- التوزيع الطبيعي: من خلال الشكل الآتي يمكن معرفة خضوع النموذج للتوزيع الطبيعي من عدمه:

الشكل رقم (02): التوزيع الطبيعي للبواقي.



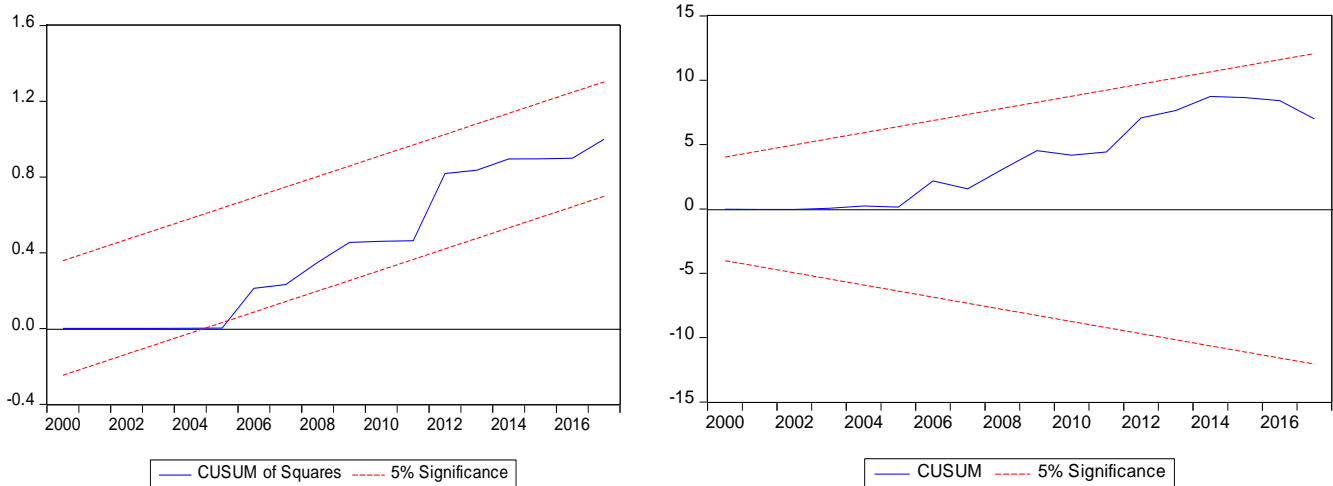
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي نستخدم Jarque-Bera، فوجد أن نتيجة الاختبار كانت غير معنوية ($\alpha > 0.05$) وهو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي، ومن خلال قيمة $J-B=1.38$ أقل من $\chi^2=5.99$ وهو ما يؤكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي.

ج- اختبار الاستقرار

للتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، لابد من استخدام أحد الاختبارات الآتية: المجموع التراكمي للبواقي CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم (03): نتائج اختبار استقرار النموذج



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM Test، وCUSUM of Squares Test داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقرارية النموذج.

5. خاتمة:

من خلال ما سبق ذكره، وبعد التطرق الى دراسة أثر نشاط مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة - سوق الأسهم السعودي أمودجا-، اتضح أن الأسواق المالية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، إذ إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه هذه الأسواق هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، حيث تقوم الصناديق الاستثمارية بدور مهم في مجال تعبئة الادخار وإدارتها محققة بذلك جملة من المزايا التي تعود إلى الجهات التي تعمل معها.

1.5. اختبار الفرضيات: بعد الدراسة كانت نتائج اختبار الفرضيات كالآتي:

- الفرضية القائلة بأن صناديق الاستثمار هي عملية استثمار المدخرات المجمع من خلال توزيعها على أدوات سوق رأس المال المختلفة، فرضية صحيحة كون هذه الأخيرة تعتبر أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتدار وفقا لإستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة.

- أثبتت الدراسة القياسية وجود علاقة طردية بين عدد صناديق الاستثمار وعدد الأسهم المتداولة، واتضح من خلال معامل التحديد أن حوالي 76.77% من التغيرات التي الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة سببها التغيرات الحادثة في مؤشرات صناديق الاستثمار، وهو ما يعني قبول الفرضية الثانية وتأكيد صحتها.

ومن خلال نتائج الانحدار لمعرفة مدى تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على حركة وتداول الأسهم العادية داخل سوق الأسهم السعودي للفترة (1996-2017) اتضح أن:

2.5. نتائج الدراسة: يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة في النقاط الآتية:

- وجود عدد معتبر من الصناديق الاستثمارية المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث قامت البنوك التجارية السعودية وشركات الاستثمار بطرح عديد صناديق الاستثمار، التي تختلف باختلاف الأهداف والسياسات الاستثمارية ومجالات الاستثمار، أما فيما يخص سوق الأسهم السعودي فقد تأثر أداءه بعدد الأزمات، ولعل من أهمها الأزمة المالية العالمية سنة 2008، انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية سنة 2014، أزمة الديون السيادية لليونان سنة 2011 وأزمة ما يسمى بالربيع العربي، التي انطلقت في بعض الدول العربية خلال أواخر عام 2010 ومطلع 2011.

- أظهرت الدراسة القياسية أن الإشارة الموجبة للمتغير NF على وجود علاقة طردية بين عدد الصناديق والأسهم المتداولة، كما أظهر نفس النموذج أن الإشارة السالبة للمتغيرين TA وNS على وجود علاقة عكسية بين كل من إجمالي الأصول، عدد المشتركين وبين عدد الأسهم المتداولة، لكن من خلال مستوى الدلالة فان TA وNS لا يدخلان في تفسير التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة.

- في ذات السياق، فقد تبين من خلال معامل التحديد (R^2) أن 76.77% من التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة تفسرها وتسببها التغيرات في مؤشرات صناديق الاستثمار، في حين أن نسبة المتبقية المقدرة ب: 23.23% تفسرها متغيرات أخرى خارج النموذج.

3.5. التوصيات: على ضوء النتائج المستخلصة من الدراسة تمّ التوصل إلى مجموعة من التوصيات أهمها:

◀ استخدام آلية للحد من التراجع التصحيحي أو التذبذب الكبير في أسعار الأسهم، ولا يتم ذلك إلا بوجود صناع السوق، فدخل صناديق الاستثمار في هذه الآلية يساهم في حفظ توازن السوق، وعدم تعرضه لأي هزة قد تؤثر على السوق وعلى صناديق الاستثمار.

◀ الشفافية في تقديم المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار لزيادة ثقة المستثمرين، وبالتالي، زيادة الطلب على المشاريع الاستثمارية في الأسواق المالية، وإصدار تشريع ينص على تشديد نظام الرقابة على أعمال صناديق الاستثمار، وتحديد الحد الأدنى لحجم الصفقات التي يقوم بها حتى يتجنب المنافسة مع صغار المستثمرين، ومن ثمة، سيؤدي إلى خروجهم من السوق.

6. قائمة المراجع:

- إبراهيم يعقوب إسماعيل، وهلال يوسف صالح. (2016). إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية، 17 (02).
- أحمد حسن محمود عربيات. (2017). أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي. أطروحة دكتوراه في المصارف الإسلامية، 84. عمان، الأردن، كلية الدراسات العليا: جامعة العلوم الإسلامية العالمية.
- أرشد فؤاد التميمي. (2009). الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد. (2005). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. المملكة العربية السعودية: دار كنوز اشبيليا.
- بن العارية حسين، وبلبالي عبد السلام. (بدون سنة نشر). قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015. مجلة الاقتصاد وإدارة الاعمال، 01 (02).
- حسن عبد الله كاظم. (2005). استخدام نموذج (benzion and yogil) في تقييم الأسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية. مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلة علمية دورية فصلية محكمة تصدرها كلية الإدارة والاقتصاد، 07 (01).
- عبو عمر. (2015، 2016). الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة الشلف.
- كرار سليم عبد الزهرة، عوجه حسنين كاظم، وطلب حسنين راغب. (بدون سنة نشر). قياس القيمة العادلة للأسهم باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية.
- مبروك نزيه عبد المقصود محمد. (2007). صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي. مصر: دار الفكر الجامعي.
- مفتاح صالح، و سلطان مونية. (2013). الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق ماليزيا. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية (العدد 13).

- مقال بعنوان: صناديق الاستثمار السعودية تعاملت باحترافية مع الجائحة بعكس أزمة انهيار السوق 2008، معروض على شبكة الانترنت عبر الموقع وساعة الاطلاع: 18.25, 05/03/2022, <https://www.sanadeq.com/2020/06/>
- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي (2020). التقرير السنوي السادس والخمسون.
- هندي منير إبراهيم. (2008). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية. مصر: منشأة المعارف.
- هيئة السوق المالية. (2008). التقرير السنوي.
- يحيى سعاد. (2018، 2019). دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها -دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015). - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة بسكرة.

7. الملاحق:

الملحق رقم (01): إجمالي مؤشرات صناديق الاستثمار وعدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1996-2017).

الفترة	عدد الصناديق	إجمالي الأصول مليار ريال	عدد المشتركين بالآلاف	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم
1996	83	1666	45136	1531.00
1997	104	2143	63307	1957.00
1998	121	25	69543	1413.10
1999	134	3468	79322	2028.53
2000	138	3856	95800	2258.29
2001	138	5006	173999	2430.11
2002	143	4882	165044	2518.08
2003	170	5387	172197	4437.58
2004	188	6032	198357	8206.23
2005	199	13697	568284	16712.64
2006	214	841	499968	68515.00
2007	252	1051	426085	57829.00
2008	262	7481	374975	58726.00
2009	244	8955	356331	56685.00
2010	243	9474	320415	33255.00
2011	249	8219	293905	48544.60
2012	240	8807	275624	82544.90
2013	236	10318	258110	52306.30

70118.40	246031	11071	252	2014
65920.00	236977	10290	270	2015
67729.2	224411	8784	275	2016
43968.7	238445	11020	273	2017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- هيئة السوق المالية، 2007، الصفحة 52.

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، 2012، الصفحة 244.

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، 2013، 2017، الصفحة 87، 92.

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، 2013، الصفحة 87، 230.