



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم التمويل والمصارف

ماجستير الأسواق المالية

صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في اختصاص الأسواق المالية

إعداد الطالبة:

سيراء عبد الرؤوف الخليل

إشراف:

أ.د أحمد العلي



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة دمشق

كلية الاقتصاد - قسم التمويل والمصارف

نوقشت رسالة الطالبة: سیراء عبد الرؤوف الخلیل الموسومة بعنوان:

"صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)"

وأجيزت يوم الاثنين الواقع في 2026\5\4 من قبل الأساتذة أعضاء لجنة الحكم:

الاسم	الصفة	التوقيع
الدكتور أحمد العلي الأستاذ في قسم التمويل والمصارف	عضواً مشرفاً	
الدكتور نوار هاشم الأستاذ المساعد في قسم التمويل والمصارف	عضواً	
الدكتور رغيد قصوعة المدرس في قسم التمويل والمصارف	عضواً	

تم إجراء التعديلات المطلوبة وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الماجستير في التمويل والمصارف.

إقرار

أنا الطالبة سیراء عبد الرؤوف الخلیل

أصرّح بأن هذا البحث المقدم لنيل درجة الماجستير بعنوان " : صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط التداول في

سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

هو من إنجازي، ونتاج علمي وجهدي ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

سیراء عبد الرؤوف الخلیل



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ
إِلَى عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ﴾ (١٠٥) التوبة .

شكر وتقدير

الحمد لله على ما أنعم وأعان، وبفضله يتحقق التوفيق والتيسير، وما كان لهذه الرسالة أن تتم لولا توفيقه وعونه، فله الحمد على ما سخر وهباً من أسباب أدت إلى إنجاز هذه الرسالة المتواضعة.

أتقدم بوافر الشكر وعظيم التقدير لأستاذي المشرف الدكتور أحمد العلي على ما بذله من جهد كريم في متابعة هذا العمل منذ مراحله الأولى وحتى اكتماله، وعلى ما قدمه لي من وقت وتوجيه علمي، وملاحظات بناءة أسهمت في صقل الفكرة البحثية وتطوير محتوى الرسالة، وقد كان لحرصه المتواصل وتشجيعه المستمر أثر كبير في تذليل الصعوبات ودفعي إلى الاستمرار بإصرار واجتهاد.

وكما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة الموقرين الدكتور تّوار هاشم والدكتور رغيد قصوة لقبولهما تحكيم هذه الأطروحة وتحملها عناء مراجعتها وتدقيقها في سبيل تزويدي بالملاحظات والتوجيهات التي من شأنها أن تُغني هذا البحث وتثريه.

ولا يفوتني أيضاً أن أتوجه بالشكر لكل من قدم لي الدعم والمساندة خلال فترة إعداد هذه الرسالة، سواء على الصعيد العلمي أو المعنوي، من أساتذة وأفراد العائلة وزملاء وأصدقاء، الذين كان لحضورهم ومساندتهم دور مهم في تجاوز مراحل البحث وتحقيق هذا الإنجاز والشكر موصول لكلية الاقتصاد في جامعة دمشق وإلى أعضاء الهيئة التدريسية لتفضّلهم بقبول هذه الرسالة وإتمام دراستي للحصول على درجة الماجستير.

وإلى كلّ من وضع لبنه في هذا العمل، أتقدم بخالص الشكر والتقدير، راجية من الله أن يجعل هذا الجهد خالصاً لوجهه الكريم وأن ينفع به، وأن يكون خطوة في طريق البحث العلمي وخدمة المعرفة.

الإهداء

إليك يا من علّمتني أن العلم هو الطريق الأجمل، وأن الاجتهاد هو مفتاح كل باب
إليك يا من كنت مثلاً للصبر والحكمة، والذّاعم الصّامت الذي لا يتأخّر
أهدي هذا الإنجاز عرفاناً لثقتك التي منحني إياها دائماً.....

إليك أبي الغالي

وإليك يا من كنت الدّعاء الذي لا ينقطع، واليد التي تمتدّ بالطمأنينة كلما ضاق الطريق
وإليك يا من منحني القوّة، واحتويت ضعفي، وكنت السند الأول في كل خطوة
أهدي هذا العمل تقديراً لحنانك الذي لا يقاس، ولحبك الذي لا يشبه شيئاً.....

إليك أمي الغالية

وإليك يا من كان حضوركم سنداً لا يميل، ورفقة تخفّف الطريق مهما طال،
يا من شاركني الضّحكات، واحتويتم تعبي بصمت يفهم أكثر ممّا يُقال
أهدي هذا العمل تقديراً لقلوبكم التي كانت دائماً موطناً للأمان والدّعم.....

إليك إخوتي

إلى من كانت صحبتهنّ تخفّف التعب وتجمل الأيام،
إلى من شاركني الطريق بحب وصدق
أهدي هذا العمل امتناناً لوجودكنّ الجميل في حياتي.....

إلى صديقاتي

وفي ختام الإهداء... شكراً لكل من كان سبباً في وصولي إلى هنا.

فهرس المحتويات

المخلص العام للدراسة.....	ش
1- مقدمة.....	ش
2- مشكلة البحث.....	ص
3- أهداف البحث.....	ص
4- أهمية البحث.....	ض
5- متغيرات البحث.....	ض
6- منهج البحث.....	ظ
7- فرضيات البحث.....	ظ
8- حدود البحث.....	ع
9- الدراسات السابقة.....	غ
9-1 الدراسات باللغة العربية.....	غ
9-2 الدراسات باللغة الأجنبية.....	ق
10- التعليق على الدراسات السابقة.....	م
الفصل الأول: صناديق الاستثمار (إطارها النظري ومحددات أدائها).....	1
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لصناديق الاستثمار.....	2
أولاً: صناديق الاستثمار (نشأتها ومفهومها).....	2
1- نشأة صناديق الاستثمار.....	2
2- مفهوم صناديق الاستثمار.....	4
ثانياً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار.....	6
ثالثاً: أنواع صناديق الاستثمار.....	8
1- صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال.....	8
2- صناديق الاستثمار وفق الأهداف المقررة.....	11
3- صناديق الاستثمار وفق مكونات التشكيلة.....	12
4- صناديق الاستثمار وفق عنصر الضمان.....	14
5- صناديق الاستثمار وفق تكلفة البيع.....	14
6- أنواع أخرى لصناديق الاستثمار.....	15
رابعاً: مخاطر صناديق الاستثمار.....	16

- 1- المخاطر الخاصة بالصندوق (تنظيمية وهيكلية)..... 16
- 2- المخاطر الخاصة بأسعار وثائق الصندوق..... 18
- المبحث الثاني: إدارة صناديق الاستثمار ومعايير تقييم أدائها..... 19
- أولاً: إدارة صناديق الاستثمار 19
- 1- استراتيجيات إدارة صناديق الاستثمار 19
- 2- شروط إدارة صناديق الاستثمار..... 22
- ثانياً: تقييم أداء صناديق الاستثمار..... 22
- 1- أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار..... 23
- 2- معايير تقييم أداء صناديق الاستثمار 24
- الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية..... 33
- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية..... 34
- أولاً: التطور التاريخي للأسواق المالية..... 34
- ثانياً: مفهوم الأسواق المالية..... 36
- ثالثاً: أركان الأسواق المالية ووظائفها..... 38
- 1- أركان الأسواق المالية..... 38
- 2- وظائف الأسواق المالية..... 39
- رابعاً: أنواع الأسواق المالية..... 40
- 1- الأسواق المالية حسب تاريخ الاستحقاق..... 41
- 2- الأسواق المالية بحسب توقيت التنفيذ..... 42
- 3- الأسواق المالية بحسب إصدار الأوراق المالية..... 43
- 4- الأسواق المالية حسب درجة تنظيم عمليات التداول..... 44
- المبحث الثاني: الأسواق المالية (أدواتها وكفاءتها)..... 46
- أولاً: أدوات الأسواق المالية..... 46
- 1- أدوات سوق النقد..... 46
- 2- أدوات سوق رأس المال..... 48
- ثانياً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأنواعها..... 52
- 1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية..... 52
- 2- أنواع كفاءة الأسواق المالية..... 53

54.....	ثالثاً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها.....
55	1- متطلبات كفاءة الأسواق المالية.....
57	2- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.....
59.....	رابعاً: العلاقة بين حجم التداول وكفاءة الأسواق المالية.....
59	1- مفهوم حجم التداول وتعريفه.....
60	2- مؤشرات حجم التداول في الأسواق المالية.....
61	3- العوامل المؤثرة في حجم التداول في الأسواق المالية.....
62	4- انعكاس حجم التداول على كفاءة الأسواق المالية.....
63.....	خامساً: أثر كفاءة السوق على جذب المستثمرين وزيادة الثقة.....
63	1- الشفافية والعدالة.....
63	2- تقليل المخاطر وعدم اليقين.....
64	3- زيادة السيولة.....
64	4- تعزيز الثقة العامة وجذب الاستثمار.....
64	5- تخصيص رأس المال بكفاءة.....
65	المبحث الثالث: قنوات تأثير صناديق الاستثمار في الأسواق المالية.....
65.....	أولاً: أثر عمليات صناديق الاستثمار في السوق المالية.....
65	1- اقتصاديات الحجم وكفاءة التشغيل.....
66	2- الإدارة المحترفة.....
67	3- صناعة السوق.....
68	4- سلامة السوق.....
69.....	ثانياً: الآثار السلوكية لصناديق الاستثمار في التداول.....
69	1- مفهوم المالية السلوكية في إدارة الصناديق.....
70	2- الانحيازات السلوكية لمديري صناديق الاستثمار.....
72	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية المقارنة - تجربة السعودية وتركيا.....
73	المبحث الأول: الإطار النظري المقارن لصناديق الاستثمار في السعودية وتركيا.....
73.....	أولاً: السوق المالية في المملكة العربية السعودية.....
73	1- نشأة سوق الأوراق المالية السعودية.....
74	2- الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق المالية السعودية.....

75.....	ثانياً: صناديق الاستثمار في السعودية.....
76	1- التصنيف حسب الهيكل الرأسمالي.....
76	2- التصنيف حسب الأهداف الاستثمارية.....
76	3- التصنيف حسب مكونات المحفظة.....
77.....	ثالثاً: السوق المالية في الجمهورية التركية.....
77	1- نشأة سوق الأوراق المالية التركية.....
78	2- الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق المالية التركية.....
79.....	رابعاً: صناديق الاستثمار في تركيا.....
79	1- التصنيف التقليدي (قبل عام 2013).....
80	2- التصنيف الحديث (بعد عام 2014).....
81	المبحث الثاني: واقع صناديق الاستثمار ومساهمتها في الأسواق المالية.....
81.....	أولاً: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية السعودية.....
82.....	ثانياً: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار السعودية.....
84.....	ثالثاً: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية التركية.....
85.....	رابعاً: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار التركية.....
87.....	خامساً: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.....
87	1- نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية.....
88	2- نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية التركية.....
90	المبحث الثالث: التحليل المقارن لصناديق الاستثمار وأثره في التداول.....
90.....	أولاً: اختبار صناديق الاستثمار على مؤشرات التداول في السوق المالية السعودية.....
91	1- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية السعودية.....
91	2- اختبار تحديد فترة الإبطاء الملائمة.....
92	3- اختبار أثر صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية.....
94	4- اختبار أثر صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية.....
95	5- اختبار أثر صناديق الاستثمار على معدل الدوران في السوق المالية السعودية.....
97	6- الاختبارات التشخيصية.....
98.....	ثانياً: اختبار أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات التداول في السوق المالية التركية.....
98	1- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية.....

99	2- اختبار تحديد فترة الإبطاء الملائمة.....
100	3- اختبار أثر صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية التركّية.....
102	4- اختبار أثر صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية التركّية.....
103	5- اختبار أثر صناديق الاستثمار على معدل الدوران في السّوق الماليّة التركّية.....
105	6- الاختبارات التّشخيصيّة.....
108	النتائج.....
112	التوصيات.....
114	قائمة المراجع.....

فهرس الجداول

الجدول 1: مقارنة بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة	11
الجدول 2: الفرق بين الأسواق الأولية والثانوية	44
الجدول 3: مقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية	49
الجدول 4: مقارنة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	54
الجدول 5: مقارنة بين السوق المالية السعودية والسوق المالية التركية	79
الجدول 6: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة (2000-2023)	81
الجدول 7: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار السعودية للفترة (2000-2023)	83
الجدول 8: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية التركية للفترة (2000-2023)	84
الجدول 9: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار التركية للفترة (2000-2023)	86
الجدول 10: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار بالسوق المالي السعودي خلال المدة (2000_2023)	87
الجدول 11: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار بالسوق المالي التركي خلال المدة(2000_2023)	88
الجدول 12: نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فوئر المطور (ADF) للسوق المالي السعودي	91
الجدول 13: نتائج اختبار فترة الإبطاء الملائمة (Lag Length Criteria)	91
الجدول 14: نتائج اختبار التكامل المشترك لقيمة الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)	92
الجدول 15: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لقيمة الأسهم المتداولة	93
الجدول 16: نتائج اختبار التكامل المشترك لعدد الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)	94
الجدول 17: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لعدد الأسهم المتداولة	94
الجدول 18: نتائج اختبار التكامل المشترك لمعدل الدوران وفق اختبار الحدود (Bounds Test)	95
الجدول 19: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لمعدل الدوران	96
الجدول 20: نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي (Serial Correlation LM Test)	97
الجدول 21: نتائج اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test)	97
الجدول 22: نتائج اختبار جذر الوحدة للسوق المالي التركي لديكي فوئر المطور (ADF)	99
الجدول 23: نتائج اختبار فترة الإبطاء الملائمة (Lag Length Criteria)	99
الجدول 24: نتائج اختبار التكامل المشترك لقيمة الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)	100
الجدول 25: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لقيمة الأسهم المتداولة	101
الجدول 26: نتائج اختبار التكامل المشترك لعدد الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)	102
الجدول 27: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لعدد الأسهم المتداولة	102
الجدول 28: نتائج اختبار التكامل المشترك لمعدل الدوران وفق اختبار الحدود (Bounds Test)	103
الجدول 29: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لمعدل الدوران	104
الجدول 30: نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي (Serial Correlation LM Test)	105
الجدول 31: نتائج اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test)	105
الجدول 32: ملخص نتائج أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التداول في السوق السعودي	107
الجدول 33: ملخص نتائج أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التداول في السوق التركي	107

فهرس الأشكال

ط.....	الشكل 1: المتغيرات التابعة والمستقلة.....
5.....	الشكل 2: آلية عمل صناديق الاستثمار.....
7.....	الشكل 3: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار.....
8.....	الشكل 4: حجم الصندوق في حالة البيع والشراء للأوراق المالية.....
10.....	الشكل 5: توزيع إجمالي أصول صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في العالم.....
13.....	الشكل 6: الخليط التقليدي والمتنوع لمحفظة الصناديق المتوازنة (المختلطة).....
16.....	الشكل 7: تصنيف أنواع صناديق الاستثمار.....
22.....	الشكل 8: شروط إدارة صناديق الاستثمار.....
37.....	الشكل 9: آلية عمل الأسواق المالية.....
42.....	الشكل 10: الفرق بين أسواق النقد وأسواق رأس المال.....
58.....	الشكل 11: مستويات كفاءة الأسواق المالية.....
78.....	الشكل 12: الهيكل التنظيمي لبورصة اسطنبول.....
82.....	الشكل 13: تطور مؤشرات السوق المالية السعودية للفترة (2000-2023).....
84.....	الشكل 14: تطور عدد الصناديق وعدد المشتركين في صناديق الاستثمار السعودية للفترة (2000-2023).....
85.....	الشكل 15: تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية التركية للفترة (2000-2023).....
86.....	الشكل 16: تطور مؤشرات صناديق الاستثمار التركية للفترة (2000-2023).....
98.....	الشكل 17: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لقيمة الأسهم المتداولة.....
98.....	الشكل 18: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لعدد الأسهم المتداولة.....
98.....	الشكل 19: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لمعدل الدوران.....
106.....	الشكل 20: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لقيمة الأسهم المتداولة.....
106.....	الشكل 21: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لعدد الأسهم المتداولة.....
106.....	الشكل 22: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لمعدل الدوران.....

الملخص

تناولت هذه الدراسة تحليل أثر صناديق الاستثمار على تنشيط التداول في كلٍ من السوق السعودية والسوق التركية خلال الفترة (2000-2023)، وإضافة إلى بيان أوجه الاختلاف في استجابة كل سوق لدور هذه الصناديق، وقد اعتمدت الدراسة على بيانات سنوية لصناديق الاستثمار حيث لم يتجاوز عدد الصناديق في السوق السعودية 291 صندوقاً، وفي السوق التركية 1209 صندوقاً.

اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتم استخدام اختبار الحدود (Bounds Test) للكشف عن وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، إضافة إلى تقدير نموذج (ARDL) لاستخراج العلاقات قصيرة وطويلة الأجل، ومعامل تصحيح الخطأ (ECM) لقياس سرعة عودة السوق إلى التوازن.

أما في السوق السعودي المتمثل ببورصة تداول فقد أظهرت النتائج وجود علاقات طويلة الأجل في بعض النماذج دون أخرى، مما يدل على اختلاف استجابة السوق لمتغيرات صناديق الاستثمار، كما بدت سرعة التصحيح أضعف مقارنةً بتركيا، وظهر أن تأثير إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين كان أقل قوةً وأحياناً سالب. أظهرت النتائج في سوق اسطنبول وجود علاقات توازنية طويلة الأجل بين جميع متغيرات صناديق الاستثمار والمتغيرات التابعة المتمثلة بقيمة الأسهم المتداولة وعدد الأسهم المتداولة ومعدل الدوران، مع تأثيرات إيجابية ومعنوية لكلٍ من إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين على مؤشرات تنشيط التداول، إضافة إلى قدرة عالية للسوق التركية على تصحيح الانحرافات والعودة للتوازن.

وتُظهر النتائج أن أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التداول وتعزيز كفاءة السوق أكثر قوةً وانتظاماً في تركيا، حيث تلعب هذه الصناديق دوراً فعالاً في رفع مستويات السيولة والدوران، بينما يبدو أثرها في السوق السعودية محدوداً ومتفاوتاً، مما يعكس اختلاف البيئة التنظيمية ودرجة انخراط الصناديق في كلٍ من السوقين.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، الأسواق المالية، التداول، نموذج ARDL .

الملخص العام للدراسة

1- مقدمة

تُعتبر الأسواق المالية جزءاً أساسياً من النظام المالي الذي يخدم المجتمع بفعالية، إذ تطوّرت الأسواق المالية بشكلٍ متزامنٍ مع التطوّر الاقتصادي والاجتماعي، وقد أصبحت تلعب دوراً كبيراً في تنمية اقتصاد البلاد، بالإضافة إلى وظائفها التقليدية في توفير قنواتٍ لتبادل الأوراق المالية، فهي تقوم بتعبئة مدّخرات أصحاب الفائض المالي، وتوجيهها كسيولةٍ إلى المستثمرين (الجهات الطالبة للتمويل)، ممّا يدعم الاستثمارات المنتجة، وبفضل قدرتها على تخصيص الموارد بكفاءةٍ عاليةٍ وتقديم خياراتٍ استثماريةٍ متنوعةٍ، أصبحت هذه الأسواق مؤشراً اقتصادياً يعكس مدى تقدّم الدّول.

تُعَدّ صناديق الاستثمار إحدى الابتكارات والأدوات الاستثمارية الأكثر تأثيراً، حيث تقوم بتجميع رؤوس أموالٍ عدديّ كبيرٍ من المستثمرين واستثمارها بشكلٍ جماعيّ في محفظة من الأوراق المالية من خلال إدارةٍ فنيةٍ متخصصةٍ. إنّ وجود صناديق الاستثمار الناجحة يشجّع المدّخرين، وخاصةً الصّغار منهم الذين لا يملكون الخبرة والمعرفة الكافية في تحليل القوائم المالية لدخول الأسواق المالية والاستفادة من خبرة مديري الصناديق المتخصّصين، وتكتسب هذه الصناديق ثقة المدّخرين من خلال الإدارة العلمية لعمليات الاستثمار والاستفادة من إمكانيات التنوّع الواسعة في مكونات محفظتها المالية.

وتأتي هذه الدراسة لتسلّط الضوء على دور صناديق الاستثمار في تنشيط التّدول داخل سوق الأوراق المالية، فصناديق الاستثمار هي إحدى الأدوات الاستثمارية التي يسعى هذا البحث إلى تحليل أثرها على أداء الأسواق المالية، وتقدّم هذه الدراسة رؤيةً تحليليةً لآليات عمل هذه الصناديق وأثرها المباشر على أداء السّوق الماليّ، وذلك من خلال دراسةٍ مقارنةٍ بين السّوقين الماليين في المملكة العربية السعودية وجمهورية تركيا للوقوف على الدور الذي قامت به صناديق الاستثمار في تنشيط التّدول، واستخلاص النتائج التي يمكن أن تغيد في تطوير السّوقين السّعودي والتركّي، فضلاً عن إمكانية الاستفادة منها في أسواق مالية أخرى.

2- مشكلة البحث:

تدور مشكلة البحث حول إيجاد آلية واستراتيجية فعالة لتعزيز التداول وتنشيط الأسواق المالية من خلال أدوات استثمارية وعلى رأسها صناديق الاستثمار، ودراسة مدى تأثيرها في جذب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تدعم النشاط الاقتصادي، لذلك تم تحديد المشكلة البحثية عبر السؤال الأساسي التالي: هل ساهمت صناديق الاستثمار في تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية في كلٍ من المملكة العربية السعودية والجمهورية التركية؟

ويتفرع عن هذا السؤال الجوهرى عدّة أسئلة فرعية:

1. هل ساهمت صناديق الاستثمار في زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالي السعودي والتركي؟
2. هل ساهمت صناديق الاستثمار في زيادة قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالي السعودي والتركي؟
3. هل تؤثر صناديق الاستثمار على معدل الدوران الأسهم كمؤشر السيولة في السوقين محل الدراسة؟
4. هل تختلف استجابة كلٍ من السوق السعودي والسوق التركي لأثر صناديق الاستثمار في مؤشرات التداول؟

3- أهداف البحث:

تسعى هذه الدراسة إلى بيان دور صناديق الاستثمار في تنشيط التداول في الأسواق المالية وذلك من خلال:

1. استعراض الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية، وأدواتها، ووظائفها، ومؤشرات التداول فيها.
2. توضيح أنواع صناديق الاستثمار وتصنيفاتها المختلفة وفقاً لهياكلها وأهدافها ومكونات محافظها.
3. التعرف على نماذج تقييم أداء الصناديق الاستثمارية، نظراً لكونها أداة استثمارية حائزة على اهتمام كبير في الأسواق العالمية وكذلك في الأسواق العربية.
4. التعرف على قنوات التأثير التي تنتقل من خلالها صناديق الاستثمار إلى السوق المالي.
5. دراسة واقع صناديق الاستثمار في كلٍ من المملكة العربية السعودية والجمهورية التركية، من حيث تطورها، وأنواعها، وأطرها التنظيمية، بهدف فهم الاختلافات البنيوية بين السوقين.

4- أهمية البحث:

أولاً: الأهمية العلمية:

1. يُسهم البحث في إثراء الأدبيات العلمية المتعلقة بصناديق الاستثمار، من خلال تحليل دورها في تنشيط التداول في كلٍّ من السوق المالية السعودية والتركية.
2. يسلط الضوء على العلاقة بين صناديق الاستثمار والمتغيرات المالية مثل السيولة، حجم التداول، والقيمة السوقية، مما يفتح المجال أمام دراساتٍ مستقبليةٍ أكثر تخصصاً.

ثانياً: الأهمية العملية:

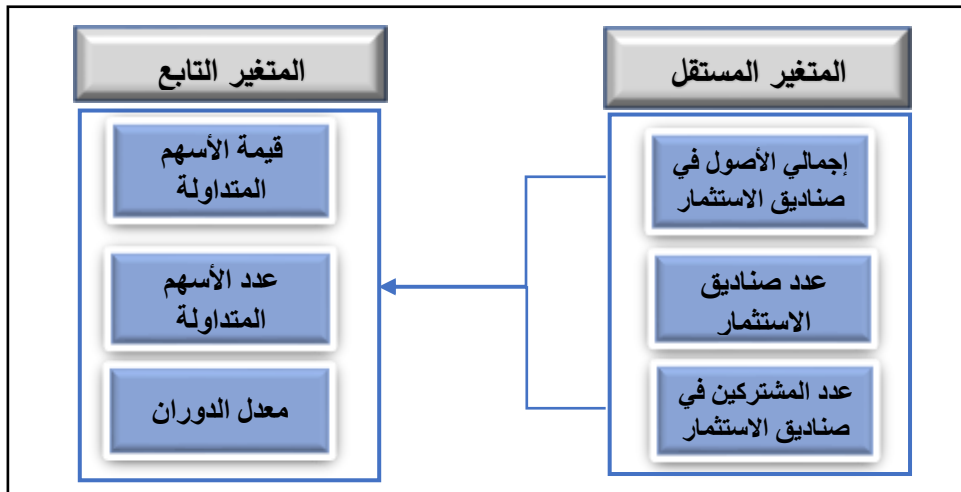
1. يُبرز البحث الدور العملي لصناديق الاستثمار في تمكين أصحاب المدّخرات المحدودة من دخول السوق المالية بطريقة آمنة ومنظمة، دون الحاجة إلى خبرة مالية متقدمة.
2. تساعد الجهات التنظيمية وصناع القرار على فهم أثر هذه الصناديق في تنويع قاعدة المستثمرين وتنشيط المشاركة في السوق.
3. يقدم توصيات قابلة للتطبيق حول تطوير أدوات الاستثمار الجماعي بما يتماشى مع احتياجات السوق المحلية، ويعزز من كفاءة توزيع الموارد المالية.

5- متغيرات البحث:

1. المتغير المستقل: صناديق الاستثمار ويتمثل بمجموعة من المؤشرات التي تعكس حجم نشاط الصناديق الاستثمار:
- إجمالي أصول صناديق الاستثمار (Total Assets of Investment Funds): يمثل القيمة الإجمالية للأصول المدارة من قبل جميع صناديق الاستثمار في السوق خلال سنة معينة، ويعكس قدرتها على جذب المدّخرات واستقطاب رؤوس الأموال نحو الاستثمار الجماعي.
 - عدد الصناديق (Number of Funds): يشير إلى العدد الإجمالي لصناديق الاستثمار العاملة في السوق خلال كل سنة.

- **عدد المشتركين (Number of Subscribers):** هو عدد الأفراد أو المؤسسات الذين يمتلكون وحدات في الصندوق الاستثماري خلال سنة معينة، ويُعدّ هذا العدد مؤشراً على مدى الإقبال المستثمرين على الصندوق.
 - 2. **المتغير التابع:** مؤشرات التداول ويمثّل مستوى النشاط في سوق الأوراق المالية، ويُقاس من خلال المؤشرات:
 - **عدد الأسهم المتداولة (Number of Traded Shares):** يمثّل إجمالي عدد الأسهم التي تمّ تداولها خلال السنة، ويُعدّ مؤشراً على مستوى النشاط في السوق المالية، وكلّما ارتفع عدد الأسهم المتداولة دلّ ذلك على زيادة حركة التداول وارتفاع اهتمام المستثمرين.
 - **قيمة الأسهم المتداولة (Value of Traded Shares):**¹ تمثل القيمة الإجمالية للعمليات المنفّذة في السوق خلال السنة، وتُستخدم لقياس حجم السيولة وقوة الطلب على الأسهم.
 - **مؤشر الدوران (Turnover Ratio):** يقيس نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، وتُستخدم لتقييم مستوى السيولة وكفاءة السوق، وارتفاعه يشير إلى نشاط تداول مرتفع مقارنةً بحجم السوق.
- تم استخدام البيانات السنوية المجمّعة لكل سوق خلال الفترة (2000-2023)، حيث جرى قياس المتغيرات المستقلة بصيغتها الإجمالية على مستوى السوق، ويشمل ذلك تجميع أصول جميع الصناديق للحصول على إجمالي الأصول السنوي، بينما يُقاس عدد الصناديق وعدد المشتركين مباشرة كقيم إجمالية سنوية، وليس على مستوى كل صندوق.

الشكل 1: المتغيرات التابعة والمستقلة



المصدر من إعداد الباحثة

¹ تقاس قيمة الأسهم المتداولة سنوياً من خلال مجموع قيمة الصفقات المنفّذة في السوق، وذلك بضرب سعر السهم في عدد الأسهم المتداولة لكل شركة، ثم جمع القيم لجميع الشركات المدرجة في السوق خلال السنة.

6- منهج البحث:

تتبع الدراسة المنهج الوصفي في:

- توضيح الجانب النظري لصناديق الاستثمار ولسوق الأوراق المالية بالاستعانة بالكتب والدوريات والأبحاث والدراسات السابقة.

- استعراض التجربتين السعودية والتركية في مجال صناديق الاستثمار، وبيان مراحل تطورها وأبرز ملامحها التنظيمية، بهدف تقديم صورة عامة عن واقع تطبيق صناديق الاستثمار في كلٍّ من السّوقين خلال فترة الدراسة.

وتتبع أيضاً المنهج التحليلي في:

- تحليل البيانات المتاحة لدراسة دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي والتركي بالاعتماد على اختبار التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع (ARDL).

7- فرضيات البحث:

ينطلق البحث من الفرضية الرئيسية الآتية:

الفرضية الرئيسية: يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين مؤشرات صناديق الاستثمار (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، عدد المشتركين) ومؤشرات التداول (قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران) في كلٍّ من السعودية وتركيا.

1. الفرضية الأولى: يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق،

عدد المشتركين) وقيمة الأسهم المتداولة في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا خلال الفترة (2000-2023).

• الفرضية الصفرية (H_0): لا يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، عدد المشتركين) وقيمة الأسهم المتداولة في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا.

• الفرضية البديلة (H_1): يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، عدد المشتركين) وقيمة الأسهم المتداولة في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا.

2. الفرضية الثانية: يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق،

عدد المشتركين) وعدد الأسهم المتداولة في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا خلال الفترة (2000-2023).

• الفرضية الصفرية (H_0): لا يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد

الصناديق، عدد المشتركين) وعدد الأسهم المتداولة في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا.

• الفرضية البديلة (H_1): يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد

الصناديق، عدد المشتركين) وعدد الأسهم المتداولة في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا.

3. الفرضية الثالثة: يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق،

عدد المشتركين) ومعدل الدوران في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا خلال الفترة (2000-2023).

• الفرضية الصفرية (H_0): لا يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد

الصناديق، عدد المشتركين) ومعدل الدوران في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا.

• الفرضية البديلة (H_1): يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد

الصناديق، عدد المشتركين) ومعدل الدوران في كلٍّ من السوق السعودية وتركيا.

8- حدود البحث:

أ- الحدود المكانية: الجمهورية التركية والمملكة العربية السعودية.

تتركز الحدود المكانية للدراسة في السوق المالية في الجمهورية التركية والمملكة العربية السعودية، وذلك بهدف

مقارنة أثر صناديق الاستثمار على التداول في سوقين إقليميين مختلفين.

ب- الحدود الزمانية: تغطي الدراسة الحدود الزمنية للفترة من 2000 إلى 2023، وذلك اعتماداً على توفر البيانات

السّنوئية المتعلقة بالمتغيرات قيد الدراسة.

9- الدراسات السابقة:

9-1 الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة (حفيضة، 2023) بعنوان: "تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية

المصرية (دراسة تطبيقية عن الفترة 2018 - 2020) ¹

هدفت الدراسة إلى تحليل دور صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) باعتبارها أحد الابتكارات الاستثمارية الحديثة، وقياس أثرها في سيولة سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من كانون الثاني 2018 حتى كانون الأول 2020، بالاعتماد على المنهجين الوصفي والتحليلي واعتمدت الدراسة بيانات شهرية، حيث مثلت سيولة السوق المتغير التابع، وقيمة تداول صناديق المؤشرات المتداولة المتغير المستقل، إضافة إلى استخدام عائد السوق لمؤشر EGX30، ومعدل التضخم، والمعروض النقدي كمتغيرات رقابية.

طبقت الدراسة مجموعة من الأساليب الإحصائية شملت تحليل ارتباط بيرسون للكشف عن طبيعة العلاقة وقوتها بين قيمة تداول صناديق المؤشرات وسيولة السوق، وتحليل الانحدار البسيط وتحليل الانحدار المتعدد وأظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة أو أثر معنوي لصناديق المؤشرات المتداولة على سيولة السوق المصرية مما يشير إلى عدم تحقق فرضيتي الدراسة، وخلصت الدراسة إلى أن صناديق المؤشرات لم تسهم في تعزيز السيولة خلال فترة الدراسة، وقدمت توصيات تهدف إلى تحسين أدائها وتطوير دورها في السوق المصري.

2. دراسة (الصيداوي، 2022) بعنوان: "اختبار نماذج تقييم أداء الصناديق الاستثمارية (دراسة تطبيقية على

صناديق الأسهم الأمريكية) ²

هدفت الدراسة إلى اختبار نماذج تقييم أداء الأصول المالية باستخدام بيانات صناديق الاستثمار، وذلك من خلال المقارنة بين سبعة نماذج رئيسية لتقييم الأداء، بالإضافة إلى اختبار نماذج مهارة توقيت السوق لكل من Treynor

¹ حفيضة، نسرين، (2023)، "تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية (دراسة تطبيقية عن الفترة 2018-2020)"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، المجلد 33/3، العدد 1/1، مصر.

² الصيداوي، وجدان، (2022)، "اختبار نماذج تقييم أداء الصناديق الاستثمارية (دراسة تطبيقية على صناديق الأسهم الأمريكية)"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.

Henriksson and Merton و Mazuy.

اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 3951 صندوقاً استثمارياً في الأسهم الأمريكية، باستخدام البيانات المتاحة في قاعدة CRSP خلال الفترة الممتدة من كانون الثاني 2010 حتى حزيران 2018، وقد تم تقدير النماذج باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية وتحليل السلاسل الزمنية المقطعية.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن نموذج Fama & French (2018) يُعد الأكثر قدرة على تفسير تباين عوائد الصناديق الاستثمارية الأمريكية، كما أشارت النتائج إلى عدم تمتع مديري الصناديق الاستثمارية بمهارتي توقيت السوق والانتقائية.

3. دراسة (الخليفات، 2022) بعنوان: "دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة عمان للأوراق المالية"¹.

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة عمان، مع التركيز على أهميتها في الاقتصاد الوطني والوفورات الاقتصادية التي تحققها داخل السوق خلال الفترة الممتدة من 2019 حتى 2020 واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، واعتمدت على استبانة وزعت على عينة من المستثمرين في قاعات التداول، حيث تم توزيع 200 استبانة، واسترد منها 176 استبانة صالحة للتحليل بنسبة استجابة بلغت 88%، ولتحليل البيانات استخدمت أساليب الإحصاء الوصفي مثل التكرارات، النسب المئوية، المتوسطات الحسابية، والانحرافات المعيارية.

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر لصناديق الاستثمار في تنشيط بورصة عمان وتطويرها، وفي زيادة حجم التداول وتقليل مخاطر الاستثمار، وكما أوصت الدراسة بإنشاء صناديق استثمارية جديدة في بورصة عمان نظراً لدورها في تعزيز الوعي الادخاري لدى صغار المستثمرين، وتنشيط حركة البورصة، وإلى تمكين البنوك الأردنية من التعاون مع البنوك الدولية لإنشاء صناديق استثمار مشتركة تتيح للمستثمرين فرصاً أوسع للدخول في الأسواق النقدية.

¹ الخليفات، أماني، (2022)، "دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة جامعة الحسين بن طلال للبحوث، المجلد 8/، العدد 1/، الأردن.

4.دراسة (عبد الحميد، حسين، 2018) بعنوان: "صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية

لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية".¹

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أهمية السوق المالي بوصفه أحد المصادر الرئيسية لتعبئة رؤوس الأموال في الاقتصاد، ومعالجة ضعف أداء سوق العراق للأوراق المالية مقارنةً بالأسواق الإقليمية، وتركز الدراسة على الدور الذي يمكن أن تؤديه الصناديق المشتركة التي تنشئها البنوك التجارية في تنشيط السوق، باعتبارها أداة استثمارية قادرة على تحسين الأداء وجذب المدّخرات، استخدمت الدراسة استبانيتين موجّهتين لمديري المصارف والمستثمرين (25 لكل فئة)، وتم تحليل نتائجها التي تمثلت من الفترة (2019/3/1 إلى 2020/3/1) لقياس مدى تقبل السوق والمصارف لفكرة إنشاء هذه الصناديق، وخلصت النتائج إلى أن الصناديق المشتركة قادرة على أداء دور الوسيط المالي بكفاءة، وأن المصارف التجارية في العراق تمتلك القدرة على تأسيسها بما يسهم في تنشيط السوق.

9-2 الدراسات باللغة الأجنبية:

1. دراسة (Abd, Hameed, 2024) بعنوان: "العلاقة بين أداء صناديق الاستثمار وأداء سوق الأوراق المالية:

أدلة من البورصة المصرية (EGX)".

"Relating Mutual Funds Performance & Stock Market Performance: Evidence from Egyptian Exchange (EGX)".²

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين أداء صناديق الاستثمار وأداء سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2013-2022)، مع التركيز على أنواع مختلفة من الصناديق مثل صناديق الأسهم، وصناديق السوق النقدي، وصناديق الدخل الثابت، والصناديق المتوازنة، واعتمدت الدراسة على مجموعة من مؤشرات تقييم الأداء، شملت معدل العائد على الأموال المستثمرة، ومعدل العائد المرجح بالمخاطر الكلية (مؤشر شارب)، ومعدل العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (مؤشر ترينور).

¹ عبد الحميد، مشتاق، وحسين، مصطفى (2018)، "صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، المجلد/12، العدد /49، العراق.

² Abd, S., & Hameed, E., (2024), "Relating Mutual Funds Performance & Stock Market Performance: Evidence from Egyptian Exchange (EGX)", Scientific Journal of Commercial Sciences, Vol/15/, No/2/.

طبقت الدراسة اختبار تحليل التباين الأحادي (Anova) للمقارنة بين متوسطات صافي قيمة الأصول (NAV) للأنواع المختلفة من الصناديق، إلى جانب الاعتماد على تحليل الانحدار لبناء نموذج يربط بين المتغيرات المستقلة (معدل العائد، نسبة شارب، ونسبة ترينور) والمتغير التابع (أداء السوق المصري)، وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين عوائد الصناديق ومستوى أداء سوق الأوراق المالية المصرية (EGX 30) وأن نموذج نسبة شارب يعتبر الأكثر دقة في تحليل تأثير أداء صناديق الاستثمار على مستوى أداء سوق الأوراق المالية المصرية.

2. دراسة (Akhtar, 2022) بعنوان: "دراسة دور صناديق الاستثمار المشتركة في تطوير سوق رأس المال".

"Study on role of mutual fund in capital market"¹

تناولت الدراسة أثر صناديق الاستثمار في تعزيز السيولة والاستقرار وعمق السوق المالي، حيث ركّز الباحث على قدرة هذه الصناديق على تعبئة المدّخرات وتحويلها إلى أدوات مالية متنوعة، بما يتيح للمستثمرين الأفراد الوصول إلى محافظ تُدار باحترافية، حيث أكدت الدراسة أن صناديق الاستثمار تُعدّ آلية فعّالة في تشجيع الادّخار والاستثمار، ولا سيّما لدى صغار المستثمرين واعتمدت الدراسة على بيانات أولية وثانوية جمعت خلال الفترة من 20 أيلول 2019 حتى 13 شباط 2020 و مستخدمةً أدوات تحليل إحصائية وصفية وأظهرت النتائج أن هذا القطاع رغم محدودية حجمه أسهم في توسيع قاعدة السوق المالية وتوفير عوائد مستقرة وآمنة للمستثمر، وأوصت الدراسة بأن تطوير الإطار التنظيمي وتعزيز الثقافة الاستثمارية من شأنه تمكين صناديق الاستثمار من أداء دور أكبر في دعم النمو الاقتصادي وتعزيز الإصلاح المالي في البلاد.

3. دراسة (Qureshi, 2017) بعنوان: العلاقة بين صناديق الاستثمار والمتغيرات السوقية.

The relationship between Mutual funds and Market Variables²

تبحث هذه الدراسة العلاقة بين تدفّقات صناديق الاستثمار والمتغيرات السوقية في مجموعة من الدول النامية خلال الفترة الزمنية (2000-2015)، وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتجهة (VAR)

¹ Akhtar, W. S., (2022), "Study on role of mutual fund in capital market", Master of Management Studies (M.M.S), Rajendra Mane College of Engineering and Technology, University of Mumbai, Maharashtra, India.

² Qureshi, F., (2017), "The relationship between mutual funds and market variables", Doctoral dissertation, University of Malaya, Faculty of Business and Accountancy, Kuala Lumpur.

لتحليل العلاقة بين تدفقات الصناديق، ومتغيرات سوق الأوراق المالية، والمتغيرات الاقتصادية الكلية.

أظهرت النتائج وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين معظم تدفقات الصناديق وعوائد السوق، وكذلك بين تدفقات الصناديق وتقلبات السوق، باستثناء صناديق السندات التي تأثرت بعوائد السوق دون أن تؤثر فيها، كما بينت الدراسة أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تؤثر في تدفقات الصناديق والعوائد والتقلبات، وأن الأخبار الاقتصادية الجيدة ترتبط بزيادة التدفقات والعوائد وانخفاض التقلبات، وخلصت الدراسة إلى أن المستثمرين يميلون إلى التحول من صناديق الأسهم إلى صناديق الدّخل الثّابت في فترات ارتفاع المخاطر السوقية والاقتصادية.

4.دراسة (Omran, 2016) بعنوان: اختبار العلاقة بين تقلب عائد حجم التداول في السوق والتدفق النقدي

لإجمالي صناديق الاستثمار.

Examining the relationship Between Trading Volume Market Return Volatility and Aggregate Mutual Fund Flow.¹

تتناول هذه الدراسة العلاقة بين حجم التداول وتقلبات العائد في السوق الأمريكي، إضافةً إلى العلاقة بين عوائد السوق وتدفقات صناديق الاستثمار، وكذلك العلاقة بين تقلبات السوق وتدفقات الصناديق خلال الفترة (1990-2012)، اعتمدت الدراسة بيانات من مؤشري S&P 500 و Dow Jones.

استخدمت الدراسة نماذج GARCH و VAR لتحليل الارتباطات السببية بين المتغيرات، وأظهرت النتائج وجود علاقات سببية ثنائية الاتجاه بين حجم التداول والتقلبات، وبين عوائد السوق وتدفقات صناديق الاستثمار في معظم الفترات، وكما بينت النتائج أن العلاقة بين تقلبات السوق وتدفقات الصناديق تتسم بالتغير عبر الزمن، حيث تظهر علاقات إيجابية أو سلبية تبعاً للفترة الاقتصادية المدروسة.

خلصت الدراسة إلى وجود ارتباطات قوية ومتغيرة بين تدفقات صناديق الاستثمار والمتغيرات السوقية، وأن هذه العلاقات تتأثر بالآزمات المالية.

¹Omran, H., (2016)," Examining the relationship between trading volume market return volatility and aggregate mutual fund flow", Doctoral dissertation, Brunel University London.

5. دراسة (Mishra,2012) بعنوان: فعالية العلاقة بين تدفّقات استثمارات صناديق الاستثمار وعوائد سوق الأوراق المالية في الهند.

Dynamics of the Relationship between Mutual Funds Investment Flow and Stock

Market Returns in India.¹

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة السببية بين تدفّقات الاستثمار في صناديق الاستثمار وعوائد سوق الأسهم في الهند خلال الفترة من كانون الثاني 2000 حتى أيار 2010، وذلك في ظلّ تزايد الاهتمام العالمي بدراسة الروابط بين تدفّقات الصناديق وأداء الأسواق المالية.

واعتمدت الدراسة منهج اختبار السببية لتحليل اتجاه العلاقة بين المتغيرين، وأظهرت النتائج وجود سببية أحادية الاتجاه تمتد من عوائد سوق الأسهم نحو تدفّقات صناديق الاستثمار، ممّا يعني أن ارتفاع نشاط السوق وأدائه الإيجابي يجذب المزيد من الاستثمارات إلى صناديق الاستثمار في الهند.

خلصت الدراسة إلى أن تحسّن عوائد السوق يؤدي إلى زيادة تدفّقات الصناديق، وأوصت بضرورة اتّخاذ إجراءات حكومية ونقدية لتعزيز كفاءة السوق وتقليل تقلّباته، بما يسهم في جذب الاستثمارات عبر صناديق الاستثمار.

10- التعليق على الدراسات السابقة:

مع الأهمية العلمية والعملية للدراسات السابقة، يُظهر استعراض الأدبيات العربية والأجنبية أنّ معظم الأبحاث تناولت صناديق الاستثمار من خلال متغير واحد فقط أو زاوية محدودة، سواء بالتركيز على أثرها في السيولة، أو ارتباطها بعوائد السوق، أو تقييم أدائها باستخدام معايير تقييم الأداء صناديق الاستثمار مثل مؤشر شارب، دون التعمّق في تحليل دور صناديق الاستثمار في تنشيط التداول بوصفه أحد المؤشرات المباشرة لنشاط السوق.

وتبيّن الباحثة أنّ عدداً من الدراسات اعتمد على فترات زمنية قصيرة أو على سوق واحد فقط، في حين بقيت بعض الدراسات ضمن إطار التحليل الوصفي أو النماذج البسيطة، مما حدّ من قدرتها على تفسير العلاقات طويلة الأجل بين مؤشرات صناديق الاستثمار ومؤشرات التداول، ورغم القيمة التي قدّمها هذه الدراسات في فهم سلوك الصناديق

¹ Mishra, P.K., (2012), " Dynamics of the Relationship between Mutual Funds Investment Flow and Stock Market Returns in India", Journal of Business Perspective, Vol/15/, No/1/.

وعلاقتها بالمتغيرات السوقية، إلا أنها عالجت جانباً واحداً من العلاقة أو انحصرت في بيئة سوقية محدودة. وفي ضوء ذلك، تتميز الدراسة الحالية باتساع نطاقها من خلال تحليل سوقين مختلفين هما السوق المالية السعودية والسوق المالية التركية، وباعتماد مجموعة شاملة من مؤشرات صناديق الاستثمار (عدد الصناديق، عدد المشتركين، وإجمالي الأصول) وربطها بثلاثة مؤشرات مباشرة لنشاط التداول (قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران)، بما يتيح فهماً أكثر تكاملاً لطبيعة العلاقة بين الطرفين، كما تستند الدراسة إلى فترة زمنية طويلة تمتد من (2000-2023)، الأمر الذي يسمح برصد الاتجاهات العامة للعلاقة عبر الزمن، ولا سيما في ظل التقلبات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها هذه الفترة.

الفصل الأول

صناديق الاستثمار (إطارها النظري ومحددات أدائها)

مقدمة:

تُعدّ صناديق الاستثمار إحدى أبرز أدوات الاستثمار الجماعي والتي ظهرت لتقديم حلولٍ فعّالةٍ للتحديات التي تواجه المستثمرين على مختلف المستويات، سواءً على مستوى الأفراد أو الشركات أو حتى على مستوى المؤسسات الاستثمارية، فالمستثمر الفرد الذي يرغب في استثمار أمواله ربما لا يتوفّر لديه الخبرة الاستثمارية الكافية التي تؤهّله للدخول والاستثمار في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر، وأيضاً قد لا يكون لديه مبالغ مالية ضخمة تمكنه من الاستثمار بشكلٍ فرديٍّ في الأسواق المالية؛ لذلك تكون صناديق الاستثمار هي الخيار الأنسب لتوظيف أموالهم. صناديق الاستثمار تتيح لصغار المدّخرين توظيف أموالهم في الأسواق المالية التي كانت في السابق حكراً على كبار المدّخرين والجهات التي تمتلك كفاءةً في الاستثمار، ويعود ذلك إلى طبيعة عمل هذه الصناديق التي تعتمد على إدارة الأموال بواسطة خبراء متخصصين يمتلكون الكفاءة والخبرة على تحليل الأسواق واتخاذ القرارات الاستثمارية، والتي لا تتوفّر عادةً لدى المستثمرين الأفراد، إضافةً للعديد من المزايا التي لا يستطيعون تحقيقها بشكلٍ منفردٍ، ممّا يمنح الصناديق ميزةً تنافسيةً، وكما يسعى مُدراء الصناديق الاستثمارية لتقليل المخاطر وتحقيق عوائد مرتفعةٍ، ومن الضروري أن يتم تقييم هذه الصناديق من أجل معرفة نقاط القوة والعمل على تنميتها وتطويرها واكتشاف نقاط الضعف والخلل والعمل على معالجتها وتقاديرها.

ونظراً للأهمية الكبيرة التي تحظى بها صناديق الاستثمار باعتبارها إحدى الأدوات المعتمدة في الأسواق المالية في معظم دول العالم، ولذلك سيتمّ في هذا الفصل البحث في الجوانب الأساسية التي تحكم عمل الصناديق وتقييم أدائها، وبناءً على ذلك سيتمّ التطرق إلى الإطار المفاهيمي والتنظيمي لصناديق الاستثمار في المبحث الأول وإدارة صناديق الاستثمار وأسس تقييم أدائها في المبحث الثاني.

المبحث الأول

الإطار المفاهيمي والتنظيمي لصناديق الاستثمار

تُعدّ صناديق الاستثمار من أبرز الابتكارات الاستثمارية عالمياً، إذ تتيح للمستثمرين ولا سيما صغار المستثمرين فرصة الاستثمار في محافظ استثمارية متنوعة، وتساهم في توجيه المدّخرات نحو أدوات مالية تحقق منفعة للمستثمرين والاقتصاد الوطني، ونظراً لتعدد أنواع هذه الصناديق بما يلائم مختلف الأهداف الاستثمارية يتناول هذا المبحث الأسس النظرية والضوابط التنظيمية التي تحكم عملها.

أولاً: صناديق الاستثمار (نشأتها ومفهومها)

1- نشأة صناديق الاستثمار:

ارتبط ظهور صناديق الاستثمار وتطورها بتطور الأسواق المالية، وكانت فكرتها في الأساس امتداداً لفكرة صناديق التقاعد القائمة على تجميع مدّخرات الأفراد للاستثمار الجماعي¹، وعلى الرغم من تباين الدراسات في تحديد الزمان والمكان الدقيق لظهور أول صندوق²، اعتمدت هذه الدراسة على أن أول صندوق استثماري وُجد عام 1774 على يد السمسار الهولندي إبراهيم فان كوتيش (Abraham Van Ketwich)، حيث أنشأ صندوقاً حمل عنوان (Eendragt Maakt Magt) ويعني "الاتحاد يخلق القوة"³، و كان الهدف الرئيسي من إنشائه هو تحقيق ميزة التنوع لتقليل المخاطر، حيث جاء تأسيس الصندوق بعد الأزمة المالية العالمية التي ضربت البنوك وشركات الهند

¹ قصي، الشیخة، (2015)، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص11.

² اختلفت الأدبيات والدراسات الأكاديمية في تحديد الموطن الأصلي لنشأة صناديق الاستثمار، حيث نسب بعضها ظهور أول صندوق استثماري إلى الولايات المتحدة الأمريكية، بينما رجّحت دراسات أخرى أن النشأة كانت في هولندا، في حين أشار بعض الباحثين إلى أن البداية كانت في اسكتلندا، إلا أن الدراسة الصادرة عن جامعة Yale تحت عنوان "The Origins of Mutual Funds" قدّمت عرضاً تاريخياً أكثر دقة ووضوحاً، استند إلى توثيق شامل لتطور هذه الأداة الاستثمارية، وخلصت إلى أن أول صندوق استثماري تأسس في هولندا عام 1774، وبناءً على هذا المرجع العلمي الموثوق، تعتمد الدراسة الحالية على أن هولندا تمثل نقطة الانطلاق الأولى لصناديق الاستثمار، وذلك لما تميزت به الدراسة من وضوح في الطرح ودقة في التوثيق التاريخي.

³ Lekovic, M., & Gnjatovic, D., (2018) " Contribution of the Investment Funds Industry to Development Performances of the Republic of Serbia", Economic Alternatives, Bulgaria, Vol/2, No/2/, p197.

الغربية البريطانية عامي (1772-1773)¹، حيث استثمر كوتيش أموال صغار المستثمرين في سندات حكومية أجنبية لدول متعددة، الأمر الذي أتاح تحقيق مستوى أكبر من التنوع وتقليل المخاطر.²

يعود أول صندوق استثمار خارج هولندا إلى بريطانيا عام 1868 باسم (Foreign Colonial Investment Trust)، وتم إدراجه في بورصة لندن عام 1913، وكانت جميع الصناديق المنشأة في أوروبا حتى تلك المرحلة صناديق مغلقة (برأس مال ثابت)³.

شهدت الولايات المتحدة الأمريكية تطوراً مهماً عام 1924 حيث تم تأسيس أول صندوق استثمار ذي نهاية مفتوحة (برأس مال متغير) في مدينة بوسطن على يد مجموعة من أساتذة جامعة هارفارد، وهو الصندوق الاستثماري (Massachusetts Investors Trust)، إذ أتاح الصندوق إمكانية إصدار عدد غير محدود من الوحدات وإعادة شرائها من المستثمرين دون الحاجة للتداول عبر البورصة⁴، وبعد الحرب العالمية الثانية شهدت الولايات المتحدة ازدهاراً كبيراً في صناديق الاستثمار، مما أدى إلى تنظيمها عبر قانون شركات الاستثمار لعام 1940 وإنشاء معهد شركات الاستثمار لنشر بياناتها⁵، أسهم هذا التنظيم في ارتفاع عدد الصناديق من 80 صندوقاً عام 1940 إلى أكثر من 5000 صندوق عام 1994.⁶

¹ انطلقت أول أزمة اقتصادية عرفها التاريخ في المملكة البريطانية عام 1772، وعُرفت باسم "أزمة الائتمان"، بدأت الأزمة في لندن ثم امتدت إلى مختلف أنحاء أوروبا، إذ إن النمو الاقتصادي البريطاني في فترة 1760 يعتمد بشكل كبير على الائتمان القائم على الثقة في البنوك، مما أدى إلى توسع ائتماني سريع وإفراط في التناول، وإنهار هذا التناول فجأة في 8 حزيران 1772 عندما فر ألكساندر فوردريس، أحد شركاء بنك بريطاني إلى فرنسا هرباً من ديونه، للمزيد يمكن الاطلاع على:

باولا، عطية، (2023)، "أول أزمة اقتصادية في التاريخ ماذا تعرف عن أزمة الائتمان"، مجلة Middle East Economy.

تم الاسترجاع من : <https://economymiddleeast.com/ar/news/%D8%A3%D9%88%D9%91%D9%84>

² Rouwenhorst., K. (2004), " The Origins of Mutual Funds ", Yale ICF Working Paper, Yale School of Management, No/48/, p1.

³ قصي، الشیخة، (2015)، "مرجع سبق ذكره"، ص 12.

⁴ الشريف، عمر، (2024)، "الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن.. التقنين والرقابة"، ورقة عمل، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، ص 5-6.

⁵ طه، أمير، (2023)، "التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية والرقابة على أعمالها"، المجلة القانونية، جامعة القاهرة، المجلد 17/، العدد 6/، مصر، ص 1290.

⁶ علي، محمد، (2021)، " تحليل مقارنة لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد 12/، العدد 1/، مصر، ص 252.

على المستوى العربي، تُعدّ المملكة العربيّة السعوديّة أوّل من أطلق صناديق الاستثمار عام 1979، حيث تمّ إنشاء أوّل صندوقٍ (الصندوق الأهليّ للدولار قصير الأجل) من قبل البنك الأهليّ التجاريّ، رغم صدور تنظيماتها لاحقاً في 1993، وقد شهد القطاع نمواً كبيراً بلغ ذروته عام 2005، وتبعته الكويت عام 1985، ثم مصر عام 1992، لتتوسّع التجربة لاحقاً في المغرب عام 1995، ولبنان عام 1996، والأردن عام 1997.¹

في الجمهورية العربيّة السوريّة، أصدرت هيئة الأوراق والأسواق الماليّة عام 2011 نظام صناديق الاستثمار² وذلك بهدف تنشيط التداول وتعزيز أدوات الاستثمار الجماعيّ في سوق دمشق للأوراق الماليّة، وعلى الرغم من مرور أكثر من عقدٍ على صدور النظام لم يتمّ إنشاء أيّ صندوقٍ استثماريّ حتّى تاريخه، وذلك نتيجة التحدّيات السياسيّة والاقتصاديّة، وغياب بيئة استثماريّة مستقرّة، إضافة إلى محدوديّة الشركات المساهمة، حيث ما تزال معظم الشركات في سوريّة تعمل بصيغة شركات الأشخاص، ولم تتحوّل إلى شركاتٍ مساهمةٍ عامّة.

وترى الباحثة أنّ التطوّر التاريخي لصناديق الاستثمار يبيّن بوضوح أنّ نشأتها ارتبطت بالحاجة إلى آليات استثمار جماعيّ قادرة على تحقيق التنوع وتقليل المخاطر، وأنّ توسّعها لاحقاً كان نتيجة مباشرة لتحسّن الأطر التنظيمية ونضج الأسواق الماليّة، كما تلاحظ الباحثة أنّ التجارب العربيّة جاءت متأخرة ومتفاوتة، وأنّ غياب البيئة الاستثمارية المستقرّة كما في الحالة السوريّة يُعدّ عاملاً حاسماً في عدم تطوّر هذا القطاع رغم وجود الإطار التشريعيّ.

2- مفهوم صناديق الاستثمار: يُعدّ تحديد مفهوم صناديق الاستثمار خطوةً أساسيّة لفهم طبيعتها ودورها في تجميع المدّخرات وتوجيهها نحو الأدوات الماليّة المختلفة، وتُوجد عدة تعريفات لصناديق الاستثمار أهمّها أنّ "صندوق الاستثمار وعاء استثماريّ لتجميع مدّخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق الماليّة من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق الماليّة ووفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبّلهم للخطر".³

¹ شريط، صلاح الدين (2019)، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، ط3، دار حمير للنشر، مصر، الطبعة الثالثة، ص ص 311_313.

² هيئة الأوراق والأسواق الماليّة السوريّة، (2011)، "نظام صناديق الاستثمار"، تم الاسترداد من: <https://www.scfms.sy/ar/page/%D8%A3%D9%86%D8%B8%D9%85%D8%A9-%D9%88%D8%AA%D8%B9%D9%84%D9%8A%D9%85%D8%A7%D8%AA>

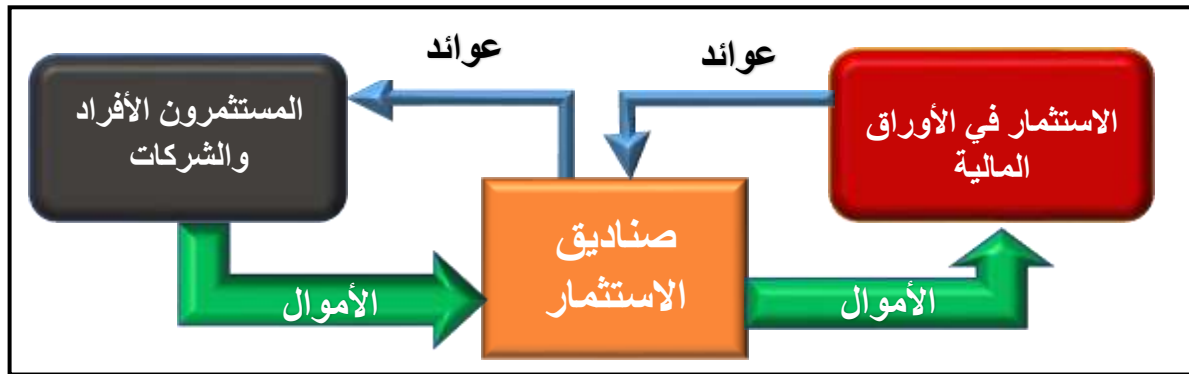
³ قاسم، عبد الرزاق، والعلي، أحمد، (2016)، "إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية"، دمشق، منشورات جامعة دمشق، سوريّة ص339

وهناك تعريف آخر للصناديق الاستثمارية يُنظر إليها على أنها أدوات استثمارية جماعية تقوم بتجميع الأموال من عدد كبير من المستثمرين، وتوظيفها في مجموعة متنوعة من الأصول مثل الأسهم والسندات وأدوات السوق النقدي قصيرة الأجل، وتُدار هذه الصناديق من قبل جهة متخصصة، وتُوزع أرباح الاستثمارات على المستثمرين بعد خصم نسبة محددة تُحتسب كعمولة لإدارة الصندوق.¹

ولقد تمّ تعريف صناديق الاستثمار من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية "أنها وعاء استثماري يتخذ شكل شركة مساهمة عامة يهدف إلى إتاحة الفرصة للمساهمين فيه للمشاركة جماعياً بالاستثمار في الأوراق المالية، ويديره مدير الصندوق، ويشرف على هذه الإدارة أمين الاستثمار".²

من خلال التعاريف السابقة ترى الباحثة أنه يمكن تعريف صناديق الاستثمار إنها وسيلة للاستثمار الجماعي، تتخذ شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية ضمن مؤسسة مالية، وتعمل على تجميع مدّخرات الأفراد والشركات مقابل إصدار وثائق استثمارية تمثل حصصهم في الصندوق، وتُستثمر هذه المدّخرات في محافظ أوراق مالية تُدار من قبل خبراء متخصصين بهدف تحقيق عوائد مناسبة وبأقل المخاطر، إضافة إلى توفير السيولة وتحقيق الأهداف الاستثمارية المحددة للصندوق.

الشكل 2: آلية عمل صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الباحثة

نلاحظ من الشكل (2) بأن آلية عمل صناديق الاستثمار تتم وفق الخطوات الآتية:

¹ Rekha A., & Ramanathan, K. V, (2023), "Evaluating the Performance of Selected Hybrid Mutual Funds", International Journal of Management, Vol/10/, No/2/, p119.

² هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، (2011)، "مرجع سبق ذكره"، ص3.

- أ- يقوم المستثمرون بإيداع أموالهم في الصندوق مقابل وثائق استثمارية متساوية القيمة.
- ب- يقوم الصندوق باستثمار هذه الأموال في محافظ متنوعة داخل الأسواق المالية.
- ت- يتولى مدير الصندوق اختيار الفرص الاستثمارية المناسبة لتحقيق أعلى عائد ممكن بأقل المخاطر.
- ث- عند تحقيق أرباح، يُخصّص جزء منها لتغطية نفقات إدارة الصندوق، ويُوزع الجزء المتبقي على المستثمرين.¹

ثانياً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

لكل شركة أو مؤسسة هيكل تنظيمي خاص بها ينظم ويدير أعمالها، وكذلك بالنسبة لصناديق الاستثمار، لكي تتم عملية الاستثمار الجيدة لأموال المستثمرين يجب أن يكون للصندوق الاستثماري هيكل تنظيمي فعال، وبصورة عامة يتكوّن الهيكل التنظيمي لمعظم صناديق الاستثمار من عددٍ من الأطراف الرئيسية التي يتكامل دورها لضمان سلامة إدارة الصندوق وكفاءة أدائه:²

1. **مدير الصندوق (Fund Manager):** تتولى إدارة الصندوق عادةً شركة استثمارية متخصصة تمتلك خبرات في إدارة الأصول، ويجوز لها تفويض هذه المهمة إلى جهة أخرى مرخصة، ويتقاضى المدير عمولة تُحدّد كنسبة من صافي قيمة الأصول (NAV)³، ويقوم بإصدار وحدات أو شهادات استثمارية تمثل حصص المستثمرين في الصندوق.
2. **أمين الاستثمار (Fund Custodian):** هو مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهمة الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذلك يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار ويتقاضى عمولة تُحدّد في شكل نسبة مئوية من القيمة العادلة لصافي الأصول (NAV).

¹ أبو غدة، عبد الستار، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، ص5.

² قاسم، عبد الرزاق، والعلوي، أحمد، (2016)، "مرجع سبق ذكره"، ص350.

³ القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق (القيمة البيعية): هي القيمة الصافية (NAV) = Net Asset value (القيمة السوقية لأصول محفظة الصندوق - القيمة الدفترية للالتزامات) / عدد الوثائق أو وحدات الاستثمار المصدرة.

3. **وكيل البيع (Dealer):** وسيطٌ أو مجموعةٌ من الوسطاء يتولّون توزيع وحدات الاستثمار التي يصدرها

الصندوق ويمكن لهذا الوكيل أن يكون مصرفاً أو شركة استثمارٍ خاضعةً لرقابة البنك المركزي.

4. **الهيئة الاستشارية (Advisory Board):** تُعدّ الهيئة الاستشارية إحدى المكونات الداعمة لعمل صندوق

الاستثمار، إذ تضمّ مجموعةً من الخبراء المتخصصين في مجالات الاستثمار وإدارة المحافظ، والتحليل المالي،

وإدارة المخاطر، ويقوم مدير الصندوق بتعيين هؤلاء الخبراء بهدف الاستفادة من خبراتهم الفنية في تقييم الفرص

الاستثمارية.

5. **محاسب العام المستقل (Independent public Accountant):** يقوم المحاسب بالتدقيق والمصادقة

على البيانات المالية للصندوق، والتحقّق من سلامة السجلات المحاسبية، ومدى التزام الصندوق بالمعايير

المحاسبية المعتمدة، ويقوم المحاسب بإصدار تقارير دورية تتضمن رأيه المهني حول عدالة القوائم المالية

ودقتها، مما يعزز ثقة المستثمرين.

الشكل 3: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الباحثة

وتكمن أهمية هذا الهيكل في ضمان الفصل بين المهام الرقابية والتنفيذية داخل الصندوق، بما يعزّز الشفافية ويحدّ

من تضارب المصالح، كما يسهم هذا التنظيم المتكامل في رفع مستوى الحوكمة وتحسين كفاءة إدارة أموال

المستثمرين، الأمر الذي ينعكس مباشرةً على موثوقية الصندوق وأدائه في السوق.

ثالثاً: أنواع صناديق الاستثمار

تصنّف صناديق الاستثمار إلى عدّة أنواع وفقاً لرغبات المستثمرين وتتنوع أهدافهم، ووفقاً لمحافظة الأوراق المالية وهي كما يلي:

1- صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال: تقسم صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال:

1-1 الصّناديق ذات النّهائيات المفتوحة (Open End Fund): يطلق على هذا النوع أيضاً مصطلح صناديق

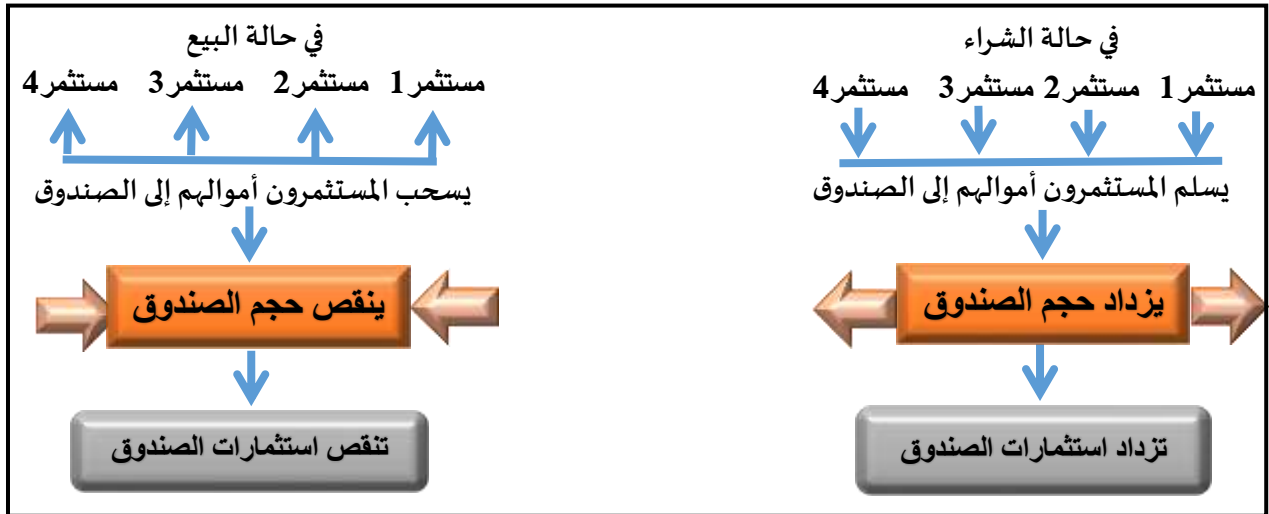
الاستثمار المشتركة (Mutual Fund) أو ما يسمّى برأس المال المتغيّر حيث تم إطلاق هذا الاسم على هذه

الصناديق لأنها تفتح المجال أمام المستثمرين للدّخول والخروج بحريّة دون أي شروطٍ أو قيود¹، أي أن رأس المال

غير ثابتٍ وغير محدّدٍ وهو في تغيّر مستمرٍ طالما أنّ نشاط الصندوق مستمر، فرأسمال هذا النوع من الصّناديق

قابلاً للزيادة عن طريق قيامها بإصدار وثائق استثمار لمواجهة احتياجات المدّخرين.²

الشكل 4: حجم الصندوق في حالة البيع والشراء للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة

يُوضح الشكل (4) أن حجم الصندوق يتأثر مباشرةً بحركة دخول وخروج المستثمرين، ففي حالة الشراء (إصدار

¹ بوكراتي، راضية، وسعدوني، محمد، وغربي، ناصر صلاح الدين، (2022)، "تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم السعودي (خلال الفترة 1996-2020)" مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد/8، العدد/1، الجزائر، ص95.

² حسن، علي، (2021)، "تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري"، المجلة العلمية للدراسات العلمية والبيئية، جامعة السويس، المجلد/12، العدد/1، مصر، ص225.

وبيع وثائق استثمارية للمستثمرين) يزداد حجم الصندوق، مما يؤدي إلى نمو استثماراته في الأسهم والسندات، أما في حالة البيع أو الاسترداد (عند قيام الصندوق بإعادة شراء وثائقه من المستثمرين) ينقص حجم الصندوق وينخفض رأسماله، وبالتالي تنقص استثماراته.

تتميز هذه الصناديق بأن إدارة الصندوق تكون على استعداد دائم لبيع أو استرداد وثائق الاستثمار من المستثمرين، أي أنها لا تُصدر عدداً محدوداً من الحصص وتُعدّ هذه المرونة ميزة أساسية، حيث تتجسّد في النقاط التالية:¹

1. **احتساب القيمة:** يتم احتساب صافي قيمة الأصول (NAV) بشكل يومي وعلى أساس عدد الوثائق المتداولة بنهاية اليوم، مما يمكن الإدارة من الوقوف على المركز المالي بشكل مستمر.

2. **السيولة:** لا يحتاج حملة الوثائق في هذه الصناديق إلى سوق الأوراق المالية (البورصة) للحصول على السيولة، بل يتعين على الصندوق الحفاظ على نسبة ملاءمة من السيولة لتمكينه من دفع قيمة الوثائق المستردة في أي لحظة.

3. **الجاذبية:** تُعتبر هذه الصناديق أكثر جاذبية لأنها تظل مفتوحة لدخول وخروج الأموال (أي لا يوجد حد أقصى للوثائق المُصدرة)، وتقدّم للمستثمر مزايا مثل السيولة العالية وانخفاض تكاليف الاستثمار مقارنةً بالعائد.

ويتم تسعير الوثائق في الصندوق على أساس القيمة الصافية للأصول (NAV) ويتم حسابها:

$$\text{صافي قيمة الوثيقة} = \frac{\text{القيمة الصافية لأصول الصندوق}}{\text{عدد الوثائق (الوحدات)}}$$

حيث أن القيمة الصافية لأصول الصندوق = إجمالي القيمة السوقية للأصول _ إجمالي الخصوم.²

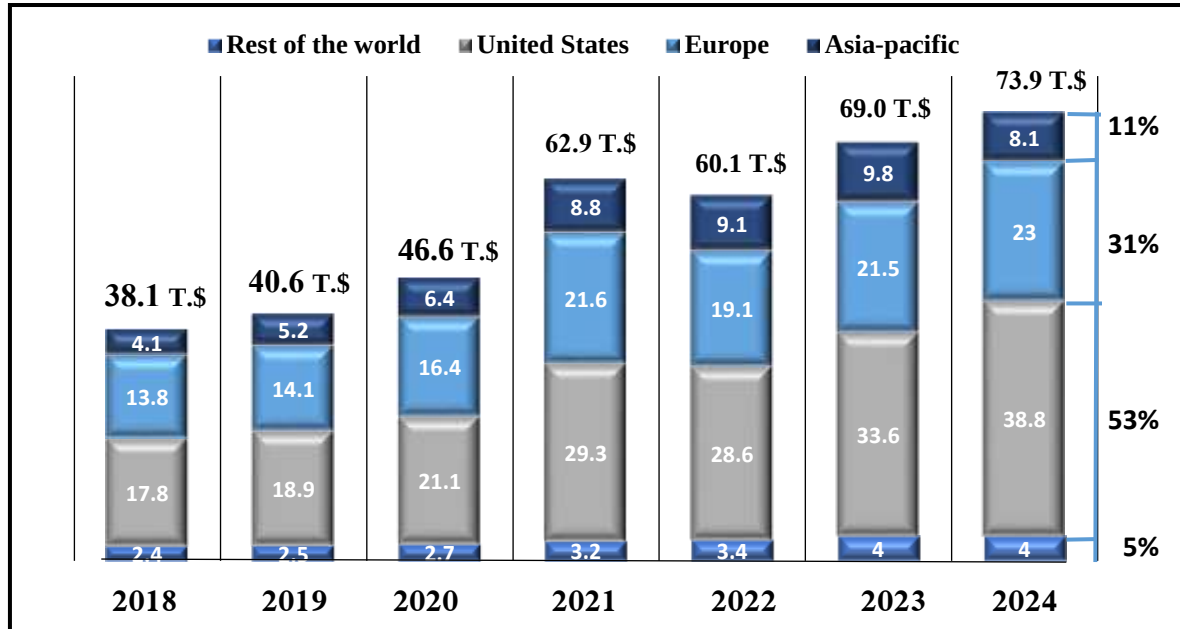
شهدت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة انتشاراً واسعاً عالمياً مع تطوّر الأسواق المالية، وارتفاع إجمالي الأصول الصافية المدارة من قبلها خلال العقود الأخيرة. ويعود هذا التوسع إلى ما توفره هذه الصناديق من مزايا هيكلية، أبرزها السيولة المرتفعة الناتجة عن إمكانية إصدار واسترداد الوحدات بشكل مستمر، إضافةً إلى انخفاض

¹ Yamamoto, K., Okubo, T., Abe, N., & Minoura, Y. (2025), "The presence of foreign open-end funds in Japan's financial markets", Bank of Japan Working Paper Series, Bank of Japan. Vol/8/, No/ 25/, p3.

² قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد، (2016)، "مرجع سبق ذكره"، ص344

تكاليفها الاستثمارية مقارنة بالاستثمار الفردي، أما مستوى العائد فيرتبط بطبيعة الأصول التي يستثمر فيها الصندوق ودرجة المخاطرة المصاحبة لها، بحيث يحقق الصندوق عائداً يتناسب مع مستوى المخاطرة الذي يختاره المستثمر.

الشكل 5: توزيع إجمالي أصول صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في العالم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى¹(Investment Company institute,2025,p14)

نلاحظ من خلال الشكل (5) بأن الولايات المتحدة الأمريكية احتلت المرتبة الأولى من حيث إجمالي أصول صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة² وذلك في عام 2024، حيث كانت نسبتها (53%)، تليها أوروبا بنسبة (31%) أما دول آسيا بنسبة (11%) وباقي الدول العالم مثل روسيا وغيرها فنسبتها (5%).

من وجهة نظر الباحثة، تشير هذه الأرقام إلى الأهمية المتزايدة لصناديق الاستثمار على المستوى العالمي، وإلى الدور المحوري الذي تؤديه في تنمية الأسواق المالية وتعزيز قدراتها الاستثمارية.

1-2 الصناديق ذات النهايات المغلقة (Closed End Fund):³ تُعدّ الصناديق المغلقة أو ذات رأس المال الثابت أول نوع ظهر من صناديق الاستثمار، وفي هذا النوع تحدد إدارة الصناديق مسبقاً عدد الوثائق التي

¹ Investment Company institute, (2025) " Investment Company Fact Book - A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry ", 65 th ed, United States of America, p14.

² النسب الواردة في الشكل تمثل حصة كل منطقة جغرافية من إجمالي الأصول تحت إدارة الصناديق ذات النهاية المفتوحة على المستوى العالمي، أي أنها محسوبة من إجمالي الأصول العالمية للصناديق المفتوحة فقط، وليس من إجمالي أصول الصناديق بأنواعها أو من محفظة معينة.

³ Mahanwar,p.& Ajay,B.,(2023)," Mutual Funds ", Master In Management Studies Semester - Iii (CBCS) ,Institute of Distance And open Learning ,University of Mumbai, p13.

سُتصدرها، ولا يتم استرداد قيمة الوثائق من قبل مالكيها في نهاية الأجل، كما أن الإدارة غير ملزمة بإعادة شرائها، وغالباً ما تكون هذه الصناديق لأجلٍ محدّدٍ، حيث تُصَفَّى وتُوزَع الأرباح، أو يمكن تحويلها إلى صندوق مفتوح، ويتم إدراج الوثائق في البورصة ويتحدّد سعرها من خلال قوى العرض والطلب.

ويمكن توضيح أهم أوجه المقارنة بين صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة وصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة من خلال الجدول التالي:

الجدول 1: مقارنة بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة

أوجه المقارنة	صناديق ذات النهاية المفتوحة Open End Fund	صناديق ذات النهاية المغلقة Closed End Fund
مدة الصندوق	ليس لها فترة استحقاق.	لديها فترة استحقاق محدّدة.
إمكانية بيع الوثائق	تتميز بالبيع المستمر.	وثائق الصناديق لا تُسترد من الجهة المصدرة، وإنما تتداول بين المستثمرين في السوق الثانوية.
رأس المال	رأس مال غير ثابت أي نموه غير محدّد.	رأس المال ثابت أي نموه محدّد مسبقاً.
قابلية الاسترداد	الوثائق قابلة للاسترداد.	الوثائق غير قابلة للاسترداد.
أساس التسعير	يتم تحديد الأسعار وفق صافي قيمة الأصول (NAV).	يتم تحديد الأسعار حسب العرض والطلب في السوق المالية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى: (الجيلحاي، 2019، ص 32)¹

2- صناديق الاستثمار وفق الأهداف المقررة:

يتم تحديد أهداف صناديق الاستثمار عند إعداد نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق، وتنقسم صناديق الاستثمار حسب الأهداف المقررة إلى الأقسام التالية:

1-2 صناديق الدخل (Income Funds): هي صناديق تهدف إلى تحقيق دخلٍ ثابتٍ ومنتظمٍ من خلال الاستثمار في أسهمٍ وسندات الشركات الكبيرة والمستقرة ذات التوزيعات الدورية، مما يجعلها مناسبةً للمستثمرين منخفضي المخاطر مثل المتقاعدين، وتنقسم إلى صناديق دخلٍ من السندات وصناديق دخلٍ من الأسهم ذات التوزيعات المستقرة².

¹ الجيلحاي، جهاد، (2019)، "صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية"، رسالة الماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص 32.

² يوسف، حسن يوسف، (2014)، "الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، ص 136.

2-2 صناديق النمو (Growth Fund): تهدف إلى تحقيق نمو طويل الأجل في القيمة السوقية وتحقيق عوائد مستقبلية مرتفعة عبر الاستثمار في الأسهم العادية للشركات العريقة، مفضلة الربح الرأسمالي على الدخل الجاري، ونظراً لمخاطرها العالية فهي تتطلب إدارة حذرة، وهذه الصناديق لا تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عوائد استثماراتهم لتغطية تكاليف معيشتهم اليومية.¹

2-3 صناديق الدخل والنمو (Income and growth funds):² تستهدف هذه الصناديق المستثمرين الساعين لجمع ميزتي الدخل الدوري لتغطية النفقات والنمو الرأسمالي لتنمية الاستثمارات، حيث تتكون محفظتها من مزيج من الأسهم والسندات، وتختلف هذه الصناديق حسب الأولوية الممنوحة لأي من الهدفين، فإما أن تركز بشكل أساسي على الدخل، أو تميل نحو تحقيق النمو المستقبلي.

2-4 صناديق إدارة الضريبة (Tax-Managed Funds): هي صناديق تُعيد استثمار الأرباح بدلاً من توزيعها نقداً، بحيث يحصل المستثمر على وثائق استثمارية إضافية تُعادل قيمة أرباحه³، وتهدف هذه الصناديق إلى تأجيل دفع الضريبة لأن المستثمر لا يلزم بالضريبة ما دام لم يتلق أي توزيعات نقدية.⁴

3- صناديق الاستثمار وفق مكونات التشكيلة:

يُعدّ التكوين الداخلي لمحفظه الصندوق هو المعيار الأهم لتصنيف صناديق الاستثمار، وبناءً على ذلك يتم تحديد أنواع الصناديق حسب هذا التصنيف:

3-1 صناديق الأسهم (Stock Funds):⁵ هي صناديق تستثمر فقط في الأسهم العادية، وتختلف أنواع الأسهم

¹ شاهين، محمد، (2018)، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر - العوائد والمخاطر"، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ص 66.

² سعيد، حاتم، وسليم، إبراهيم، (2018)، "أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية"، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد/2 العدد/3، العراق، ص 326.

³ الشمري، حسن، والجليحاي، جهاد، (2019)، "مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق من أجل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد/15 العدد/62، العراق، ص 61.

⁴ الصيداوي، وجدان، (2022)، "مرجع سبق ذكره"، ص 24.

⁵ Najafi, Z.& Asgari, B.& Mohammad, H., (2013), "Identification of Mutual Funds Investing in Tehran Stock Exchange", Journals of Management Research, Vol/5/, No/3/, p191.

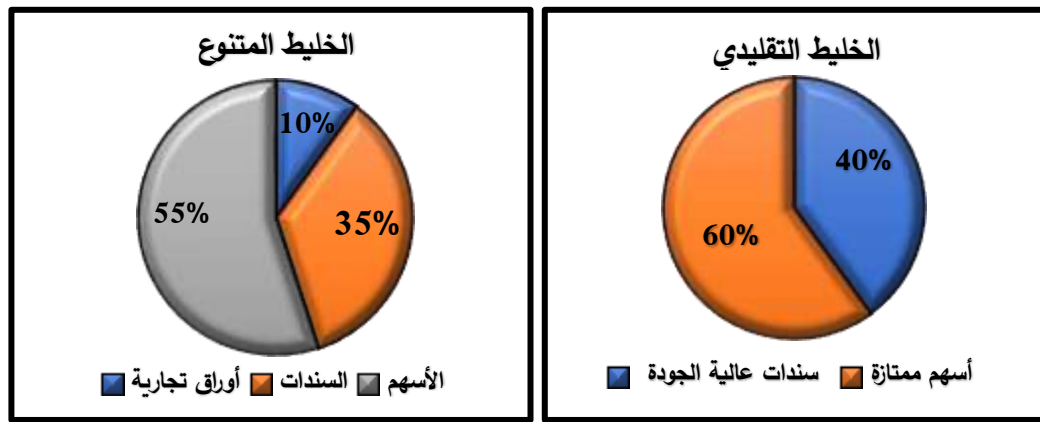
وفق أهداف الصندوق وسياساته الاستثمارية¹، فقد تُركّز بعض الصناديق على أسهم الشركات الكبيرة ذات الخبرة والعوائد المستقرة، بينما تُستثمر أخرى في الشركات الحديثة التي تستهدف النمو.

3-2 صناديق السندات (Bond Funds): هي صناديق تستثمر فقط في السندات دون الأسهم، وتهدف إلى تحقيق دخلٍ ثابتٍ، وقد تستثمر في سنداتٍ حكوميّةٍ أو سندات شركاتٍ، وتختلف بحسب نوع السندات بين صناديق محلّية ودوليّة، كما تتباين في مستوى العائد والمخاطر، فبعضها يعتمد على سنداتٍ منخفضة العائد وقليلة المخاطر، بينما يستثمر بعضها الآخر في سندات ذات عائدٍ أعلى مقابل مخاطرة أكبر.²

3-3 صناديق المتوازنة (المختلطة) (Balanced Funds): هي صناديق تُستثمر في مزيج من الأسهم والسندات والأسهم الممتازة، وإضافةً إلى جزءٍ صغيرٍ من أدوات سوق المال، وتحدّد نسب هذه المكونات وفق أهداف الصندوق، أ- فإذا كان الهدف تحقيق عائدٍ أعلى تُزداد نسبة الاستثمار في الأسهم.

ب- أمّا إذا كان الهدف خفض المخاطر فتزداد نسبة السندات ويقلّ الاستثمار في الأسهم.³

الشكل 6: الخليط التقليدي والمتنوع لمحفظه الصناديق المتوازنة (المختلطة)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد: (الجليحاوي، جهاد، 2019)⁴

من خلال الشكل (6) يتم استثمار الأوراق المالية في الصندوق في الخليط التقليدي بشكل نسب مئوية (60%) من

¹Fink, M., (2015), "A Guide to Understanding Mutual Funds", Investment Company Institute, p9.

² رفاعي، سارة، (2019)، "أثر مخاطر التوقيت كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية -دراسة ميدانية"، المجلة العلمية للدراسات العلمية والبيئية، المجلد/10، العدد/2، مصر، ص295.

³ بدوي، عبد المطلب، "صناديق الاستثمار رؤية من منظور قانوني وإسلامي"، مجلة الشريعة والقانون، كلية العين الإماراتية، الإمارات العربية المتحدة، ص7

⁴ الجليحاوي، جهاد، (2019)، "مرجع سبق ذكره"، ص37.

إجمالي الأوراق المالية في الأسهم الممتازة و(40%) في السندات عالية الجودة أما الاستثمار في الخليط المتنوع يشكل (55%) من الأسهم و(35%) في السندات و(10%) الباقية في الأوراق التجارية.

3-4 صناديق سوق النقد (Money Market Funds):¹ هي صناديق يتم إنشاءها من قبل المصارف، وتستثمر الأموال الفائضة في أوراق مالية قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية، وتتاسب المستثمرين الذين يركزون على الأمان والسيولة في استثماراتهم.

4-4 صناديق الاستثمار وفق عنصر الضمان: تنقسم صناديق الاستثمار من حيث عنصر الضمان إلى قسمين: **1-4 صناديق الاستثمار المضمونة (Guaranteed investment funds):** وهي تلك الصناديق التي تُوفّر للمستثمرين ميزة المحافظة على رأس المال المستثمر، أو نسبة منه حيث تتحمل إدارة الصندوق وحدها الخسائر، وذلك مقابل حصولها على عمولة بنسبة معينة إذا تجاوزت نسبة العائد المحقق رقماً معيناً.

4-2 صناديق الاستثمار غير المضمونة (Unsecured investment funds): وهي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون كبيرة ويكون المستثمر معرضاً ليس فقط لخسارة العائد، بل حتى لرأس المال أو جزء منه.²

5- صناديق الاستثمار وفق تكلفة البيع:³ تنقسم صناديق الاستثمار وفق تكلفة البيع إلى قسمين: **5-1 صناديق استثمار مُحتملة:** وهي صناديق يلتزم فيها المستثمر بدفع رسوم عند شراء الوثيقة، وذلك لتغطية تكاليف التسويق والتوزيع والدعاية المرتبطة بطرح الصندوق.

5-2 صناديق استثمار غير مُحتملة: هي صناديق تُسوّق من خلال الإعلانات ووسائل الإعلام دون فرض أيّ رسوم شراء على المستثمر، مما يجعل تكلفة الدخول إليها أقل.

¹ عبد الحميد، عبد العزيز، وأحمد، صفا، (2024)، "أثر المخاطر السيادية في كفاءة صناديق أسواق النقد: بحث تطبيقي في الأسواق المالية الدولية"، مجلة تكتريك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد/20، العدد/68، العراق، ص 107.

² الأمين، يعقوب، والأحمد، أحمد، (2019)، "محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني _دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة السودان، السودان، ص ص 64-65.

³ الساعدي، هيفاء، وإشراق، الاعرجي، (2017)، "صناديق الاستثمار بين أهميتها وإغفال المشرع عنها"، جامعة أهل البيت، المجلد/13، العدد 1/، العراق، ص 117.

6- أنواع أخرى لصناديق الاستثمار:

6-1 صناديق الاستثمار الإسلامية (Islamic Investment Funds): هي صناديق توجه استثماراتها بما يتوافق مع الصّواب الشرعيّة¹، وتهدف إلى تجميع مدّخرات صغار المستثمرين وتوظيفها من خلال وثائق موحّدة، مع تجنب التّعامل بالرّبا، وتسعى هذه الصّناديق إلى تحقيق أعلى عائِدٍ ممكنٍ مع أقلّ مستوى من المخاطر وفق شروطٍ شرعيّةٍ متّفقٍ عليها².

6-2 صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً (Socially Responsible Investment Funds): تُعتبر صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً³ أحد أدوات الاستثمار المسؤول من خلال دمج المعايير الأخلاقية والاجتماعية في قراراتها الاستثمارية، وتُركّز على تمويل المؤسسات ذات الأداء الاجتماعيّ الجيّد، حتى لو أدّى ذلك إلى التّخلّي عن بعض أهداف الاستثمار التقليديّة مثل تعظيم العوائد⁴.

6-3 صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) (Exchange Traded Funds): هي صناديقٌ حديثةٌ تتكوّن من سلّةٍ أوراقٍ ماليّةٍ تتبع مؤشراً معيّناً في البورصة⁵، وتمتاز بجمعها بين خصائص الصّناديق المفتوحة من حيث إمكانية الشّراء والاسترداد بسعر صافي قيمة الأصول، وخصائص الصّناديق المغلقة من خلال تداول وثائقها مباشرةً في السّوق خلال جلسة التّداول⁶.

¹ Gulzar, R., (2011), "Islamic Mutual Funds' Financial Performance and International Investment Style: Evidence from 20 Countries", *European Journal of Finance*", Vol/17/, No/9/, p5.

² عبو، بلعوز، (2023)، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودي"، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد/9/، العدد/1/، الجزائر، ص250.

³ صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً له عدة مصطلحات وهي: صندوق الاستثمار المسؤول المستدام، صندوق الاستثمار الأخلاقي، صندوق الاستثمار الأخضر، صندوق الاستثمار البيئي والاجتماعي، ولكنهم يتشاركون هدفاً مشتركاً وهو اتخاذ قرارات الاستثمار دون الاعتماد على الربحية فقط، للمزيد يمكن الاطلاع على:

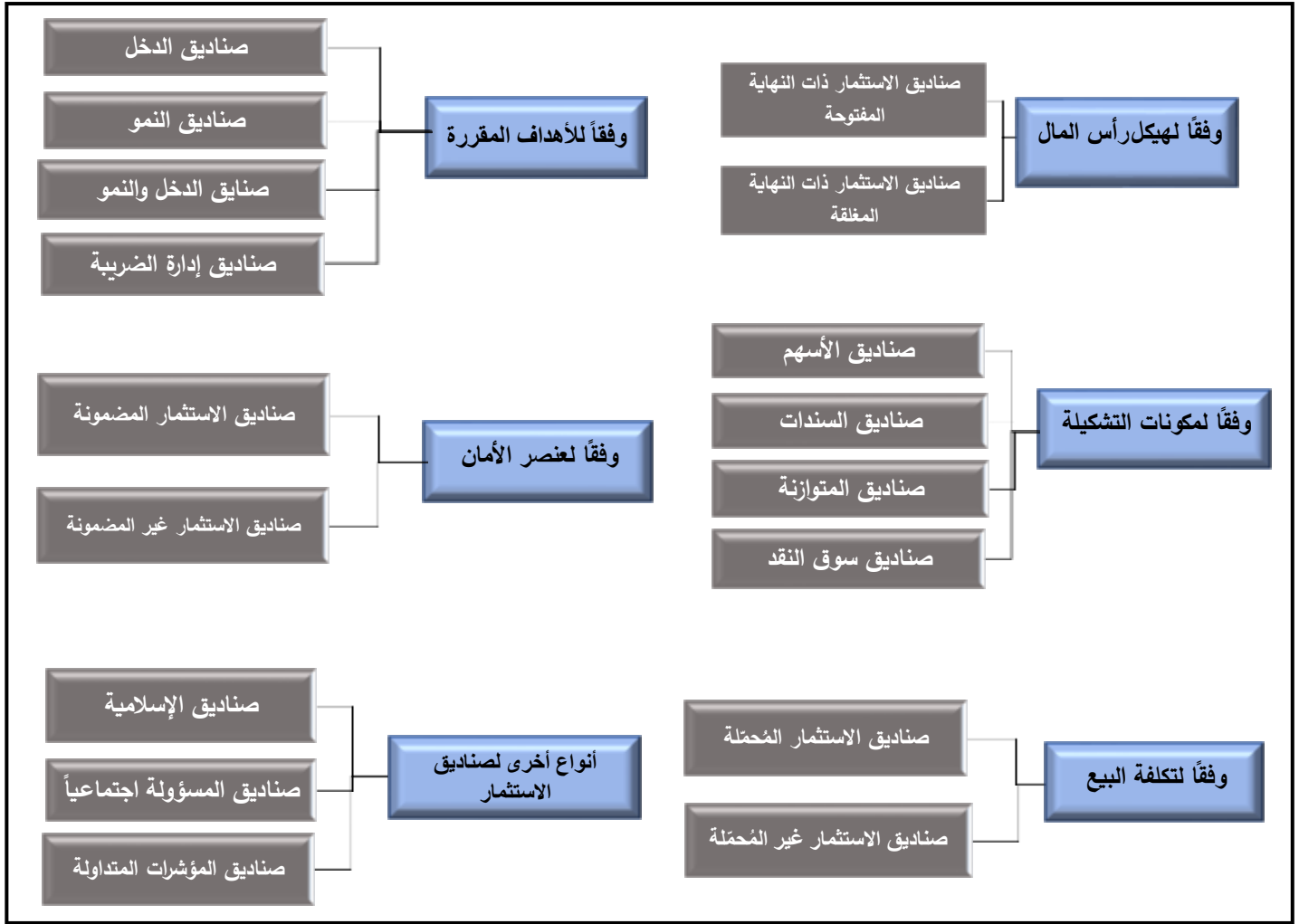
Stempler, B., (2021), "ESG Investing: The Use of ESG Ratings in a Smart Beta Strategy", *Financial and Economic Review*", Vol /20/, No/2/, p92.

⁴ Uimaniemi, S., (2025), "Socially Responsible Investment Funds: Performance during Brexit", Master's thesis, University of Vaasa, Finland, p14.

⁵ السيد، وفاء، (2024)، "الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة"، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد/10/، العدد/1/، مصر، ص1180.

⁶ حفيضة، نسرين، (2023)، "مرجع سبق ذكره"، مصر، ص 416.

الشكل 7: تصنيف أنواع صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الباحثة.

رابعاً: مخاطر صناديق الاستثمار

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بالعديد من المزايا ولكن تتعرض صناديق الاستثمار أيضاً للعديد من المخاطر ومنها:

1- المخاطر الخاصة بالصندوق (تنظيمية وهيكلية):

وهي المخاطر التي تنشأ من داخل الصندوق نفسه، سواء من طريقة إدارته، أو بنيته، أو سياساته، أو البيئة التنظيمية التي يعمل ضمنها وتشمل ما يأتي:

أ- **مخاطر الاستثمار الخارجي:** تظهر هذه المخاطر عندما تقوم صناديق الاستثمار بشراء الأوراق المالية في البورصات الإقليمية أو العالمية، مما يؤدي إلى خروج أموال المدخرين من الاقتصاد المحلي، وتزداد خطورة

هذا النوع من المخاطر في الدول النامية التي تحتاج إلى الحفاظ على تدفق رؤوس الأموال داخلياً، إذ قد لا تعود هذه الأموال بفوائد اقتصادية مباشرة على البلاد، خاصة إذا كانت الاستثمارات الخارجية قصيرة الأجل أو عالية النقلب¹.

ب- مخاطر نقص المعلومات والإفصاح: يُعد ضعف الإفصاح من أكثر المخاطر الهيكلية تأثيراً على المستثمرين. فعندما لا تتضمن نشرة الإصدار معلومات كافية حول سياسة الاستثمار، وهيكّل الرسوم، والأداء التاريخي، ومستوى المخاطرة، يصبح المستثمر عاجزاً عن تقييم الصندوق بصورة صحيحة، ويؤدي ذلك إلى ضعف الثقة واتخاذ قرارات استثمارية غير مبنية على بيانات دقيقة، وقد يدفع المستثمرين إلى الانسحاب عند أول تذبذب في السوق².

ت- المخاطر الضريبية: تخضع صناديق الاستثمار في العديد من الدول لضرائب على الأرباح أو على توزيعات الأرباح، وقد تؤدي هذه الضرائب إلى تقليل العائد الصافي الذي يحصل عليه المستثمرون، خاصة إذا كانت معدلات الضرائب مرتفعة أو غير مستقرة، كما أن اختلاف المعاملة الضريبية بين أنواع الصناديق قد يخلق تبايناً في العوائد المتوقعة ويؤثر في قرار المستثمر³.

ث- ارتفاع تكاليف الإدارة: تتحمل الصناديق تكاليف متعددة، مثل رسوم الإدارة والحفظ والتداول، وعندما تكون هذه التكاليف مرتفعة وخاصة عند الاعتماد على شركات إدارة أجنبية فإنها تقلل من العائد الصافي للمستثمرين حتى لو كان أداء الصندوق جيداً، وكلما زادت التكاليف، انخفضت القدرة على تحقيق عوائد تنافسية مقارنة بالاستثمار المباشر⁴.

¹ عطية، حليلة، وشوارفية، الأمين، وعباسية، خديجة، (2022)، "دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية - سوق الأسهم السعودي أنموذجاً خلال الفترة (1996-2017)"، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، المجلد/3، العدد/1، الجزائر، ص 79.

² رفاعي، سارة، (2019)، "أثر مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في مصر: دراسة ميدانية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة السويس، المجلد/10، العدد/2، مصر، ص 263.

³ الجليحاوي، جهاد، (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁴ Shah, H, (2017), "Advantages and disadvantage of Mutual Funds", Innovative Research Thoughts, Vol/3/, No/5/, pp 105-106.

2- المخاطر الخاصة بأسعار وثائق الصندوق:

وهي المخاطر التي تؤثر مباشرة في القيمة السوقية لوثيقة الصندوق، أي في السعر الذي يحصل عليه المستثمر عند الاسترداد. وتشمل ما يأتي:

أ- **مخاطر تقلبات أسعار الصرف:** تتعرض الصناديق الدولية أو التي تستثمر في أصول مقومة بعملات أجنبية لمخاطر ناتجة عن تغيرات أسعار الصرف، فإذا انخفضت قيمة العملة الأجنبية التي تُقِيمُ بها أصول الصندوق، فإن القيمة النهائية لاستثمارات المستثمرين تنخفض عند تحويلها إلى العملة المحلية، وتزداد هذه المخاطر في حالات عدم الاستقرار الاقتصادي أو عند وجود فروقات كبيرة في معدلات التضخم بين الدول.

ب- **مخاطر السوق:** تتأثر أسعار وثائق صناديق الاستثمار بالعديد من العوامل الخارجية، مثل الظروف الاقتصادية والسياسية والعسكرية، إضافة إلى مزاج المستثمرين وثقتهم بالمناخ الاقتصادي، هذه العوامل تجعل قيمة الوثيقة عرضة للتذبذب، خصوصاً في الصناديق التي تستثمر في الأسهم أو الأصول عالية المخاطرة¹.

ت- **مخاطر التضخم:** يؤدي ارتفاع التضخم إلى تآكل القيمة الحقيقية للعوائد، ويؤثر في أسعار الأصول التي يستثمر فيها الصندوق، كما يدفع البنوك المركزية إلى رفع أسعار الفائدة، مما ينعكس سلباً على السندات والأسهم معاً، ويجعل من الصعب الحفاظ على عائد حقيقي موجب².

ترى الباحثة أن الاستثمار في الصناديق الاستثمارية يُعد خياراً مناسباً للمستثمرين الذين يفتقرون إلى الوقت أو الخبرة اللازمة للاستثمار المباشر، إذ يتيح لهم الاستفادة من كفاءة مديري الصناديق، ومع ذلك ينبغي على المستثمر إدراك المخاطر المتعددة التي قد تواجه هذه الصناديق، والقيام بالبحث اللازم لاختيار الصندوق الذي ينسجم مع أهدافه ومستوى المخاطرة الذي يستطيع تحمّله.

¹ عبو، عمر، (2016)، "الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص132.

² العجواني، حنان، والعليم، محمد، والمقصان، أحمد، (2019)، "أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة - بالتطبيق على الصناديق المفتوحة في مصر"، مجلة جامعة جنوب الوادي للبحوث التجارية، المجلد 3/، العدد 1/، مصر، ص265.

المبحث الثاني

إدارة صناديق الاستثمار ومعايير تقييم أدائها

تُعدّ استراتيجيات إدارة صناديق الاستثمار ومعايير تقييم أدائها من الركائز الأساسية لفهم كيفية عمل هذه الصناديق، فاختيار الاستراتيجية المناسبة يحدد طبيعة الأصول التي يستثمر فيها الصندوق، ودرجة التنوع، ومستوى المخاطر المقبولة، في حين تمثل معايير تقييم الأداء الأداة التي يمكن من خلالها الحكم على كفاءة هذه الاستراتيجيات ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف الاستثمارية، ويهدف هذا المبحث إلى استعراض أبرز الاستراتيجيات الإدارية التي تعتمد عليها صناديق الاستثمار، إلى جانب أهم المقاييس المستخدمة في تقييم أدائها.

أولاً: إدارة صناديق الاستثمار

تقوم صناديق الاستثمار على مجموعة من الاستراتيجيات التي تُحدّد كيفية توجّيه أموال الصندوق وتوزيعها بين الأدوات الماليّة المختلفة، بما يضمن تحقيق أهدافها الاستثمارية ووفق منهجية واضحة، وفي المقابل تواجه هذه الصناديق عدداً من المخاطر المرتبطة بطبيعة الأسواق والأصول وآليات التشغيل، مما يجعل دراسة الاستراتيجيات والمخاطر معاً أمراً ضرورياً لفهم الصندوق وتقييم قدرته على تحقيق عوائد مستقرّة ضمن بيئة استثمارية متغيرة.

1- استراتيجيات إدارة صناديق الاستثمار:

شهدت صناديق الاستثمار تطوراً ملحوظاً أدى إلى إدارتها من قبل خبراءٍ متخصصين في اختيار الأدوات الماليّة الملاءمة، وتعتمد استراتيجيات إدارة الصناديق بشكلٍ رئيسي على أسلوبين في إدارة المحافظ:

- أ- **الأسلوب النشط:** يستهدف هذا الأسلوب تحقيق عوائد تفوق عوائد السوق بالاستناد إلى التحليل المالي والخبرة¹.
- ب- **الأسلوب السلبي:** الذي يقوم على تتبع مؤشرات السوق واتّباع استراتيجية مستقرّة تولّد عوائد قريبة من عوائد السوق²، ويمكن التمييز بين هذين الأسلوبين النشط والسلبي بالاعتماد على تحليل إجماليّ العائد الفعليّ الذي

¹ الربيعي، حاكم، والموسوي، حيدر، وحسن، محمد، (2017)، "بناء وتقييم أداء محافظ الزخم النشطة في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد/14، العدد/55، العراق، ص111.

² علي، علي، وكعيد، احمد، (2020) "تأثير استخدام استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية_ دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد/14، العدد/57، العراق، ص193.

يُحاول المدير تحقيقه ويُحسب العائد وفق نوع المحافظ كالآتي:¹

في المحفظة الخاملة أو السلبية يُحسب العائد الفعلي وفق المعادلة:

$$\text{Total Return} = R_f + R_p$$

حيث أن: R_f : العائد الخالي من المخاطر، R_p : علاوة المخاطرة التي يطلبها المستثمر لقاء تحمله مخاطر إضافية.

المحفظة النشطة يُحسب العائد الفعلي وفق المعادلة:

$$\text{Total Return} = R_f + R_p + \alpha$$

حيث أن: R_f : العائد الخالي من المخاطر، R_p : علاوة المخاطرة، α : معامل ألفا الذي يقيس العائد غير العادي.

يتضح من المعادلتين أنّ مديري المحافظ السلبية يتحملون فقط العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة²، وذلك

لأن هدفهم الأساسي محاكاة أداء مؤشر معين لتحقيق نتائج مستقرة، أما مديري المحافظ النشطة فيسعون لتحقيق

عوائد تفوق السوق، مما يجعلهم يتحملون المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، ويمكن توضيح استراتيجية كلٍ منهما

على النحو الآتي:

1-1 استراتيجية الإدارة السلبية (Passive Management Strategies): تعتمد هذه الاستراتيجية على

اتباع سياسة مستقرة تهدف إلى محاكاة أداء السوق دون السعي لتحقيق أرباح إضافية عبر التنبؤ بحركة الأسعار،

وترتكز على فرضية كفاءة السوق، وتتفرّع عنها عدّة استراتيجيات فرعية، من أبرزها:

1-1-1 استراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy and hold strategy): تعتمد هذه الاستراتيجية على افتراض أنّ

قيمة الأوراق المالية ترتفع على المدى الطويل مع نمو الاقتصاد، ويقوم المستثمر بشراء الأسهم عند توفر السيولة

والاحتفاظ بها لفترة طويلة، ثم بيعها عند الحاجة أو عند تحقيق أهدافه الاستثمارية، وتستند هذه الاستراتيجية إلى

تنويع المحفظة وتحديث مكوناتها بما يتوافق مع مستوى معين من المخاطرة وقدرة المستثمر على تحملها، بهدف

تحقيق عوائد مستقرة على المدى البعيد.

¹ Brown, K., & Reilly, F., (2012), " Investment Analysis & Portfolio Management 10th ed", South-Western, Cengage Learning, United States of America, p550.

² علاوة المخاطرة: هو تعويض الإضافي الذي يطلبه المستثمرون لتحمل مخاطر إضافية.

1-1-2 استراتيجية صناديق المؤشرات (Index Funds Strategy): تعتمد هذه الاستراتيجية على محاكاة

أداء مؤشر محدّد في السوق الماليّ، حيث لا يقوم مدير الصندوق باختيار الأسهم بشكلٍ فرديّ، بل يلتزم بتركيبه المؤشّر من خلال شراء الأسهم الداخلة فيه وبيع الأسهم المستبعدة منه، والهدف الرئيسيّ هو تحقيق عوائدٍ مماثلةٍ لأداء المؤشّر، مع تقليل تكاليف الإدارة والاعتماد على التنوّيع التلقائي الذي يوفره المؤشّر نفسه.¹

1-1-3 استراتيجية التّحصين (Immunization Strategy):² تهدف إلى حماية المحفظة من مخاطر تغيير

أسعار الفائدة عبر اختيار سنداتٍ متوافقةٍ مع مدّة الاستثمار المخطّط لها، وتساعد هذه الاستراتيجية في تنسيق عوائد الاستثمارات مع الالتزامات المستقبلية للمستثمر وتقليل المخاطر المرتبطة بالفترات الزمنية المختلفة.

1-2 استراتيجية الإدارة النشطة (Active Management Strategies): تُركّز المحفظة النشطة على شراء

وبيع الأسهم لتحقيق أداءٍ أعلى من مؤشر السوق، بالاعتماد على تحليلٍ دقيقٍ للفرص غير المُقيّمة، ويعتمد نجاحها على خبرة الإدارة، ويتحمل الصندوق تكاليف ومخاطر إضافية لتحقيق عوائد أعلى، ومن هذه الاستراتيجيات:

1-2-1 استراتيجية تخصيص الأصول للمحفظة أو إعادة التوزيع (Assets Allocation): تُركّز على توزيع

الأموال بشكلٍ مدروسٍ على فئات الأصول المختلفة (أسهم، سندات، نقد) بهدف تنويع المحفظة وتقليل المخاطر، وتعظيم العائد على المدى الطويل، مع إمكانية تعزيز السيولة والنشاط في السوق.

1-2-2 استراتيجية اختيار الأوراق المالية (Security Selection): تعتمد على تحليل الجوانب الأساسية

والفنية للأوراق المالية لتحديد قيمتها الحقيقية، وشراء الأوراق بأقلّ من قيمتها الحقيقية (Undervalued) وبيع الأوراق بأعلى من قيمتها الحقيقية (Overvalued) بهدف تحقيق عوائد أعلى مقارنةً بالقيمة السوقية.³

1-2-3 استراتيجية توقيت السوق (Market Timing Strategy): تستند إلى تحديد الوقت المناسب للشراء

¹ شهرزاد، إسماعيل، (2024)، "استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية وتأثيرها بكفاءة السوق المالية"، دفاثر البحوث العلمية، المجلد 21/، العدد 1/، الجزائر، ص 179-180.

² نعيمة، برودي، (2011)، "كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات"، مجلة الاقتصاد والإدارة، الجامعة المستنصرية، المجلد 10/، العدد 1/، العراق، ص 333.

³ شهرزاد، إسماعيل، (2024)، "مرجع سبق ذكره"، ص 181.

والبيع وفق توقّعات حركة السوق، مع تعديل مكونات المحفظة ومستوى المخاطر لتحقيق أفضل أداء استثماري¹.

2- شروط إدارة صناديق الاستثمار: هناك مجموعة من الشروط التي لا بد أن تتحلّى بها إدارة الصناديق

الاستثمارية حتى تكون متوافقة مع القواعد الخاصة بالهيكل التنظيمي، ويمكن توضيح هذه الشروط كالآتي²:

أ- الكفاءة والخبرة: توفر المؤهلات والخبرات والمهارات الإدارية والفنية اللازمة لأداء المهام بكفاءة.

ب- النزاهة وحسن السمعة: التزام الإدارة بالشفافية وسلامة اتخاذ القرارات، مع تميّز أعضاء الإدارة بحسن السيرة

والتعامل مع المستثمرين.

ت- أعضاء الإدارة من غير المساهمين: غالبية المجلس يجب أن يكون مستقلاً لضمان الحيادية وتجنّب تضارب

المصالح.

ث- أداء التأمين المطلوب: التزام الإدارة بتغطية التأمين وفق القواعد المنظمة وإدارته بما يضمن حماية الصندوق

والمستثمرين.

الشكل 8: شروط إدارة صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الباحثة

ثانياً: تقييم أداء صناديق الاستثمار

يُعدّ تقييم أداء صناديق الاستثمار خطوة أساسية في الحكم على مدى كفاءة إدارتها وقدرتها على تحقيق الأهداف

التي وُجدت من أجلها، إذ يمثل هذا التقييم أداة رقابية وتحليلية تساعد على فهم جودة القرارات الاستثمارية المتخذة

خلال فترة معينة، ولا يقتصر دوره على قياس العوائد المتحققة، بل يمتدّ ليشمل تحديد مستوى المخاطر التي تحملتها

¹ الشعراي، بشار، (2015)، "التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق لأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق

المالية)"، رسالة الماجستير، جامعة دمشق، سورية، ص57.

² دائلة، حسن، (2010)، "الصناديق الاستثمارية_دراسة فقهية تطبيقية"، رسالة دكتوراه، كلية الشريعة، الرياض، ص ص130_131.

الصناديق، ودرجة التوافق بين العائد والمخاطرة، ومدى التزام الإدارة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة، وتزداد أهمية تقييم الأداء في ظل البيئة المالية المتغيرة وارتفاع درجة المنافسة بين الصناديق، مما يتطلب الاعتماد على أدوات قياسية دقيقة ومعايير موضوعية تمكن المستثمرين من المقارنة بين الصناديق المختلفة، وتُمكن الجهات الرقابية من متابعة كفاءة السوق، كما تتيح للإدارة نفسها مراجعة سياساتها واتخاذ قرارات تصحيحية عند الحاجة. ومن ثم، يُعد تحليل أداء صناديق الاستثمار مدخلاً رئيسياً لفهم قدرتها على تحقيق قيمة مضافة للمستثمرين وتحقيق التوازن بين العائد المتوقع ومستوى المخاطرة المصاحبة له.

1- أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار:¹

تعتبر عملية تقييم أداء صناديق الاستثمار أمراً بالغ الأهمية، سواء بالنسبة للمستثمرين الذين يضعون أموالهم في هذه الصناديق أو للمقيمين الذين يتولون مهمة تقييمها، وتظهر أهمية هذه العملية من خلال عدة جوانب رئيسية، والتي سنستعرضها فيما يلي:

أ- **التفصي عن النتائج الفعلية:** يتيح التقييم معرفة النتائج المتحققة فعلاً من مجموع القرارات الاستثمارية التي اتخذها مدير الصناديق خلال الفترة الزمنية السابقة.

ب- **تقييم الاستراتيجيات الاستثمارية:** يساعد على تحديد مدى الحاجة إلى تعديل الاستراتيجيات القائمة وتهيئتها للمستقبل، بما يضمن قدرة الإدارة على إدارة الأموال بكفاءة لصالح المستثمرين والإدارة نفسها.

ت- **أهمية رقابية واقتصادية:** تُعد نتائج تقييم الأداء ذات قيمة كبيرة للجهات الرقابية، لما لها من تأثير مباشر على الاقتصاد الوطني وتعزيز ثقة المستثمرين بالسياسات النقدية والمالية.

ث- **أهمية تحليلية وأكاديمية:** يستفيد المحللون والأكاديميون من نتائج التقييم في مقارنة الاستثمارات واختيار الأفضل منها، إضافة إلى تقديم النصائح والمشورة للمستثمرين استناداً إلى بيانات موضوعية.

¹ الجليحاوي، جهاد، (2019)، "مرجع سبق ذكره"، ص54.

2- معايير تقييم أداء صناديق الاستثمار:

من الضروريّ ليكتمل تقييم الاستثمار في محفظة الأوراق الماليّة يجب أولاً التعرف على كَيْفِيّة تقييمها، حيث يحقّ للمستثمر أن يكون على درايةٍ بمستوى أداء محفظته، وأن يتساءل عما إذا كان قد حقّقت الأهداف الأساسيّة التي استثمر من أجلها، وهذا التّقييم يسهم في التّعرّف على نقاط القوّة والضعف التي قد توجد في الصّناديق، ويساعد على اكتشاف الأخطاء قبل حدوثها، أو على الأقلّ معالجتها أو الحدّ من تفاقمها عند وقوعها¹، وتعتبر عمليّة تقييم الأداء من الأساليب الرّقابيّة الهامّة التي تسهم في تحسين أداء المحفظة، حيث يتمّ ذلك من خلال تقييم المحفظة ككلّ وأيضاً تقييم عناصرها بشكلٍ منفصلٍ، والهدف من هذه العملية هو المحافظة على حالة الاستقرار المستهدفة مع السّعي لزيادة معدّلات العائد متى كان ذلك ممكناً².

تتطلب هذه العمليّة متابعةً مستمرّةً لآخذ القرارات المناسبة، خاصة في أوقات عدم استقرار السّوق، لذا يصبح من الضّروريّ لكل من الإدارة والمستثمر القيام بعمليّة تقييم أداء صناديق الاستثمار، و هذه العملية تساعد في الحصول على نتائج دقيقةٍ حول أداء هذه الصّناديق، مما يتيح اتّخاذ الإجراءات اللازمة لتحسين الأداء في المستقبل، و الهدف النهائيّ هو تحقيق أفضل النّتائج، والتي تتمثل بشكلٍ أساسيٍّ في زيادة العوائد وتقليل المخاطر³، و يُعرّف قياس الأداء بأنه عمليّة رصد جودة اتّخاذ القرارات الاستثماريّة من خلال التّزويد بالمعلومات الضّروريّة التي تساعد مديري المحافظ والمستثمرين في تقييم آليّة الاستثمار ونتائجها، وقد وضع معهد إدارة البنوك الأمريكيّة معايير لقياس الأداء منذ عام 1968 وتتمثل هذه الأسس بالآتي⁴:

- يجب احتساب العوائد المستخدمة في قياس الأداء بناءً على القيم السّوقيّة للأصول وليس بالاعتماد على سعر التّكلفة.

¹Samet A., Shahriari M., Mombeini H., (2016), " Evaluation of Performance of Investment Funds Based on Decision Models (DEA)", Journal of Data Envelopment Analysis and Decision Science, No/2/, p34.

²Ahmed, H., Osman R., Alaagam A., (2020), " Performance Evaluation of Mutual Funds in Egypt", International Academic Journal for Economics and Administrative Sciences, Vol/10/, No/3/, p95.

³Haque,u., Mashhood,S.,(2006)," Evaluating Open-End Mutual Funds Style and Performance in Respect of Investors", Munich Personal RePEc Archive,p4.

⁴ الصيداوي، وجدان، (2022)، "مرجع سبق ذكره"، ص60.

- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة المالية بعين الاعتبار.
 - يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار عنصري العائد والمخاطرة معاً.
 - ينبغي أن يعتبر العائد على الاستثمارات العنصر الأساسي في تقييم أداء المحفظة، حيث يُعبر عن العائد الإجمالي الذي يتضمن دخل أو إيرادات الاستثمارات الموجودة في المحفظة، بالإضافة إلى المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة، والتي تنشأ عادة نتيجة لتقلبات القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.
 - أن يتم مقارنة أداء المحفظة بأداء السوق ككل، وذلك باستخدام أحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها كمؤشر داوجونز (Dow Jones).¹
 - كلما طالت الفترة الزمنية الفاصلة بين عملية التقييم والأخرى كلما ازدادت النتائج دقة وموضوعية، غير أن امتداد الفترة بشكل مبالغ فيه يقلل من الفوائد العملية للتقييم باعتباره أداة للمتابعة والرقابة المستمرة².
- إن تقييم أداء المحفظة يجب أن يتم من آن لآخر، ويجب مراعاة مبدأ مهم عند تقييم أداء الصناديق الاستثمارية يتمثل في تصنيف الصناديق إلى فئات وفقاً لنوعها ثم مقارنة أداء كل صندوق مع أداء الصناديق الأخرى التي تنتمي إلى نفس الفئة، حيث إن المقارنة بين صناديق من فئات وأنواع مختلفة تعتبر طريقة ليست صحيحة، بسبب اختلاف الأهداف التي يسعى كل نوع لتحقيقها، وإن كانت مقاييس الأداء المعدل بالمخاطر تساعد في تجاوز هذه المشكلة، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية³، وسوف نعرض النماذج الأساسية الأربعة، بالإضافة إلى النموذج البسيط، هناك ثلاثة نماذج اقترحت بطريقة متتابعة من طرف ترينور (Treyner1956) وشارب (Sharpe1966) وجنسن (Jensen 1968)، وهناك أسلوبين أساسيين يتم الاعتماد عليهم في تقييم أداء صناديق الاستثمار هما الأسلوب البسيط الذي يتم استخدامه من قبل صغار المستثمرين ذو الخبرات المحدودة، والأسلوب المزدوج الذي يتم استخدامه من قبل المستثمرين الذين لديهم خبرة بشؤون الاستثمار:

¹ قاسم، عبد الرزاق، والعلوي، أحمد، (2016)، "مرجع سبق ذكره"، ص159.

² محصول، نعمان، ومحرز، نور الدين، (2018)، "تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد/15، العدد/2، الجزائر، ص68.

³Haque ,Ul.,& Mashhood, Syed., (2006)," op. cit", p4.

2-1 الأسلوب البسيط (Simple Approach): تمت تسمية الأسلوب البسيط بهذا الاسم لأنه يركّز بشكلٍ

أساسيٍّ على العائد المحتمل الذي يُمكن أن يحققه الصندوق، دون مراعاةٍ لمستوى المخاطر المصاحبة، ويعتمد هذا الأسلوب على المعلومات المتاحة للجمهور المتعلقة بالقيمة الأصلية للسهم، إضافةً إلى معدلاتٍ للأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، ويُمكن التعبير عنه رياضياً:

$$R = \frac{(R_r + R_i) + P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث: R_r : الأرباح الإيرادية الموزعة R_i : الأرباح الرأسمالية الموزعة

P_1 : قيمة الأصل نهاية المدة P_0 : قيمة الأصل بداية المدة.¹

واستناداً إلى البيانات المنشورة (التقارير)، يُمكن حساب معدل العائد على الاستثمار بعد معرفة القيمة الصافية للأصل، إضافةً إلى الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، دون اعتبار لمستوى المخاطر.²

2-2 الأسلوب المزدوج³: ظهر هذا الأسلوب لأنه وجد بأن الأسلوب البسيط يهمل درجة المخاطرة التي من الممكن أن يتحملها المستثمر، لذلك جاء هذا الأسلوب يربط بين العائد ومخاطرة الاستثمار في الصناديق، ووفقاً لهذا الأسلوب هناك عدد من المداخل يمكن استخدامها لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية وكما يأتي:

2-2-1 نموذج شارب (Sharpe Model):⁴ هدف شارب (Sharpe, 1966) إلى القياس والتنبؤ بأداء الصناديق الاستثمارية من خلال الاستفادة من الدراسات والنتائج الأدبية المتعلقة بنظرية رأس المال ونظرية سلوك الأسعار

¹ أحمد، محمد، وعويد، مروة، وسعود، عبد الرضا، (2022)، "استخدام نموذج (Jensen) في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة تحليلية لعينة من المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2013_2020)"، مجلة الكوت للاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة واسط، المجلد/14، العدد/45، العراق، ص352.

² فرحات، سليمان، وعليه، عبد الباسط، (2019)، "دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق (دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي)"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد/12، العدد/2، الجزائر، ص139.

³ الحمداني، رافعة، ومحمد، محمد، (2024)، "استخدام نموذج شارب في قياس أداء المحفظة الاستثمارية الدولية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، المجلد/1، العدد/75، العراق، ص39.

⁴ العرييد، نضال، وجانم، منهل، (2021)، "تقييم أداء محفظة الاستثمار الدولية لعينة من سندات الخزنة الحكومية الأمريكية باستخدام نموذج العائد والمخاطرة لترشيد قرار الاستثمار_دراسة تحليلية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، جامعة اللاذقية، المجلد/2، العدد/43، سورية، ص154.

في سوق الأوراق المالية، و قدّم شارب مقياساً مركباً لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية، حيث يعتمد على قياس العائد والمخاطر الكلية سواء المنتظمة وغير المنتظمة، وتقيس نسبة شارب مدى قدرة مدير محفظة الأوراق المالية على تحقيق عائدٍ إضافيٍّ يتفوق على العائد الخالي من المخاطر، وأطلق عليها شارب اسم نسبة المكافاة إلى التقلب وفيما بعد أطلق عليها الباحثون العديد من المسميات منها: مؤشر شارب (the Sharpe index) ومقياس شارب (the Sharpe Measure) ويعبر عن النسبة وفق العلاقة :

$$\text{Sharpe Ratio}_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Sharpe Ratio_p : مؤشر شارب للصندوق موضوع الدراسة.

$R_p - R_f$: هو علاوة المخاطرة وهي العائد على المحفظة أو الصندوق بعد طرح معدل العائد الخالي من المخاطرة. σ_p : الانحراف المعياري لعائد المحفظة أو الصندوق.¹

تُستخدم نسبة شارب لتقييم أداء الصناديق والمحافظ عبر مقارنة عائدها بمؤشرٍ معياريٍّ، وكلّما ارتفعت النسبة دلّ ذلك على تحقيق عائدٍ أعلى مع مخاطرةٍ أقلّ، وتُعدّ هذه النسبة الأنسب للمحافظ غير المتنوعة، بينما تُستخدم مقاييس ترينور وجنسن كبدائل لتقييم المحافظ المتنوعة.

2-2-2 نموذج ترينور (Treyner Model):² في عام 1965، قدم ترينور نموذجاً لقياس أداء المحفظة الاستثمارية، وهذا النموذج يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، ويعتبر نموذج (Treyner) مشابهاً لنموذج شارب (Sharpe)³ في كونهما يستخدمان العائد الفائض في تقييم الأوراق المالية

¹ الشمري، حسن، وجواد، نور، (2021)، "تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2013 - 2018))"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد 17/1، العدد 1/1، العراق، ص 87.

² فارس، حسن، (2007)، "مؤشر مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار الأسواق رأس المال العربية"، مجلة الشروق للعلوم التجارية، المجلد 1/1، العدد 1/1، مصر، ص 123.

³ مؤشر شارب ومؤشر ترينور يتم حسابهما لفترات زمنية أطول قد تغطي عدداً من السنوات وعلى عكس المؤشر البسيط الذي يمكن حسابه على فترات قصيرة.

ضمن المحفظة، ويقصد بالعائد الفائض الفرق بين العائد المتوقع للورقة المالية ومعدل العائد الخالي من المخاطر¹، ومع ذلك فإن نموذج ترينور يختلف عن نموذج شارب في أنه يعتمد على معامل بيتا للمحفظة كمقياس للمخاطر النظامية بدلاً من الاعتماد على الانحراف المعياري، ويظهر هذا الاختلاف مدى كفاءة إدارة المحفظة في تنويع الاستثمارات بشكل يساهم في التخلص من المخاطر غير المنتظمة، فكلما ارتفع العائد الذي تحققه المحفظة مقابل مستوى المخاطرة النظامية كان أداؤها أفضل، ويمكن التعبير عن نموذج ترينور رياضياً بالصيغة الآتية:

$$\text{Treynor Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

حيث: R_p : العائد المتوقع للمحفظة. $R_p - R_f$: علاوة المخاطرة المتحققة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة. β_p : بيتا المحفظة (مقياس للمخاطرة النظامية).

يُعد معامل بيتا من بين أهم المؤشرات التي يُعتمد عليها لتقييم المخاطر السوقية للأوراق المالية، حيث يقيس المخاطر المنتظمة المتعلقة بالمحفظة نسبةً إلى مخاطر السوق، ويحسب بالعلاقة التالية:²

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(R_p, R_m)}{\sigma_m^2}$$

حيث: $\text{COV}(R_p, R_m)$: الانحراف المشترك بين معدل العائد على المحفظة ومعدل العائد على السوق.

σ_m^2 : تباين محفظة السوق.

ويفسر معامل "بيتا" أداء المحفظة مقارنة بأداء السوق ككل، بحيث:

- $\beta < 1$: فهذا يعني أن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق.
- $\beta > 1$: فهذا يعني أن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق.
- $\beta = 1$: فهذا يعني أن مخاطر المحفظة هي نفسها مخاطر السوق.

¹ عيو، عمر، ونبييل، بوفليج، (2017)، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية- دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي"، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة محمد بن ضياف، المجلد/1، العدد/1، الجزائر، ص104.

² Bali, T. G., Engle, R. F., & Murray, S., (2016), " Empirical asset pricing: The cross section of stock returns", John Wiley & Sons, p123.

2-2-3 نموذج جنسن (Jensen Model):¹ في عام 1968، اقترح جنسن نموذجاً لقياس أداء المحافظ

الاستثمارية باستخدام معامل ألفا (α)، ويركز النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد:

- **المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عوائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والذي يطلق عليه العائد الإضافي.

- **المقدار الثاني:** يمثل حاصل ضرب معامل بيتا (β) في الفرق بين متوسط عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والتي يطلق عليها علاوة مخاطرة السوق.

ويمكن التعبير رياضياً عنه بالمعادلة:²

$$\alpha = (R_p - R_f) + \beta_p (R_m - R_f)$$

حيث: α : معامل ألفا، β_p : معامل بيتا المحفظة، R_p : عائد المحفظة الاستثمارية، R_f : العائد الخالي من المخاطرة، R_m : عائد السوق.

وتكون دلالة معمل ألفا كما يلي:

- إذا كانت $\alpha > 0$ فهذا يعني أن مدير الصندوق يمتلك القدرة على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، وبالتالي يتحقق عوائد إضافية.

- إذا كانت $\alpha < 0$ فهذا يدل على عدم تمتع المدير بالمهارات اللازمة لإدارة الصندوق وبالتالي يتحقق عوائد سلبية.

- إذا كانت $\alpha = 0$ فهذا يعني أن المدير يتبع سياسة الشراء والاحتفاظ (سياسة الإدارة السلبية) وبالتالي يحقق عوائد تساوي عائد مؤشر السوق.

¹ Bertani, C., (2004), " portfolio management in practice", Elsevier Butterworth-Heinemann, London, pp43_44.

² Sawant, S., Amonkar, V., & Melo, R., (2023), "Performance evaluation of mutual funds using risk return relationship models - An empirical study", International Journal of Professional Business, Vol/8/, No/5/, p5-6.

2-2-4 نموذج بلاك فيشر (Black Fischer Model): قدّم فيشر عام 1972 نموذجاً بوصفه امتداداً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، مستنداً إلى افتراضين أساسيين الأول وجود أصل خالٍ من المخاطرة يتيح إمكانية الإقراض والاقتراض، والثاني اعتماد معدل موحد لكلٍ من الإقراض والاقتراض، ويعتمد النموذج على استبدال معدل العائد الخالي من المخاطرة بمعدل العائد للمحفظة الاستثمارية التي يكون عندها معامل بيتا مساوياً للصفر، بحيث يمكن تحديد القيمة وفق المعادلة الآتية:

$$E(R_p) - E(R_2) = \alpha_p + \beta_p (E(R_m) - E(R_2))$$

إذ أن:

$E(R_p)$: عائد المحفظة الاستثمارية، $E(R_2)$: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية في حال كانت بيتا (β)

تساوي الصفر، α_p : معامل ألفا المحفظة، $E(R_m)$: عائد محفظة السوق، β_p : بيتا المحفظة.¹

2-2-5 نموذج فاما (Fama Model):² قام الاقتصاديّ فاما بتطوير نموذج يهدف إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، حيث يركز هذا النموذج على إجراء مقارنة دقيقة بين المحافظ التي تتشابه في مستويات المخاطرة، ويعتمد هذا النموذج على التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، والذي يحدد العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بأي محفظة استثمارية، ويستند النموذج إلى فرضية السوق الكاملة، والتي تم تقسيمها إلى ثلاث مكونات رئيسية:

أ- **تقييم الانتقائية:** وهو مقياس لكيفية اختيار الأصول ضمن المحفظة وذلك باستخدام العائد الانتقائي والذي يتمثل بالفرق بين عائد المحفظة وعائد محفظة متنوعة تنوعاً جيداً.

ب- **تقييم التنوع:** وهو مقياس يقيس العائد المضاف كنتيجة لعملية التنوع وينقسم لنوعين من العوائد هما: العائد الناتج من الانتقائية الصافية، والعائد الناتج من التنوع.

ت- **تقييم المخاطرة:** وهو مقياس لمخاطرة المحفظة، فإذا افترضنا أن المستثمر يهدف لتحمل مستوى معين من

¹ حشاشي، سليمة، (2019)، "نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، ص60.

² العريبد، نضال، وجانم، منهل (2021)، "مرجع سبق ذكره"، ص155.

المخاطرة في محفظة أوراقه المالية، فإنَّ العائد الكليَّ الذي يُعدّ تعويضاً عن مستوى المخاطرة يمكن قياسه كالآتي: المخاطرة = مخاطرة المدير + مخاطرة المستثمر .

ويمكن حساب هذا النموذج بشكل رياضي باستخدام المعادلة التالية:

$$r_i = r_{Rf} + \frac{(r_M - r_{Rf})}{\sigma_M} \left(\frac{COV(r_i, r_M)}{\sigma_M} \right)$$

حيث: r_i : عائد المحفظة المتوقع، r_{Rf} : العائد الخالي من المخاطرة، r_M : عائد محفظة السوق المتوقع، σ_M : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق، COV : التغير بين العائد المتوقع للمحفظة والسوق ويتم حسابه من خلال المعادلة: $(COV = p_{iM} \sigma_i \sigma_M)$ إذ أن p_{iM} : معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية وعائد السوق.

2-2-6 نموذج الأداء المعدل بالمخاطر (M^2):¹ قدّم كلّ من الباحثين (Franco Modigliani و Leah Modigliani) في عام 1997 مؤشراً أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويُعتبر النموذج أحد المقاييس الأساسية الحديثة المستخدمة في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في صناديق الاستثمار، ويهدف هذا النموذج إلى دراسة تأثير استخدام الزاغة المالية على أداء المحافظ الاستثمارية من خلال تقييم العائدات المتوقعة للمحفظة مقارنةً بالمخاطر الكلية للسوق، وتُعدّ مقاييس شارب وترينور مقاييس جيّدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمراً صعباً، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبنيّ على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمراً سهلاً ، ويمكن حساب هذا النموذج رياضياً باستخدام المعادلة:

$$M^2 = R_f + \{(\sigma_m / \sigma_p)[\bar{R}_p - R_f]\}$$

حيث: R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة، σ_M : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق، σ_p : هو الانحراف المعياري للمحفظة، $\bar{R}_p$: هو العائد المتوقع من المحفظة، و $(\frac{\sigma_m}{\sigma_p})$: تمثل العلاقة بين مخاطرة محفظة السوق

¹ Bhati,T., Parashar,P,(2019), " M^2 – An Inclusive Measure of Portfolio Risk Adjusted Return", IOSR Journal of Engineering (IOSRJEN), Vol/ 9/, No/5/,p38.

ومخاطر المحفظة التي نريد تقييم أدائها.

ترى الباحثة أنّ تقييم أداء صناديق الاستثمار يشكّل ضرورة منهجية لضمان كفاءة إدارة الأموال وتعزيز الثقة في بيئة الاستثمار، ولا سيما في الأسواق الناشئة التي تتسم بدرجة عالية من التقلب وعدم الاستقرار، وتؤكد أن الاعتماد على مقاييس علمية تجمع بين العائد والمخاطرة يعدّ شرطاً أساسياً للحصول على نتائج تعكس الأداء الحقيقي للصناديق، بعيداً عن التقييمات التي تعتمد على العائد وحده، كما ترى الباحثة أن تنوع النماذج المستخدمة مثل شارب وترينور وجنس وفاما يوفر إطاراً متكاملاً يمكن المستثمرين والجهات الرقابية من فهم جودة القرارات الاستثمارية، ويمكن إدارات الصناديق من تحسين سياساتها بما يحقق قيمة مضافة للمستثمرين. وبناءً عليه، تؤكد الباحثة أن تطوير آليات التقييم واعتمادها بشكل دوريّ يعدّ خطوة محورية لرفع كفاءة السوق وتعزيز جاذبية الاستثمار.

الفصل الثاني

الإطار النظري للأسواق المالية

مقدمة

تُعدّ الأسواق المالية أحد المكونات الرئيسية للاقتصاد المعاصر، إذ توفر بيئةً منظّمةً للتّعامل في الأدوات المالية بمختلف أشكالها كالأسهم والسندات والمشتقات من قبل الأفراد والشركات، وتؤدي هذه الأسواق دوراً محورياً في ربط وحدات الفائض الماليّ بوحدات العجز الماليّ، حيث تُسهم في تجميع المدّخرات من أصحاب الفوائض المالية ومن ثمّ توجيهها نحو المشاريع الاستثمارية التي تحتاج إلى تمويل، ممّا يُسهم في دعم النّشاط الاقتصاديّ وتمويل البنية التّحتيّة والمشاريع الكبرى، وخلق فرص عملٍ جديدةٍ وزيادة معدلات الإنتاجيّة.

كما تُعتبر الأسواق المالية منظومةً مؤسسيّةً فعالة تُمكن الأفراد والشركات من تحقيق عوائد مناسبةٍ من خلال استثمار أموالهم في الأدوات المالية المختلفة، ممّا يجعلها جاذبةً لرؤوس الأموال المحليّة والأجنبيّة، وتعتبر هذه الأسواق أيضاً مرآةً تعكس أداء الاقتصاد ومستوى النّشاط الاقتصاديّ، ممّا يعزّز كفاءة تخصيص الموارد المالية ويسهم في تحقيق التّنمية الاقتصاديّة المستدامة.

وانطلاقاً من هذه الأهميّة، يهدف هذا الفصل إلى إرساء إطارٍ نظريّ متكاملٍ للأسواق المالية، وذلك من خلال التطرّق في المبحث الأوّل إلى الإطار المفاهيميّ للأسواق المالية من حيث مفهومها، ووظائفها، وأركانها، وأنواعها، في حين يتناول المبحث الثاني أدوات الأسواق المالية وكفاءتها (بمستوياتها وأنواعها ومتطلّباتها) مع بيان انعكاس هذه الكفاءة على مؤشّرات التّدول المختلفة ودورها في تعزيز النّقة الاستثماريّة واستقرار الأسواق، وفي المبحث الثالث دراسة قنوات تأثير صناديق الاستثمار في الأسواق المالية.

المبحث الأول

الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

تشكّل الأسواق المالية الركيزة الأساسية للنظام الماليّ، حيث تعمل على تنظيم حركة رؤوس الأموال بين الوحدات ذات الفائض الماليّ والوحدات التي تحتاج إلى تمويلٍ، ومن خلال هذه الوساطة، تسهم الأسواق المالية في تخصيص الموارد بشكلٍ كفء ودعم نموّ المشاريع الاقتصادية، ويهدف هذا المبحث إلى توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية، ووظائفها، وأركانها، وأنواعها المستخدمة في عمليّات التداول، تمهيداً لفهم آليات عمل الأسواق ونظمها التنظيمية.

أولاً: التطور التاريخي للأسواق المالية

يكشف تتبع التطور التاريخي للأسواق المالية أنّ ظهورها وتطورها لم يكن مجرد حدثاً عابراً أو وليد الصدفة، بل هو انعكاسٌ طبيعيٌّ للتحوّلات الاقتصادية والمتطلّبات التجاريّة المتزايدة في الدّول التي نشأت فيها، فقد ارتبطت نشأة هذه الأسواق بالتطوّرات الاقتصادية والتجارية، حيث برزت فكرة هذه الأسواق مع وعي الإنسان لأهميّة استثمار مدّخراته، وقد عزّز هذا الوعي التطّور العلمي وظهور الشركات ذات الفوائض المالية، ممّا دفع تلك الشركات إلى توجيه فوائضها نحو الاستثمار في هذه الأسواق¹.

وتستند فكرة إنشاء الأسواق المالية إلى نظريّة آدم سميث، التي تعتمد على مفهوم تقسيم العمل، حيث تزداد فعاليّة الإنتاج مع توسّع حجم السوق، ونتيجةً لذلك يظهر نوع من التخصص في الإنتاج استناداً إلى المزايا النسبية في توزيع الموارد، وهو ما يُعرف بتخصيص الموارد وقد انعكست هذه العلاقة بشكل واضح على التطوّرات في القطاع الماليّ، لاسيّما في مجال الأوراق المالية، ممّا أدّى إلى ظهور سوق متخصصة يُطلق عليها اسم سوق الأوراق المالية، وتستمد الأسواق المالية تسميتها من مفهوم السوق بوجهٍ عامٍ، والأدوات المالية المستخدمة في التداول ضمن

¹ الدعيمي، عباس، (2010)، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، ط1، دار صفاء للنشر، الأردن، ص ص114

هذا السوق¹.

ومن الناحية التاريخية، لم يتمكن الباحثون والمختصون من التوصل إلى توافق حول تحديد الزمان والمكان الذي ظهر فيه مصطلح "الأسواق المالية"، إلا أن الشواهد التاريخية تشير إلى أن أول بورصة² أنشئت في مدينة أنفريس البلجيكية عام 1576، تلتها بورصة أمستردام في هولندا عام 1608، ثم بورصة لندن عام 1666، لاحقاً تأسست بورصة باريس عام 1808، ثم إنشاء بورصة نيويورك عام 1892، وقد ساهم انتشار الشركات المساهمة خلال تلك الفترة، إلى جانب توسع الحكومات في الاقتراض في تعزيز ظهور بورصات الأوراق المالية، ففي البداية كانت معظم هذه التعاملات تُجرى في الهواء الطلق، على قارعة الطرق، كما حدث في دول كبرى مثل فرنسا وإنجلترا وأمريكا، إلى أن استقرت العمليات التجارية لاحقاً في مبانٍ مخصصة تُعرف الآن باسم بورصات الأوراق المالية³، ويمكن تلخيص تطور الأسواق المالية عبر خمس مراحل رئيسية، شكّلت كل منها محطة بارزة⁴:

أ- **المرحلة الأولى:** اتّسمت هذه المرحلة بتوجّه الأفراد نحو استثمار مدّخراتهم في مشاريع مختلفة، مثل المشاريع الزراعيّة والتجاريّة والعقاريّة، وقد تميّزت بوجود عددٍ كبيرٍ من البنوك الخاصة ومحلات الصّرافة التي لعبت دوراً بارزاً في تسهيل هذه الأنشطة.

ب- **المرحلة الثانية:** شهدت هذه المرحلة ظهور البنوك المركزيّة، مثل البنك المركزيّ السويديّ في عام 1668 والبنك الإنجليزيّ في عام 1694، وقد بدأت هذه البنوك بممارسة مجموعةٍ من الوظائف، مثل قبول ودائع

¹ خربوش، حسني، وإرشيد، عبد، (2012)، "الأسواق المالية_ بورصة الأسهم والسندات المالية"، ط1، دار زهران للنشر، الأردن، ص12.

² يُعزى أصل كلمة "بورصة" إلى مصدرين رئيسيين:

–أحد التجار الأثرياء يُدعى "فان دن بورص" (Van Den Bourse)، الذي كان يقطن في مدينة بروج (Bruges) البلجيكية، أصبح اسمه مرادفاً للمكان الذي يجتمع فيه التجار لإجراء عمليات البيع والشراء.

–فندق يقع في مدينة "بروج" أيضاً، حيث كانت واجهته مزينة بشعار العملة النقدية، وكان هذا الفندق بمثابة ملتقى للعملاء المصرفيين والوسطاء الماليين لإتمام أعمالهم، ومن هنا اكتسبت الكلمة دلالتها كمكان يجتمع فيه الأفراد لممارسة أنشطة البيع والشراء وتصريف الأعمال المالية.

³ باخوص، رؤى، (2015)، "دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص44

⁴ ميدو، معتر، (2016)، "أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص50-51.

المدخرين، تقديم التمويل للمستثمرين، خصم الكمبيالات، ومنح القروض قصيرة الأجل.

ت- المرحلة الثالثة: تميّزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في تقديم قروض متوسطة وطويلة الأجل، وقد ركز كل بنك على قطاع معين، مثل البنوك الصناعية والزراعية والتجارية والعقارية، لتلبية احتياجات هذه القطاعات من التمويل، بالإضافة إلى ذلك أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لدعم تمويل المشروعات المختلفة.

ث- المرحلة الرابعة: شهدت هذه المرحلة بروز الأسواق النقدية وتوسع نطاق تداول الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وقد مثل ذلك نقطة انطلاق لاندماج السوق النقدي مع السوق المالي بشكل تدريجي.

ج- المرحلة الخامسة: تمثل هذه المرحلة اندماج الأسواق النقدية والمالية، وتكامل الأسواق المحلية مع العالمية، معزراً بتطور وسائل الاتصال وظهور البورصات العالمية، وتم التركيز على تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، وحدث تحول نوعي باستخدام التكنولوجيا الحديثة مثل الشاشات الإلكترونية، رافق ذلك تطور الأنظمة القانونية، والتحليل المالي، والإدارة، مما عزز فعالية الأسواق المالية على المستوى العالمي.

ثانياً: مفهوم الأسواق المالية

تعدّ الأسواق المالية مصدراً رئيسياً من مصادر التمويل، إذ تلعب دوراً هاماً في الوساطة المالية عبر جمع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمار لتحقيق عوائد، حيث تتيح للأفراد والشركات الذين يعانون من العجز المالي الوصول إلى مصادر لتمويل مشاريعهم¹، ويُعدّ وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وبسعر عادل، وتناولت الكثير من الدراسات الاقتصادية والباحثين مفهوم الأسواق المالية حيث تم تعريفها² على أنها إطاراً متكاملًا يجمع بين الوحدات ذات الفائض المالي (المدخرين والمستثمرين) والوحدات ذات العجز المالي (الجهات التي تحتاج إلى التمويل) عبر مؤسسات متخصصة تعمل في السوق المالي وشرط

¹ آل فواز، مبارك، (2010)، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، ط1، السعودية، ص3.

² الخيكاني، نزار، والموسوي، حيدر، (2013)، "السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي"، ط2، دار العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ص109.

توافر قنوات اتصال فعالة.

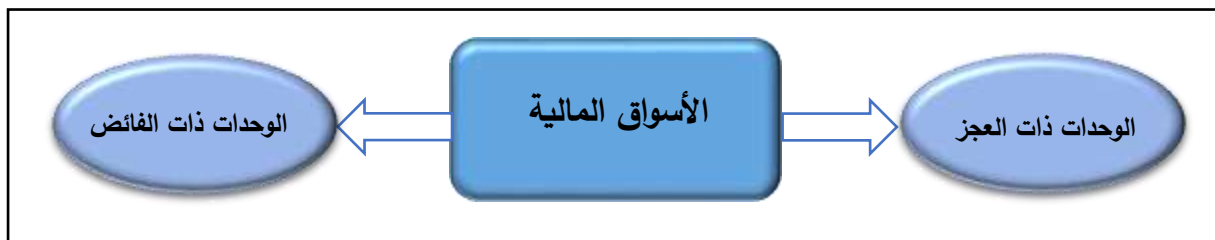
وتعتبر الأسواق المالية الأساس للاقتصاديات المعاصرة حيث تؤمن للشركات والحكومات والمستثمرين وسيلة لتوليد رأس المال والسيطرة على المخاطر وتوزيع الموارد بشكلٍ فعالٍ، حيث أن السلعة الأساسية في هذه الأسواق هي الأوراق المالية (أسهم وسندات) والسوق بهذا المفهوم لا يشترط أن يكون له وجود مادي.¹

ومع التطور أصبحت الأسواق المالية عبارة عن فضاء مادي أو افتراضي (منظومة إلكترونية) يتجمع فيه البائعون والمشترون لتداول الأوراق المالية فمهمته الأساسية تسهيل الاتصال وعمليات التداول بين البائع والمشتري بشفافية تامة.²

وتعدّ هذه الأسواق أمكنةً يجتمع فيها المستثمرون والشركات والحكومات لتلبية احتياجاتهم المالية من خلال عمليات الشراء والبيع، حيث تلعب دوراً حيوياً في تحويل الأصول المالية إلى نقدٍ والعكس بالعكس، وتساعد في معالجة العجز المالي بين الأفراد والحكومات.³

وترى الباحثة أنّ الأسواق المالية هي منظومةٌ عمليةٌ متكاملةٌ تتيح تداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات بين المستثمرين والشركات والحكومات، بهدف تمويل الأنشطة الاقتصادية وتوفير السيولة، وتعمل وفق أطر تنظيمية وتشريعية تضمن الشفافية وحماية المتعاملين، مع الاعتماد المتزايد على الوسائل الرقمية التي جعلت هذه الأسواق أكثر كفاءةً وارتباطاً بالأسواق العالمية.

الشكل 9: آلية عمل الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة

¹ Jeyadevi, C. H., & Saran, R.A., (2024), "Financial markets and digital economy", IPE Journal of Management, Vo/14/, No/15/, p64.

² ازهري، أحمد، (2017)، "أسواق المال"، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، ص19.

³ كنعان، علي، (2011)، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص22.

من الشكل رقم (9) يتّضح أن الأسواق المالية تقوم بدور محوريّ في نقل الأموال من الجهات التي تمتلك مدّخراتٍ إلى الجهات التي تبحث عن مصادر تمويل، مما يتيح تعبئة الموارد المالية وتوجيهها بكفاءة، ويسهم ذلك في تعزيز السيولة ودعم النشاط الاقتصادي وتحقيق التوازن بين عرض الأموال وطلبها داخل السوق المالي.

ثالثاً: أركان الأسواق المالية ووظائفها

تعتمد الأسواق المالية على مجموعة من الأركان الأساسية التي تشكّل بنيتها التنظيمية وتحدد آلية عملها، كما تؤدي وظائف محورية تسهم في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها بكفاءة داخل الاقتصاد، ويُعدّ فهم هذه الأركان ووظائفها أمراً ضرورياً لاستيعاب الدور الذي تؤديه الأسواق في تحقيق التوازن بين عرض الأموال وطلبها ودعم النشاط الاقتصادي.¹

1- أركان الأسواق المالية:²

تعتمد الأسواق المالية في بنيتها الوظيفية على عدّة أركان أساسية تشكّل الإطار الذي تتم من خلاله عمليات التمويل والتداول، وتتفاعل هذه الأركان فيما بينها لتحقيق الانسياب المالي وتأمين السيولة وتحقيق التوازن بين عرض الأموال وطلبها. ويتكوّن هذا الإطار من ثلاثة أطراف رئيسية تشكّل العمود الفقري لعمل الأسواق المالية:

1-1 المقترضون: وهم الطالبون للمال الذين يقومون بالاقتراض من الأسواق المالية، ويتكوّنون من وحدات العجز المالي الذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقديّ الجاري، مثل الأفراد والشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومية والسلطات المحلية الأخرى مثل البلديات .

ويتمّ طلب الاقتراض بثلاث طرق:

- الاقتراض المباشر .
- إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد.

¹ الألفي، سعاد زكي، (2022)، "أثر الإصلاحات الاقتصادية على سوق الأوراق المالية"، مجلة القاهرة للخدمات الاجتماعية، المجلد 35/، العدد 1/، مصر، ص9.

² سوار، غالية، (2014)، "دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص30-33.

- إصدار الأسهم.

1-2 المقرضون: هم العارضون في الأسواق المالية أي المستثمرون الذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم

الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات ويتم العرض أو الإقراض بثلاث طرق:

- الإقراض المباشر: والذي يتمثل في إيداع الأموال في حسابات الادّخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين.
- شراء السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد.

- شراء الأسهم.

1-3 الوسطاء الماليين (المؤسسات المالية)¹: يقوم الوسطاء الماليون بدور حلقة وصل بين الجهات المصدرة

للأوراق المالية التي تمثل جانب العرض في السوق، وبين المستثمرين الراغبين في اقتنائها الذين يشكلون جانب الطلب، وتتمثل مهمتهم في تسهيل عمليات الإصدار والتسويق بما يضمن نجاح التداول، إضافة إلى تقديم خدمات للمستثمرين مثل تنفيذ أوامر الشراء وتزويدهم بالمشورة الفنية والمعلومات المرتبطة بالتعاملات المالية.

2- وظائف الأسواق المالية:

تتعدد الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية، سواء كان ذلك على مستوى المؤسسات، أو المستثمرين، أو الاقتصاد بشكل عام، ويمكن تفصيل هذه الوظائف كالتالي²:

1-2 تعبئة المدخرات: تُعتبر الأسواق المالية أداة هامة لتجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات من خلال توفير أدوات مالية متنوعة مثل الأسهم والسندات، كما تتيح هذه الأدوات فرصاً للمستثمرين لتحقيق أرباح، مما يساهم في تحويل المدخرات إلى استثمارات تدعم مختلف القطاعات الاقتصادية وتعزز معدلات النمو الاقتصادي.

2-2 الاحتفاظ بالثروة: تلعب سوق الأسواق المالية دوراً حيوياً كمخزن للقيمة أو للثروة من خلال الأدوات التي تقدّمها، والتي تتميز بقدرتها على الاحتفاظ بقيمتها، خصوصاً أن المدخر يقارن بين أساليب الادّخار المختلفة على أساس معايير منها الربح والأمان، بالإضافة إلى ذلك فإن هذه الأدوات تتيح توليد دخل منتظم خلال فترة الاحتفاظ

¹ قصوعة، رغيد، (2021)، "إدارة الأسواق المالية"، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، ص13.

² سودة، زاهر يونس، (2006)، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، صص 6_9 .

بها، ممّا يعزز جاذبيتها للمستثمرين.

2-3 توفير السيولة: إحدى أبرز الوظائف التي تقدّمها الأسواق المالية هي توفير السيولة المالية، حيث تُمكن المستثمرين من تحويل الأدوات المالية إلى أموال نقدية بسهولة وسرعة، وبمستوى منخفضٍ من المخاطر، ويسهم بشكلٍ كبيرٍ في تعزيز النشاط الاستثماري ودعم نمو الاقتصاد على مستوى المجتمع.

2-4 توفير التمويل للاستثمار: تُساهم الأسواق المالية في توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، من خلال تمكين المؤسسات من إصدار الأوراق المالية للحصول على رأس المال اللازم سواء للاستثمار أو للتوسع، يتميز هذا النوع من التمويل بطبيعته طويلة الأجل، ممّا يتيح للمؤسسات التخطيط بعيد المدى وتحقيق أهدافها التنموية.

2-5 تقليل المخاطر وإرشاد المستثمرين:¹ تعمل الأسواق المالية على خفض مستويات المخاطر من خلال ما تتيحه من فرصٍ واسعةٍ للتنوع، حيث يُمكن بناء محافظٍ ماليةٍ تضم أوراقاً ماليةً صادرةً عن قطاعاتٍ اقتصاديةٍ متنوعةٍ وشركاتٍ متعددةٍ، يصبح بالإمكان توزيع المخاطر وتقليل تأثيرها على المستثمر، بإضافة إلى ذلك يوفر التنوع على الصعيد الدولي فرصاً أكبر لتخفيض المخاطر الإجمالية، ولتتمكن كل مؤسسةٍ من تحسين موقعها المالي بالاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية، ممّا يؤدي إلى تقليل تكلفة التمويل من جهة، وتعزيز الثقة في أدائها من جهة أخرى.

2-6 تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تلعب الأسواق المالية دوراً جوهرياً كأداة من أدوات السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها الحكومات لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، من خلال التأثير على معدلات الفائدة، حيث يُمكن للحكومات التحكم بمستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد، مما يساعد على تجنب مشكلات مثل التضخم أو الكساد، وضمان استدامة النمو الاقتصادي.

رابعاً: أنواع الأسواق المالية

تُعدّ الأسواق المالية عنصراً أساسياً في النظام الاقتصادي، إذ تشكّل الإطار الذي يربط بين الأطراف الباحثة عن

¹ صالحة، هاني أنور، (2007)، "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، فلسطين، ص13.

تمويل والأطراف القادرة على توفير الأموال، كما تتيح تنظيم عمليات الاستثمار والتداول بكفاءة، ويمكن تصنيف هذه الأسواق وفق معايير متعددة تعكس طبيعتها ووظائفها، مع مراعاة التداخل بين أنواعها وخصوصيات كل نوع، بالإضافة إلى الأدوات المالية المتنوعة التي تساهم في دعم السياسات الاستثمارية وتحقيق الأهداف الاقتصادية، ويمكن تقسيم الأسواق المالية وفق المعايير التالية:

1- الأسواق المالية حسب تاريخ الاستحقاق:

يمكن تقسيم الأسواق المالية بحسب تاريخ الاستحقاق إلى نوعين هما سوق رأس المال وسوق النقد:

1-1 سوق النقد (Money market): هي أسواق مالية يتم فيها تداول أدوات الدين قصيرة الأجل، حيث تعمل على توفير التمويل قصير الأجل وتسهيل تداول الأدوات المالية قصيرة الاستحقاق مثل أذونات الخزنة التي تصدرها الحكومات وشهادات الإيداع التي تصدرها المصارف والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات التجارية، ويتم التداول عادة عبر شركات الوساطة، وتتميز السوق بسيولة عالية وسرعة تحويل الأدوات إلى نقد¹، وتُمكن هذه السوق البنك المركزي من تنفيذ السياسات النقدية والتأثير على أسعار الفائدة، مما يجعل هذه السوق ركيزة أساسية لاستقرار النظام المالي وتمويل احتياجات المؤسسات والأفراد قصيرة الأجل²، وتلعب هذه السوق دوراً محورياً في إدارة السيولة داخل الاقتصاد، حيث تساعد على توازن الطلب والعرض النقدي بين البنوك والمؤسسات المالية، وكما تُعتبر أداة مهمة للتحوط من المخاطر وتساعد المستثمرين على الاستجابة السريعة لتغيرات السوق المالية³.

1-2 سوق رأس المال (Capital market): تُعنى أسواق رأس المال بتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تتجاوز سنة واحدة، مثل الأسهم والسندات، وتشارك فيها المؤسسات المالية الكبرى كالمصارف

¹ Udoye, O.& Akunna, R., (2024), " Money Market Instruments and Manufacturing Sector Output in Nigeria", International Journal of Innovative Finance and Economics Research, Vol /12/, No /2/,p38

² Corradin, S., (2020), "Money markets, central bank balance sheet and regulation", ECB Working Paper Series, European Central Bank (ECB), No /2483/,p5 Available on: <https://doi.org/10.2866/48282>

³ Carlson, M.& Wheelock, D., (2016), "Near-Money Premiums, Monetary Policy, and the Integration of Money Markets: Lessons from Deregulation ", Journal of Financial Intermediation, No /581/, p25.

الاستثمارية وصناديق التقاعد¹، تتميز هذه الأسواق بكونها أكثر تنظيماً من أسواق النقد، وتركز على تحقيق عوائد مستمرة أكثر من السيولة والأمان، لذلك تُعرف أحياناً بـ "أسواق الصفقات الكبيرة"، وعلى الرغم من ارتفاع مستوى المخاطرة فيها، فإنها تُعدّ قناةً أساسيةً لتمويل الشركات والمشاريع طويلة الأجل، مما يجعلها رافداً مهماً لدعم النمو الاقتصادي واستقطاب الاستثمارات.²

الشكل 10: الفرق بين أسواق النقد وأسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثة

2- الأسواق المالية بحسب توقيت التنفيذ:

يمكن تقسيم الأسواق المالية بحسب توقيت تسليم الورقة المالية إلى ما يأتي:

2-1 الأسواق الآجلة (Future Market): نشأت الأسواق الآجلة نتيجة التطورات التي شهدتها الأسواق المالية، وذلك من خلال استخدام مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر قدرًا كبيراً من المرونة والسيولة والأمان للمتعاملين فيها، وتستخدم هذه الأسواق أساساً للتحوط ضد تقلبات الأسعار، من خلال الاتفاق على تنفيذ الصفقات في المستقبل بسعرٍ محددٍ مسبقاً، مما يساهم في تقليل مستوى المخاطر.

¹ Osuma, G., & Ohonba, A., (2025), "Capital market indicators and their impact on banking sector performance in Nigeria", Cogent Business & Management, Vol /12/, No /1/, p1.

² الخفاجي، آيات، (2016)، "أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الاسواق المالية - الولايات المتحدة الامريكية والصين للمدة 2003_2014"، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص51.

كما تتميز الأسواق الآجلة بتوفير معلوماتٍ سعريةٍ دقيقةٍ وسيولةٍ مرتفعةٍ ناتجةٍ عن انخفاض تكاليف التداول، الأمر الذي يعزز كفاءتها ويزيد من جاذبيتها للمستثمرين¹.

2-2 الأسواق الفورية (Spot Market): تُعرّف الأسواق الفورية بأنها الأسواق التي تُنفذ فيها الصفقات المالية بشكلٍ شبه فوريٍّ، ومن أمثلتها شراء العملات مباشرةً أو تحويل الشركات لإيرادات صادراتها إلى العملة المحلية، وتتم حالياً معظم العمليات الفورية الكبيرة إلكترونياً بين المؤسسات المالية والشركات، مما أسهم في خفض تكاليف المعاملات وزاد من نشاط المستثمرين، في حين تستمر العمليات الصغيرة وجهاً لوجه كما في مكاتب الصرافة².

3- الأسواق المالية بحسب إصدار الأوراق المالية:

يمكن تقسيم الأسواق المالية بحسب إصدار الأوراق المالية إلى ما يأتي:

3-1 الأسواق الأولية (Primary Market):³ تُعدّ الأسواق الأولية الأسواق التي تُطرح فيها الأوراق المالية لأول مرة، حيث تُمكن الشركات من جمع رأس المال اللازم عبر إصدار أسهمٍ أو سنداتٍ جديدةٍ، وتُعرف أيضاً بسوق الإصدارات الأولية، إذ تتيح للمستثمرين شراء الأوراق المالية عند الاكتتاب العام، مما يدعم تمويل المشاريع ويعزز نمو الشركات ونشاط السوق المالي.

3-2 الأسواق الثانوية (Secondary Market): هي الأسواق يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بعد إصدارها في الأسواق الأولية، حيث تتيح تحقيق توازن العرض والطلب وتوفير السيولة اللازمة التي تجعل الأوراق المالية أكثر جاذبيةً للمستثمرين، وتتماز هذه الأسواق باستمرارية التداول، إذ يتوفر دائماً بائعٌ ومشترٍ، مما يمكن المستثمرين من التصرف بحرية وفق الأسعار السائدة، ويُعدّ المستثمرون العملاء الأساسيين في السوق الثانوية، وليس الشركات المُصدرة للأوراق المالية⁴.

¹ الشمري، حسن، (2018)، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص6.

² Levinson, Marc, (2014), " Guide to Financial Markets: Why they exist and how they work " 6th ed., The Economist Newspaper Ltd, New York, USA, p38.

³ الشربفي، شيماء، (2022)، "دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات الاستقرار المالي_ تجارب مختارة_ مع إشارة خاصة للعراق"، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص14.

⁴ المسلط، سحر، (2021)، "أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية (دراسة مقارنة بين سوق دمشق وعمان)"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص43.

الجدول 2: الفرق بين الأسواق الأولية والثانوية

معيار المقارنة	الأسواق الأولية	الأسواق الثانوية
الإصدار	يتم فيه إصدار الأوراق المالية من الشركة المصدرة مباشرة إلى المستثمرين.	يتم تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعد إصدارها، دون تدخل الشركة المصدرة إطلاقاً.
التسعير	تحدد الشركة المصدرة (أو الجهة المنظمة للاكتتاب) سعر الإصدار.	تحديد الأسعار وفقاً للعرض والطلب داخل الأسواق المالية.
البيع والشراء	يمكن شراء الأوراق المالية فقط ولا يمكن بيعها داخل السوق الأولية.	يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بحرية بين المستثمرين.
تكوين رأس المال	تسهم مباشرة في تكوين رأس المال للشركات عبر تدفق الأموال من المستثمرين إلى الجهة المصدرة.	تسهم بشكل غير مباشر عبر تعزيز السيولة وجاذبية الاستثمار، دون توفير تمويل جديد للشركات.
المكان	لا يوجد مكان تداول محدد، وغالباً تتم عمليات الإصدار عبر البنوك أو شركات الوساطة.	تتم في أسواق منظمة لها موقع أو منصات تداول إلكترونية محددة (مثل البورصات).

المصدر: من إعداد الباحثة

4- الأسواق المالية حسب درجة تنظيم عمليات التداول:

وفقاً لدرجة تنظيم عمليات التداول يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى ما يأتي:

4-1 الأسواق المنظمة: هي البورصات الرسمية التي تخضع بدقة للوائح والقوانين الصادرة عن الجهات الرقابية،

ويتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة وفق نظام المزاد داخل موقع مادي محدد، مثل بورصات نيويورك ودمشق،

ويخضع تسجيل الأسهم في هذه الأسواق لمتطلبات صارمة، تشمل: أداء الشركة المالي، وحجم أصولها، ونسبة

الأسهم المتاحة للجمهور، وسمعتها، وبمجرد الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية، تصبح الشركات ملزمة

بنشر تقارير مالية ربع سنوية وسنوية لضمان الشفافية والإفصاح.¹

4-2 الأسواق غير المنظمة²: يطلق هذا المصطلح على التعاملات التي تتم خارج السوق الثانوية المنظمة وتسمى

¹ الحجلة، مجد، (2016)، "مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة الماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص11.

² حمزة، حسن، وعبد الحميد، غسان، (2012)، "سوق العراق للأوراق المالية نشأته-تحليل وتقييم مؤشرات"، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد/1، العدد 24/، العراق، ص261.

المعاملات فوق المنضدة، وتتولاها بيوت السمسرة المنتشرة جغرافياً في العالم وتتم عبر وسائل الاتصال المختلفة وهي على نوعين:

أ- **السوق الثالثة:** هي سوق غير منظمة يتعامل فيها بالأوراق المالية الرسمية المسجلة لدى بورصة الأوراق المالية، تضم بيوت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، وهذه السوق تقدم خدماتها لفئات من العملاء من أبرزهم صناديق التقاعد والمحافظ الاستثمارية للمصارف التجارية.

ب- **السوق الرابعة:** تتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة للأفراد ورجال الأعمال الكبار، حيث يتعاملون مع بعضهم لشراء وبيع الأدوات المالية تجنباً لدفع العمولات للسماسرة لصفقاتهم المالية الكبيرة، وقد يدخل بعض الوسطاء لتقديم الاستشارة وإتمام الصفقة وبعمولةٍ تقل كثيراً عن عمولة السماسرة.

المبحث الثاني

الأسواق المالية (أدواتها وكفاءتها)

تُعد كفاءة الأسواق المالية من الركائز الأساسية التي تحدّد مدى قدرة الأسواق المالية على أداء وظائفها الاقتصادية بفعالية، إذ تعكس الكفاءة مدى سرعة وعمق استجابة الأسعار للمعلومات المتاحة في السوق، فكلما كانت السوق أكثر كفاءة كلما كانت الأسعار أكثر تمثيلاً للقيم الحقيقية للأوراق المالية، ممّا يعزّز الثقة لدى المستثمرين ويحفّز عمليات التداول بصورة مستدامة ومتوازنة، وتبرز أهمية هذا المبحث في توضيح أثر مستوى الكفاءة على حجم التداول، والسيولة، ومعدّل الدوران، وعلى قرارات المستثمرين وسلوكهم.

أولاً: أدوات الأسواق المالية

تمثل الأسواق المالية بيئة تضم مجموعة واسعة من الأدوات، ويمكن تصنيف هذه الأدوات كما يلي:

1- أدوات سوق النقد:

يتحدد تنوع أدوات سوق النقد بمدى التطور الاقتصادي للدولة، فالدول المتقدمة تمتلك تشكيلة أوسع من الأدوات مقارنة بالدول النامية، وبشكل عام يمكن تصنيف هذه الأدوات إلى عدة فئات رئيسية وفق طبيعتها ووظيفتها:

1-1 الأوراق التجارية (Commercial Papers):¹ تُعدّ من أقدم وأهمّ الأدوات المالية قصيرة الأجل في الأسواق النقدية، وتُصنف ضمن أدوات الدخل الثابت، حيث تُصدر عادةً لحاملها وبنظام الخصم أي تُباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وتُستخدم هذه الأوراق لتوفير تمويل قصير الأجل للشركات والمؤسسات المالية، وتعتمد على سمعة الجهة المصدرة دون ضمانات مادية، وتمتاز الأوراق التجارية بتحقيق عوائد أعلى مقارنةً بأذونات الخزينة، نظراً لارتفاع مستوى المخاطرة المرتبطة بها.

1-2 أذونات الخزينة (Treasury Bills):² هي أدوات دين حكومية قصيرة الأجل تصدرها وزارة المالية لتمويل

¹ Sardar., H, (2020), " Application & Growth of Commercial Paper in India", Faculty of Business Administration-GLSBBA, GLS University, Vol /3/, No /2/, p13.

² Mubiru, K., Senfuka, C., Ssempijja, M., (2020), "Modeling Treasury Bill Purchasing Options Under Markovian Demand", International Journal of Academic Accounting, Finance & Management Research, Vol /4/, No /6/, p62.

الخزينة العامة، وتُباع بأسعارٍ مخفضةٍ عن قيمتها الاسمية عبر مزاداتٍ علنيةٍ، ويُحدد سعرها وفق سعر الخصم المعلن، وتتراوح فترات استحقاقها في العادة بين 3 إلى 12 شهراً، ويُمكن تداولها في السوق النقدية الثانوية.

3-1 شهادات الإيداع (Certificates of Deposit):¹ هي ودائع لأجل تصدرها البنوك للأفراد والشركات، وتتراوح مدتها بين بضعة أشهرٍ وعدة سنواتٍ، ويُستردَّ أصل المبلغ مع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق، وتتميز بفوائد غالباً متغيرةٍ تُحدَّد وفق معدلات السوق مثل ² LIBOR وتُصرف سنوياً أو نصف سنوياً، وتنقسم إلى شهادات قابلة للتداول يمكن بيعها في السوق الثانوية، وأخرى غير قابلة للتداول، ولا يجوز استرداد قيمتها قبل موعد الاستحقاق.

4-1 القبولات المصرفية (Banker Acceptances): هي إحدى أدوات الدين التي تُصدرها البنوك، حيث يضمن البنك سداد قيمة الدين عند الاستحقاق إذا لم يتم العمل بذلك، وهي تمثل ضماناً مالياً في التجارة الخارجية لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير، وتُصدر هذه القبولات لتغطية فترة إعداد وشحن البضائع، ويمكن بيعها على أساس الخصم قبل موعد استحقاقها لدى البنوك المعتمدة، ونظراً لأن معظمها يتم خصمه لدى البنوك، يبقى السوق الثانوي للقبولات المصرفية محدوداً وأقل تطوراً مقارنةً بغيرها من الأدوات المالية.³

5-1 اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements):⁴ تُمثل اتفاقيات إعادة الشراء نوعاً من القروض قصيرة الأجل، حيث يحصل فيها المقترض على سيولة نقديةٍ مقابل بيع أوراق ماليةٍ مع التَّعهد بإعادة شرائها في تاريخٍ لاحقٍ وبسعرٍ متفقٍ عليه، وبموجب هذا الاتفاق تبقى الأوراق المالية في حيازة التاجر لكنها تُرهن لصالح

¹ نعال، رولان، (2023)، "دور سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة (دراسة تجربة تركيا) وإمكانية الاستفادة منها في سورية"، رسالة ماجستير لنيل رسالة الماجستير، جامعة دمشق، سورية، ص 80.

² ليبور (LIBOR) هو اختصار لـ London Interbank Offered Rate: يُستخدم كسعر الفائدة المرجعي للقروض قصيرة الأجل بين البنوك العالمية الكبرى، كان يُحدد يومياً بناءً على تقديرات البنوك حول أسعار الفائدة التي ستقرضها على بعضها البعض. للمزيد من التفاصيل:

Kagan, J. (2026), "LIBOR: What Was the London Interbank Offered Rate, and How Was It Used? Investopedia, available on: <https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp>

³ قندوز، عبد الكريم، (2021)، "الأسواق المالية"، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد/21، ص 15.

⁴ الجناني، هشام، (2020)، "اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو) - دراسة فقهية مقارنة"، مجلة كلية الشريعة والقانون بطنطا، المجلد/2022، العدد/37، مصر، ص ص 7-10.

المستثمر كضمان، وتتراوح مدة الإقراض عادة بين يومٍ واحدٍ أو عدّة أيامٍ وقد تمتدّ إلى شهرٍ، وتُحتسب أرباح المستثمر إما بالفارق بين سعر البيع وسعر إعادة الشراء، أو كفاائدةٍ مُحددةٍ مسبقاً.

1-6 الودائع المصرفية بالعملات الأجنبية أو ما يسمى اليورو دولار (Euro Dollar):¹ بدأت عندما قامت بنوك أوروبية بفتح حسابات ودائع آجلة بالدولار لعملائها، مع الالتزام بدفعها عند الاستحقاق بالدولار نفسه، خلافاً للعرف المصرفي القائم على دفع الودائع بالعملة المحليّة، وقد استخدمت هذه البنوك تلك الودائع في منح قروض بالدولار بفوائد أعلى، ممّا أدى إلى نشوء سوق اليورو دولار وانتشاره كأحد أهم أسواق النّقد العالميّة.

2- أدوات سوق رأس المال:

تتداول في سوق رأس المال نوعين أساسيين من الأدوات الماليّة، أحدهما يعبر عن الملكية (الأسهم بأنواعها) والآخر عن المديونيّة (السندات بأنواعها)، وهما يمثلان العمود الفقري لهذا السوق.

2-1 الأسهم (Stocks): هي أدوات ماليّة تصدرها الشركات بهدف تأمين التّمويل اللازم لاحتياجاتها طويلة الأجل، يمنح امتلاك هذه الأسهم مالكيها الحق في الحصول على جزءٍ من الأصول الماليّة للشركة، وتنقسم الأسهم إلى نوعين رئيسيين، كلّ منهما يحمل خصائصه الفريدة ويؤدّي دوراً محدداً في السوق الماليّة:

2-1-1 الأسهم العادية (Common Stock):² يمثل السّهم العادي وثيقة ملكيّة تمنح المساهم حقوقاً في دخل الشركة وأصولها، ويُعتبر الأداة الأساسيّة في الاستثمار المالي نظراً لكونه الأكثر تداولاً، وتلجأ الشركات لإصدارها عند التأسيس أو الحاجة للتوسع أو سد العجز المالي، يتمتّع حامل السهم بإمكانية الحصول على عائدٍ ماليٍ يشمل توزيعات الأرباح، إضافةً إلى عائد رأسمالي ناتجاً عن الفرق بين سعر الشراء والبيع، ولعل أبرز الحقوق التي تمنحها الأسهم العادية لحاملها تتمثل في:

أ- **حق التصويت والحصول على أرباح:** يتمكّن المساهم من المشاركة في الجمعيات العموميّة وانتخاب مجلس الإدارة بنسبة ملكيّته من الأسهم، والحق في الحصول على حصّةٍ من الأرباح التي يتقرّر توزيعها.

¹ القاسم، عبد الرزاق، والعلي، أحمد، وقصوة، رغيد، (2009)، "مبادئ التمويل"، منشورات جامعة دمشق، سورية، ص33.

² Keown, A., & Martin, J., & Petty, W., (2020), "Foundations of Finance", 10th Edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey, p265.

ب- الحق في الأصول: الحق في الحصول على حصة من أصول الشركة عند التصفية.

ت- حق تحويل الملكية: الحق في بيع الأسهم لشخص آخر والتصرف بها.

2-1-2 الأسهم الممتازة (Preferred Stock):¹ يُمثل السهم الممتاز وثيقة ملكية في الشركة، إلا أن طبيعته

تختلف عن الأسهم العادية نظراً لتمتع حاملها بمجموعة من الحقوق والامتيازات التي تجعله أقرب إلى أدوات المديونية (السندات) من حيث خصائص العائد والأولية، وتتمثل أهم خصائص وحقوق الأسهم الممتازة فيما يلي:

أ- أولوية الحصول على الأرباح: الحصول على توزيعات ثابتة تدفع قبل حملة الأسهم العادية.

ب- أولوية في التصفية: يتمتع حملة الأسهم الممتازة بأولوية بعد الدائنين وقبل حملة الأسهم العادية في استرداد أموالهم من أصول الشركة عند التصفية.

ت- إمكانية التحويل: قد تتضمن بعض الأسهم الممتازة خاصية قابلية التحويل إلى أوراق مالية أخرى، مثل الأسهم العادية.

الجدول 3: مقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية

معيار المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
طبيعة الأداة	أداة ملكية فقط.	أداة هجينة تجمع بين الملكية والدين.
مستوى الدخل	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين.	نسبة أرباح ثابتة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم.
الاستحقاق	يكون السهم قائماً طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه.	قد يكون قابلاً للإلغاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي.
تراكم الأرباح	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم.	يمكن أن تتراكم أرباح السهم.
المشاركة بالإدارة	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة.	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك.
طبيعة الأسواق	تداول في أسواق نشطة وواسعة.	أقل تداولاً من الأسهم العادية بسبب محدودية إصدارها.
القيمة الاسمية	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات.	يصدر بقيمة اسمية مختلفة الفئات.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى (ميدو، 2016، ص 83).²

¹ باسلم، أحمد، بليلى، باسل، (2024)، "قياس أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية: دراسة تحليلية خلال الفترة (2000_2021)"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد/8، العدد 9/، فلسطين، ص 94.

² ميدو، معتز، (2016)، "مرجع سبق ذكره"، ص 83.

2-2 السندات (Bonds): يُعرّف السند بأنه تعهّد مكتوب يصدره المقترض (المصدر)، يُمثّل أداة دين أو قرضاً يتم طرحه في سوق الأوراق المالية، ويلتزم المصدر بموجبه بدفع القيمة الاسميّة لحامل السند في تاريخ استحقاق محدد، مع تسديد الفائدة المستحقّة (الكوبون) على هذه القيمة وفق جدول زمنيّ متفق عليه، هذه العملية توفّر سيولة نقدية للجهة المُصدرة مقابل تكلفة التمويل (العائد على المستثمر).

تتمثل الميزات الأساسية لحيازة السندات فيما يلي:

أ- ثبات واستمرار الدّخل: تم الحصول على الكوبون (الفائدة) بشكلٍ دوريٍّ ومحدد، ويكون واجب الدّفع بغض النظر عن الوضع المالي للجهة المُصدرة.

ب- الأمان في الاسترداد: توفير درجة عالية من الأمان في استرداد مبلغ المستثمر الأصلي والفوائد المترتبة عليه عند تاريخ الاستحقاق.¹

ويمكن تقسيم السندات بحسب جهة الاصدار إلى ما يأتي:

2-2-1 السندات الحكوميّة (Government bonds): هي أدوات دين تصدرها الحكومات عبر البنك المركزي لتمويل العجز في الموازنة ودعم الإنفاق، وهي أيضاً أداة محورية في تنفيذ السياسة النقديّة عبر عمليّات السوق المفتوحة، تتميز هذه السندات بأنها منخفضة المخاطر لضمانها الحكومي، وتصدر بأجال مختلفة وقابلة للتداول، مما يجعلها جذابة للمستثمرين الباحثين عن استثمارٍ مستقرٍ.

2-2-2 سندات الشركات (Corporate Bonds): هي أدوات دين تصدرها الشركات المساهمة لغرض توفير التمويل دون إصدار أسهم جديدة، تتميز سندات الشركات بمعدّل فائدة أعلى من السندات الحكوميّة، ممّا يعرضها لمخاطر التخلف عن السداد، وتُدار عمليّة الإصدار عبر بنكٍ تجاريٍّ يحدّد قيمة الفائدة بناءً على المركز الائتماني للشركة، وتُعد خياراً جذاباً للمستثمرين الباحثين عن عوائد مرتفعة.³

¹ Du, Xiaoxi, (2024), "The Bond Market: A Pillar of Risk Management and Economic Stability", Highlights in Business, Economics and Management Pgme, Vol /41/, p355.

² حسن يسرى مهدي وعباس، زهرة خضير (2016)، "السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية"، مجلة دراسات دولية - مركز الدراسات الاستراتيجية والدولية، جامعة بغداد، العدد 67/، العراق، ص ص 28-29.

³ نادر، نهاد الياس، (2016)، "محددات إصدار السندات في الشركات المساهمة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 38/، العدد 3/، سورية، ص ص 55-56.

2-3 المشتقات المالية (Derivative Instruments):¹ تُعرف بأنها عقود استثمارية تستمد قيمتها من أصولٍ أساسيةٍ مثل الأسهم، السندات، العملات الأجنبية، والمؤشرات المالية، يتم تداول هذه الأدوات بطرق مشابهة لتداول الأوراق المالية الأخرى، ويعتمد تقييمها على أداء الأصل الأساسي المنفق عليه في العقد، بالإضافة إلى عوامل أخرى كالتقلبات، أسعار الفائدة، ومدة استحقاق العقد، وتتنوع المشتقات المالية لتشمل عقود المبادلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، والعقود الآجلة، توجد عدة أنواع للمشتقات المالية وهي كالآتي:

2-3-1 عقود الخيارات (Options Contracts):² هي اتفاقيات مالية تمنح حاملها الحقّ دون إلزامٍ في شراء أو بيع أصلٍ معين، سواء كان أوراقاً ماليةً أو سلعاً بسعرٍ محددٍ خلال فترةٍ زمنيةٍ معينة، يتمتع المشتري بحرية تنفيذ العقد أو الامتناع عنه وفقاً لتحركات السوق، مقابل هذا الحق يدفع المشتري مبلغاً يُعرف بعلاوة الخيار إلى مصدر العقد، بينما يُطلق على السعر المحدد لتنفيذ الصفقة اسم سعر التنفيذ، وتوجد عدة أنواع من الخيارات أمام المستثمرين وهي كالآتي:

أ- **خيار البيع (Put Option):** هو عقد يمنح المشتري الحقّ في بيع أصلٍ بسعرٍ محددٍ خلال فترةٍ زمنيةٍ معينة، ويستخدم عند توقع انخفاض الأسعار لتحقيق مكاسب أو تجنب خسائر، ولكن إذا ارتفعت الأسعار يمكنه الامتناع عن التنفيذ والبيع بسعرٍ أعلى في السوق.

ب- **خيار الشراء (Call Option):** هو عقد يمنح المشتري الحقّ في شراء أصلٍ بسعرٍ محددٍ خلال فترةٍ زمنيةٍ معينة، ويستخدم عند توقّع ارتفاع الأسعار لتحقيق الأرباح، أمّا إذا انخفضت الأسعار، فيمكنه الامتناع عن التنفيذ والشراء بسعرٍ أقلّ من السوق.

2-3-2 العقود المستقبلية (Futures Contracts):³ هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع وكميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل، ينقسم المستثمرون في هذه

¹ خورشيد، محمد، (2021)، "تأثير أغراض استخدام المشتقات المالية على مستوى التجنب الضريبي"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة بني سويف، المجلد 31/، عدد 2/، مصر، ص205.

² قندوز، عبد الكريم، (2022)، "المشتقات المالية _سلسلة كتيبات تعريفية"، صندوق النقد العربي، العدد/38، ص10_11.

³ الهرش، نافذ، (2019)، "التحديات المعاصرة التي تواجه المشتقات المالية الإسلامية في الأسواق"، مجلة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة اسطنبول، المجلد/5، العدد/2، تركيا، ص264.

العقود إلى فئتين، فئة المحتاطين الذين يتعاملون بهذه العقود لغرض الحماية من التغيرات السريعة في المستقبل، وفئة المضاربين والذين يتعاملون بها لغرض تحقيق الأرباح.

2-3-3 العقود الآجلة (Forward Contracts): تُعرّف العقود الآجلة بأنها عقود يتم تداولها خارج البورصة، ويلتزم فيها البائع بتسليم المشتري الأصل محل التعاقد (سواء كان أصلاً مالياً كالأسهم أو مادياً كالسلع) في تاريخ لاحق متفق عليه، وبسعر يُطلق عليه سعر التنفيذ يُتفق عليه وقت إبرام العقد،¹ تُعدّ العقود الآجلة ذات طبيعة شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما، مما يجعلها مختلفة عن العقود المستقبلية التي تنسم بالطابع الرسمي وتتداول في البورصات وبمواصفات موحدة.²

ثانياً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأنواعها

تُعدّ كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات الجوهرية التي تعكس مستوى تطور هذه الأسواق وفعاليتها، وقد برز مفهوم الكفاءة في أواخر ستينيات القرن الماضي ضمن إطار نظرية السوق الكفاء، التي تختلف عن الطروحات الاقتصادية التقليدية لاعتماده على دور المعلومات في تحديد الأسعار، وتتركز هذه النظرية على أن أسعار الأصول المالية تعكس بدقة جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين، وتتميز الأسواق الكفوة بقدرتها على الاستجابة السريعة لأي معلومات جديدة مما يعزز من شفافيّتها وفعاليتها ويُحسن قدرتها على تخصيص الموارد بكفاءة.³

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

تمّ تعريف السوق الكفوة⁴ بأنها قدرة السوق على إتاحة جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية بشكل شفاف ومتساوٍ لجميع المتعاملين، وتتعاكس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية بشكل فوري ومستمر، مما يجعلها

¹ الربيعي، حاكم، والفتلاوي، ميثاق، وجوان، حيدر، (2012)، "المشتقات المالية: عقود المستقبلات - الخيارات - المبادلات"،

ج3، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص64.

² السويقي، همت، (2021)، "مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها"، مجلة البحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة السويس، المجلد/22، العدد/3، مصر ص 372.

³ الزيدي، زهير، (2013)، "كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية"، مجلة ديالي الإنسانية، المجلد/1، العدد/57، العراق، ص ص 236-237.

⁴ Eugent, Fama, (1970), "Efficient capital Markets: A Review of Theory and Empirical work", Journal of finance, Vol/ 25/, No/ 2/, p383.

تعكس القيمة الحقيقية للأوراق التي تصدرها المؤسسات، وتمتاز السوق الكفاء بعدم وجود فجوة زمنية بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وتأثيرها على تحديد سعر الورقة المالية، مما يجعلها أكثر عدالة وفاعلية. وأيضاً تم تعريف السوق الكفوء الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع البيانات والمعلومات المتاحة بصورة فورية ودقيقة، بحيث تضمن وجود منافسة كاملة بين المشاركين وتمنع تحقيق عوائد غير اعتيادية مقارنة بالآخرين، تكون القيمة السوقية للأوراق المالية انعكاساً للقيمة العادلة والحقيقية لها.¹

ترى الباحثة أنه يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية قدرة السوق على التفاعل السريع مع التغيرات الناتجة عن تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إليها، سواء الحالية المعلنة لعامة الجمهور أو التاريخية السابقة، ويسهم هذا التفاعل في تقليل مستوى المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن، وكما أن السوق الكفاء يتميز بالتنافسية، إذ تتحدد أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب من قبل المتعاملين الراشدين، مع افتراض توفر المعلومات بشكل متساو لجميع المستثمرين، مما يتيح لهم اتخاذ القرارات الاستثمارية بناءً على معلومات دقيقة ومتاحة للجميع.

2- أنواع كفاءة الأسواق المالية:

2-1 الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محدّدة بشأن سعر السهم، حيث أن هذا يضمن تغير فوري في السعر، بما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- أ- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ب- حرّية المعاملات من أي قيودٍ كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم للشركة التي يرغب فيها.
- ت- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية.

¹ Manao, A. , Waspada,I., Sari,M.,(2025)," Efficient Capital Market Theory and its Implications for Investment Decision Making in Financial Markets", Dinasti International Journal of Economics Finance & Accounting, Vol /5/, No /6/,p 5963.

ث- رشد المستثمرون وسعي كلٍ منهم نحو تحقيق أعظم منفعةٍ ممكنة.¹

2-2 الكفاءة الاقتصادية: يُقصد بها قدرة السوق على تخصيص الموارد المالية المتاحة بأفضل شكلٍ ممكن، مع وجود فترةٍ زمنيةٍ فاصلةٍ بين وصول المعلومات الجديدة وتأثيرها الفعلي على أسعار الأوراق المالية، ويعني ذلك أن القيمة السوقية قد تكون مؤقتاً أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية للأصل، نتيجةً لعوامل مثل تكاليف المعاملات، وتعتمد الكفاءة الاقتصادية بدرجة أساسية على سلوك المستثمرين وسعيهم إلى تعظيم ثروتهم من خلال اتخاذ قراراتٍ مبنيةٍ على المعلومات المتاحة واستغلالها بالشكل الأمثل.²

الجدول 4: مقارنة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

الخاصية	الكفاءة الكاملة	الكفاءة الاقتصادية
الفجوة الزمنية للمعلومات	عدم وجود فجوةٍ زمنيةٍ بين المعلومات الواردة للسوق وتحليلها.	وجود فجوةٍ زمنيةٍ بين المعلومات الواردة للسوق وتحليلها.
التكاليف والضرائب	عدم وجود تكاليف وضرائب.	وجود تكاليف وضرائب.
تماثل المعلومات والتوقعات	تماثل المعلومات والتوقعات لجميع المشاركين.	عدم تماثل المعلومات والتوقعات لجميع المشاركين.
علاقة القيمة	القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية.	وجود فارق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية.

المصدر: من إعداد الباحثة

ثالثاً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها³

تُعد كفاءة الأسواق المالية عنصراً أساسياً لضمان تحقيق العدالة والشفافية في التّعاملات المالية، حيث تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة بسرعةٍ ودقةٍ، ممّا يتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتٍ مستنيرةٍ لتحقيق هذه الكفاءة،

¹ الجعفري، هبة، (2021)، "كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية - دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015_2019)", رسالة ماجستير، جامعة البصرة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص35.

² عبدلي، حنان، (2018)، "اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة- حالة السوق المالي (2008_2014)", مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد/28، الجزائر، ص114.

³ الغابلي، عبد الحسين، والشمري، حسن، (2015)، "التحليل الاقتصادي لكفاءة وفاعلية الاسواق المالية والعربية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادي والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد/10، العدد/32، العراق، ص3-4.

ولتحقيق هذا المستوى من الكفاءة لا بد من توافر مجموعة من العوامل الأساسية التي تساهم في تعزيز سيولة السوق، وتقليل تكاليف المعاملات، وضمان بيئة استثمارية تنافسية، وانطلاقاً من ذلك سيتم تناول أهم المتطلبات التي تسهم في تحقيق كفاءة الأسواق المالية، ودورها في تعزيز الاستقرار الاقتصادي وترسيخ الثقة بين المستثمرين:

1- متطلبات كفاءة الأسواق المالية: تتحقق كفاءة الأسواق المالية عندما تتوافر مجموعة من الشروط التي تمكن السوق من تسعير الأوراق المالية بصورة عادلة وسريعة استناداً إلى المعلومات المتاحة، وتُعد هذه المتطلبات أساساً لضمان حسن الأداء واستقرار التعاملات، إذ تسهم في تعزيز الشفافية، وزيادة السيولة، وخلق بيئة استثمارية قادرة على استيعاب المعلومات الجديدة والتفاعل معها بفاعلية، ومن هذه المتطلبات ما يأتي:

1-1 الكفاءة التشغيلية (Operational Efficiency): يطلق عليها أيضاً بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق المالي على تحقيق توازن مثالي بين العرض والطلب دون أن يتكبّد المتعاملون تكاليف مرتفعة للسمنة، ودون أن يستغلّ التجار والمختصّون (صناع السوق) الفرصة لتحقيق هوامش أرباح مبالغ فيها، وتحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ممّا يقلّل من فرص المختصّين لتحقيق هوامش ربح مرتفعة، ويتغيّر الطلب والعرض يحدث توازن في الاقتصاد وتتحقّق الكفاءة الاقتصادية للسوق.¹

2-1 الكفاءة التسعيرية (Pricing Efficiency):² يطلق عليها أيضاً بالكفاءة الخارجية، وتعني سرعة انعكاس المعلومات الجديدة على أسعار الأوراق المالية بحيث تصل لجميع المتعاملين دون تكاليف مرتفعة، مما يحقّق عدالة في التداول ويحدّ من المكاسب غير العادلة، وترتبط هذه الكفاءة جزئياً بالكفاءة التشغيلية، إذ إن دقة وسرعة تسعير الأصول تتطلب انخفاض تكاليف الحصول على المعلومات وتنفيذ الصفقات، بما يضمن توجيه الموارد المالية نحو الاستثمارات الأكثر ربحية.

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط الأساسية التي تضمن تحقيق كفاءة الأسواق المالية وبالتالي الوصول لبيئة استثمارية شفافة ومتوازنة، ويمكن تلخيص هذه

¹ موصلي، سليمان، السمان، حازم، (2013)، "دراسة الكفاءة السعيرية لسوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد/19، العدد/2، سورية، ص155.

² الدعوي، عباس كاظم، (2010)، "مرجع سبق ذكره"، ص203.

الشروط فيما يلي¹ :

- أ- ضرورة وجود هيئة إشرافية تُعرف بهيئة الأوراق المالية، تُعنى بتوفير المناخ الملائم لضمان سلامة التعامل بالأوراق المالية وتنظيم وتطوير ومراقبة السوق المالي، إضافةً إلى حماية المستثمرين والجمهور من الغش والخداع، ومن المهم أن تتمتع هذه الهيئة باستقلالية معنوية وإدارية عن الحكومة، بحيث تقتصر صلاحيات السلطة التشريعية والرقابية على الإشراف العام دون التدخل المباشر في آلية عمل السوق، وبما يضمن بقاء المنافسة العادلة وشفافية الأسعار.
- ب- توافر عنصر الشفافية، وذلك من خلال إتاحة المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية المتداولة وكافة الصفقات المنفذة لجميع المشاركين في السوق، مما يعزز النزاهة والعدالة بين المستثمرين ويقلل من احتمالات احتكار المعلومات.
- ت- إلغاء المشتريات بالهامش وفرض تغطية نقدية بنسبة 100%، الأمر الذي يجعل التداول أكثر استقراراً ويحد من المضاربة المفرطة، حيث يضطر المستثمرون إلى استخدام أموالهم الخاصة، مما يزيد من حذرهم ويعزز استقرار الأسعار.
- ث- فرض شروط محددة لإدراج الأوراق المالية في السوق، بما يضمن التزام الشركات المدرجة بمعايير مالية وإدارية واضحة، ويسهم في ترسيخ ثقة المستثمرين وتقليل فرص التلاعب والممارسات غير العادلة.
- ج- توافر مستوى عالٍ من السيولة في السوق، بما يسمح بعمليات البيع والشراء بأسعار عادلة وفي الوقت المناسب، ويحد من التقلبات المفاجئة في الأسعار.
- ح- وجود قوائم تداولٍ تتضمن عروض البيع والشراء وأسعارها لجميع الأوراق المدرجة، لضمان وضوح حركة السوق.
- خ- خفض معدلات العمولة إلى أدنى حدٍ ممكن، إذ إن انخفاضها يزيد من حجم التداول ويعزز عدالة السوق خاصة لصغار المستثمرين.

¹ خلف، نور خميس، وعبد، يوسف عبد الله، (2025)، "قياس وتحليل دور حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، جامعة المستنصرية، المجلد 23/، العدد 85/، العراق، ص 212.

- د- توافر حالة من المنافسة الكاملة في السوق، بحيث يوجد عدد كافٍ من البائعين والمشتريين مع حرية الدخول والخروج دون قيود، مما يمنع الاحتكار ويسهم في استقرار الأسعار.
- ذ- سرعة إتمام عمليات التسوية وتسجيل الأسهم ونقل ملكيتها وتسديد أثمانها، لتجنب تعطيل حركة السوق.
- ر- توافر بنية تقنية متطورة ووسائل اتصال فعالة تضمن سرعة تنفيذ أوامر التداول، وتوفير معلومات دقيقة وفورية عن الأسعار وحجم التداول والعرض والطلب، مما يعزز الشفافية ويرفع من كفاءة اتخاذ القرار داخل السوق.
- ز- إخضاع عمليات التداول للأنظمة والقوانين الرقابية، ومتابعة أداء الشركات لمنع استغلال المعلومات الداخلية في تحقيق أرباح غير مشروعة.

2- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficiency levels for the capital market) :

من الجوانب الأساسية لفهم كفاءة سوق الأوراق المالية إدراك طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وبين المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم، فكلما كانت المعلومات أكثر دقة وتوافراً وسرعة في الوصول، كانت الأسعار أكثر قدرة على عكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وانطلاقاً من هذا الأساس يمكن تصنيف مستويات كفاءة السوق وفقاً لدرجة انعكاس المعلومات على الأسعار، وذلك على النحو الآتي:

1-2 المستوى الضعيف للسوق (The weak level of the market)¹: يفترض المستوى الضعيف لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية فقط، وأن التغيرات المستقبلية في الأسعار مستقلة عن تحركاتها الماضية، مما يجعل التنبؤ بالأسعار اعتماداً على البيانات السابقة غير ممكن، وبذلك لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال التحليل الفني.

2-2 المستوى شبه القوي للسوق (The semi- strong level of the market): يفترض المستوى شبه

القوي لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور، بما في ذلك البيانات الاقتصادية وتقارير الشركات والتوقعات المستقبلية، وتستجيب الأسعار لهذه المعلومات، وقد يحقق بعض المستثمرين أرباحاً

¹ Varli, R., (2021), " The (in)efficiency of Financial Markets Applying the Relative Strength Strategy on the Swedish Large cap Exchange", Bachelor Thesis in Economics, Mälardalen University, P7

غير عادية إذا تمكنوا من تحليل المعلومات بسرعة وبدقة¹، وإذا كانت السوق كفؤة وفق هذا المستوى، فهي بالضرورة كفؤة وفق المستوى الضعيف، بينما قد تكون كفؤة بالمستوى الضعيف دون أن تحقق الكفاءة في المستوى شبه القوي².

2-3 المستوى القوي للسوق (Strong market level): يفترض المستوى القوي لكفاءة السوق أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت عامة أو خاصة، بما في ذلك البيانات التي لا يعرفها إلا المطلعون داخل الشركات، ووفقاً لهذا المستوى تُدمج كل المعلومات في الأسعار فوراً، مما يجعل تحقيق أرباح غير عادية أمراً غير ممكن لأي مستثمر مهما كانت خبرته أو سرعة حصوله على المعلومات³، وفي ظل المستوى القوي يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أية لحظة وبدون أي اختلافات عندها تكون السوق قد وصلت إلى أعلى درجات التطور وهذا يعكس التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي وصلت إليه البلاد.

الشكل 11: مستويات كفاءة الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة.

يوضح الشكل (11) مستويات كفاءة السوق الثلاثة، حيث يُعدّ المستوى الضعيف الأكثر ضيقاً من حيث نطاق

¹ كاظم، حسين، وعمران، شهد، (2020)، "استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015_2017)"، مجلة الدراسات الإدارية، جامعة البصرة، المجلد 13/، العدد 26/، العراق، ص71.

² خليل، فاطمة، (2015)، "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة"، رسالة الماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص31.

³ اللحج، أحمد، ورضوان، علاء، والجميل، ياسين، (2024)، "دور التقارير المالية في رفع كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد 52/، العدد 1/، مصر، ص894.

المعلومات التي يعكسها السعر، بينما يمثل المستوى القوي المفهوم الأكثر شمولاً للكفاءة، أما المستوى شبه القوي فيأتي بينهما من حيث درجة اتساع المعلومات التي يتم تضمينها في الأسعار.

وترى الباحثة أن جوهر كفاءة الأسواق المالية يتمثل في درجة عدالة توزيع المعلومات بين المستثمرين، أي أن يحصل جميع المستثمرين على المعلومات ذاتها وفي التوقيت نفسه، وفي هذه الحالة تصبح قرارات الاستثمار مبنية على معلومات متاحة للجميع، مما يقلل فرص تحقيق عوائد استثنائية نتيجة الوصول لمعلومات خاصة، وتعتقد الباحثة أن اختلاف النتائج الاستثمارية بين المستثمرين لا يعود فقط إلى المعلومات المتاحة، بل يتأثر أيضاً بمدى قدرة كل مستثمر على تحليل تلك المعلومات واتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.

رابعاً: العلاقة بين حجم التداول وكفاءة الأسواق المالية

يُعدّ حجم التداول من أبرز المؤشرات الكمية المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية، لما له من دور محوري في قياس مستوى النشاط السوقي وتفاعل المستثمرين مع المعلومات المتاحة، فهو لا يُعبر فقط عن عدد العمليات المنفّذة، بل يُعكس من خلاله مدى سيولة السوق، ودرجة استجابته للتغيرات الاقتصادية والمالية، وتُشير الأدبيات المالية إلى أن حجم التداول يُمثّل مدخلاً أساسياً لفهم كفاءة السوق، إذ يُسهم في تقييم قدرته على تحقيق التوازن بين العرض والطلب، واستيعاب المعلومات الجديدة بسرعةٍ وفعاليةٍ، ومن هذا المنطلق يمثل حجم التداول إطاراً تحليلياً لفهم العلاقة بين سلوك المستثمرين وكفاءة السوق في تخصيص الموارد واتخاذ القرارات الاستثمارية، خاصة في ظلّ تطور أدوات الاستثمار الجماعي مثل صناديق الاستثمار.

1- مفهوم حجم التداول وتعريفه:

يُعدّ حجم التداول (Volume) مقياساً كمياً يُعبر عن العدد الإجمالي للأصول المالية المتداولة (مثل الأسهم أو العقود) في سوق معيّن خلال فترة زمنية محددة، ويُستخدم هذا المؤشر لتقييم نشاط السوق ومدى سيولته، إذ يُعكس من خلاله مستوى اهتمام المستثمرين وتفاعلهم مع المعلومات المتاحة، وكما يُعدّ حجم التداول أداة تحليلية مهمة في تأكيد الاتجاهات السعرية، حيث تُشير الحركات المصحوبة بحجم تداول مرتفع إلى قوة الاتجاه، بينما يدلّ الحجم المنخفض على ضعف التفاعل أو غياب الدعم، وتُعدّ الأصول ذات حجم تداول مرتفع أكثر سيولة، مما يُسهّل

تحويلها إلى نقدٍ دون تأثيرٍ كبيرٍ على السَّعر¹.

2- مؤشرات حجم التّداول في الأسواق الماليّة:²

يمثّل حجم التّداول من أبرز المؤشّرات الكميّة التي تُستخدم في تحليل أداء الأسواق الماليّة، ويُقاس من خلال مجموعة من المقاييس التي تُعبّر عن مستوى النّشاط والسيولة في السّوق. وفي هذه الدراسة، تم اعتماد أربعة مؤشّرات رئيسيّة تُعبّر عن حجم التداول بشكل مباشر، وهي:

1-2 عدد الأسهم المتداولة (Share Volume): يُمثّل إجماليّ عدد الأسهم التي تم تداولها خلال فترةٍ زمنيّةٍ محدّدة، ويُستخدم لقياس مستوى النّشاط العامّ في السّوق، حيث يُشير ارتفاعه إلى زيادة في اهتمام المستثمرين وتفاعلهم مع الأوراق الماليّة المتاحة.

2-2 قيمة الأسهم المتداولة (Dollar Volume): يُحسب هذا المؤشّر بضرب عدد الأسهم المتداولة في السّعر السّوقيّ للسهم خلال الفترة الزمنية ذاتها، ويُعكس من خلاله حجم السيولة المتدفّقة داخل السّوق، مما يُساعد في تقييم قوة التّداول المؤسّسي.

2-3 معدل دوران السهم (Share Turnover): يُعد من أهم مؤشّرات السيولة، ويُقاس بطريقتين:³

أ- الطريقة الأولى: نسبة قيمة الأسهم المتداولة لشركةٍ معيّنةٍ إلى إجماليّ القيمة السوقيّة لأسهمها خلال نفس الفترة.

ب- الطريقة الثانية: نسبة عدد الأسهم المتداولة إلى إجماليّ عدد الأسهم المكتتب بها والمصدرة لتلك الشركة خلال الفترة ذاتها.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك مؤشّرات أخرى تُستخدم من أجل قياس حجم التّداول، مثل عدد الصّفقات المنفّذة وعدد

¹ الأنصاري، مها، والجزيري، خيرى، وباعه، أحمد، (2023)، "تأثير التقلبات التضخمية على حجم التداول (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية)"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 14/، العدد 3/، مصر، ص2261.

² خليل، يزن، (2018)، "أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية: دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي المدرج في سوق عمان للأسهم المالية"، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ص21.

³ مطوق، ليلي، والجصاني، آيات، (2023)، "أثر الأزمات المالية والاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا للمدة (2005 - 2022)"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد 19/، العدد 4/، العراق، صص46_47.

أيام التداول خلال السنة، إلا أنها لم تُدرج ضمن متغيرات هذه الدراسة، نظراً لتركيز التحليل على المؤشرات الأكثر ارتباطاً بنشاط صناديق الاستثمار وتأثيرها في السيولة السوقية.

3- العوامل المؤثرة في حجم التداول في الأسواق المالية :

يتأثر حجم التداول في الأسواق المالية بمجموعة واسعة من العوامل الاقتصادية والسلوكية والتنظيمية، التي تتداخل فيما بينها لتشكل ديناميكية السوق وتحدد مستوى النشاط فيه¹. ويُعدّ فهم هذه العوامل أساسياً لتفسير تباين مستويات الكفاءة بين الأسواق، إذ يعكس حجم التداول قدرة السوق على الاستجابة للتغيرات في البيئة الداخلية والخارجية.

أ- **عوامل الاقتصاد الكلي:**² تشمل المؤشرات والسياسات الاقتصادية العامة التي تؤثر في ثقة المستثمرين واتجاهاتهم، ومن أبرزها: الإنتاج الصناعي، التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، والناتج المحلي الإجمالي. كما تؤثر أسعار النفط والدخل النفطي في الدول المصدرة، إضافةً إلى السياسات المالية (كالضرائب والإنفاق الحكومي) والسياسات النقدية (المعروض النقدي، نسب الاحتياطي، إعادة الخصم). تسهم هذه العوامل في تشكيل البيئة الاقتصادية العامة، وتنعكس على حجم التداول من خلال تأثيرها في السيولة، وتكلفة الاستثمار، وتوقعات النمو الاقتصادي.

ب- **عوامل الاقتصاد الجزئي:** ترتبط هذه العوامل بالشركات المدرجة وسلوك المستثمرين الفرديين، وتشمل: العوائد السابقة، الثقة المفرطة، حجم وعدد الصفقات، اختلال أوامر البيع والشراء، تكاليف الصفقات، ربحية السهم، توزيعات الأرباح، حجم الشركة، وكفاءة إدارتها.

تؤثر هذه العوامل في قرارات المستثمرين وتوجهاتهم، مما ينعكس على حجم التداول من حيث الكثافة والتقلب.

ت- **العوامل السلوكية والسوقية:** تلعب معنويات السوق وسلوك المستثمرين دوراً محورياً في تحريك حجم التداول،

¹ Güzel, F., & Şekeroğlu, G., (2021), " Factors Affecting Borsa İstanbul Trading Volume and Overconfidence Bias (Borsa İstanbul İşlem Hacmini Etkileyen Unsurlar ve Aşırı Güven Eğilimi)", Journal of Yasar University, Vol /16/, No /63/, p1120.

² المشعل، ياسر، وبقلة، سهير، والدكي، رنيم، (2015)، "أثر تقلبات عائد الأسهم على حجم التداول في الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في سوق دمشق المالية)، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد/37، العدد/4، سورية، ص 440_439.

مثل التّقاؤل والتّشاؤم، المضاربة، اتّجاهات السّوق (أسواق الثور والدب)، والشّائعات أو الأخبار المفاجئة. وغالباً ما تكون هذه العوامل مؤقتة لكنها ذات أثر كبير على حجم التّداول، إذ تعكس الحالة النفسيّة للمستثمرين أكثر من الأسس الاقتصاديّة.

ث- الأحداث الخارجيّة والتنظيميّة: تؤثر الأحداث غير المتوقّعة والسياسات التنظيميّة في حجم التّداول، مثل الأزمات الجيوسياسيّة، الكوارث الطّبيعيّة، والأوبئة، أو التّغيّرات المفاجئة في الأنظمة الرّقابية. وتُظهر التّجارب أن هذه الأحداث تُحدث تقلّباتٍ حادّة في حجم التّداول، ما يكشف عن مدى مرونة السّوق وكفاءته في امتصاص الصّدّات¹.

يتضح أن حجم التّداول يتأثر بمزيج من المتغيّرات الاقتصاديّة الكلية والجزئيّة والعوامل السلوكيّة والتنظيميّة، مما يجعل تحليله ضرورياً لفهم عمل الأسواق وكفاءتها.

4- انعكاس حجم التّداول على كفاءة الأسواق الماليّة:

- يمكن أن يؤثر حجم التّداول على كفاءة الأسواق الماليّة من خلال عدّة جوانب مترابطة:²
- أ- يُسهم ارتفاع حجم التّداول في تسريع استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة، إذ يعكس نشاطاً مكثفاً من المستثمرين الذين يتفاعلون بسرعة مع المستجدات الاقتصاديّة، ممّا يجعل الأسعار أقرب إلى قيمها الحقيقيّة.
 - ب- يرتبط حجم التّداول ارتباطاً وثيقاً بالسيولة، فكلّما زاد التّداول أصبحت السّوق أكثر قدرة على استيعاب أوامر البيع والشّراء دون تغيّراتٍ كبيرة في الأسعار، وهو ما يُعدّ سمة من سمات الأسواق الكفوءة.
 - ت- النّشاط المرتفع في التّداول يُساعد على تصحيح الأسعار تلقائياً من خلال قوى العرض والطلب، الأمر الذي يقلّل من فرص التلاعب أو التسعير غير العادل.
- كما يمكن أن يشير ارتفاع حجم التّداول إلى تداولٍ قائمٍ على معلوماتٍ واقعيّةٍ أو توقّعاتٍ دقيقةٍ لدى بعض

¹ Hastuti, R. T., & Stephanie S. C., (2025), " Pandemic COVID-19, stock trade volume, and market capitalization on share return". International Journal of Application on Economics and Business, Vol/3/, No /1/, p259.

² Çıralı, S., (2022), " A comparison of international market indices for measuring market efficiency based on price-volume relationship", Journal of Capital Markets Studies, Vol/6/, No /1/, pp90-93.

المستثمرين، ممّا يساهم في تقارب الأسعار من قيمها الجوهرية حتى قبل إعلان جميع المعلومات رسمياً. وفي ضوء التطورات التّقنية الحديثة، أدّت الأنظمة الإلكترونية السريعة والمنصات الرّقمية المتطوّرة إلى تعزيز سرعة تنفيذ الصّفقات وتحسين تدفق المعلومات، ممّا انعكس إيجاباً على مستوى الكفاءة السوقيّة. وبوجه عامّ، يُعتبر ارتفاع حجم التّداول علامة على سوق نشطة وفعّالة تتميّز بالسيولة والشفافيّة، وتُساهم في تحقيق تسعيرٍ عادلٍ للأوراق الماليّة واستقرار بيئة الاستثمار.

بالتّالي، يُعد حجم التّداول مرآة لمدى فعّالية السّوق في دمج المعلومات وتخصيص الموارد، ومؤشراً على درجة نضجها وكفاءتها في مواجهة التّغيرات.

خامساً: أثر كفاءة السّوق على جذب المستثمرين وزيادة الثّقة

تتّعكس كفاءة السّوق إيجاباً على جذب المستثمرين وتعزيز الثّقة من خلال عدّة آليّاتٍ رئيسيّة:¹

1- الشّفافيّة والعدالة:

- **انعكاس المعلومات في الأسعار:** في الأسواق الفعّالة، تُدمج المعلومات الجديدة بسرعة في أسعار الأوراق المالية، ممّا يعكس القيمة الحقيقيّة للأصول ويمنح المستثمرين ثقة في صحّة الأسعار.
- **تقليل عدم تماثل المعلومات:** تقلل كفاءة السوق من فرص استغلال المعلومات الدّاخلية، ما يضمن فرصاً متساوية لجميع المستثمرين ويعزّز العدالة ويقلّل مخاطر التّلاعب.

2- تقليل المخاطر وعدم اليقين:

- **صعوبة تحقيق أرباح غير عاديّة:** يصبح من الصّعب تحقيق عوائد غير مبرّرة باستمرار، ممّا يشجع الاستثمار طويل الأجل القائم على التّحليل الأساسي.
- **توقّعات أكثر استقراراً:** تعكس الأسعار الفعّالة قدرة السّوق على التّكيّف مع المعلومات الجديدة بسرعة، ممّا يقلّل التقلّبات العشوائيّة ويوفّر بيئة أكثر قابليّة لتنبؤ المستثمرين.

¹ بوكساني، رشيد، (2006)، "معوّقات أسواق الأوراق المالية العربيّة وسبل رفع كفاءتها"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، ص108.

3- زيادة السيولة:¹

- سهولة الدخول والخروج: الأسواق الكفوءة تتميز بسيولة عالية، ما يتيح للمستثمرين شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة دون التأثير على الأسعار.
- تكاليف تداول أقل: تكون فروق أسعار العرض والطلب أضيق، ما يقلل تكاليف التداول ويزيد من جاذبية السوق.

4- تعزيز الثقة العامة وجذب الاستثمار:

- حماية المستثمرين: تسهم آليات الرقابية الفعالة ضمان نزاهة التعاملات والحد من الغش والتلاعب، مما يعزز ثقة المستثمرين في عدالة السوق وقدرته على حماية حقوقهم.
- جذب الاستثمار الأجنبي: كلما كانت الأسواق أكثر شفافية وكفاءة في تسعير الأوراق المالية، ازدادت قدرتها على استقطاب المستثمرين الأجانب، وهو ما يؤدي إلى تدفقات رأسمالية أكبر تسهم في دعم النمو الاقتصادي وتوسيع قاعدة الاستثمار.

5- تخصيص رأس المال بكفاءة:²

- توجيه الأموال للمشاريع الواعدة: الأسواق الكفوءة توجه رأس المال نحو الشركات والمشاريع الأكثر إنتاجية وربحية، ما يدعم الابتكار والنمو الاقتصادي الشامل.

أظهر هذا الفصل أن الأسواق المالية تشكل الإطار العام الذي تعمل ضمنه صناديق الاستثمار، إذ تناول تطوّر هذه الأسواق ومفهومها ووظائفها، كما استعرض أنواع الأسواق وأدواتها، وتناول الفصل كذلك مفهوم الكفاءة السوقية ومستوياتها، مبرزاً العلاقة بين حجم التداول وعمق السوق، تمهيداً للانتقال إلى الدراسة التطبيقية المقارنة بين السعودية وتركيا لفهم كيفية تفاعل صناديق الاستثمار مع بيانات سوقية مختلفة.

¹ سالم، وليد، (2024)، "أثر المناخ الاستثماري في الرفع من كفاءة وفاعلية سوق المال الليبي"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، المجلد 21/، العدد 1/، ليبيا، ص 125.

² فضيلة، عابد، ومملوك، أنس، (2014)، "تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار: دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 36/، العدد 5/، سورية، ص 342.

المبحث الثالث

قنوات تأثير صناديق الاستثمار في الأسواق المالية

تؤدي صناديق الاستثمار دوراً متزايد الأهمية في الأسواق المالية من خلال مجموعة من القنوات التي تنتقل عبرها تأثيراتها إلى مؤشرات السوق المختلفة، ويهدف هذا المبحث إلى توضيح أبرز هذه القنوات، سواء المرتبطة بتعزيز السيولة، أو نقل المعلومات، أو إدارة المحافظ، أو دعم الاستقرار المالي، بما يساعد على فهم كيفية انعكاس نشاط صناديق الاستثمار على حجم التداول والقيمة السوقية ومعدل الدوران وغيرها من مؤشرات أداء السوق.

أولاً: أثر عمليات صناديق الاستثمار في السوق المالية

تُعدّ صناديق الاستثمار من أبرز الفاعلين في الأسواق المالية الحديثة، لما تمتلكه من قدرات تنظيمية ورأسمالية تمكنها من التأثير في حركة السوق واتجاهاته، وتتبع أهميتها من طبيعة أنشطتها الاستثمارية الجماعية التي تشمل تنفيذ صفقات ضخمة، وإدارة محافظ مالية متنوعة، والمشاركة في حوكمة الشركات، ومن هذا المنطلق فإن دراسة الأثر الناتج عن عمليات صناديق الاستثمار في السوق المالي تُعدّ ضرورية لفهم الدور الذي تؤديه هذه الصناديق في تعزيز النشاط الاقتصادي وتنظيم التداول، خاصة في ظل التطورات المستمرة التي تشهدها الأسواق المالية.¹ ويمكن استعراض أثر عمليات صناديق الاستثمار في السوق المالي من خلال مجموعة من الجوانب الأساسية، أبرزها:

1- اقتصاديات الحجم وكفاءة التشغيل:

تتمتع صناديق الاستثمار بميزة اقتصاديات الحجم (Economies of Scale) التي تمنحها قدرة أكبر على تحقيق الكفاءة التشغيلية مقارنةً بالمستثمرين الأفراد، وذلك من خلال ما يلي:

1-1 توزيع النفقات الثابتة: كلما ازداد حجم أصول الصندوق، أمكن توزيع التكاليف الثابتة على عدد أكبر من الاستثمارات، مما يؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الوحدة الواحدة وزيادة كفاءة الأداء العام.

¹ قصي، الشیخة، (2015)، "مرجع سبق نكره"، ص 10.

1-2 خفض تكاليف المعاملات: بفضل تنفيذ الصفقات بكميات كبيرة تتمكّن صناديق الاستثمار من الحصول على فروقاتٍ سعريةٍ أقلّ من أسعار البيع والشراء، كما تتمتع بقدرةٍ تفاوضيةٍ أعلى مع الوسطاء، ممّا يخفض تكاليف التداول بشكلٍ ملحوظ¹.

1-3 تحسين كفاءة المعلومات وتقليل التكلفة: تمتلك صناديق الاستثمار الكبيرة موارد ماليةً تمكّنها من إنشاء أقسام بحثٍ وتحليلٍ متخصصةٍ وتوظيف خبراء قادرين على دراسة الأسواق وتقييم الأدوات المالية بدقةٍ، وهو ما ينعكس إيجاباً على جودة القرارات الاستثمارية، وفي الوقت نفسه فإن تكلفة جمع وتحليل المعلومات التي تُعدّ مرتفعةً بالنسبة للمستثمر الفرد تصبح أكثر اقتصاديّةً بالنسبة للصندوق الكبير نتيجة ضخامة حجم استثماراته وتنوعها.

1-4 تعزيز التنوع وتخفيض المخاطر: يسهم ارتفاع حجم الأصول المُدارة في صناديق الاستثمار في إتاحة إمكانية تكوين محافظ متنوعةٍ من الأسهم والسندات، مما يقلّل من تأثير تقلّبات الأسعار أو ضعف أداء شركةٍ معينةٍ على العائد الكليّ للمستثمرين².

2- الإدارة المحترفة (Professional Management) :

تُعدّ الإدارة المحترفة من أبرز ميزات صناديق الاستثمار، حيث تُمكنها من تحقيق أداءٍ أكثر كفاءةً بالمقارنة مع المستثمرين الأفراد، وذلك من خلال ما يلي³:

1-2 توافر إدارة متخصصة: تعتمد صناديق الاستثمار على فرق مهنيّة ذات خبرةٍ عاليةٍ في تحليل الأسواق وإدارة المحافظ، ممّا يتيح لصغار المستثمرين الاستفادة من خبراتهم دون الحاجة إلى إدارة استثماراتهم بأنفسهم.

2-2 تحليل الأوراق المالية: تقوم الإدارة المحترفة بتحليل الأدوات المالية المختلفة، ودراسة العوامل المؤثرة في أسعارها لتحديد العائد والمخاطرة، وهو ما يُعدّ من أصعب وأدقّ القرارات الاستثمارية.

¹ Komleh, R., (2018), "The Impact of Mutual Funds in Country's Development and Progress", Working paper, University of Milan, p3.

² Somashekara. M., (2020), " Mutual Fund- A Tool of Portfolio Investment- A Study ", International Journal of Creative Research Thoughts, Vol/8/, No/11/, p 3738.

³ قاسم، عبد الرزاق، والعلي، أحمد، (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 344.

2-3 التعامل مع الأدوات المالية الحديثة: تمتلك هذه الإدارات القدرة على استخدام أدوات مالية متقدمة مثل العقود المستقبلية والخيارات لتأمين المحافظ ضد المخاطر، وهي أدوات تتطلب تأهيلاً عالياً وخبرة فنيّة متخصصة.

2-4 تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة: من خلال المتابعة المستمرة للأسواق وتعديل مكونات المحفظة، تسعى الإدارة المحترفة إلى تحقيق أفضل توازن ممكن بين العائد المتوقع ومستوى المخاطرة.

2-5 الإسهام في استقرار السوق: تسهم الإدارة المحترفة في الحد من السلوك العشوائى للمستثمرين الأفراد، مما يدعم كفاءة السوق المالي واستقراره على المدى الطويل.¹

3- صناعة السوق (Market Making):

تشكل صناديق الاستثمار دوراً محورياً في صناعة السوق من خلال حجم تعاملاتها وتأثيرها المباشر في حركة التداول، إذ تُنفذ هذه الصناديق عمليات شراء وبيع واسعة النطاق في الأوراق المالية، ما يجعلها عنصراً مؤثراً في تحديد مستويات السيولة، واستقرار الأسعار، وكفاءة التشغيل وتتجلى انعكاسات هذا الدور في الجوانب الآتية:

3-1 السيولة واستمرارية التداول: يُمكن لمشاركة صناديق الاستثمار في عمليات البيع والشراء المنظمة في رفع حجم التداول وتعزيز استمرارية النشاط السوقي، وذلك نتيجة لقدرتها على تحريك كميات كبيرة من الأصول المالية وفق استراتيجيات تشغيلية محددة².

3-2 استقرار الأسعار: تعتمد الصناديق على تحليلات استثمارية منهجية وطويلة الأجل، مما يجعل قراراتها تعكس المعلومات المتاحة في السوق بشكل منظم، وتسهم في تقليل التذبذب السعري الناتج عن التداولات العشوائية أو الانفعالية.

3-3 كفاءة التشغيل: تؤدي الصناديق بحكم حجم تعاملاتها، إلى خفض تكاليف الصفقات وتحسين كفاءة التنفيذ، كما تسهم في تطوير البنية التحتية للسوق، غير أن تركّز النشاط في عدد محدود من الصناديق يُضعف من درجة

¹ بو حسون، ياسر، وزهرة، شادي، (2009)، "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة

التجربة المصرية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 13/، العدد 4/، سورية، ص113.

²Fromentin, V., (2024), "Mutual funds, market return, volatility, and uncertainty: The case of Luxembourg", Working paper, Cerefige Université de Lorraine, p2.

المنافسة ويُؤثر في عدالة التسعير.

3-4 عمق السوق واتساعه: يُسهم تنويع استثمارات الصناديق في تعزيز قاعدة التعامل بالأوراق المالية، بما ينعكس إيجاباً على عمق السوق من خلال إدخال أدوات مالية متنوعة، غير أن تركّز هذه الاستثمارات في قطاعات محددة يحدّ من هذا الأثر، ويحدّ من شموليته في تحقيق الاتساع المطلوب للسوق¹.

3-5 مستوى الشفافية والمعلومات: تلتزم الصناديق بالإفصاح الدوري عن بياناتها وتقاريرها التشغيلية، ما يُعزّز من مستوى الشفافية ويُسهم في تحسين تدفق المعلومات داخل السوق، ويُعدّ هذا الإفصاح عنصراً أساسياً في دعم كفاءة السوق وتوجيه قرارات المستثمرين².

4- سلامة السوق (Market Integrity) :

تسهم صناديق الاستثمار، باعتبارها كيانات مُدارة بشكلٍ احترافيّ في دعم سلامة السوق من خلال آليات الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر في المحافظ الاستثمارية، وتشمل هذه الآليات³:

4-1 إدارة المخاطر والرقابة المهنية: تمتلك الصناديق فرقاً فنيّة متخصصة لمتابعة استثماراتها وتحليل العمليات المالية، بما يتيح التقييم المستمر للصفقات والحدّ من الأخطاء أو المخاطر المرتبطة بسوء الإدارة.

4-2 الإفصاح والشفافية: غالباً ما تلتزم الصناديق بالإفصاح عن بياناتها وتقاريرها الدورية، ما يتيح للمتعاملين في السوق الحصول على معلوماتٍ دقيقةٍ تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكلٍ مستنير⁴.

4-3 تعزيز حوكمة الشركات: تسعى الصناديق إلى الاستثمار في شركاتٍ تُطبّق مبادئ حوكمة جيّدة، بما يراعي حقوق جميع المستثمرين، ويحافظ على الامتثال للقوانين واللوائح التنظيمية⁵.

¹ الدين، أحمد، (2014)، "دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية: دراسة الحالة المصرية"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، ص 30-32.

² Agarwal, V., Mullally, K. A., Tang, Y., & Yang, B. (2015), "Mandatory portfolio disclosure, stock liquidity, and mutual fund performance", Journal of Financial Economics, Vol/70/, No/6/, p 2734.

³ موصللي، سليمان، وسليمان، عدنان، (2014)، "الأسواق المالية"، مطبعة جامعة دمشق، سورية، ص 350.

⁴ Smelcer, S. N., Tucker, A., & Xia, Y. (2023), "Aggregated Risks in Mutual Fund Disclosures". The Journal of Corporation Law, Vol/ 49/, No/1/, p 52.

⁵ Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011), "Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors", Journal of Financial Economics, Vol/100/, No/1/, p178.

ثانياً: الآثار السلوكية لصناديق الاستثمار في التداول

تُعدّ قرارات مديري صناديق الاستثمار نتاجاً لتفاعل عواملٍ اقتصاديةٍ وماليةٍ متعددةٍ، غير أنّ دراسات المالية السلوكية الحديثة بيّنت أن هذه القرارات لا تكون دائماً عقلانية، إذ قد تتأثر بانحيازاتٍ مثل الثقة المفرطة وسلوك القطيع والمبالغة في التفاعل مع الأخبار، وتنعكس هذه الانحيازات على حركة التداول وسيولة السوق واستقراره، مما يجعل دراسة السلوك غير الرشيد للصناديق أمراً ضرورياً لفهم السوق وتفسير الظواهر التي تعجز النماذج التقليدية عن تفسيرها.¹

1- مفهوم المالية السلوكية في إدارة الصناديق:

تُعدّ المالية السلوكية (Behavioral Finance) من الاتجاهات الحديثة في علم التمويل، إذ تسعى إلى تفسير القرارات الاستثمارية من خلال دمج العوامل النفسية والاجتماعية مع النماذج الاقتصادية التقليدية²، وعلى خلاف النظريات الكلاسيكية التي تفترض عقلانية المستثمرين والمؤسسات، تُظهر المالية السلوكية أن القرارات المالية قد تتأثر بانفعالاتٍ، وتصوراتٍ ذاتيةٍ، وظروفٍ غير موضوعيةٍ، مما يؤدي إلى سلوكياتٍ غير رشيدةٍ في الأسواق.³ في سياق صناديق الاستثمار، يُشير هذا المفهوم إلى أن مديري الصناديق، رغم امتلاكهم للخبرة والبيانات، قد يتأثرون بعوامل غير عقلانية تؤثر في قراراتهم المتعلقة بالشراء والبيع، وتوزيع الأصول، وتوقيت الدخول أو الخروج من السوق، وتُظهر الأدبيات الحديثة أن الصناديق الاستثمارية ليست بمنأى عن هذه التأثيرات، بل قد تتفاعل معها بطرقٍ جماعيةٍ أو فرديةٍ، مما يسهم في تشكيل حركة السوق المالي.

إن تطبيق المالية السلوكية على صناديق الاستثمار يُعدّ مدخلاً مهماً لفهم كيفية اتخاذ هذه المؤسسات لقراراتها، وكيف يمكن أن تؤثر في التداول والسيولة، بعيداً عن الافتراضات العقلانية المطلقة التي تتبناها النماذج التقليدية⁴.

¹Aren, S., Aydemir, S. D., & Şehitoğlu, Y. (2016), "Behavioral biases on institutional investors: a literature review", Kybernetes, Vol/45/, No/10/, p1669.

² علي، حيدر حمودي، ونعيم، محمد عبد السادة، (2022)، "أبعاد المالية السلوكية في الاستدامة المالية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد/18/، العدد/3/، العراق، ص 751.

³ Umeaduma, M. (2024), "Behavioral biases influencing individual investment decisions within volatile financial markets and economic cycles", International Journal of Engineering Technology Research & Management, Vol/ 8/, No/3/, p 19.

⁴ Aren, S., Aydemir, S. D., & Şehitoğlu, Y. (2016), "op. cit", p1669.

2- الانحيازات السلوكية لمديري صناديق الاستثمار:

رغم أن مديري صناديق الاستثمار يُفترض أن يتخذوا قراراتهم بناءً على تحليل مالي دقيق ومعايير موضوعية، إلا أن الواقع العملي يُظهر أنهم يمكن أن يكونوا كغيرهم من الفاعلين في السوق، وقد يتأثرون بانحيازات سلوكية تؤثر في قراراتهم الاستثمارية، وهذه الانحيازات التي تنبع من عوامل نفسية ومعرفية، قد تؤدي إلى سلوكيات تداول غير رشيدة، وتنعكس على أداء الصناديق وعلى حركة السوق المالي بشكل عام، ومن هذه الانحيازات:

1-2 سلوك القطيع (Herd Behavior): يحدث عندما يقوم مديرو الصناديق بتقليد قرارات صناديق أخرى في

الشراء أو البيع، دون الاعتماد على تحليل مستقل، وهذا السلوك غالباً ما يكون مدفوعاً بالخوف من الانحراف عن أداء السوق أو الرغبة في تجنب المخاطرة الفردية، مما يؤدي إلى تحركات جماعية تسهم في تزايد التقلبات السوقية¹.

2-2 الثقة المفرطة (Overconfidence): يُظهر بعض المديرين ميلاً للمبالغة في تقدير قدرتهم على التنبؤ

بالسوق، اعتماداً على خبراتهم السابقة أو نجاحاتهم الماضية، وهذا الانحياز قد يدفعهم إلى اتخاذ قرارات تداول مفرطة أو تجاهل إشارات التحذير، مما يُعرض الصندوق لمخاطر غير محسوبة².

2-3 انحياز الأحداث الحديثة (Recency Bias): يميل المديرون أحياناً إلى إعطاء وزن أكبر للأحداث أو النتائج

الأخيرة عند اتخاذ قراراتهم، متجاهلين الاتجاهات طويلة الأجل أو البيانات التاريخية، وهذا الانحياز قد يؤدي إلى قرارات متسرعة مبنية على تقلبات مؤقتة، بدلاً من تقييم شامل للسوق³.

2-4 انحياز التثبيت (Anchoring Bias): يتعلق هذا الانحياز باتخاذ قرارات التداول بناءً على نقطة مرجعية

سابقة، مثل سعر شراء الأصل أو مؤشر سابق، حتى وإن لم تعد تلك النقطة ذات صلة بالوضع الحالي، هذا السلوك قد يمنع المدير من اتخاذ قرارات منطقية تتماشى مع تغيرات السوق.

¹ Sahoo, G., Rajvanshi, V., & Syamala, S., (2025), "Herding behaviour of institutional investors: Evidence from an emerging market", Working paper, Indian Institute of Management Calcutta, p1.

² Chuang, W., & Susmel, R., (2011), "Who is the more overconfident trader? Individual vs. institutional investors", Journal of Banking & Finance, Vol/35/, No/7/, p1626.

³ Shojaei, A., & Kouhbanani, A. M., (2025), "Anchoring and Recency Bias in Trading: Why the Past Still Controls Your Next Move-A Narrative Review", Preprints.org, p6.

تُعدّ هذه الانحيازات السلوكيّة من العوامل المؤثّرة في عمل السّوق، حيث تُسهم في تفسير بعض الظّواهر غير العقلانيّة في النّداول، مثل الفقاعات السّعرية أو الانهيارات المفاجئة، كما أن فهمها يُساعد في تقييم أداء الصّناديق بشكل أكثر واقعيّة، ويبرز أهميّة دمج التحليل السلوكي في إدارة الاستثمار المؤسّسي.

الفصل الثالث

الدراسة التطبيقية المقارنة – تجربة السعودية وتركيا

تسعى الأسواق المالية في مختلف الدول إلى تحقيق مستويات مرتفعة من الكفاءة والسيولة والاستقرار، ويُعدّ تنشيط التداول مؤشراً أساسياً يعكس أداء الأسواق وفعاليتها، ممّا دفع العديد من الدول إلى تطوير بنيتها التنظيمية والمؤسسية بما يضمن بيئة ملائمة لعمل صناديق الاستثمار، ومع تزايد الاعتماد على هذه الصناديق، بدأت تبرز تساؤلات حول مدى مساهمتها الفعلية في تحفيز التداول وتحسين مستويات السيولة، وفي هذا السياق، تمّ اختيار كلّ من السوق المالية السعودية والسوق المالية التركية كمجتمع للدراسة التطبيقية نظراً لما تتمتعان به من خصائص متميزة، فالسوق السعودي يُعدّ من أكبر الأسواق المالية في المنطقة العربية ويتميز ببيئة تنظيمية متطورة ترتبط برؤية اقتصادية شاملة، بينما يمثل السوق التركي نموذجاً لاقتصادٍ ناشئ ذي انفتاح واسع على الاستثمارات الأجنبية وتتوّع في الأدوات المالية، وهو ما يتيح فرصة علمية لفهم أوجه التشابه والاختلاف في دور صناديق الاستثمار في الأسواق المالية، كما تمّ اختيار الفترة الزمنية الممتدة من عام 2000 إلى عام 2023 لما شهدته من تطورات تنظيمية ومؤسسية مهمة، وتوافر بيانات دقيقة وموثوقة، فضلاً عن كونها فترة طويلة نسبياً، إضافةً إلى شمولها أحداثاً اقتصادية مؤثرة مثل الأزمة المالية العالمية عام 2008 وجائحة كورونا عام 2020، مما يعزز القيمة العلمية للدراسة ويجعل نتائجها أكثر واقعية وشمولاً.

وانطلاقاً من ذلك، يهدف هذا الفصل إلى تقديم دراسة تطبيقية مقارنة بين السوق المالية السعودية والسوق المالية التركية، من خلال تحليل واقع صناديق الاستثمار فيهما وتحديد مدى تأثير صناديق الاستثمار في تنشيط التداول، ويستند هذا التحليل إلى مؤشرات وبيانات كمية تسهم في تقديم صورة علمية دقيقة عن مدى نجاح أو محدودية دور هذه الصناديق في كلا السوقين، وقد قُسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول الإطار النظري المقارن لصناديق الاستثمار في السعودية وتركيا، ويعرض المبحث الثاني واقع صناديق الاستثمار ومساهمتها في الأسواق المالية، بينما يختص المبحث الثالث بالتحليل المقارن لدور هذه الصناديق وأثرها في تنشيط التداول.

المبحث الأول

الإطار النظري المقارن لصناديق الاستثمار في السعودية وتركيا

تحتل صناديق الاستثمار مكانة بارزة في هيكل الأسواق المالية في كلٍّ من السعودية وتركيا، وقد شهدت الصناديق تطورات تنظيمية ومؤسسية مختلفة في كلِّ سوق، مما يستدعي إجراء دراسة مقارنة للجوانب النظرية المتعلقة بها، مثل البيئة التنظيمية، والتطور التاريخي، وأنواع الصناديق المتوفرة، ويهدف هذا المبحث إلى تقديم إطار نظري مقارن يسهم في فهم الأساس الذي يقوم عليه الواقع التطبيقي لصناديق الاستثمار في السوقين.

أولاً: السوق المالية في المملكة العربية السعودية

تُعدُّ السوق المالية السعودية من أهمِّ الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط، وقد شهدت تطوراً ملحوظاً خلال العقود الأخيرة، نتيجة للإصلاحات الاقتصادية والتشريعات التنظيمية التي سعت إلى تعزيز الشفافية وجذب الاستثمارات، وتُعدُّ السوق المالية السعودية ركيزة أساسية في دعم الاقتصاد الوطني وتنويع مصادر الدخل، ضمن رؤية المملكة 2030 التي تهدف إلى تطوير القطاع المالي وجعله أكثر كفاءة واستدامة.¹

1- نشأة سوق الأوراق المالية السعودية:²

يعود بداية سوق الأسهم السعودي إلى عام 1954، عند تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة، وقد شهد السوق تطورات تنظيمية وهيكلية متسارعة، كان من أبرزها تشغيل النظام الإلكتروني "تداول" في عام 2001، والذي أسهم في تنفيذ الأوامر بصورة فورية ومباشرة بين البائع والمشتري، وفي عام 2004 صدرت الموافقة على نظام السوق المالي، والذي كان من أبرز ملامحه إنشاء هيئة السوق المالية (CMA)، التي أنيط بها تنظيم السوق وحماية المستثمرين وتحقيق العدالة والشفافية.

ومرّت السوق المالية السعودية بثلاث مراحل تطويرية رئيسية:

أ- المرحلة الأولى (1954 - أوائل الثمانينات): اقتصرَت هذه المرحلة على عددٍ محدودٍ من شركات المساهمة (حوالي 10 شركات) برؤوس أموالٍ بسيطةٍ (حوالي 1.7 مليون ريال)، وكان التداول يتم عبر الاتصال المباشر،

¹ إشراق، راجع، وسمية، بوران، (2023)، " دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية: السوق المالية

السعودية أنموذجاً (2000-2021) "، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 7/، العدد 2/، الجزائر، ص 212.

² Alshammary, M. J. (2014), " Stock market development and economic growth in developing countries: Evidence from Saudi Arabia", Corporate Ownership & Control, Vol /11/, No /3/, p196.

ومع منتصف السبعينات بدأت تظهر مكاتب الوساطة مع تزايد النشاط في السوق، مما أدى إلى ارتفاع مستويات التداول وأسعار الأسهم بشكل ملحوظ مع بداية الثمانينات.

ب- المرحلة الثانية (أوائل الثمانينات - 2002): شهدت هذه المرحلة تنظيمًا أوسع للسوق، حيث تم إنشاء لجنة رقابية لسوق الأسهم، وصدر منشور عن مؤسسة النقد ينظم أسلوب تداول الأسهم، كما تم تشغيل أول نظام آلي للتداول في عام 1990، وتطويره لاحقاً بإطلاق منصة جديدة باسم "تداول" في عام 2001، والتي أحدثت نقلة نوعية في البنية التحتية للسوق.

ت- المرحلة الثالثة (2003 - 2005): تميزت هذه المرحلة بتأسيس هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بتاريخ 31 تموز 2003، وهي هيئة حكومية مستقلة مالياً وإدارياً، أنيط بها تنظيم السوق وحماية المستثمرين ومراقبة الطروحات والإدراجات والتداولات، وضمان عدالة وكفاءة السوق.

ث- المرحلة الرابعة (2006 - الوقت الحاضر): تميزت هذه المرحلة بتطبيق إصلاحات شاملة هدفت إلى تعزيز كفاءة السوق ومواءمتها للمعايير الدولية وذلك بعد أزمة 2006، وشملت هذه الإصلاحات تطوير أنظمة التداول الإلكترونية، وإطلاق السوق الموازية "نمو"، وفتح السوق أمام المستثمر الأجنبي المؤهل، إضافة إلى إدراج السوق ضمن مؤشرات عالمية مثل MSCI¹ و FTSE² وقد أسهمت هذه التحديثات في رفع مستويات الشفافية وزيادة السيولة وتعزيز جاذبية السوق للمستثمرين المحليين والدوليين.

2- الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق المالية السعودية:

تقوم السوق المالية السعودية على هيكل مؤسسي وتنظيمي متكامل يهدف إلى تعزيز الشفافية والكفاءة وتنظيم عمليات التداول، وذلك بما ينسجم مع أهداف رؤية المملكة 2030، ويُعدّ نظام السوق المالية الصادر عام 2003

¹ مؤشر MSCI : هو مجموعة من المؤشرات التي طورتها شركة International Morgan Stanley Capital، وتستخدم عالمياً لقياس أداء أسواق الأسهم في مختلف الدول والمناطق، يُعدّ من أهم المؤشرات المرجعية للمستثمرين وصناديق الاستثمار حول العالم. للمزيد من التفاصيل:

موقع MSCI Emerging Markets <https://www.msci.com/oursolutions/indexes/emerging-markets>

² مؤشر FTSE: هو اختصار (Financial Times Stock Exchange) هو أحد المؤشرات العالمية القياسية، يمثل أداء أكبر 100 شركة مدرجة في بورصة لندن من حيث القيمة السوقية، يُستخدم هذا المؤشر كمعيار لتقييم أداء سوق الأسهم البريطاني، وكأداة مرجعية دولية لتقييم كفاءة الأسواق الناشئة وقدرتها على التوافق مع المعايير العالمية، وقد أسهم إدراج السوق المالية السعودية ضمن مؤشرات FTSE في تعزيز جاذبيتها للمستثمرين الأجانب، للمزيد من التفاصيل:

موقع FTSE Russell (London Stock Exchange Group) <https://www.lseg.com/en/ftse-russell>

الإطار القانوني الرئيسي الذي تستند إليه مؤسسات السوق، يتكوّن الهيكل التنظيمي من أربعة أطراف رئيسية تشكّل البنية الأساسية لعمل السوق المالي، وتتكامل أدوارها في ضبط الأداء وتطوير البنى التحتية لقطاع الأسواق المالية وهي¹:

1-2 هيئة السوق المالية (CMA): وهي الجهة الرقابية والتنظيمية العليا للسوق، وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري، تختص الهيئة بإصدار القواعد والتنظيمات، والإشراف على الطّروحات الأولية، وتنظيم أنشطة الأوراق المالية، وحماية المستثمرين، وضمان عدالة وكفاءة وشفافية السوق.

2-2 السوق المالية السعودية تداول (Saudi Exchange): تُعدّ الجهة المسؤولة عن تشغيل السوق وإدارة منصات التداول، وتشرف على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، وإدارة الإفصاح، ونشر الأسعار والمؤشرات، وتطوير الأنظمة التقنية الداعمة للتداول.

2-3 مركز مقاصة الأوراق المالية: تتولّى إدارة عمليات المقاصة وتسوية الصفقات بين الأطراف المتداولة، بما يضمن تقليل المخاطر وتعزيز موثوقية عمليات التداول وفق معايير دولية.

2-4 مركز إيداع الأوراق المالية: تختص بحفظ الأوراق المالية، وتسجيل ملكيات المستثمرين، وتحويل الملكية بين الأطراف، وتقديم خدمات الحفظ والتسوية، إلى جانب تنظيم سجلات المساهمين. ويمثّل هذا الهيكل المؤسسي إطاراً متكاملًا يعمل على تنظيم السوق من خلال توزيع الأدوار بين الجهات الرقابية والتنفيذية، بما يضمن تعزيز كفاءة السوق والارتقاء بمستوى الحماية والثقة لدى المستثمرين.

ثانياً: صناديق الاستثمار في السعودية²

تعود جذور صناديق الاستثمار عربياً إلى المملكة العربية السعودية حيث بدأت أولى التجارب في هذا المجال مع تأسيس البنك الأهلي التجاري لأول صندوق استثماري تحت اسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في أيلول عام 1979، تبع ذلك إطلاق عددٍ من الصناديق المشابهة من قبل البنوك التجارية الأخرى، إلى أن تمّ إصدار القواعد المنظمة لصناديق الاستثمار في بداية عام 1993، أي بعد مرور نحو أربعة عشر عاماً على إطلاق أول

¹ طيون، حمزة، (2018)، "أثر سعر الصرف على أداء الأسواق المالية دراسة حالة: السوق المالي السعودي للفترة الممتدة بين 2000-2017"، رسالة ماجستير، جامعة العلوم الاقتصادية والتجارية والتيسير، الجزائر، ص 29.

² بلعيد، سمية، (2014)، "دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة 2، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص ص 136-141.

صندوق، وتم تصنيف صناديق الاستثمار كالآتي:

1- التصنيف حسب الهيكل الرأسمالي: يتم تصنيفها وفقاً لهيكلها الرأسمالي وقدرتها على التعامل مع طلبات البيع والشراء:

1-1 صناديق الاستثمار المفتوحة: تتميز برأس مال متغير، حيث لا يوجد حد أقصى لحجم الأصول، ويزداد حجم الصندوق بانضمام مستثمرين جدد، وينخفض عند تنفيذ عمليات الاسترداد، وتوفر هذه الصناديق سيولة عالية، حيث يتمكن المستثمرون من استرداد وحداتهم وفقاً لصافي قيمة الأصول (NAV).

1-2 صناديق الاستثمار المغلقة: تُخصص لفئة محددة من المستثمرين وفق أهداف وفترات زمنية محددة، يتم تصفية الصندوق في نهاية المدة وتوزع العوائد على المشتركين، ويمكن للمستثمرين بيع وحداتهم الاستثمارية في السوق المالية.

2- التصنيف حسب الأهداف الاستثمارية: تُقسم صناديق الاستثمار بناءً على استراتيجيتها الأساسية إلى:

1-2 صناديق الدخل: تهدف إلى تحقيق دخل دوري من خلال الاستثمار في أدوات مالية توفر عوائد منتظمة، مثل الأسهم الموزعة للأرباح أو السندات.

2-2 صناديق النمو: تركز على تحقيق نمو طويل الأجل في قيمة المحفظة، من خلال الاستثمار في أسهم ذات إمكانيات نمو مرتفعة، غالباً دون توزيعات الأرباح.

2-3 صناديق النمو والدخل: تتبنى استراتيجية متوازنة تجمع بين تحقيق النمو الرأسمالي والعوائد الدورية، لتلبية احتياجات المستثمرين الباحثين عن التوازن بين المخاطر والعائد.

3- التصنيف حسب مكونات المحفظة:

1-3 صناديق الأسهم: تستثمر في أسهم الشركات المدرجة، وتتوزع بين صناديق محلية وأخرى دولية أو إقليمية، مما يتيح تنوعاً للمحفظة الاستثمارية.

2-3 صناديق السندات: تركز على الاستثمار في السندات والصكوك ذات الدخل الثابت، وتعد خياراً مناسباً للمستثمرين الباحثين عن استقرار العائد وانخفاض المخاطر.

3-3 صناديق النقد: تستثمر في أدوات مالية قصيرة الأجل وعالية السيولة، مثل الودائع البنكية، وتعد بديلاً آمناً للسيولة النقدية بعائد ومخاطرة منخفضة.

3-4 الصناديق المتوازنة: تجمع بين فئاتٍ متعدّدةٍ من الأصول، مثل الأسهم وأدوات الدين، بهدف تحقيق توازن بين النمو والعائد، وتقليل التقلّبات السّوقيّة.

ثالثاً: السّوق الماليّة في الجمهورية التّركيّة

تُعَدُّ السّوق الماليّة التّركيّة من أكثر الأسواق نشاطاً وتنافسيّةً على المستوى الدّوليّ، وقد حقّقت مراتب متقدّمةً في عدّة مؤشّرات عالميّة، فبورصة إسطنبول تصنّف في المرتبة الأولى عالمياً من حيث سرعة دوران الأسهم، كما تحتلّ مراتب متقدّمةً في تداول وإصدار أدوات الدين، من بينها المرتبة الثانية عالمياً في إصدارات سندات القطاع الخاصّ، ومراتب متقدّمةً في أسواق المشتقّات، مثل المرتبة السادسة عالمياً في عقود العملات الآجلة والمرتبة الثانية عشرة في عقود المؤشّرات، وتُظهِر هذه المراتب قدرة السّوق التّركيّة على المنافسة وجاذبيّتها للمستثمرين محلياً ودولياً.¹

1- نشأة سوق الأوراق الماليّة التّركيّة:

تعود الجذور التاريخيّة للأسواق الماليّة المنظّمة في تركيا إلى النّصف الثّاني من القرن التّاسع عشر، حيث تم تأسيس أول سوق للأوراق الماليّة في عام 1866 خلال العهد العثمانيّ تحت اسم Dersaadet Tahvilat Borsasi، أو ما عُرف لاحقاً بـ "بورصة اسطنبول للسّندات"، وقد لاقت هذه البورصة اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين الأوروبيّين الباحثين عن عوائد مرتفعة، وبعد تأسيس الجمهورية التّركيّة صدر في عام 1929 قانون الأوراق الماليّة والصّرف الأجنبيّ الذي مهّد الطّريق لإنشاء سوق منظّم، وقد تنوّعت الأدوات الماليّة المتداولة في البورصة لتشمل الأسهم والسّندات وأذون الخزّانة، وسندات القطاع الخاصّ، بالإضافة إلى الأوراق الماليّة الأجنبيّة والدوليّة. في إطار تطوير البنية المؤسّسية للسوق، تمّ إنشاء بورصة إسطنبول بصيغتها الحديثة عام 1985، وهو ما شكّل نقطة تحوّل مهمّة في تنظيم التّداولات وتعزيز الإطار المؤسّسي للسوق الماليّة.²

وقد شهدت السّوق الماليّة التّركيّة تغييراتٍ كبيرةً في بنيتها القانونيّة، حيث تمّ إلغاء القانون الذي كان ينظّم أسواق رأس المال بشكل رئيسيّ، واستُبدل بالقانون رقم 6362 الذي يُعدّ إصلاحياً ويهدف إلى تحقيق الانسجام بين أنظمة السّوق الماليّ التّركيّ والمعايير الدوليّة واتّفاقيّات الاتحاد الأوروبيّ، ممّا يسهّل اندماجها مع الأسواق العالميّة ويعزّز

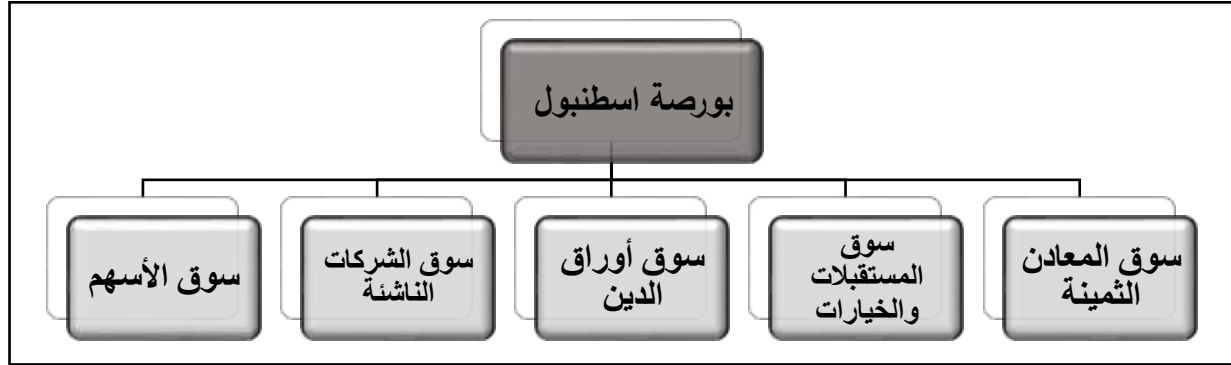
¹ Borsa İstanbul, (2023), "Annual Integrated Report 2023", Retrieved from: [Borsa İstanbul | Borsa İstanbul A.S.](https://www.borsaistanbul.com/en/borsa-istanbul-a.s)

² Koç Aytekin, G. (2012), Türkiye’de sermaye piyasaları ve borsaların gelişim süreci, Uluslararası Beşeri Bilimler ve Eğitim Dergisi, pp153_154.

قدرتها التنافسية، وتُعرف بورصة إسطنبول (BIST) بقدراتها التكنولوجية المتقدمة، حيث تتم جميع عملياتها إلكترونياً، مما يجعلها منصةً جذابةً للمستثمرين المحليين والدوليين.

وتتكون بورصة إسطنبول من عدة أسواق رئيسية، وهي: سوق الأسهم، وسوق المشتقات المالية، وسوق السندات.¹

الشكل 12: الهيكل التنظيمي لبورصة اسطنبول



المصدر: من إعداد الباحثة

2- الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق المالية التركية:²

1-2 هيئة أسواق المال التركية (SPK): تُعدّ الجهة الرقابية العليا على السوق، تأسست عام 1981 وتختص بتنظيم وتطوير السوق، وإصدار اللوائح والتعليمات، والإشراف على حماية المستثمرين وضمان عدالة وشفافية التداول.

2-2 السوق المالية التركية (بورصة إسطنبول BIST): وهي الجهة الوحيدة المخولة بتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية في تركيا، وتشرف على منصات التداول للأسهم والسندات والمشتقات، ويجري التداول إلكترونياً بالكامل من خلال أنظمة تقنية متطورة.

3-2 بنك المقاصة المركزي (Takasbank): هي الجهة المسؤولة عن عمليات المقاصة والتسوية لجميع صفقات الأوراق المالية، وضمان استقرار عمليات التبادل بين الأوراق المالية، إضافة إلى إدارة المخاطر والضمانات.

4-2 مؤسسة الإيداع المركزي (MKK): تتولّى إيداع الأوراق المالية وإثبات ملكيتها إلكترونياً، وإدارة سجلات المستثمرين، وتشغيل نظام الإفصاح الإلكتروني.

¹ Kahraman, S. (2023), "As the volatility magnitude of the Istanbul Stock Exchange as same as the earthquakes?", Journal of Economics and Finance, Vol /4/, No /1/, p214.

² Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi, (2008), "Türkiye sermaye piyasası sektör raporu", p18-19.

2-5 اتحاد مؤسسات الوساطة في تركيا (TSPAKB): يُعدّ اتحاد مؤسسات الوساطة جهةً مهنيّةً تضمّ شركات الوساطة والبنوك المُفوضّة بالاستثمار، يهدف إلى تنظيم عمل شركات الوساطة، ورفع مستوى المهنة وتقديم التدريب ووضع قواعد السلوك المهني، وجمع البيانات الإحصائية، ولا يملك الاتحاد صلاحيات رقابية، إذ تبقى الرقابة بيد هيئة أسواق رأس المال التركيّة، إلا أنّه يمثّل مكوناً مهماً في دعم الاستقرار المؤسسيّ للسوق ودعم المستثمرين.

الجدول 5: مقارنة بين السوق المالية السعودية والسوق المالية التركية

العنصر	السوق السعودية (تداول)	السوق التركية (إسطنبول)
تاريخ الإنشاء	خمسينات القرن العشرين (أولى عمليات التداول غير المنظمة) والتنظيم الرسمي تم منذ 1984.	تأسست بورصة إسطنبول (BIST) بشكلها الحديث عام 1985، ويعود تاريخها الأصلي إلى عام 1866.
أول جهة رقابية	مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) قبل إنشاء هيئة السوق المالية عام 2003.	هيئة أسواق المال التركية (SPK) التي تأسست عام 1981.
نظام التداول	إلكترونيّ منذ عام 1990، وتمّ تحديثه جزئياً عام 2001 بإطلاق منصة حديثة عرفت باسم "تداول".	إلكترونيّ بالكامل منذ تأسيسها الحديث، مع تحديثات تقنية مستمرة للمنصات.
عدد الشركات المدرجة	247 شركة مدرجة حتى نهاية 2024.	حوالي 560 شركة مدرجة حتى نهاية عام 2024.
رؤية الإصلاح	رؤية 2030: تطوير القطاع المالي وتنويع الاقتصاد.	القانون رقم 6362: إصلاح شامل للأسواق المالية لتعزيز التوافق مع المعايير الأوروبية والعالمية.

المصدر: من إعداد الباحثة

رابعاً: صناديق الاستثمار في تركيا

اعتمدت تركيا تصنيفاً مختلفاً لصناديق الاستثمار قبل صدور قانون 6362 ولم يكن هذا التصنيف متوافقاً مع المعايير الدوليّة، ممّا يجعل تصنيفها غير مشابه للتصنيف السعودي، حيث يقوم التصنيف التركيّ على معيار طبيعة الأصول التي تستثمر فيها ومستوى المخاطر المرتبطة بها:

1- التصنيف التقليدي (قبل عام 2013):¹ كان التصنيف السائد في هذه المرحلة يعتمد بشكل أساسي على

مستوى المخاطرة وطبيعة الأصول، حيث قُسمت الصناديق إلى نوعين رئيسيين:

¹ Samirkaş, M. C., & Düzakın, H. (2012), " Türkiye'deki A ve B tipi yatırım fonlarının performans analizi. Ç.Ü.", Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Vol /21/, No /3/, p 396.

1-1 صناديق النوع (A) (Type A Funds): تُعدّ صناديق عالية المخاطر، حيث كان يشترط أن تتضمن محافظها نسبة لا تقل عن 25% من الأسهم، مما يجعلها مناسبة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مرتفعة على المدى الطويل، وكانت هذه الصناديق تتميز بمزايا ضريبية مهمة مقارنةً بالاستثمار المباشر في الأسهم.

1-2 صناديق النوع (B) (Type B Funds): تُعدّ صناديق منخفضة المخاطر، حيث كانت تركز على الاستثمار في سندات الخزينة وأدوات الدين ذات العائد الثابت، مما يوفر عوائد مستقرة وأمنة، تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يتجنبون المخاطرة، وإن كانت عوائدها أقل.

2-التصنيف الحديث (بعد عام 2014):¹ حدث تحول جذري مع صدور قانون أسواق رأس المال رقم 6362، والذي بموجبه تم إلغاء التصنيف التقليدي (A و B) وبدلاً من ذلك تم اعتماد تصنيف جديد أكثر تفصيلاً يعتمد على نوع الأصول المستثمر فيها، بما يتوافق مع المعايير الدولية، تشمل أبرز أنواع الصناديق في هذا التصنيف : صناديق الأسهم، صناديق أدوات الدين، صناديق النقد، الصناديق المختلطة، وصناديق المؤشرات، بالإضافة إلى فئات متخصصة مثل الصناديق القطاعية وصناديق المشاركة.

¹ Güven, Çağatay, (2006), "The Mutual Funds in the Turkish Financial Markets", Master's Thesis. Graduate School of Social Sciences, Izmir University of Economics, Izmir, Turkey, p 14.

المبحث الثاني

واقع صناديق الاستثمار ومساهمتها في الأسواق المالية

شهدت الأسواق المالية في السعودية وتركيا خلال الفترة (2000-2023) تحولاتٍ بارزةً انعكست على مؤشرات التداول والقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، إلى جانب التطور الملحوظ في صناديق الاستثمار، ويقدم هذا المبحث قراءةً مقارنةً لهذه التطورات، ويضع الأساس لفهم طبيعة العلاقة بين صناديق الاستثمار وحركة التداول.

أولاً: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية السعودية للفترة (2000-2023)

شهدت السوق المالية السعودية خلال العقدين الماضيين نمواً ملحوظاً انعكس في مؤشرات التداول والقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، ويعرض الجدول التالي أهم المؤشرات الكمية لهذا التطور خلال الفترة (2000-2023):

الجدول 6: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة (2000-2023)

الفترة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	القيمة السوقية (مليون دولار)	مؤشر الدوران (%)	عدد الشركات المدرجة
2000	555	17,412	68,077	25.58	75
2001	692	22,298	73,334	30.41	76
2002	1736	35,685	74,930	47.62	68
2003	5566	159,070	157,331	101.11	70
2004	10298	472,997	306,405	154.37	73
2005	12298	1,103,655	650,139	169.76	77
2006	68515	1,403,161	326,933	429.19	85
2007	57829	682,062	518,930	131.44	111
2008	58727	523,451	246,672	212.21	127
2009	56686	337,071	318,930	105.69	135
2010	33255	202,454	353,330	57.30	145
2011	48545	293,024	338,930	86.46	150
2012	86006	514,485	373,330	137.81	158
2013	52306	365,240	467,470	78.13	163
2014	70118	572,409	483,470	118.40	169
2015	65920	442,831	421,070	105.17	171
2016	67729	308,531	448,530	68.79	176
2017	43969	222,997	450,677	49.48	188
2018	41004	232,230	495,730	46.85	190
2019	35832	234,798	2,406,670	9.76	199
2020	81588	556,752	2,427,202	22.94	203
2021	68513	596,243	2,669,070	22.34	201
2022	45110	455,480	2,634,130	17.29	223
2023	83030	355,599	3,002,480	11.84	231

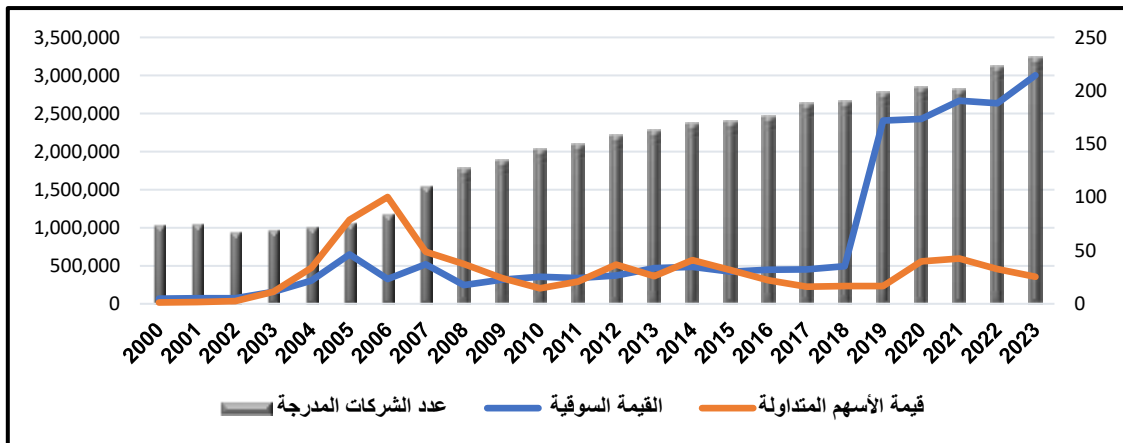
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك المركزي السعودي.¹

¹ الموقع الرسمي للبنك المركزي السعودي: <https://www.sama.gov.sa/ar-sa/Pages/default.aspx>

تُظهر بيانات الجدول (6) أن السوق المالية السعودية شهدت خلال الفترة المدروسة توسعاً واضحاً في حجم التداولات والقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من مستوياتٍ متدنيةٍ في بداية الألفية إلى مستوياتٍ مرتفعةٍ لاحقاً، مع تسجيل ذروةٍ استثنائيةٍ عام 2006 نتيجة الطفرة التي سبقت انهيار سوق الأسهم السعودي في العام نفسه، كما اتسمت قيمة الأسهم المتداولة بتقلّباتٍ حادّةٍ، إذ بلغت أعلى مستوياتها عام 2006 ثم بدأت تتراجع في السنوات اللاحقة، لتعود بالارتفاع تدريجياً بعد 2020.

أما القيمة السوقية فقد ارتفعت من 68 مليار دولار عام 2000 إلى أكثر من 3 تريليونات، ويعود ذلك إلى مجموعة من العوامل أبرزها الإصلاحات الاقتصادية المرتبطة برؤية المملكة 2030، وإدراج شركة أرامكو عام 2019¹، أما عدد الشركات المدرجة ارتفع من 75 شركة إلى 231 شركة، وهو ما يعكس اتساع السوق وتنوع قطاعاته، وكما يُظهر مؤشر الدوران تقلّباتٍ كبيرةً، حيث بلغ مستوياتٍ مرتفعةً جداً في منتصف العقد الأول ثم اتجه نحو الاستقرار النسبي في السنوات الأخيرة.

الشكل 13: تطور مؤشرات السوق المالية السعودية للفترة (2000-2023)



المصدر: من إعداد الباحثة

ثانياً: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار السعودية للفترة (2000-2023)

شهدت صناديق الاستثمار السعودية خلال العقدين الماضيين نمواً ملحوظاً انعكس في زيادة عددها وارتفاع عدد المشتركين، وتنامي إجمالي الأصول، ويعرض الجدول التالي أهم المؤشرات الكمية لهذا التطور خلال الفترة من عام (2000-2023):

¹ إن طرح وإدراج شركة أرامكو السعودية عام 2019 مثل أكبر اكتتاب عام في التاريخ بقيمة تجاوزت 110 مليارات ريال، وأسهم في تعميق السوق المالية السعودية ورفع قيمتها السوقية لتصبح ضمن أكبر 10 أسواق مالية عالمياً للمزيد الاطلاع:

هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام 2019، <https://cma.org.sa/Market/AnnualReports/Pages/default.aspx>

الجدول 7: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار السعودية للفترة (2000-2023)

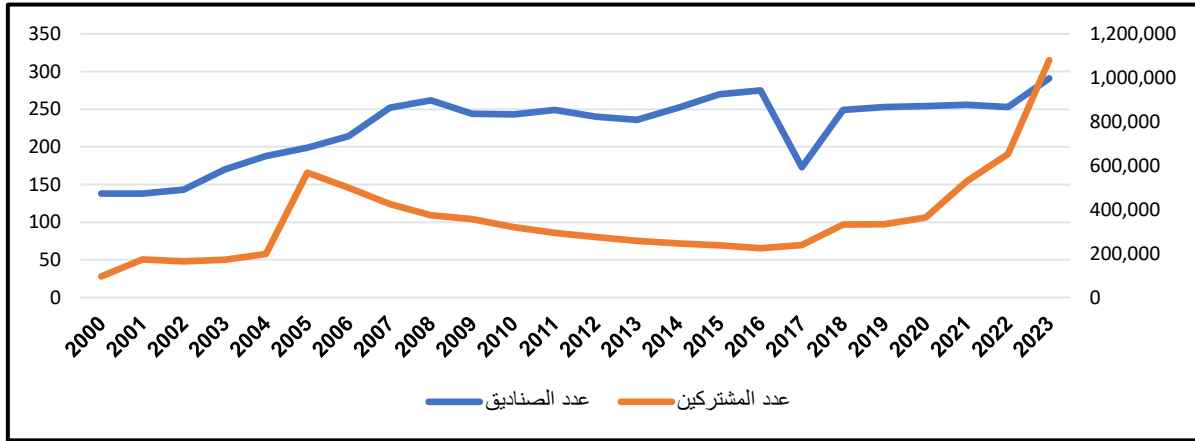
الفترة	عدد صناديق الاستثمار	عدد المشتركين في صناديق الاستثمار (ألف مشترك)	إجمالي الأصول في صناديق الاستثمار (مليون دولار)
2000	138	95,800	10,281
2001	138	173,999	13,349
2002	143	165,044	13,020
2003	170	172,197	14,364
2004	188	198,357	16,084
2005	199	568,284	36,392
2006	214	499,968	22,428
2007	252	426,085	28,026
2008	262	374,975	19,950
2009	244	356,331	23,879
2010	243	320,415	25,264
2011	249	293,905	21,918
2012	240	275,624	23,484
2013	236	258,110	27,248
2014	252	246,031	29,523
2015	270	236,977	27,439
2016	275	224,411	23,422
2017	173	238,445	29,395
2018	249	332,567	29,829
2019	253	334,226	42,655
2020	254	364,195	55,926
2021	256	529,312	60,579
2022	253	652,869	33,628
2023	291	1,080,455	32,687

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات هيئة الأسواق المالية السعودية¹

يبين الجدول (7) أن صناديق الاستثمار السعودية شهدت خلال الفترة (2000-2023) تطوراً ملحوظاً، فقد ارتفع عدد الصناديق، رغم بعض التراجع المؤقت في سنواتٍ محددةٍ مثل 2017، أما عدد المشتركين فقد اتسم بتقلباتٍ واضحةٍ؛ إذ بلغ نحو 96 ألف مشترك في عام 2000، ثم ارتفع بشكل كبير في 2005 قبل أن يتراجع بفعل أزمة السوق المالية السعودية في 2006، والأزمة المالية العالمية عام 2008، والاضطرابات السياسية في المنطقة العربية عام 2016، ليعود بعد ذلك إلى مسارٍ تصاعديٍّ قويٍّ في 2023، وفيما يتعلق بإجمالي الأصول، فقد شهد ارتفاعاً مستمراً من عام 2000 إلى عام 2021، قبل أن يتراجع في 2023، وذلك يوضح أن صناديق الاستثمار السعودية، رغم ما واجهته من أزماتٍ وتقلباتٍ، استطاعت أن تحقق نمواً طويلاً الأجل يعكس تطور السوق المالية وزيادة جاذبيتها للمستثمرين.

¹ الموقع الرسمي لهيئة الأسواق المالية السعودية <https://cma.gov.sa/en/Pages/default.aspx>

الشكل 14: تطور عدد الصناديق وعدد المشتركين في صناديق الاستثمار السعودية للفترة (2000-2023)



المصدر: من إعداد الباحثة

ثالثاً: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية التركية للفترة (2000-2023)

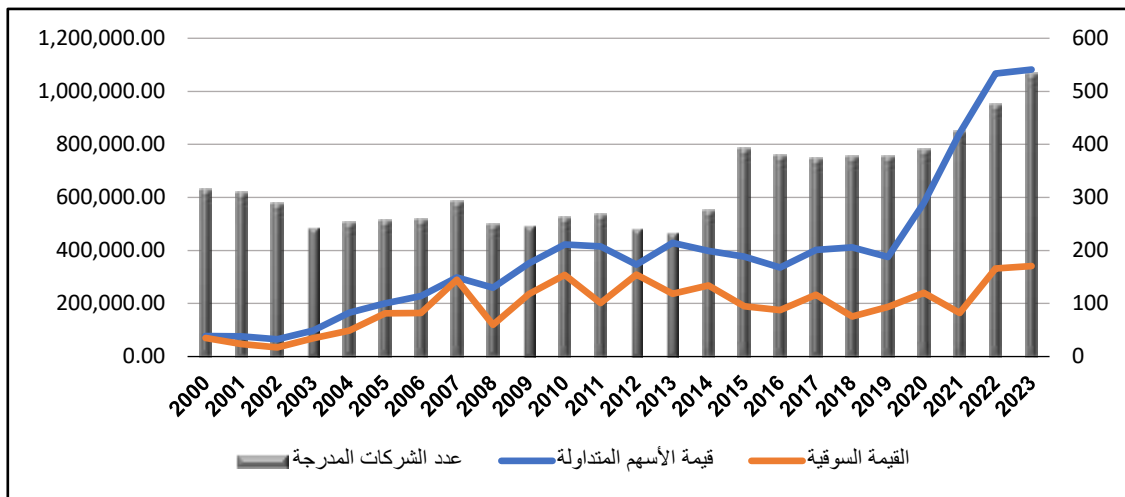
الجدول 8: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية التركية للفترة (2000-2023)

الفترة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	القيمة السوقية (مليون دولار)	مؤشر الدوران (مرة)	عدد الشركات المدرجة
2000	11,075.69	77,301.44	69,598	254.76	316
2001	23,938.15	76,140.23	47,677	159.7	310
2002	33,933.25	65,038.39	34,353	189.31	288
2003	59,099.78	97,568.19	69,011	141.38	244
2004	69,614.65	164,838.78	98,114	147.62	253
2005	81,099.50	200,543.09	162,767	123.21	257
2006	91,634.55	227,682.77	163,793	139.01	259
2007	116,824.19	297,603.22	289,853	102.67	292
2008	140,188.92	259,442.28	119,712	216.72	250
2009	209,843.72	351,111.54	236,001	131.83	248
2010	205,137.85	422,930.14	307,553	137.52	263
2011	208,437.91	414,851.34	201,924	205.45	268
2012	208,796.35	346,313.47	309,644	111.85	242
2013	278,645.22	428,802.73	236,586	181.25	235
2014	280,423.78	398,064.09	268,511	148.25	276
2015	274,218.96	376,742.56	189,275	199.04	392
2016	290,407.56	335,897.95	174,491	192.5	380
2017	282,738.14	402,284.74	233,368	172.3	374
2018	298,204.87	411,570.31	150,506	273.46	377
2019	310,009.33	375,540.55	186,662	201.19	378
2020	290,003.72	579,446.75	240,269	390.59	390
2021	303,698.22	842,294.02	163,737	514.42	425
2022	325,703.49	1,066,636.63	332,003	321.27	476
2023	307,398.65	1,081,947.06	341,159	405.08	534

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات هيئة سوق الأوراق المالية التركية (spk)¹¹ Sermaye Piyasası Kurulu(spK) <https://spk.gov.tr>

يبين الجدول (8) أن تطوّر السوق الماليّة التّركيّة خلال الفترة (2000-2023) اتّسم بتغيّراتٍ بارزةٍ في مؤشرات التداول والقيمة السّوقية وعدد الشّركات المدرجة، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من عام 2000 إلى 2023 ممّا يعكس توسّع نطاق التّداول وزيادة مشاركة المستثمرين، أمّا قيمة الأسهم المتداولة فشهدت نمواً تدريجياً حتى عام 2023 بعد ارتفاعاتٍ بارزةٍ في 2020 و2022 نتيجة تحسّن السيولة وتوجّه المستثمرين نحو الأصول الماليّة. أمّا القيمة السّوقيّة ارتفعت من 69.6 مليار دولار إلى أكثر من 341 مليار دولار، وهو ما يشير إلى توسّع السوق وزيادة حجم الشركات المدرجة، وبالرغم من التقلّبات التي شهدتها مؤشر الدوران، إلّا أنّه سجّل تحسّناً ملحوظاً بعد 2020 مع ارتفاع وتيرة التّداول، كذلك ارتفع عدد الشّركات المدرجة من 316 إلى 534 شركة، بما يعكس توسّع قاعدة السّوق وتنوّع قطاعاتها الاقتصاديّة.

الشكل 15: تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية التّركيّة للفترة (2000-2023)



المصدر: من إعداد الباحثة

رابعاً: التطوّر الحاصل في صناديق الاستثمار التّركيّة للفترة (2000-2023)

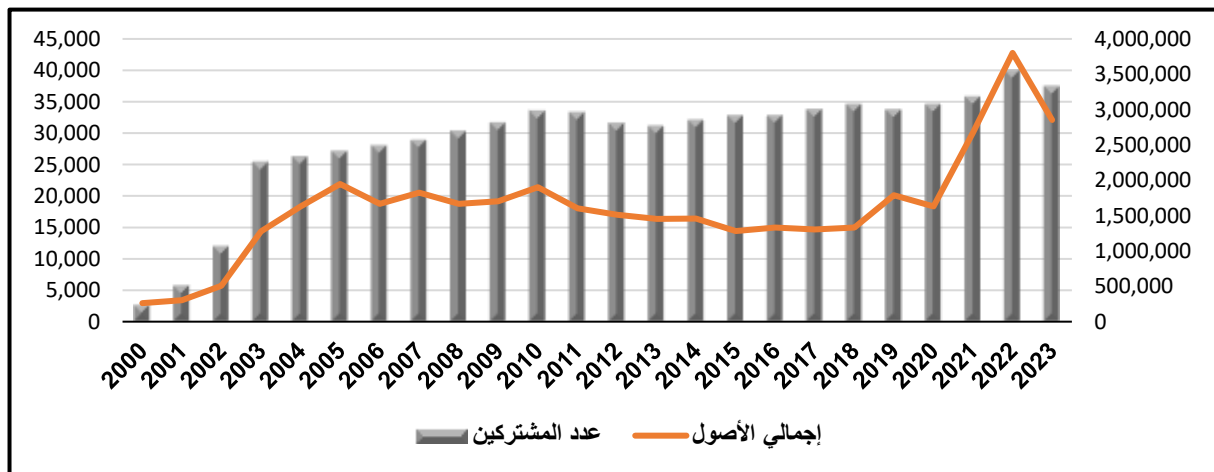
شهدت صناديق الاستثمار التّركيّة نمواً ملحوظاً خلال الفترة (2000-2023)، حيث ارتفع عدد الصّناديق من 263 صندوقاً عام 2000 إلى 1208 صندوقاً عام 2023، كما ارتفع عدد المشتركين من نحو 238 ألفاً إلى أكثر من 3.3 مليون مشترك، مع تسجيل زياداتٍ بارزةٍ في العقد الأخير، أمّا إجماليّ الأصول فقد ارتفع من 2.9 مليار دولار إلى ذروة بلغت 42.7 مليار دولار عام 2022 قبل أن يتراجع إلى 32 مليار دولار في 2023، كما هو مبين في الجدول (9).

الجدول 9: التطور الحاصل في صناديق الاستثمار التركيّة للفترة (2000-2023)

الفترة	عدد صناديق الاستثمار	عدد المشتركين في صناديق الاستثمار (ألف مشترك)	إجمالي الأصول في صناديق الاستثمار (مليون دولار)
2000	263	237,789	2,947
2001	277	511,313	3,397
2002	242	1,066,247	5,711
2003	259	2,259,309	14,350
2004	253	2,336,135	18,345
2005	279	2,412,961	21,933
2006	285	2,489,787	18,774
2007	297	2,566,613	20,538
2008	322	2,696,600	18,759
2009	329	2,814,349	19,161
2010	450	2,980,212	21,411
2011	466	2,961,587	18,033
2012	455	2,810,015	17,004
2013	446	2,768,119	16,368
2014	460	2,853,087	16,417
2015	465	2,917,790	14,403
2016	500	2,918,622	14,957
2017	551	3,004,035	14,688
2018	589	3,073,442	14,979
2019	560	2,996,872	20,118
2020	681	3,074,740	18,354
2021	874	3,179,597	30,056
2022	1223	3,557,181	42,774
2023	1208	3,328,315	32,118

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات اتحاد أسواق رأس المال التركي (TSPB)¹

الشكل 16: تطور مؤشرات صناديق الاستثمار التركيّة للفترة (2000-2023)



المصدر: من إعداد الباحثة

¹ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği(TSPB) <https://tspb.org.tr>

خامساً: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية

لتوضيح دور صناديق الاستثمار داخل السوق المالية، يمكن تحليل نسبة مساهمتها خلال السنوات المدروسة، وذلك بدءاً بالسوق المالية السعودية كما يأتي:

1- نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية:

يمكن توضيح نسبة مساهمة الصناديق في سوق الأوراق المالية من خلال الجدول (10) وكما يأتي:

الجدول 10: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار بالسوق المالي السعودي خلال المدة (2000_2023)

الفترة	إجمالي الأصول في صناديق الاستثمار (مليون دولار)	القيمة السوقية للسوق المالي (مليون دولار)	نسبة مساهمة الصناديق بالسوق المالي ¹
2000	10,281	68,077	15%
2001	13,349	73,334	18%
2002	13,020	74,930	17%
2003	14,364	157,331	9%
2004	16,084	306,405	5%
2005	36,392	650,139	6%
2006	22,428	326,933	7%
2007	28,026	518,930	5%
2008	19,950	246,672	8%
2009	23,879	318,930	7%
2010	25,264	353,330	7%
2011	21,918	338,930	6%
2012	23,484	373,330	6%
2013	27,248	467,470	6%
2014	29,523	483,470	6%
2015	27,439	421,070	7%
2016	23,422	448,530	5%
2017	29,395	450,677	7%
2018	29,829	495,730	6%
2019	42,655	2,406,670	2%
2020	55,926	2,427,202	2%
2021	60,579	2,669,070	2%
2022	33,628	2,634,130	1%
2023	32,687	3,002,480	1%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من الجدول (10) تُظهر نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية تذبذباً واضحاً عبر الفترة (2000-2023)، ويعود ذلك إلى اختلاف درجة حضور الصناديق داخل السوق، فارتفاع النسبة في السنوات

¹ تم حساب نسبة مساهمة صناديق الاستثمار من خلال المعادلة: (إجمالي أصول الصناديق/ إجمالي القيمة السوقية).

الأولى، مثل 15% عام 2000 و18% عام 2001 يعكس الدور المحوري الذي كانت تؤديه الصناديق في تلك المرحلة، أما الانخفاض الذي بدأ تدريجياً بعد عام 2003، ووصول النسبة عام 2019 إلى مستويات متدنية بلغت 1% يُفسر هذا الانخفاض الحاد بسبب حدوث توسع كبير في حجم السوق نتيجة إدراج شركة أرامكو الذي مثل أكبر طرح عام في العالم وأدى ذلك إلى ارتفاع كبير في حجم السوق مقارنة بحجم الصناديق، هذا الارتفاع المفاجئ في حجم السوق جعل النسبة المئوية لمساهمة الصناديق تبدو أقل، رغم استمرار نمو أصولها الفعلي.

2- نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية التركيبية:

يمكن توضيح نسبة مساهمة الصناديق في سوق الأوراق المالية من خلال الجدول (11) وكالاتي:

الجدول 11: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار بالسوق المالي التركي خلال المدة (2000_2023)

الفترة	إجمالي الأصول في صناديق الاستثمار (مليون دولار)	القيمة السوقية للسوق المالي (مليون دولار)	نسبة مساهمة الصناديق بالسوق المالي
2000	2,947	69,598	4%
2001	3,397	47,677	7%
2002	5,711	34,353	17%
2003	14,350	69,011	21%
2004	18,345	98,114	19%
2005	21,933	162,767	13%
2006	18,774	163,793	11%
2007	20,538	289,853	7%
2008	18,759	119,712	16%
2009	19,161	236,001	8%
2010	21,411	307,553	7%
2011	18,033	201,924	9%
2012	17,004	309,644	5%
2013	16,368	236,586	7%
2014	16,417	268,511	6%
2015	14,403	189,275	8%
2016	14,957	174,491	9%
2017	14,688	233,368	6%
2018	14,979	150,506	10%
2019	20,118	186,662	11%
2020	18,354	240,269	8%
2021	30,056	163,737	18%
2022	42,774	332,003	13%
2023	32,118	341,159	9%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يُظهر الجدول (11) أنَّ نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق الماليّ التركيّ خلال المدة (2000-2023) تنذباً ملحوظاً يعكس طبيعة التطوّرات الاقتصادية والماليّة التي شهدتها السّوق، فقد ارتفعت النسبة في بعض السّنوات إلى مستوياتٍ مرتفعةٍ نسبياً مثل 17% عام 2002 و 21% عام 2003، وهو ما يشير إلى الدور البارز الذي لعبته الصّناديق في تلك المرحلة مقارنةً ببقية المكونات الاستثماريّة، بينما انخفضت النسبة في سنواتٍ أخرى إلى مستوياتٍ تراوحت بين 5% و 9%، يمكن أن يكون ذلك مرتبطاً بتزايد الاعتماد على أدواتٍ استثماريّةٍ أخرى، كما شهدت الفترة بعد عام 2018 ارتفاعاً ملحوظاً في النسبة لتصل إلى 18% عام 2021، ممّا يعكس عودة الاهتمام بالصّناديق كأداةٍ استثماريّةٍ منظمّةٍ في ظل تقلبات السوق.

وبشكلٍ عامّ، رغم التّذبذب المستمرّ في نسبة مساهمة صناديق الاستثمار بقيت صناديق الاستثمار جزءاً أساسياً من بنية السّوق الماليّ التركيّ.

ترى الباحثة أنَّ السّوق التركيّ أظهر مستوياتٍ أعلى من المساهمة في عددٍ من السّنوات، رغم التّذبذب الواضح في النسب، ويعود ذلك إلى الدور الأكثر حضوراً لصناديق الاستثمار داخل السّوق التركيّ مقارنةً بالسّوق السعوديّ، الذي شهد انخفاضاً حاداً في النسبة بعد عام 2019 نتيجة عوامل استثنائيةٍ مثل إدراج شركاتٍ ضخمةٍ رفعت حجم السوق بصورة كبيرة، وبناءً على ذلك، تستنتج الباحثة أن صناديق الاستثمار في تركيا حافظت على وزنٍ نسبيّ أكبر داخل السّوق الماليّ مقارنةً بالسعوديّة، مع استمرار أهميّة الصّناديق في كلا السّوقين كأحد أدوات الاستثمار الرئيسيّة.

المبحث الثالث

التحليل المقارن لصناديق الاستثمار وأثره في التداول

يهدف هذا المبحث إلى تحليل دور صناديق الاستثمار في تنشيط التداول داخل الأسواق المالية، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين متغيرات صناديق الاستثمار ومؤشرات حجم التداول في كلٍّ من السوق السعودية والسوق التركية . ويستند هذا التحليل إلى فرضية مفادها أنّ توسّع نشاط صناديق الاستثمار من حيث حجم الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين يمكن أن يسهم في رفع مستويات السيولة وزيادة حركة التداول في السوق المالية. وفي هذا الإطار، يُركّز المبحث على دراسة مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة، والمتمثلة في:

المتغيرات المستقلة:

إجمالي أصول صناديق الاستثمار (Total Asset)، عدد صناديق الاستثمار (Number of Funds)، عدد المشتركين (Number of Subscribers).

المتغيرات التابعة:

قيمة الأسهم المتداولة (Value of Traded Shares)، عدد الأسهم المتداولة (Number of Traded Shares)، مؤشر الدوران (Turnover Ratio) يُشير الرمز $D(V)$ إلى التغير في المتغير بين فترة وأخرى، بينما تعبّر الإشارات مثل $V(-1)$ أو $V(-2)$ عن قيم المتغيرات في الفترات السابقة (الإبطاءات الزمنية).

وذلك بهدف بيان أثر صناديق الاستثمار في حركة التداول في كلٍّ من السوق المالية السعودية والتركية.

أولاً: اختبار صناديق الاستثمار على مؤشرات التداول في السوق المالية السعودية

لاختبار أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات التداول في السوق المالية السعودية للفترة (2000_2023)، تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمعرفة طبيعة العلاقة وقوتها ودلالاتها الإحصائية، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

1- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية السعوية:

الجدول 12: نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر المطور (ADF) للسوق المالي السعودي

المتغير	الاحصاء	المستوى (level)			الفرق الأول (differences first)		
		مع ثابت	مع ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام	مع ثابت	مع ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام
قيمة الأسهم المتداولة	t.stat	-3.317	-4.463	-1.060	/	/	-4.489
	Prob	0.0264**	0.0107**	0.2523	/	/	0.0001***
عدد الأسهم المتداولة	t.stat	-2.292	-3.085	-0.434	-6.105	-5.977	-6.066
	Prob	0.1826	0.1328	0.5150	0.0001***	0.0004***	0.0000***
معدل الدوران	t.stat	-1.556	-19.993	-0.973	-19.886	/	-2.981
	Prob	0.4874	0.0001***	0.2853	0.0000***	/	0.0052***
عدد الصناديق	t.stat	-2.084	-2.787	0.646	-6.246	-6.186	-5.994
	Prob	0.2522	0.2161	0.8485	0.0000***	0.0003***	0.0000***
عدد المشتركين	t.stat	0.692	0.017	1.634	-3.332	-3.577	-3.126
	Prob	0.989	0.9939	0.9711	0.0256**	0.0556*	0.0033***
إجمالي الأصول	t.stat	-2.161	-2.895	-0.357	-5.232	-5.154	-5.303
	Prob	0.2245	0.1820	0.5451	0.0004***	0.0023***	0.0000***

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

تُظهر نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) أن متغير قيمة الأسهم المتداولة هو المتغير الذي يحقق الاستقرارية عند المستوى $I(0)$ في حالتي وجود ثابت ووجود ثابت واتجاه عام، ومعدل الدوران مستقر عند المستوى في حالة وجود ثابت واتجاه عام، في حين أن بقيّة المتغيرات لم تكن مستقرة عند المستوى، لكنّها أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول $I(1)$ وبذلك فإنّ بيانات الدراسة تتكوّن من مزيج من المتغيرات $I(0)$ و $I(1)$ ، ممّا يجعل استخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع (ARDL) مناسباً لاختبار العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

2- اختبار تحديد فترة الإبطاء الملائمة: بناءً على اختبار معايير اختيار فترة الإبطاء (Lag Length Criteria)، تمّ تحديد فترة الإبطاء بالاعتماد على معيار (AIC)، لأنه المعيار الأكثر استخداماً في نماذج ARDL، ولأنه يعطي أفضل فترة إبطاء من خلال اختيار القيمة الأقل للمعيار، كما هو موضّح في الجدول الآتي:

الجدول 13: نتائج اختبار فترة الإبطاء الملائمة (Lag Length Criteria)

المتغير التابع	عدد الإبطاءات المناسبة	Akaike information criterion (AIC)	Schwarz information criterion (SIC)	Hannan-Quinn information criterion (HQ)
قيمة الأسهم المتداولة	ARDL (2, 1, 0, 2)	26.953867	27.400202	27.059010
عدد الأسهم المتداولة	ARDL (1, 0, 1, 0)	22.360761	22.658318	22.430856
معدل الدوران	ARDL (2, 0, 0, 0)	11.875083	12.172641	11.945179

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهر الجدول (13) أنَّ أفضل فترة إبطاء ملائمة لمتغير قيمة الأسهم المتداولة هي $ARDL(2, 1, 0, 2)$ ، بينما لمتغير عدد الأسهم المتداولة هي $ARDL(1, 0, 1, 0)$ ، في حين جاءت فترة الإبطاء المثلى لمتغير معدل الدوران عند $ARDL(2, 0, 0, 0)$.

3- اختبار أثر صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية:

أ- اختبار الحدود (Bounds Test):

الجدول 14: نتائج اختبار التكامل المشترك لقيمة الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	value	Signif	I(0)	I(1)
F-statistic	6.422878		Finite Sample: n=30	
k	3	10%	2.676	3.586
Actual Sample Size	22	5%	3.272	4.306
R-squared	0.854354	1%	4.614	5.966
Adjusted R-squared	0.764726			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أنَّ قيمة F الإحصائية (6.765366) تتجاوز القيم الحرجة العليا عند جميع مستويات الدلالة، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تدل على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، وعدد المشتركين) وقيمة الأسهم المتداولة، وهذا يعني أن هناك علاقة طويلة الأجل تربط بين هذه المتغيرات، كما أن قيمة معامل التحديد $R^2(0.854354)$ ومعامل التحديد المعدل (0.764726) تدل على أن النموذج يفسر نسبة ممتازة من التغيرات في قيمة الأسهم المتداولة، وهو المؤشر الأكثر دقة لاعتماد جودة النموذج مقارنة بمعامل التحديد العادي R^2 ، لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات والدرجات الحرة، أي عدد المشاهدات المتاحة فعلياً بعد طرح عدد المعاملات المقدرة في النموذج. وهذا يجعل معامل التحديد المعدل أكثر موثوقية في تقييم جودة النموذج، ويعزز قوة النتائج وملاءمتها للتحليل.

ب- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL): سيتم تقدير معاملات الأجلين القصير والطويل

ومعامل نموذج تصحيح الخطأ كما هو في الجدول:

الجدول 15: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لقيمة الأسهم المتداولة

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	coefficient	Std.Error	t_Statistic	prob
C	-223143.5	273220.4	-0.816716	0.4288
CointEq(-1)	-0.562309	0.086771	-6.480412	0.0000
VALUE_OF_SHARES_TRADED (-1))	-0.562309	0.135811	-4.140391	0.0012
NUMBER_OF_FUNDS (-1)	2811.918	1616.327	1.739696	0.1055
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	1.143298	0.268174	4.263271	0.0009
TOTAL_ASSETS (-1)	-22.86654	6.704288	-3.410733	0.0046
D (VALUE_OF_SHARES_TRADED (-1))	0.341406	0.169066	2.019370	0.0646
D(NUMBER_OF_FUNDS)	962.6560	1393.983	0.690579	0.5200
D(TOTAL_ASSETS)	4.307680	4.254688	1.012455	0.3298
D(TOTAL_ASSETS) (-1)	30.36111	6.063831	5.006918	0.0002
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	-133120.6	504097.3	-0.264077	0.7966
NUMBER_OF_FUNDS	5000.661	2540.378	1.968471	0.0707
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	2.033220	0.605921	3.355584	0.0052
TOTAL_ASSETS	-40.66541	13.18444	-3.084348	0.0087
EC = VALUE_OF_SHARES_TRADED - (5000.6608* NUMBER_OF_FUNDS +2.0332*NUMBER_OF_SUBSCRIBERS -40.6654* TOTAL_ASSETS- 396834.1214)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

- العلاقة في المدى القصير: تبين النتائج في الأجل القصير أن عدد المشتركين والتغير المتأخر في إجمالي الأصول يؤثران إيجاباً وبشكلٍ معنويٍّ على قيمة الأسهم المتداولة، بينما يظهر إجمالي الأصول المتأخرة أثراً سلبياً ومعنوياً، وفي المقابل لم تظهر دلالة إحصائية للتغيرات اللحظية في عدد الصناديق وإجمالي الأصول.
- العلاقة في المدى الطويل: أظهرت النتائج علاقة عكسية ومعنوية إحصائياً بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة، بما يعكس توجه الصناديق نحو استراتيجيات الاحتفاظ طويل الأجل، أما عدد المشتركين بين وجود علاقة طردية ومعنوية إحصائياً، بينما لم يكن أثر عدد صناديق الاستثمار معنوياً في الأجل الطويل.
- آلية تصحيح الخطأ: أظهر معامل تصحيح الخطأ قيمة معنوية (Prob=0.0000)، والمعامل سالباً (-0.673834)، هذا يدل على عمل نظام تصحيح الخطأ بفعالية على إعادة التوازن، وهو ما يؤكد على سرعة وكفاءة آلية التكيف في السوق.

أظهرت نتائج اختبار الحدود ونموذج ARDL وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة وقيمة الأسهم المتداولة، حيث ترتبط هذه العلاقة بشكلٍ أساسي بعدد المشتركين الذي كان له أثر إيجابيٍّ ومعنويٍّ، أما إجمالي الأصول كان له أثر سلبيٍّ ومعنويٍّ.

4- اختبار أثر صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية:

أ- اختبار الحدود (Bounds Test):

الجدول 16: نتائج اختبار التكامل المشترك لعدد الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	value	Signif	I(0)	I(1)
F-statistic	6.859542		Finite Sample: n=30	
k	3	10%	2.676	3.586
Actual Sample Size	23	5%	3.272	4.306
R-squared	0.656796	1%	4.614	5.966
Adjusted R-squared	0.580528			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهرت النتائج أن قيمة F الإحصائية تبلغ (6.859542) وعند مقارنتها بالقيم الحرجة العليا عند مستوى معنوية 5% فإنها تقع فوق الحد الأقصى لمستوى المعنوية، وهذا يشير إلى أننا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، وعدد المشتركين) وعدد الأسهم المتداولة، كما أن قيمة معامل التحديد (R^2 0.656796) ومعامل التحديد المعدل (0.580528) تدل على أن النموذج يفسر نسبة مقبولة من التغيرات في عدد الأسهم المتداولة، وهو المؤشر الأكثر دقة لاعتماد جودة النموذج مقارنة بمعامل التحديد العادي R^2 ، لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات والدرجات الحرة، أي عدد المشاهدات المتاحة فعلياً بعد طرح عدد المعاملات المقدرة في النموذج. وهذا يجعل معامل التحديد المعدل أكثر موثوقية في تقييم جودة النموذج، ويعزز قوة النتائج وملاءمتها للتحليل.

ب- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

باستخدام اختبار الحدود سيتم تقدير مُعاملات الأجلين القصير والطويل ومعامل نموذج تصحيح الخطأ، وكانت نتائج التقدير كما هو مبين على النحو الآتي:

الجدول 17: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لعدد الأسهم المتداولة

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	-51035.42	21175.23	-2.410147	0.0276
CointEq(-1)	-0.835731	0.128395	-6.509052	0.0000
NUMBER_OF_SHARES_TRADED (-1)	-0.835731	0.168538	-4.958710	0.0001
NUMBER_OF_FUNDS	289.5897	129.1266	2.242681	0.0385
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	0.036040	0.022456	1.604915	0.1269
TOTAL_ASSETS	0.527363	0.345460	1.526553	0.1453
D(NUMBER_OF_SUBSCRIBER)	-0.062388	0.028607	-2.180899	0.0435

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	-61066.78	2209.03	-2.763950	0.0133
NUMBER_OF_FUNDS	346.5106	126.3186	2.743147	0.0139
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	0.043124	0.029717	1.451135	0.1649
TOTAL_ASSETS	0.631020	0.412141	1.531077	0.1441
EC = NUMBER_OF_SHARES_TRADED - (346.5106 *NUMBER_OF_FUNDS - 0.0431*NUMBER_OF_SUBSCRIBERS+0.6310*TOTAL_ASSETS -61066.7849)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

- العلاقة في المدى القصير: تبين النتائج في الأجل القصير، أن عدد الصناديق يؤثر إيجاباً وبشكل معنوي على عدد الأسهم المتداولة، أما التغير في عدد المشتركين له أثر سلبي ومعنوي على عدد الأسهم المتداولة.
- العلاقة في المدى الطويل: تُظهر النتائج أن متغير عدد الصناديق له تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عالية على عدد الأسهم المتداولة في الأجل الطويل، مما يشير إلى أن الزيادة في عدد الصناديق لها تأثير إيجابي ومعنوي على عدد الأسهم المتداولة على المدى الطويل، أما المتغيرات الأخرى عدد المشتركين وإجمالي الأصول فليس لها أثر معنوي في المدى الطويل.
- آلية تصحيح الخطأ: أظهر معامل تصحيح الخطأ قيمة معنوية (Prob=0.0000)، والمعامل سالباً (-0.835731)، تُظهر النتائج أن معامل تصحيح الخطأ جاء سالباً ودال إحصائياً، وهذا يعكس سرعة عالية في استجابة السوق للتغيرات.

أظهرت نتائج اختبار الحدود ونموذج ARDL وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة وعدد الأسهم المتداولة، حيث ترتبط هذه العلاقة بشكل أساسي بعدد الصناديق الذي كان له أثر إيجابي ومعنوي.

5- اختبار أثر صناديق الاستثمار على معدل الدوران في السوق المالية السعودية:

أ- اختبار الحدود (Bounds Test):

الجدول 18: نتائج اختبار التكامل المشترك لمعدل الدوران وفق اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	value	Signif	I(0)	I(1)
F-statistic	1.037033		Finite Sample: n=30	
k	3	10%	2.676	3.586
Actual Sample Size	22	5%	3.272	4.306
R-squared	0.397175	1%	4.614	5.966
Adjusted R-squared	0.208793			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهرت نتائج اختبار (Bounds Test) أن قيمة F الإحصائية بلغت (1.037033)، وهي أدنى من القيم الحرجة الدنيا $I(0)$ عند مختلف مستويات الدلالة الإحصائية، وبناءً على ذلك يتم قبول الفرضية الصفرية التي تفيد بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، وعدد المشتركين) ومتغير معدل الدوران، الأمر الذي يشير إلى عدم تحقق التكامل المشترك بين كل من عدد صناديق الاستثمار، وعدد المشتركين، وإجمالي الأصول ومعدل الدوران، وبالتالي يقتصر التحليل في هذا النموذج على تفسير العلاقات قصيرة الأجل فقط دون الانتقال إلى تحليل الأجل الطويل، كما أن قيمة معامل التحديد R^2 (0.397175) ومعامل التحديد المعدل (0.208793) يدل على أن النموذج يفسر نسبة ضعيفة من التغيرات في معدل الدوران، مما يشير إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج محدودة.

ب- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

باستخدام اختبار الحدود سيتم تقدير مُعاملات الأجلين القصير والطويل ومعامل نموذج تصحيح الخطأ وكانت نتائج التقدير كما هو مبين على النحو الآتي:

الجدول 19: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لمعدل الدوران

ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	203.4305	115.4540	1.762005	0.0972
TURNOVER_RATE (-1)	-0.336388	0.261776	-1.285020	0.2171
NUMBER_OF_FUNDS	-0.678976	0.599868	-1.131876	0.2744
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	6.04E-05	8.82E-05	0.683913	0.5038
TOTAL_ASSETS	-0.001191	0.001867	-0.637744	0.5327
D(TURNOVER_RATE(-1))	-0.382890	0.239956	-1.595667	0.3101

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

- العلاقة في المدى القصير: تُظهر النتائج أن جميع المتغيرات المستقلة لم تُظهر أي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وهذا يشير إلى أن التغيرات اللحظية في هذه المتغيرات لا تؤثر بشكل مباشر أو فوري على المتغير التابع خلال الفترة القصيرة، وهو ما يعكس طبيعة العلاقة التي تتطلب زمناً أطول حتى تظهر آثارها الفعلية في السوق.

أظهرت نتائج اختبار الحدود ونموذج ARDL عدم وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومعدل الدوران.

6- الاختبارات التشخيصية:

أ- اختبار التسلسلي للبواقي (Serial Correlation LM Test):

الجدول 20: نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي (Serial Correlation LM Test)

النموذج	F -statistic	Prob. F	Obs*R-Square	Prob. Chi-Square
عدد الأسهم المتداولة	0.588251	0.4543	0.815623	0.3665
قيمة الأسهم المتداولة	0.814738	0.4678	2.838476	0.2419
معدل الدوران	0.116838	0.8906	0.361176	0.8348

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

تُظهر نتائج اختبار Breusch–Godfrey LM لجميع النماذج أنَّ قيم الاحتمال المصاحبة لكل من F-statistic و Chi-Square أكبر من 0.05، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط تسلسلي في بواقي النماذج الثلاثة، وبالتالي فإن جميع النماذج تتمتع بخواص انحدارٍ سليمةٍ من ناحية الارتباط الذاتي.

ب- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test):

الجدول 21: نتائج اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test)

النموذج	F -statistic	Prob. F	Obs*R-Square	Prob. Chi-Square
عدد الأسهم المتداولة	0.429408	0.8219	2.579091	0.7645
قيمة الأسهم المتداولة	0.396921	0.9030	4.318791	0.8273
معدل الدوران	0.583749	0.7122	3.394114	0.6395

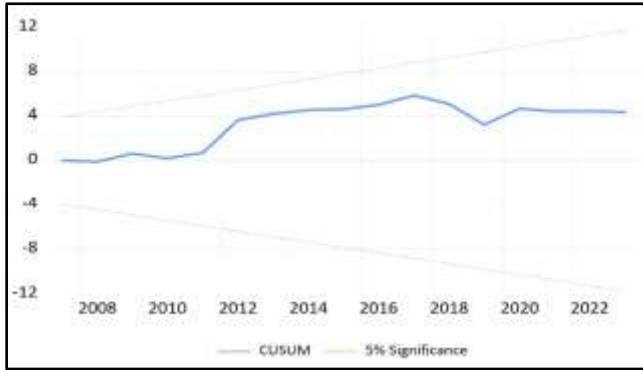
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يبين الجدول (21) أنَّ نتائج اختبار Heteroskedasticity Test أنَّ جميع النماذج الثلاثة (عدد الأسهم المتداولة، قيمة الأسهم المتداولة، معدل الدوران) لا تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين، حيث جاءت قيم الاحتمال المصاحبة لكل من F-statistic و Chi-Square أكبر من 0.05، وبذلك يمكن القول إنَّ النماذج تتمتع بخواص انحدارٍ سليمةٍ من ناحية تجانس التباين عند مستوى معنوية 5%.

ج- اختبارات الاستقرار الهيكلية للنموذج:

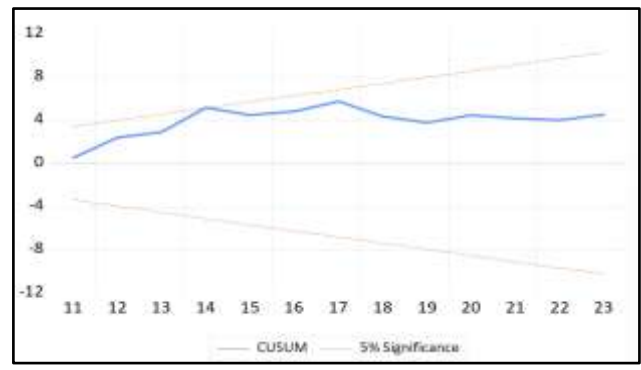
للتأكد من خلو البيانات من وجود أيِّ تغيراتٍ هيكليةٍ ومدى استقرار وانسجام معاملات قصيرة الأجل وطويلة الأجل للنموذج وذلك من خلال اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test.

الشكل 18: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لعدد الأسهم المتداولة



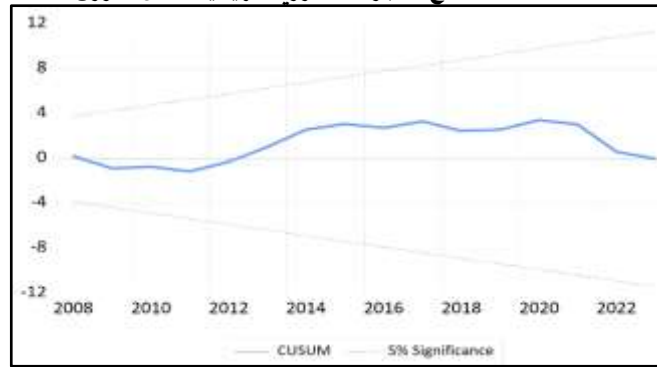
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

الشكل 17: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لقيمة الأسهم المتداولة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

الشكل 19: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لمعدل الدوران



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ويشير وقوع منحنى الرسم البياني للبواقي بين حدود القيم الحرجة للاختبار عند مستوى معنوية 5%، بأن هناك اتساق بين مُعاملات الأجلين القصير والطويل للمتغيرات المستقلة والتابعة وعليه نؤكد أن النموذج مستقر هيكلياً.

ثانياً: اختبار أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات التداول في السوق المالية التركية

لاختبار أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات التداول في السوق المالية التركية للفترة (2000_2023)، تم البدء بإجراء اختبارات الاستقرار للسلاسل الزمنية بهدف معرفة درجة تكامل كل متغير.

1- دراسة استقرار السلاسل الزمنية:

تم إخضاع متغيرات الدراسة لاختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) بهدف تحديد درجة تكاملها، ويُعدّ هذا الاختبار خطوة أساسية في تحليل السلاسل الزمنية، إذ يسمح بالتمييز بين المتغيرات المستقرة عند المستوى $I(0)$ وتلك التي تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول $I(1)$ ، وقد جاءت نتائج الاختبار كما يلي:

الجدول 22: نتائج اختبار جذر الوحدة للسوق المالي التركي فوَلر المطوّر (ADF)

المتغير	الإحصاء	المستوى (level)			الفرق الأول (differences first)		
		مع ثابت	مع ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام	مع ثابت	مع ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام
قيمة الأسهم المتداولة	t.stat	1.261	-3.268	2.801	-3.026	-3.1622	-2.601
	Prob	0.9975	0.1016	0.9977	0.0479**	0.0011***	0.0119**
عدد الأسهم المتداولة	t.stat	-1.548	-1.129	1.580	-5.064	-4.428	-3.833
	Prob	0.4923	0.9015	0.9679	0.0005***	0.0108**	0.0005***
معدل الدوران	t.stat	0.467	-3.310	1.219	-4.867	-5.922	-7.733
	Prob	0.9810	0.0895	0.9373	0.0009***	0.0005***	0.0000***
عدد الصناديق	t.stat	1.869	-0.177	3.060	-3.271	-3.901	-2.867
	Prob	0.9996	0.9895	0.9988	0.0291**	0.0296**	0.0063***
عدد المشتركين	t.stat	-4.107	-3.117	1.139	/	-3.699	-2.865
	Prob	0.0045***	0.1258	0.9289	/	0.0457***	0.0063***
إجمالي الأصول	t.stat	-1.602	-1.956	0.455	-4.037	-3.336	-3.864
	Prob	0.4657	0.5932	0.8048	0.0055***	0.0035***	0.0005**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

تُظهر نتائج اختبار ديكي-فولر الموسّع (ADF) أن متغير عدد المشتركين هو المتغير الوحيد الذي يحقق الاستقرار عند المستوى $I(0)$ ، أما بقية المتغيرات فقد كانت غير مستقرة عند المستوى $I(0)$ ، لكنها أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول $I(1)$ ، وبذلك تحتوي بيانات الدراسة على مزيج من المتغيرات $I(0)$ و $I(1)$ مما يسمح باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع (ARDL) لتحديد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

2- اختبار تحديد فترة الإبطاء الملائمة:

بناءً على اختبار معايير اختيار فترة الإبطاء (Lag Length Criteria)، تمّ تحديد فترة الإبطاء بالاعتماد على معيار (AIC)، لأنه المعيار الأكثر استخداماً في نماذج ARDL، ولأنه يعطي أفضل فترة إبطاء من خلال اختيار القيمة الأقل للمعيار، كما هو موضّح في الجدول الآتي:

الجدول 23: نتائج اختبار فترة الإبطاء الملائمة (Lag Length Criteria)

المتغير التابع	عدد الإبطاءات المناسبة	Akaike information criterion (AIC)	Schwarz information criterion (SIC)	Hannan-Quinn information criterion (HQ)
قيمة الأسهم المتداولة	ARDL (1, 0, 0, 2)	24.500230	24.847380	24.582008
عدد الأسهم المتداولة	ARDL (1, 3, 0, 1)	22.554743	23.002396	22.651895
معدل الدوران	ARDL (1, 3, 0, 0)	11.353451	11.751365	11.439809

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهر الجدول أن أفضل فترة إبطاء ملائمة للمتغير التابع (قيمة الأسهم المتداولة) هي $ARDL(1, 0, 0, 2)$ ، بينما كانت فترة الإبطاء المناسبة لمتغير (عدد الأسهم المتداولة) هي $ARDL(1, 3, 0, 1)$ ، في حين جاءت فترة الإبطاء المثلى لمتغير (معدل الدوران) عند $ARDL(1, 3, 0, 0)$.

3- اختبار أثر صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية التركية:

أ- اختبار الحدود (Bounds Test): يهدف اختبار الحدود (Bounds Test) إلى التحقق من وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة وقيمة الأسهم المتداولة.

الجدول 24: نتائج اختبار التكامل المشترك لقيمة الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	value	Signif	I(0)	I(1)
F-statistic	8.381008		Finite Sample: n=30	
k	3	10%	2.676	3.586
Actual Sample Size	22	5%	3.272	4.306
R-squared	0.980184	1%	4.614	5.966
Adjusted R-squared	0.972258			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهرت النتائج أن قيمة F-statistic بلغت (8.381008) وهي أعلى من القيمة الحرجة العليا عند مستوى معنوية 5%، وبذلك يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تدل على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، وعدد المشتركين) وقيمة الأسهم المتداولة كما أن قيمة معامل التحديد (R^2 0.980184) تدل على أن النموذج يفسر حوالي 98% من التباين في المتغير التابع، وهي نسبة ممتازة تعكس قوة النموذج، ومعامل التحديد المعدل (0.972258) يشير إلى ملائمة النموذج بعد أخذ عدد المتغيرات المستقلة في الاعتبار وهو المؤشر الأكثر دقة لتقييم جودة النموذج مقارنة بـ R^2 العادي، لأنه يصحح أثر عدد المتغيرات ودرجات الحرية، أي حجم البيانات المتاحة فعلياً للتحليل. وبالتالي يُعدّ Adjusted R^2 أكثر موثوقية في الحكم على ملائمة النموذج.

ب- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، باستخدام اختبار الحدود سيتم تقدير معاملات الأجلين القصير والطويل ومعامل نموذج تصحيح الخطأ وكانت نتائج التقدير كما هو مبين على النحو الآتي:

الجدول 25 : نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع (ARDL) لقيمة الأسهم المتداولة

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	coefficient	Std.Error	t_Statistic	prob
C	- 193067.8	69560.39	- 2.775542	0.0141
CointEq(-1)	-1.209455	0.166007	-7.285583	0.0000
VALUE_OF_SHARES_TRADED	-1.209455	0.231138	-5.232613	0.0001
NUMBER_OF_FUNDS	926.7753	178.2989	5.197873	0.0001
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	-0.007805	0.034412	- 0.226811	0.8236
TOTAL_ASSETS (-1)	-13.68822	3.548886	3.857048	0.0016
D(TOTAL_ASSETS)	- 4.317195	2.758670	- 1.564955	0.1384
D(TOTAL_ASSETS) (-1)	-10.15282	3.919850	-2.590103	0.0205
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	-159632.1	55281.42	-2.887626	0.0113
NUMBER_OF_FUNDS	766.2752	56.14908	-0.227301	0.0000
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	-0.006453	0.028391	4.614574	0.8233
TOTAL_ASSETS	11.31768	2.452595	13.64715	0.0003
EC = VALUE_OF_SHARES_TRADED - (766.2752 *NUMBER_OF_FUNDS -0.0065 *NUMBER_OF_SUBSCRIBERS +11.3177*TOTAL_ASSETS -159632.0710)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

- العلاقة في المدى القصير: بينت النتائج وجود أثر إيجابي ومعنوي لمتغير عدد الصناديق على قيمة الأسهم المتداولة في الأجل القصير، في حين أظهر كل من إجمالي الأصول في الفترة السابقة والتغير في إجمالي الأصول أثراً سلبياً ومعنوياً، أما متغير عدد المشتركين فلم يظهر أي تأثير معنوي في الأجل القصير.
- العلاقة في المدى الطويل: أظهرت نتائج الأجل الطويل وجود تأثيرات إيجابية ومعنوية لكل من عدد الصناديق وإجمالي الأصول على قيمة الأسهم المتداولة، في المقابل لم يُظهر متغير عدد المشتركين أي تأثير معنوي في الأجل الطويل.
- آلية تصحيح الخطأ: أظهر معامل تصحيح الخطأ قيمةً معنويةً (Prob=0.0000) وكان المعامل سالباً (-1.209455)، هذا يعني أن النموذج يملك قدرةً عاليةً على تصحيح الانحرافات والعودة إلى التوازن.

أظهرت نتائج اختبار الحدود ونموذج ARDL وجود علاقة تكاملٍ مشتركٍ طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة وقيمة الأسهم المتداولة، وعلى المدى الطويل تتأثر بعدد الصناديق وإجمالي الأصول الذين أظهروا أثراً إيجابياً ومعنوياً.

4- اختبار أثر صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية التركية:

أ- اختبار الحدود (Bounds Test) :

الجدول 26: نتائج اختبار التكامل المشترك لعدد الأسهم المتداولة وفق اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	value	Signif	I (0)	I (1)
F-statistic	6.467371		Finite Sample: n=30	
k	3	10%	2.676	3.586
Actual Sample Size	21	5%	3.272	4.306
R-squared	0.980344	1%	4.614	5.966
Adjusted R-squared	0.967239			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهرت النتائج أن قيمة F-statistic بلغت (6.467371) وهي أعلى من القيمة الحرجة العليا عند مستوى معنوية 5%، وبذلك يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تدل على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، وعدد المشتركين) وعدد الأسهم المتداولة، كما أن قيمة معامل التحديد (R^2 0.980344) تدل على أن النموذج يفسر نسبة مرتفعة جداً من التغيرات في قيمة الأسهم المتداولة، ومعامل التحديد المعدل (0.967239) يؤكد ملائمة النموذج بعد أخذ عدد المتغيرات المستقلة في الاعتبار، وهو المؤشر الأكثر دقة لتقييم جودة النموذج مقارنة بـ R^2 العادي، لأنه يصحح أثر عدد المتغيرات ودرجات الحرية، أي حجم البيانات المتاحة فعلياً للتحليل، وبالتالي يُعدّ Adjusted R^2 أكثر موثوقية في الحكم على ملائمة النموذج.

ب- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) :

الجدول 27: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لعدد الأسهم المتداولة

ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	coefficient	Std.Error	t_Statistic	prob
C	-708237.7	172512.7	-4.105424	0.0015
CointEq(-1)	-1.000717	0.152403	-6.566263	0.0000
NUMBER_OF_SHARES_TRADED	-1.000717	0.252010	-3.970947	0.0019
NUMBER_OF_FUNDS (-1)	266.0657	100.4968	2.647504	0.0213
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	0.300593	0.072129	4.167435	0.0013
TOTAL_ASSETS (-1)	-0.114293	1.783907	-0.064069	0.9500
D(NUMBER_OF_FUNDS)	-410.0062	120.6646	-3.397901	0.0053
D(NUMBER_OF_FUNDS (-1))	-610.5792	188.9874	-3.230794	0.0072
D(NUMBER_OF_FUNDS (-2))	-367.1662	145.1325	-2.529869	0.0264
D(TOTAL_ASSETS)	2.247090	1.796441	1.250857	0.2348

Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	-707730.1	87160.80	-8.119821	0.0000
NUMBER_OF_FUNDS	265.8750	56.17408	4.733054	0.0005
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	0.300377	0.031863	9.427271	0.0000
TOTAL_ASSETS	-0.114211	1.772193	-0.064446	0.9497
EC = NUMBER_OF_SHARES_TRADED - (265.8750 *NUMBER_OF_FUNDS -0.300377 * NUMBER_OF_SUBSCRIBERS -0.1142* TOTAL_ASSETS -707730.645)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

- العلاقة في المدى القصير: بينت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمتغير عدد الصناديق في الفترة السابقة وعدد المشتركين على عدد الأسهم المتداولة في الأجل القصير، بينما أظهرت التغيرات المتأخرة في عدد الصناديق أثراً سلبياً ومعنوياً، في حين لم يظهر إجمالي الأصول أي تأثير معنوي في المدى القصير.
- العلاقة في المدى الطويل: يتضح أن عدد الصناديق وعدد المشتركين لهما أثر إيجابي ومعنوي في عدد الأسهم المتداولة، في المقابل لم يظهر إجمالي الأصول أي أثر معنوي.
- آلية تصحيح الخطأ: أظهر معامل تصحيح الخطأ قيمة معنوية (Prob=0.0000) وكان المعامل سالباً (-1.000717)، هذا يعني أن النموذج يملك قدرة عالية على تصحيح الانحرافات والعودة إلى التوازن.

أظهرت نتائج اختبار الحدود ونموذج ARDL وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة وعدد الأسهم المتداولة، وعلى المدى الطويل تتأثر بعدد الصناديق وعدد المشتركين الذين أظهرها أثراً إيجابياً ومعنوياً.

5- اختبار أثر صناديق الاستثمار على معدل الدوران في السوق المالية التركية:

أ- اختبار الحدود (Bounds Test) :

الجدول 28: نتائج اختبار التكامل المشترك لمعدل الدوران وفق اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	value	Signif	I(0)	I(1)
F-statistic	4.707981		Finite Sample: n=30	
k	3	10%	2.676	3.586
Actual Sample Size	21	5%	3.272	4.306
R-squared	0.790527	1%	4.614	5.966
Adjusted R-squared	0.677734			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

أظهرت النتائج أن قيمة F-statistic بلغت (4.707981) وهي أكبر من القيمة الحرجة العليا عند مستوى معنوية

5%، وبذلك يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تدل على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول، عدد الصناديق، وعدد المشتركين) ومعدل الدوران، كما أن قيمة معامل التحديد (R^2 0.790527) ومعامل التحديد المعدل (0.677734) تدل على أن النموذج يفسر نسبة جيدة من التغيرات في معدل الدوران، مما يعزز قوة النموذج وملاءمته للتحليل.

ب- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، باستخدام اختبار الحدود سيتم تقدير معاملات الأجلين القصير والطويل ومعامل نموذج تصحيح الخطأ وكانت نتائج التقدير كما هو مبين على النحو الآتي:

الجدول 29: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لمعدل الدوران

ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	coefficient	Std.Error	t_Statistic	prob
C	274.2427	309.6444	0.885670	0.3919
CointEq(-1)	-1.209113	0.217927	-5.548239	0.0001
TRADED_RATE (-1)	-1.209113	0.334173	-3.618226	0.0031
NUMBER_OF_FUNDS	0.741838	0.222758	3.330239	0.0054
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	-0.000121	0.000110	-1.106534	0.2886
TOTAL_ASSETS	-0.000566	0.006405	-0.088421	0.9309
D(NUMBER_OF_FUNDS)	0.589838	0.410606	1.436506	0.1745
D(NUMBER_OF_FUNDS) (-1)	-0.183877	0.455885	-0.403341	0.6933
D(NUMBER_OF_FUNDS) (-2)	-1.137088	0.418652	-2.716070	0.0176
Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t_Statistic	prob
C	226.8131	262.2113	0.865001	0.4027
NUMBER_OF_FUNDS	0.613539	0.181146	3.386992	0.0049
NUMBER_OF_SUBSCRIBERS	-0.000100	9.18E-05	-1.094346	0.2937
TOTAL_ASSETS	-0.000468	0.005346	-0.087606	0.9315
EC = TURNOVER RATE - (0.6135 * NUMBER_OF_FUNDS -0.0001* NUMBER_OF_SUBSCRIBERS-0.0005*TOTAL_ASSETS + 226.8131)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

- العلاقة في المدى القصير: بينت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمتغير عدد الصناديق، بينما أظهرت التغيرات المتأخرة في عدد الصناديق عند الإبطاء الثاني أثراً سلبياً ومعنوياً في حين لم يظهر إجمالي الأصول وعدد المشتركين أي تأثير معنوي في المدى القصير.

- العلاقة في المدى الطويل: تُظهر نتائج نموذج الأجل الطويل أن متغير عدد الصناديق الاستثمارية له تأثير إيجابياً ومعنوياً على معدل الدوران، وفي المقابل لم يُظهر كلٌّ من متغيري إجمالي الأصول وعدد المشتركين أي تأثير معنويٍّ مما يشير إلى عدم وجود أثر واضحٍ لهما على معدل الدوران.
- آلية تصحيح الخطأ: أظهر معامل تصحيح الخطأ قيمة معنويةً (Prob=0.0001) ، وكان المعامل سالباً (-1.209113)، هذا يعني أنَّ النموذج يملك قدرةً عاليةً على تصحيح الانحرافات والعودة إلى التوازن.

أظهرت نتائج اختبار الحدود ونموذج ARDL وجود علاقة تكاملٍ مشتركٍ طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومعدل الدوران، وعلى المدى الطويل تتأثر بعدد الصناديق الذي كان له أثر إيجابيٍّ ومعنويٍّ.

6- الاختبارات التشخيصية: يتم التحقق من سلامة النموذج ARDL من خلال إجراء مجموعةٍ من الاختبارات التشخيصية التي تهدف إلى التأكد من خلوه من المشكلات الإحصائية وضمان موثوقية النتائج:

أ- اختبار التسلسلي للبواقي (Serial Correlation LM Test):

الجدول 30: نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي (Serial Correlation LM Test)

النموذج	F -statistic	Prob. F	Obs*R-Square	Prob. Chi-Square
عدد الأسهم المتداولة	0.260582	0.8521	1.678299	0.6418
قيمة الأسهم المتداولة	0.309637	0.7390	1.000351	0.6064
معدل الدوران	0.707619	0.5691	3.677351	0.2985

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يوضح الجدول (30) نتائج اختبار Breusch-Godfrey LM لجميع النماذج أن قيم الاحتمال المصاحبة لكلٍّ من F-statistic و Chi-Square أكبر من مستوى المعنوية 5%، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط تسلسليٍّ في بواقي النماذج الثلاثة، وبالتالي فإن جميع النماذج تتمتع بخواص انحدار سليمةٍ من ناحية الارتباط الذاتي.

ب- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test):

الجدول 31: نتائج اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test)

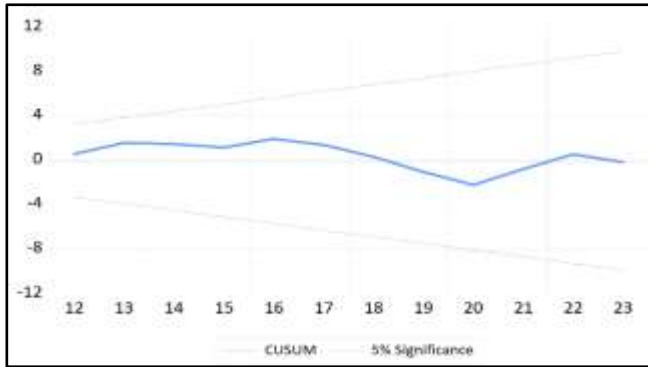
النموذج	F -statistic	Prob. F	Obs*R-Square	Prob. Chi-Square
عدد الأسهم المتداولة	1.878934	0.1566	11.67753	0.1662
قيمة الأسهم المتداولة	1.268293	0.3287	7.404530	0.2850
معدل الدوران	2.633711	0.0625	12.31568	0.0906

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

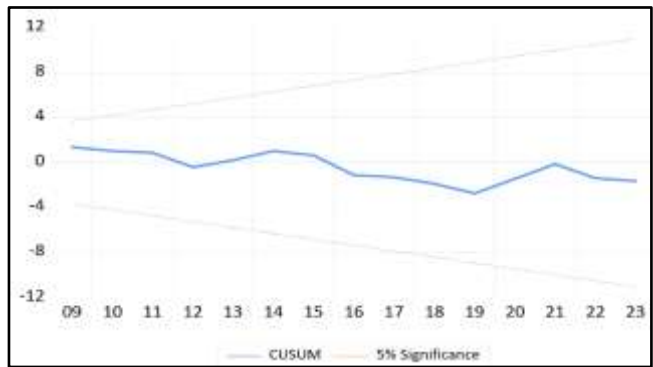
يبين الجدول (31) أن نتائج اختبار Heteroskedasticity Test النماذج الثلاثة لا تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين، حيث جاءت قيم الاحتمال المصاحبة لكل من F-statistic و Chi-Square أكبر من مستوى معنوية 5%، مما يشير إلى تجانس البواقي في جميع النماذج وبذلك يمكن القول إن النماذج تتمتع بخواص انحدار سليمة من ناحية تجانس التباين عند مستوى معنوية 5%.

ت- اختبارات الاستقرار الهيكلية للنموذج: للتأكد من خلو البيانات من وجود أي تغيرات هيكلية ومدى استقرار وانسجام المعاملات قصيرة الأجل مع المعاملات طويلة الأجل للنموذج وذلك من خلال اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test.

الشكل 20: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لقيمة الأسهم المتداولة الشكل 21: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لعدد الأسهم المتداولة

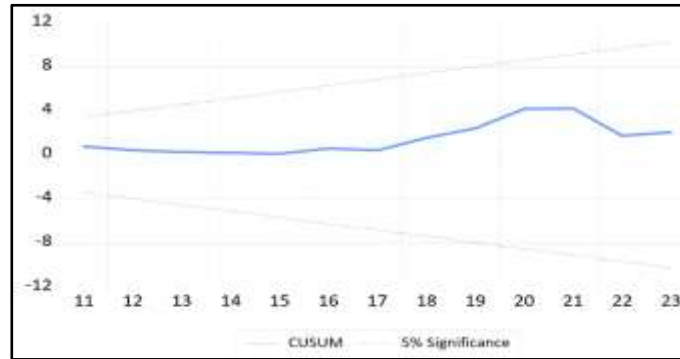


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

الشكل 22: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لمعدل الدوران



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ويشير وقوع منحنى الرسم البياني للبواقي بين حدود القيم الحرجة للاختبار عند مستوى معنوية 5%، بأن هناك اتساق بين المعاملات الأجلين القصير والطويل للمتغيرات التابعة والمستقلة وعليه نؤكد أن النموذج مستقر هيكلياً. وبناءً على نتائج الاختبارات التشخيصية يتبين أن نماذج ARDL خالية من المشكلات الإحصائية الأساسية، ومستقرة هيكلياً، مما يجعل نتائجها موثوقة وصالحة للتفسير.

يُقدّم فيما يلي ملخصٌ مركزٌ لأهم نتائج النماذج القياسية الخاصة بالسوق المالية السعودية والسوق المالية التركية، وذلك بهدف إبراز الفروق الجوهرية بين السوقيين من حيث وجود تكامل مشترك والعلاقة طويلة الأجل، وسرعة التصحيح:

الجدول 32: ملخص نتائج أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التداول في السوق السعودي

المتغير التابع	وجود تكامل مشترك	وجود علاقة طويلة الأجل	أقوى المتغيرات تأثيراً	سرعة تصحيح الخطأ (ECM)
قيمة الأسهم المتداولة	يوجد تكامل مشترك	يوجد علاقة طويلة الأجل	عدد المشتركين أثر إيجابي ومعنوي إجمالي الأصول أثر سلبي ومعنوي	سالب ومعنوي → استجابة سريعة (0.673834-)
عدد الأسهم المتداولة	يوجد تكامل مشترك	يوجد علاقة طويلة الأجل	عدد الصناديق له أثر إيجابي ومعنوي.	سالب ومعنوي → استجابة سريعة (0.835731-)
معدل الدوران	لا يوجد تكامل مشترك	لا يوجد علاقة طويلة الأجل	لا يوجد متغير مؤثر (جميعها غير معنوية).	غير معنوي → لا يوجد تصحيح

المصدر: بالاعتماد على النتائج السابقة

الجدول 33: ملخص نتائج أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التداول في السوق التركي

المتغير التابع	وجود تكامل مشترك	وجود علاقة طويلة الأجل	أقوى المتغيرات تأثيراً	سرعة تصحيح الخطأ (ECM)
قيمة الأسهم المتداولة	يوجد تكامل مشترك	يوجد علاقة طويلة الأجل	عدد الصناديق وإجمالي الأصول أثر إيجابي ومعنوي.	سالب ومعنوي → استجابة سريعة (1.209455-)
عدد الأسهم المتداولة	يوجد تكامل مشترك	يوجد علاقة طويلة الأجل	عدد الصناديق وعدد المشتركين له أثر إيجابي ومعنوي.	سالب ومعنوي → استجابة سريعة (1.000717-)
معدل الدوران	يوجد تكامل مشترك	يوجد علاقة طويلة الأجل	عدد الصناديق له أثر إيجابي ومعنوي.	سالب ومعنوي → استجابة سريعة (1.209113-)

المصدر: بالاعتماد على النتائج السابقة

النتائج:

أولاً: تجربة السعودية

1. تبين من نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) أنّ متغيّرَي قيمة الأسهم المتداولة ومعدّل الدوران كانا مستقرّين عند المستوى، في حين أنّ بقيّة المتغيّرات المتمثّلة بعدد الأسهم المتداولة، عدد الصناديق، عدد المشتركين، وإجماليّ الأصول أصبحت مستقرّة بعد أخذ الفرق الأوّل $I(1)$.

2. نتائج اختبار الفرضيات وفقاً لاختبار Bounds Test للتكامل المشترك:

- **الفرضية الأولى:** تم رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي يوجد تكامل مشترك طويل الأجل، بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين) وبين قيمة الأسهم المتداولة.
- **الفرضية الثانية:** تم رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين) وبين عدد الأسهم المتداولة.
- **الفرضية الثالثة:** تم قبول الفرضية الصفرية (H_0) وعدم قبول الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي لا يوجد تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين) وبين معدل الدوران.

3. تبين من خلال نتائج علاقة الأثر في الأجل الطويل:

- أن لمتغيّر إجماليّ الأصول أثراً سلبياً ومعنوياً على قيمة الأسهم المتداولة، وبالتالي فإنّ ارتفاع حجم الأصول لدى صناديق الاستثمار قد يدفعها إلى تبني استراتيجيات استثمار طويلة الأجل تعتمد على الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- أما بالنسبة لمتغير عدد الصناديق فكان له أثراً إيجابياً ومعنوياً على عدد الأسهم المتداولة، وهو ما يعكس الدور الجوهرى لزيادة عدد الوحدات الاستثمارية في تنشيط حركة التداول في السوق.
- تبين أن لمتغيّر عدد المشتركين أثراً إيجابياً ومعنوياً على قيمة الأسهم المتداولة، ممّا يؤكّد أنّ اتّساع قاعدة

المستثمرين في الصناديق ينعكس طردياً على زيادة حجم الأموال الداخلة إلى السوق.

4. أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) أن معامل تصحيح الخطأ جاء سالباً ومعنوياً لكلٍ من قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، مما يعني أن النماذج تملك قدرةً عاليةً على تصحيح الانحرافات والعودة إلى حالة التوازن طويل الأجل.
5. أظهرت النتائج أن العلاقة بين متغيرات صناديق الاستثمار (عدد الصناديق، عدد المشتركين، إجمالي الأصول) وكلٍ من المتغيرات المعتمدة والمتمثلة بـ (قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، ومعدل الدوران) ليست علاقةً زائفةً، بل هي علاقةً حقيقيةً ومستقرةً، كما أكدت نتائج الاختبارات التشخيصية (الارتباط الذاتي، تجانس التباين، والاستقرار الهيكلي) أن هذه النماذج تتمتع بكفاءة عالية ولها دور مهم في تفسير بيانات الظاهرة التي تمثلها، مما يعطي موثوقيةً كاملةً للاستنتاجات الاقتصادية المستخلصة منها.
6. أظهرت نتائج نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية أنها تراجعت بشكل كبير خلال الفترة (2000-2023)، ويعود هذا التراجع أساساً إلى توسع حجم السوق بعد إدراج شركة أرامكو، مما جعل النسبة المئوية لمساهمة الصناديق تبدو أقل رغم استمرار نمو أصولها.

ثانياً: تجربة تركيا

1. تبين من نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) للاستقرارية بأن المتغير المتمثل بعدد المشتركين كان مستقراً عند المستوى $I(0)$ ، في حين أن بقية المتغيرات المتمثلة بقيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران، عدد الصناديق، وإجمالي الأصول أصبحت مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$.
2. نتائج اختبار الفرضيات وفقاً لاختبار Bounds Test للتكامل المشترك:
 - الفرضية الأولى: تم رفض الفرضية الصفريّة (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي يوجد تكامل مشترك طويل الأجل، بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين) وبين قيمة الأسهم المتداولة.

- **الفرضية الثانية:** تم رفض الفرضية الصفريّة (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي يوجد تكامل مشترك طويل الأجل، بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين) وبين عدد الأسهم المتداولة.
- **الفرضية الثالثة:** تم رفض الفرضية الصفريّة (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي يوجد تكامل مشترك طويل الأجل، بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين) وبين معدل الدوران.
- 3. تبين من خلال نتائج علاقة الأثر في الأجل الطويل:
 - أن لمتغير إجمالي الأصول أثراً إيجابياً ومعنوياً على قيمة الأسهم المتداولة، مما يشير إلى أن تعاظم الملاءة المالية للصناديق يساهم مباشرة في زيادة القيمة الرأسمالية للسوق ونشاطه.
 - أما بالنسبة لمتغير عدد الصناديق أثراً إيجابياً ومعنوياً على كلٍ من قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، ومعدل الدوران، وهو ما يعكس الدور الجوهري لزيادة عدد الصناديق الاستثمارية في تنشيط حركة التداول والسيولة في السوق.
 - أن لمتغير عدد المشتركين أثراً إيجابياً ومعنوياً على زيادة حجم التداول، مما يؤكد أن اتساع قاعدة المستثمرين في الصناديق ينعكس طردياً على حجم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.
- 4. شهدت نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق المالي التركي خلال المدة (2000-2023) تذبذباً واضحاً، وعلى الرغم من هذا التذبذب، حافظت صناديق الاستثمار على دورٍ مهمٍ داخل السوق المالي التركي.
- 5. أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) لجميع النماذج المدروسة أن معامل تصحيح الخطأ جاء سالباً ومعنوياً، مما يعني أن النماذج تملك قدرة عالية على تصحيح الانحرافات والعودة إلى حالة التوازن.
- 6. أظهرت النتائج أن العلاقة بين متغيرات صناديق الاستثمار (عدد الصناديق، وعدد المشتركين، وإجمالي الأصول) وكلٍ من المتغيرات التابعة والمتمثلة (قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، ومعدل الدوران) ليست علاقة زائفة، بل هي علاقة حقيقية ومستقرة، كما أكدت نتائج الاختبارات التشخيصية (الارتباط الذاتي،

تجانس التباين، والاستقرار الهيكلي) أن هذه النماذج تتمتع بكفاءة عالية ولها دور مهم في تفسير البيانات التي تمثلها، مما يعطي موثوقية كاملة للاستنتاجات الاقتصادية المستخلصة منها.

7. يعود التباين بين نتائج السوقيين السعودي والتركي إلى الاختلاف الواضح في حجم ودور صناديق الاستثمار في كلٍ منهما، إذ أظهرت البيانات أن تركيا تمتلك عدداً أكبر من الصناديق، إضافةً إلى ارتفاع نسبة مساهمة هذه الصناديق في السوق مقارنةً بالسعودية، وقد أسهم الاتساع في قاعدة الصناديق التركية في تعزيز تأثيرها على مؤشرات التداول، مما أدى إلى ظهور علاقات طويلة الأجل أكثر استقراراً، في المقابل فإن محدودية عدد الصناديق في السعودية، وتوجه جزء كبير من أصولها نحو أدوات استثمارية محافظة، وانخفاض نسبة مساهمتها في السوق، قد حدّ من قدرتها على التأثير في مؤشرات التداول، وهو ما انعكس في ظهور علاقات جزئية وغياب التكامل المشترك في بعض النماذج.

التوصيات:

1. تشجيع البنوك على تأسيس صناديق الاستثمار لجذب المزيد من المدّخرات غير الفاعلة في الاقتصاد الوطني وإعادة توظيفها وحماية صغار المستثمرين من تقلّبات الأسواق الماليّة ومخاطرها.
2. تعزيز الشفافية والإفصاح في تقارير الصناديق الاستثمارية في كلاً السوقين السعودي والتركي بما يدعم ثقة المستثمرين ويحسن جودة القرارات الاستثمارية ويقوي قدرة النماذج على تفسير العلاقات المالية.
3. توسيع قاعدة المستثمرين في صناديق الاستثمار بالسوقين السعودي والتركي من خلال تطوير برامج التوعية المالية وتبسيط إجراءات الاشتراك، لما لذلك من دور في زيادة حجم المشاركة الاستثمارية، وهو ما ينعكس مباشرة على تنشيط التداول استناداً إلى ما أظهرته النتائج من أن ارتفاع عدد المشتركين يسهم في تعزيز نشاط التداول.
4. يُقترح إعادة هيكلة سياسات إدارة الأصول داخل الصناديق السعودية لتقليل التركيز المرتفع الذي أدّى إلى ظهور أثر سلبي لإجمالي الأصول على التداول، وبما يجعل توزيع الأصول أكثر توازناً ويرفع ارتباط الصناديق بحركة التداول.
5. التّركيز على زيادة عدد صناديق الاستثمار في السوقين السعودي والتركي، ولا سيّما الصّناديق المغلقة التي يتم تداول وحداتها في السّوق الماليّة، استناداً إلى ما أظهرته النتائج من أن ارتفاع عدد الصناديق يسهم في تعزيز السيولة وتنشيط التداول، وكما يُوصى بابتكار صيغ جديدة ومتنوعة للصّناديق، وتوجيهها نحو مشاريع تنمويّة تخدم الاقتصاد الوطنيّ.
6. تشجيع الصناديق الاستثمارية على زيادة الاستثمار في الأدوات المالية الأكثر سيولة، بهدف رفع مستوى التداول في السوق، ولا سيما في السوق السعودية التي أظهرت نتائج الدراسة فيها أثراً سلبياً لارتفاع إجمالي الأصول على قيمة الأسهم المتداولة، مما يستدعي إعادة توجيه جزء من الأصول نحو أدوات ذات معدل دوران أعلى.
7. تعزيز مستوى الرقابة على الصناديق الاستثمارية، بما يدعم استقرار السوق ويقوي قدرة النماذج على تفسير سلوك المتغيرات المالية على المدى الطويل.

8. تطوير آليات تقييم أداء الصناديق الاستثمارية بالاعتماد على مجموعة مؤشرات شاملة لا تقتصر على العائد، بل تشمل مؤشرات المخاطرة، ومؤشرات السيولة ومؤشرات تنشيط التداول، إضافة إلى مؤشرات هيكل الأصول (درجة التركيز وتنوع القطاعات)، بما يسمح بقياس الدور الحقيقي للصناديق في تحريك السوق بدقة أكبر.
9. تركيز الدراسات المستقبلية في سورية على تطوير نماذج لتقييم دور إنشاء صناديق الاستثمار في إعادة الإعمار مع الاستفادة من الخبرات الدولية وتكييفها مع خصوصية الاقتصاد السوري.
10. إنّ موضوع صناديق الاستثمار واسع النطاق ومتشعب الأبعاد، وهذه الدراسة ما هي إلا جانب من جوانبه العديدة، وكأفاقٍ مستقبليةٍ في البحث، يبرز إمكان التعمق في دراسة متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في سورية، وإلى جانب البحث في أثر المالية السلوكية لمدراء صناديق الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكتب الجامعية:

1. آل فوز، مبارك، (2010)، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، ط1، السعودية.
2. ازهري، أحمد، (2017)، "أسواق المال"، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن.
3. القاسم، عبد الرزاق، والعلي، أحمد، (2016)، "إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية"، دمشق، منشورات جامعة دمشق، سورية.
4. القاسم، عبد الرزاق، والعلي، أحمد، وقصوة، رغيد، (2009)، "مبادئ التمويل"، منشورات جامعة دمشق، سورية.
5. الدعيمي، عباس، (2010)، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، ط1، دار صفاء للنشر، الأردن.
6. الربيعي، حاكم، والفتلاوي، ميثاق، وجوان، حيدر، (2012)، "المشتقات المالية: عقود المستقبلات - الخيارات - المبادلات"، ج3، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
7. الخيكاني، نزار، والموسوي، حيدر، (2013)، "السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي"، ط2، دار العلمية للنشر والتوزيع، الأردن.
8. خربوش، حسني، وارشيد، عبد، (2012)، "الأسواق المالية بورصة الأسهم والسندات المالية"، ط1، دار زهران للنشر، الأردن.
9. شاهين، محمد، (2018)، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر - العوائد والمخاطر"، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر.
10. شريط، صلاح الدين (2019)، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، ط3، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر.
11. قندوز، عبد الكريم، (2022)، "المشتقات المالية سلسلة كتيبات تعريفية"، صندوق النقد العربي، العدد/38.
12. قندوز، عبد الكريم، (2021)، "الأسواق المالية"، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد/21.
13. قصوة، رغيد، (2021)، "إدارة الأسواق المالية"، منشورات الجامعة الافتراضية السورية.
14. كنعان، علي، (2011)، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
15. يوسف، حسن يوسف، (2014)، "الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر.

الأبحاث ورسائل الماجستير:

1. أبو غدة، عبد الستار، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة.
2. أحمد، محمد، وعويد، مروة، وسعود، عبد الرضا، (2022)، "استخدام نموذج (Jensen) في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة تحليلية لعينة من المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2013-2020)"، مجلة الكوت للاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة واسط، المجلد/14، العدد/45، العراق.
3. إشراق، راجع، وسمية، بوران، (2023)، "دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية: السوق المالية السعودية أنموذجاً (2000-2021)"، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد/7، العدد/2، الجزائر.

4. الدين، أحمد، (2014)، "دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية: دراسة الحالة المصرية"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر.
5. الربيعي، حاكم، والموسوي، حيدر، وحسن، محمد، (2017)، "بناء وتقييم أداء محافظ الزخم النشطة في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد/14، العدد/55، العراق.
6. الصيداوي، وجدان، (2022)، "اختبار نماذج تقييم أداء الصناديق الاستثمارية (دراسة تطبيقية على صناديق الأسهم الأمريكية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
7. الخلفيات، أماني، (2022)، "دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة جامعة الحسين بن طلال للبحوث، المجلد 8/، العدد 1/، الأردن.
8. الشريف، عمر، (2024)، "الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن.. التقنين والرقابة"، ورقة عمل، المؤتمر الدولي الأول المالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
9. الشمري، حسن، والجليحاوي، جهاد، (2019)، "مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق من أجل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد/15، العدد/62، العراق.
10. الأمين، يعقوب، والأحمد، أحمد، (2019)، "محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة السودان، السودان.
11. المشعل، ياسر، وبقلة، سهير، والدكي، رنيم، (2015)، "أثر تقلبات عائد الأسهم على حجم التداول في الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في سوق دمشق المالية)"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد/37، العدد/4، سورية.
12. الغابلي، عبد الحسين، والشمري، حسن، (2015)، "التحليل الاقتصادي لكفاءة وفاعلية الاسواق المالية والعربية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد/10، العدد/32، العراق.
13. اللحج، أحمد، ورضوان، علاء، والجميل، ياسين، (2024)، "دور التقارير المالية في رفع كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد/52، العدد/1، مصر.
14. الأنصاري، مها، والجزيري، خيرى، وباغه، أحمد، (2023)، "تأثير التقلبات التضخمية على حجم التداول (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية)"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 14/، العدد 3/، مصر.
15. الساعدي، هيفاء، واشراق، الاعرجي، (2017)، "صناديق الاستثمار بين أهميتها وإغفال المشرع عنها"، مجلة جامعة أهل البيت، المجلد/13، العدد 1/، العراق.
16. الزيدي، زهير، (2013)، "كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية"، مجلة ديالي الإنسانية، المجلد/1، العدد/57، العراق.
17. السيد، وفاء، (2024)، "الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة"، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد/10، العدد/1، مصر.
18. الشعراني، بشار، (2015)، "التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق لأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)"، رسالة الماجستير، جامعة دمشق، سورية.
19. الجليحاوي، جهاد، (2019)، "صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية"، رسالة الماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.

20. الحمداني، رافعة، ومحمد، محمد، (2024)، "استخدام نموذج شارب في قياس أداء المحفظة الاستثمارية الدولية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، المجلد/1، العدد/75، العراق.
21. العريبي، نضال، وجانم، منهل، (2021)، "تقييم أداء محفظة الاستثمار الدولية لعينة من سندات الخزنة الحكومية الأمريكية باستخدام نموذج العائد والمخاطرة لترشيده قرار الاستثمار دراسة تحليلية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، جامعة اللاذقية، المجلد/2، العدد/43، سورية.
22. الشمري، حسن، وجواد، نور، (2021)، "تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013 – 2018))"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد/17، العدد/1، العراق.
23. الهرش، نافذ، (2019)، "التحديات المعاصرة التي تواجه المشتقات المالية الإسلامية في الأسواق"، مجلة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة اسطنبول، المجلد/5، العدد/2، تركيا.
24. العجواني، حنان، والعليم، محمد، والمقصان، أحمد، (2019)، "أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة بالتطبيق على الصناديق المفتوحة في مصر"، مجلة جامعة جنوب الوادي للبحوث التجارية، المجلد/3، العدد/1، مصر.
25. السويدي، همت، (2021)، "مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها"، مجلة البحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة السويس، المجلد/22، العدد/3، مصر.
26. الجعفري، هبة، (2021)، "كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية - دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015 - 2019)"، رسالة ماجستير، جامعة البصرة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
27. الخفاجي، آيات، (2016)، "أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الاسواق المالية - الولايات المتحدة الأمريكية والصين للمدة (2003-2014)"، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
28. الشمري، حسن، (2018)، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
29. الشريف، شيماء، (2022)، "دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات الاستقرار المالي- تجارب مختارة مع إشارة خاصة للعراق"، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
30. المسلط، سحر، (2021)، "أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية (دراسة مقارنة بين سوق دمشق وعمان)"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
31. الحجله، مجد، (2016)، "مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة الماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
32. الجنائني، هشام، (2020)، "اتفاقيات إعادة الشراء (الريو) - دراسة فقهية مقارنة"، مجلة كلية الشريعة والقانون بطنطا، المجلد/2022، العدد/37، مصر.
33. الألفي، سعاد زكي، (2022)، "أثر الإصلاحات الاقتصادية على سوق الأوراق المالية"، مجلة القاهرة للخدمات الاجتماعية، المجلد /35، العدد/1، مصر.
34. بدوي، عبد المطلب، "صناديق الاستثمار رؤية من منظور قانوني وإسلامي"، مجلة الشريعة والقانون، كلية العين الإماراتية، الإمارات العربية المتحدة.

35. بوكرائي، راضية، وسعدوني، محمد، وغربي، ناصر صلاح الدين، (2022)، "تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم السعودي (خلال الفترة 1996-2020)"، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد/8، العدد/1، الجزائر.
36. بو حسون، ياسر، وزهرة، شادي، (2009)، "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة التجربة المصرية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 13/، العدد 4/، سورية.
37. باخوص، رؤى، (2015)، "دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
38. بوكساني، رشيد، (2006)، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
39. بلعيد، سميرة، (2014)، "دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة 2، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
40. باسلم، أحمد، بلبله، باسل، (2024)، "قياس أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية: دراسة تحليلية خلال الفترة (2000-2021)"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد/8، العدد 9/، فلسطين.
41. حسن يسرى مهدي وعبّاس، زهرة خضير (2016)، "السدات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية"، مجلة دراسات دولية - مركز الدراسات الاستراتيجية والدولية، جامعة بغداد، العدد 67/، العراق.
42. حمزة، حسن، وعبد الحميد، غسان، (2012)، "سوق العراق للأوراق المالية نشأته-تحليل وتقييم مؤشرات"، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد/1، العدد 24/، العراق.
43. حشاشي، سليمة، (2019)، "نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، الجزائر.
44. حسن، علي، (2021)، "تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري"، المجلة العلمية للدراسات العلمية والبيئية، جامعة السويس، المجلد/12، العدد/1، مصر.
45. حفيفه، نسرين، (2023)، "تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية دراسة تطبيقية عن الفترة (2018-2020)"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، المجلد 33/، العدد 1/، مصر.
46. خورشيد، محمد، (2021)، "تأثير أغراض استخدام المشتقات المالية على مستوى التجنب الضريبي"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة بني سويف، المجلد 31/، عدد 2/، مصر.
47. خلف، نور خميس، وعبد، يوسف عبد الله، (2025)، "قياس وتحليل دور حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، جامعة المستنصرية، المجلد/23، العدد/85، العراق.
48. خليل، فاطمة، (2015)، "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة"، رسالة الماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
49. خليل، يزن، (2018)، "أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية: دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي المدرج في سوق عمان للأسهم المالية"، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
50. دائلة، حسن، (2010)، "الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية"، رسالة دكتوراه، كلية الشريعة، السعودية.

51. رفاعي، سارة، (2019)، "أثر مخاطر التوقيت كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية - دراسة ميدانية"، المجلة العلمية للدراسات العلمية والبيئية، المجلد/10، العدد/2، مصر.
52. رفاعي، سارة، (2019)، "أثر مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في مصر: دراسة ميدانية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة السويس، المجلد/10، العدد/2، مصر.
53. سودة، زاهر يونس، (2006)، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
54. سالم، وليد، (2024)، "أثر المناخ الاستثماري في الرفع من كفاءة وفاعلية سوق المال الليبي"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، المجلد 21/، العدد 1/، ليبيا.
55. سوار، غالية، (2014)، "دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
56. سعيد، حاتم، وسليم، إبراهيم، (2018)، "أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية"، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد 2/، العدد 3/، العراق.
57. شهرزاد، إسماعيل، (2024)، "استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية وتأثرها بكفاءة السوق المالية"، دفاثر البحوث العلمية، المجلد 21 /، العدد 1/، الجزائر.
58. صالحه، هاني أنور، (2007)، "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، فلسطين.
59. طه، أمير، (2023)، "التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية والرقابة على أعمالها"، المجلة القانونية، جامعة القاهرة، المجلد 17/، العدد 6/، مصر.
60. طيون، حمزة، (2018)، "أثر سعر الصرف على أداء الأسواق المالية دراسة حالة: السوق المالي السعودي للفترة الممتدة بين 2000-2017"، رسالة ماجستير، جامعة العلوم الاقتصادية والتجارية والتمويل، الجزائر.
61. عطية، حليلة، وشوارفية، الأمين، وعباسية، خديجة، (2022)، "دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية - سوق الأسهم السعودي أنموذجاً خلال الفترة (1996-2017)"، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، المجلد 3/، العدد 1/، الجزائر.
62. علي، حيدر حمودي، ونعيم، محمد عبد السادة، (2022)، "أبعاد المالية السلوكية في الاستدامة المالية"، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 18/، العدد 3/، العراق.
63. عبو، عمر، ونبل، بوفليح، (2017)، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي"، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة محمد بن ضياف، المجلد 1/، العدد 1/، الجزائر.
64. عبد الحميد، مشتاق، وحسين، مصطفى، (2018)، "صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، المجلد 12/، العدد 49/، العراق.
65. علي، محمد، (2021)، "تحليل مقارنة لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد 12/، العدد 1/، مصر.

66. عبو، بلعوز، (2023)، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودي"، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد/9، العدد/1، الجزائر.
67. عبو، عمر، (2016)، "الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
68. علي، علي، وكعيد، احمد، (2020) "تأثير استخدام استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد/14، العدد/57، العراق.
69. عبد الحميد، عبد العزيز، وأحمد، صفا، (2024)، "أثر المخاطر السيادية في كفاءة صناديق أسواق النقد: بحث تطبيقي في الأسواق المالية الدولية"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد/20، العدد/68، العراق.
70. عبدلي، حنان، (2018)، "اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة - حالة السوق الماليزي (2008-2014)"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد/28، الجزائر.
71. فضيلة، عابد، ومملوك، أنس، (2014)، "تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار: دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد /36، العدد /5، سورية.
72. فرحات، سليمان، وعلية، عبد الباسط، (2019)، "دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق (دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي)"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد/12، العدد/2، الجزائر.
73. فارس، حسن، (2007)، "مؤشر مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار الأسواق رأس المال العربية"، مجلة الشروق للعلوم التجارية، المجلد/1، العدد /1، مصر.
74. قصي، الشیخة، (2015)، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
75. كاظم، حسين، وعمران، شهد، (2020)، "استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015-2017)"، مجلة الدراسات الإدارية، جامعة البصرة، المجلد /13، العدد/26، العراق.
76. موصلي، سليمان، السمان، حازم، (2013)، "دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد/19، العدد/2، سورية.
77. مطوق، ليلى، والجصاني، آيات، (2023)، "أثر الأزمات المالية والاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا للمدة (2005-2022)"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد /19، العدد /4، العراق.
78. ميدو، معتز، (2016)، "أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
79. موصلي، سليمان، وسليمان، عدنان، (2014)، "الأسواق المالية"، مطبعة جامعة دمشق، سورية.
80. محصول، نعمان، ومحرز، نور الدين، (2018)، "تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد/15، العدد/2، الجزائر.
81. نعال، رولان، (2023)، "دور سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة (دراسة تجربة تركيا) وإمكانية الاستفادة منها في سورية"، رسالة ماجستير لنيل رسالة الماجستير، جامعة دمشق، سورية.
82. نعيمة، برودي، (2011)، "كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات"، مجلة الاقتصاد والإدارة، الجامعة المستنصرية، المجلد /10، العدد/1، العراق.

83. نادر، نهاد الياس، (2016)، "محددات إصدار السندات في الشركات المساهمة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة اللاذقية للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 38/، العدد 3/، سورية.

المواقع الإلكترونية:

1. موقع مجلة Middle East Economy، تم الاسترجاع من:
<https://economymiddleeast.com/ar/news/%D8%A3%D9%88%D9%91%D9%84>
2. الموقع الرسمي لبنك المركزي السعودي <https://www.sama.gov.sa/ar-sa/Pages/default.aspx>
3. الموقع الرسمي لهيئة الأسواق المالية السعودية <https://cma.gov.sa/en/Pages/default.aspx>

التقارير الرسمية:

1. هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، (2011)، "نظام صناديق الاستثمار"، تم الاسترداد من:
<https://www.scfms.sy/ar/page/%D8%A3%D9%86%D8%B8%D9%85%D8%A9>
2. هيئة السوق المالية السعودية، "التقرير السنوي لعام 2019"، متوفر على الرابط التالي:
<https://cma.org.sa/Market/AnnualReports/Pages/default.aspx>

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Books:

1. Brown, K., & Reilly, F., (2012), " **Investment Analysis & Portfolio Management 10th ed**", South-Western, Cengage Learning, United States of America.
2. Bali, T. G., Engle, R. F., & Murray, S., (2016), " **Empirical asset pricing: The cross section of stock returns**", John Wiley & Sons.
3. Bertani, C., (2004), " **portfolio management in practice**", Elsevier Butterworth-Heinemann, London.
4. Fink, M., (2015), " **A Guide to Understanding Mutual Funds**", Investment Company Institute.
5. Investment Company institute, (2025) " **Investment Company Fact Book - A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry** ", 65 th ed., United States of America.
6. Keown, A., & Martin, J., & Petty, W., (2020), " **Foundations of Finance**", 10th Edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey.
7. Levinson, Marc, (2014), " **Guide to Financial Markets: Why they exist and how they work** " 6th ed., The Economist Newspaper Ltd, New York, USA.
8. Mahanwar,p.,& Ajay,B.,(2023), " **Mutual Funds** ", Master In Management Studies Semester - Iii (CBCS) ,Institute of Distance And open Learning ,University of Mumbai.

Researchs, Journals:

1. Agarwal, V., Mullally, K. A., Tang, Y., & Yang, B. (2015), " **Mandatory portfolio disclosure, stock liquidity, and mutual fund performance**", Journal of Financial Economics, Vol/70/, No/6/.
2. Abd, S., & Hameed, E., (2024), " **Relating Mutual Funds Performance & Stock Market Performance: Evidence from Egyptian Exchange (EGX)**", Scientific Journal of Commercial Sciences, Vol/15/, No/2/.

3. Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P, (2011)," **Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors**", Journal of Financial Economics, Vol/100/, No/1/.
4. Aren, S., Aydemir, S. D., & Şehitoğlu, Y. (2016)," **Behavioral biases on institutional investors: a literature review**", Kybernetes, Vol/45/, No/10/.
5. Alshammary, M. J. (2014)," **Stock market development and economic growth in developing countries: Evidence from Saudi Arabia**", Corporate Ownership & Control, 11(3), Vol /11/, No/3/.
6. Ahmed, H., Osman R., Alaagam A., (2020)," **Performance Evaluation of Mutual Funds in Egypt**", International Academic Journal for Economics and Administrative Sciences, Vol/10/, No/3/.
7. Bhati,T., Parashar,P,(2019), "**M² – An Inclusive Measure of Portfolio Risk Adjusted Return**", IOSR Journal of Engineering (IOSRJEN), Vol/ 9/, No/5/.
8. Chuang, W., & Susmel,R., (2011)," **Who is the more overconfident trader? Individual vs. institutional investors**", Journal of Banking & Finance, Vol/35/, No/7/.
9. Carlson, M.& Wheelock, D., (2016), "**Near-Money Premiums, Monetary Policy, and the Integration of Money Markets: Lessons from Deregulation** ", Journal of Financial Intermediation, No /581/.
10. Çıralı, S., (2022)," **A comparison of international market indices for measuring market efficiency based on price-volume relationship**", Journal of Capital Markets Studies, Vol/6/, No /1/.
11. Corradin, S., (2020),"**Money markets, central bank balance sheet and regulation**", ECB Working Paper Series, European Central Bank (ECB), No /2483/.
12. Du, Xiaoxi, (2024),"**The Bond Market: A Pillar of Risk Management and Economic Stability**", Highlights in Business, Economics and Management Pgme, Vol /41/.
13. Eugent, Fama, (1970)," **Efficient capital Markets: AReviewof-Theory and Empirical work**", Journal of finance, Vol/ 25/, No/ 2/.
14. Fromentin, V., (2024)," **Mutual funds, market return, volatility, and uncertainty: The case of Luxembourg**", Working paper, Cerefige Université de Lorraine.
15. Gulzar, R., (2011)," **Islamic Mutual Funds' Financial Performance and International Investment Style: Evidence from 20 Countries**", European Journal of Finance", Vol/17/, No/9/.
16. Güzel, F., & Şekeroğlu, G., (2021)," **Factors Affecting Borsa İstanbul Trading Volume and Overconfidence Bias (Borsa İstanbul İşlem Hacmini Etkileyen Unsurlar ve Aşırı Güven Eğilimi)**", Journal of Yasar University, Vol /16/, No /63/.
17. Haque,u., Mashhood,S.,(2006),"**Evaluating Open-End Mutual Funds Style and Performance in Respect of Investors**", Munich Personal RePEc Archive.
18. Hastuti, R. T., & Stephanie S, C., (2025)," **Pandemic COVID-19, stock trade volume, and market capitalization on share return**". International Journal of Application on Economics and Business, Vol/3/, No /1/.
19. Jeyadevi, C. H., & Saran,R.A,(2024), "**Financial markets and digital economy**", IPE Journal of Management, Vo/14/, No/15/.
20. Komleh, R., (2018),"**The Impact of Mutual Funds in Country's Development and Progress**", Working paper, University of Milan.
21. Koç Aytakin, G. (2012), **Türkiye'de sermaye piyasaları ve borsaların gelişim süreci**, Uluslararası Beşeri Bilimler ve Eğitim Dergisi.
22. Kahraman, S. (2023)," **As the volatility magnitude of the Istanbul Stock Exchange as same as the earthquakes?**", Journal of Economics and Finance, Vol /4/, No /1/.
23. Güven, Çağatay, (2006), "**The Mutual Funds in the Turkish Financial Markets**", Master's Thesis. Graduate School of Social Sciences, Izmir University of Economics, Izmir, Turkey.

24. Lekovic, M., & Gnjatovic, D., (2018) " **Contribution of the Investment Funds Industry to Development Performances of the Republic of Serbia**", Economic Alternatives, Bulgaria, Vol/2, No/2/.
25. Mishra, P.K., (2012)," **Dynamics of the Relationship between Mutual Funds Investment Flow and Stock Market Returns in India**", Journal of Business Perspective, Vol/15/, No/1/.
26. Mubiru, K., Senfuka, C., Ssempijja, M., (2020), "**Modeling Treasury Bill Purchasing Options Under Markovian Demand**", International Journal of Academic Accounting, Finance & Management Research, Vol /4/, No /6/.
27. Manao, A. , Waspada,I., Sari,M.,(2025)," **Efficient Capital Market Theory and its Implications for Investment Decision Making in Financial Markets**", Dinasti International Journal of Economics Finance & Accounting, Vol /5/, No /6/.
28. Najafi, Z.& Asgari, B.& Mohammad, H., (2013)," **Identification of Mutual Funds Investing in Tehran Stock Exchange**", Journals of Management Research, Vol/5/, No/3/.
29. Omran, H., (2016)," **Examining the relationship between trading volume market return volatility and aggregate mutual fund flow**", Doctoral dissertation, Brunel University London.
30. Osuma, G., & Ohonba, A., (2025), "**Capital market indicators and their impact on banking sector performance in Nigeria**" 'Cogent Business & Management, Vol /12/, No /1/.
31. Qureshi, F., (2017)," **The relationship between mutual funds and market variables**", (Doctoral dissertation, University of Malaya, Faculty of Business and Accountancy, Kuala Lumpur.
32. Roy, P. (2024)," **The Role of Mutual Funds in the Development of the Capital Market**", Master of Business Administration Internship Report, Brac Business School, Brac University, Dhaka, Bangladesh.
33. Rekha A., & Ramanathan, K. V, (2023)," **Evaluating the Performance of Selected Hybrid Mutual Funds**", International Journal of Management, Vol/10/, No/2/.
34. Yamamoto, K., Okubo, T., Abe, N., & Minoura, Y, (2025)," **The presence of foreign open-end funds in Japan's financial markets**", Bank of Japan Working Paper Series, Bank of Japan. Vol/8/, No/ 25/.
35. Stempler, B., (2021), "**ESG Investing: The Use of ESG Ratings in a Smart Beta Strategy**", Financial and Economic Review", Vol /20/, No/2/.
36. Shah, H, (2017)," **Advantages and disadvantage of Mutual Funds**", Innovative Research Thoughts, Vol/3/, No/5/.
37. Samirkaş, M. C., & Düzakın, H. (2012)," **Türkiye'deki A ve B tipi yatırım fonlarının performans analizi. Ç.Ü.**", Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Vol /21/, No /3/.
38. Somashekara. M., (2020), " **Mutual Fund- A Tool of Portfolio Investment- A Study**", International Journal of Creative Research Thoughts, Vol/8/, No/11/.
39. Smelcer, S. N., Tucker, A., & Xia, Y. (2023)," **Aggregated Risks in Mutual Fund Disclosures**". The Journal of Corporation Law, Vol/ 49/, No/1/.
40. Sahoo, G., Rajvanshi, V., & Syamala, S., (2025), "**Herding behaviour of institutional investors: Evidence from an emerging market**", Working paper, Indian Institute of Management Calcutta.
41. Shojaei, A., & Kouhbanani, A. M., (2025), "**Anchoring and Recency Bias in Trading: Why the Past Still Controls Your Next Move-A Narrative Review**", Preprints.org.
42. Samet A., Shahriari M., Mombeini H., (2016)," **Evaluation of Performance of Investment Funds Based on Decision Models (DEA)**", Journal of Data Envelopment Analysis and Decision Science, No/2/.
43. Sawant, S., Amonkar, V., & Melo, R., (2023), "**Performance evaluation of mutual funds using risk return relationship models - An empirical study**", International Journal of Professional Business, Vol/8/, No/5/.

44. Sardar., H, (2020)," **Application & Growth of Commercial Paper in India**", Faculty of Business Administration-GLSBBA, GLS University, Vol /3/, No /2/.
45. Uimaniemi, S., (2025)," **Socially Responsible Investment Funds: Performance during Brexit**", Master's thesis, University of Vaasa, Finland.
46. Umeaduma, M. (2024)," **Behavioral biases influencing individual investment decisions within volatile financial markets and economic cycles**", International Journal of Engineering Technology Research & Management, Vol/ 8/, No/3/.
47. Udoye, O.& Akunna, R., (2024)," **Money Market Instruments and Manufacturing Sector Output in Nigeria**", International Journal of Innovative Finance and Economics Research, Vol /12/, No /2/.
48. Varli, R., (2021)," **The (in)efficiency of Financial Markets Applying the Relative Strength Strategy on the Swedish Large cap Exchange**", Bachelor Thesis in Economics, Mälardalen University.

Websites:

1. Investopedia, available on: <https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp>
2. Sermaye Piyasası Kurulu(spik) <https://spk.gov.tr>
3. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği(TSPB) <https://tspb.org.tr>
4. MSCI Emerging Markets <https://www.msci.com/oursolutions/indexes/emerging-markets>
5. FTSE Russell (London Stock Exchange Group) <https://www.lseg.com/en/ftse-russell>

Reports:

1. Borsa İstanbul, (2023), "**Annual Integrated Report 2023**", Retrieved from: [Borsa İstanbul | Borsa İstanbul A.S.](#)
2. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi, (2008)," **Türkiye sermaye piyasası sektör raporu**".

Abstract

Investment funds have witnessed a notable expansion in their presence within financial markets in recent years, as they represent one of the key mechanisms for mobilizing savings and directing them toward diversified financial instruments. In this context, the present study aims to analyze the impact of investment funds on stimulating trading activity in both the Saudi and Turkish financial markets during the period (2000–2023), and to identify the differences in how each market responds to the role of these funds.

The study adopts a descriptive–analytical approach and employs the Bounds Test to examine the existence of cointegration among the variables. In addition, the ARDL model is estimated to extract short- and long-run relationships, while the Error Correction Model (ECM) is used to measure the speed of adjustment toward equilibrium.

The results for Turkey reveal the presence of long-run equilibrium relationships between all dependent variables and the investment-fund variables, with significant positive effects of total assets, number of funds, and number of subscribers on market indicators. The findings also indicate a strong ability of the Turkish market to correct deviations and return to equilibrium.

In contrast, the results for Saudi Arabia show the existence of long-run relationships in some models but not in others, reflecting a varying market response to investment-fund variables. The speed of adjustment appears weaker compared to Turkey, and the effects of total assets, number of funds, and number of subscribers are generally less pronounced and sometimes negative.

The study concludes that investment funds contribute to enhancing financial-market activity and improving market efficiency; however, the magnitude of this role varies depending on the regulatory environment and market structure, appearing more evident and influential in Turkey than in Saudi Arabia.

Keywords: Investment Funds, Financial Markets, Trading Activity, ARDL Model.

Syrian Arab Republic

Ministry of Higher Education and Scientific Research

Damascus University Faculty of Economics

Department of Financial Markets



Investment Funds and Their Role in Stimulating Trading in the Financial Securities Market

A Comparative Study

**A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the
Degree of Master in Financial Markets**

Prepared by

Seraa Abd ALRaouf ALKhalil

Supervisor

Prof. Ahmed Al-Ali

2026

