

صناديق الأسهم الأوربية في البنوك المحلية (دراسة قياسية للفترة ١٩٩٩ - ٢٠٠٥م)

ذكريات حسين الهاشم
عضوة جمعية الاقتصاد السعودية

ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية
(الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية)
خلال الفترة ١٦ - ١٨ جمادى الأولى ١٤٢٨هـ الموافق ٢ - ٤ يونيو ٢٠٠٧م
بمركز الملك فهد الثقافي بالرياض

صناديق الأسهم الأوربية في البنوك المحلية

(دراسة قياسية للفترة ١٩٩٩ - ٢٠٠٥م)

مُكَلِّمَةٌ

تهدف صناديق الاستثمار في المملكة إلى توظيف الفوائض المالية بهدف تعظيم الربح للمؤسسات والأفراد ، وبذلك تلعب دوراً في تنمية النشاط الاقتصادي من خلال تجميع المدخرات الفردية وتوجيهها إلى الاستثمار في المجالات التي تعود على المستثمر والاقتصاد السعودي بالفائدة.

وقد عرفها النظام السعودي: برنامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في نتائج أعمال البرنامج و تتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة.

هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى معرفة مدى نجاح صناديق الأسهم الأوربية المدارة من قبل البنوك المحلية في جذب السيولة الموجودة في السوق المالي ، ودراسة أثر بعض العوامل الاقتصادية ومعرفة السبل المؤدية إلى زيادة الاستثمار في هذه الصناديق ، بالإضافة إلى قياس مستوى الوعي المصرفي لدى مستثمري صناديق الأسهم الأوربية.

فرضيات الدراسة:

تفترض الدراسة وجود علاقة عكسية بين حجم الأصول (الطلب على الاستثمار في الصناديق) وسعر الفائدة وطردياً مع عرض النقود الموسع ونسبة الوعي المصرفي.

مجتمع البحث:

يتناول البحث بعض صناديق الاستثمار بالأسهم الأوربية المدارة من قبل البنوك المحلية ، ويوضح الجدول التالي مجتمع البحث محل الدراسة.

جدول رقم (١)

أسماء الصناديق محل الدراسة والبنوك المديرة لها

اسم الصندوق	البنك التابع له
صندوق الأهلي للأسهم الأوربية	الأهلي
صندوق الثريا للأسهم الأوربية	الجزيرة
محفظة الأسهم الأوربية	الرياض
صندوق أوربا الشرقية	العربي
صندوق الأسهم الأوربية	الهولندي

جدول (١) أسماء الصناديق محل الدراسة و البنوك المديرة لها

جمع وتحليل البيانات:

تطبق هذه الدراسة على بعض صناديق الاستثمار بالأسهم الأوربية وتغطي الفترة (١٩٩٩ - ٢٠٠٥)، وتعتمد هذه الدراسة على البيانات والإحصائيات التي أصدرتها مؤسسة النقد العربي السعودي.

التطور التاريخي لصناديق الاستثمار

مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التغيرات و التطورات حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن.. فقد تم إنشاء أول صندوق استثماري في هولندا عام ١٨٢٢م ثم في إنجلترا عام ١٨٧٠م، ولكن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بمفاهيمها الحالية كانت عام ١٩٢٤م في الولايات المتحدة الأمريكية ببوسطن، واستمرت بعد ذلك في التوسع والتنوع على الصعيد الداخلي، وبعد الحرب العالمية الثانية ظهرت على الصعيد الخارجي.

أما في العالم العربي فقد خاض التجربة نفسها، و لكن بمستويات متفاوتة من الإقبال والنجاح، حيث تصدرت المملكة العربية السعودية الدول العربية، وذلك بإنشاء البنك الأهلي التجاري صندوق الدولار قصير الأجل عام ١٩٧٩م.

وبعد ذلك تتالت البنوك التجارية العاملة بالمملكة العربية السعودية بإنشاء صناديق استثمارية مختلفة حتى وصلت في نهاية الربع الأول من عام ٢٠٠٦م (204) صندوقاً استثمارياً إجمالي أصولها (138,041,506) ريال و بما يقارب (663,240) مشتركاً.

أنواع صناديق الاستثمار:

تختلف أنواع صناديق الاستثمار وأهدافها باختلاف الأسواق التي تدار فيها ، وكذلك باختلاف وتعدد أهداف المستثمرين ورغباتهم..

أولاً: أنواع صناديق الاستثمار الأساسية:

١ - صناديق الاستثمار المغلقة (Closed-end Funds)

٢ - صناديق الاستثمار المفتوحة (Open-end Funds)

ويمكن تعريف هذه الأنواع كما يلي:

صناديق الاستثمار المغلقة: (Closed-end Funds)

هي عبارة عن قنوات استثمارية لفئة مختارة من المستثمرين ، وتتم إتاحة الفرصة لهم بصورة دورية بين الحين والآخر ، وذلك عندما يتبين لخبراء الاستثمار بأن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال أو نشاط مميز.

ولهذه الصناديق هدف محدد ، ويُحتفظ بها لفترة محددة ، حيث يتم تصفية الصندوق بانتهاء فترته ، وتوزع عائداته على المستثمرين ، وتكون عدد الوحدات القائمة فيه محدودة نسبياً وذلك بعد الاكتتاب الأولي ولكن يمكن تداول وحداته في سوق الأوراق المالية في بعض الدول.

صناديق الاستثمار المفتوحة: (Open-end Funds)

هي عبارة عن استثمارات تتجمع فيها الأرصدة للقيام بالعمليات المناسبة التي تتوافق مع نشاط الصندوق ، حيث تتوفر فيه إمكانية شراء وحدات أو بيعها خلال فترات تتناسب مع تاريخ استحقاق كل صندوق ، أي يكون رأس المال فيها متغير.

ونتيجة لنمو وتطور حاجات ورغبات المستثمرين أمكن تصنيف صناديق الاستثمار على أساس هدف الصندوق ، والذي يُحدد بطريقة تلائم فئة معينة منهم ، بالإضافة إلى إمكانية تصنيفها حسب تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها.

مع ملاحظة أن جميع هذه التصنيفات تندرج تحت التصنيف الأساسي لها كونها صناديق مفتوحة أو مغلقة، وفيما يلي تصنيفها حسب الهدف منها.

ثانياً: صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

يختلف هدف الصندوق باختلاف فئات المستثمرين، وفيما يلي أهم الأهداف للصناديق:

- ١ - صناديق النمو (Growth Funds)
- ٢ - صناديق الدخل (Income Funds)
- ٣ - صناديق الدخل والنمو (Partially income, partially growth funds)
- ٤ - صناديق إدارة الضريبة (Tax-managed funds)

(١) صناديق النمو Growth Funds:

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق زيادة في القيمة السوقية للشركة التي يتكون منها الصندوق، مع الأخذ في الاعتبار بأن هذا النوع من الاستثمار ذو مخاطر عالية، وتستثمر هذه الصناديق في أسهم الشركات الناشئة والدول النامية، ويناسب هذا النوع المستثمرين الذين:

- أ - لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.
- ب - الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية، حيث يتم تدوير الأرباح للحصول على المزيد من المكاسب الرأسمالية.

(٢) صناديق الدخل (Income Funds):

تهدف إلى تحقيق دخل دوري للمستثمرين، وتشمل تشكيلة هذه الصناديق على سندات وأسهم شركات كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح، ويناسب هذا النوع المستثمرين الذين:

- أ - يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.
- ب - لا يخضعون للضريبة، أو في شريحة ضريبية منخفضة.

(٣) صناديق الدخل والنمو Partially income, partially growth funds:

تسعى هذه الصناديق لتحقيق هدف النمو والدخل معاً، وتتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات العائد الثابت مثل السندات والأسهم الممتازة وتسمى هذه الصناديق (الصناديق

المتوازنة)، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون أيضاً في تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم.

(٤) صناديق إدارة الضريبة:

تهدف هذه الصناديق إلى تأجيل دفع الضريبة من قبل المستثمرين فيها، لأن الضريبة تستحق عند بيع الوحدات فقط، وهذه الصناديق لا تجر توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على وحدات إضافية بما يعادل قيمتها. هذه الصناديق تناسب المستثمر الذي يخضع لضريبة عالية أو الذي يرغب في تأجيل الدفع إلى سنوات قادمة.

أما بالنسبة لتصنيفها حسب التشكيلة المكونة لها فيمكن إيجازها فيما يلي:

ثالثاً: صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة

Common stock funds	١ - صناديق الأسهم العادية
Bond funds	٢ - صناديق السندات
Balanced funds	٣ - الصناديق المتوازنة
Money market funds	٤ - صناديق سوق النقد
Specialized funds	٥ - صناديق الاستثمار المتخصصة

(١) صناديق الأسهم العادية Common stock funds

الهدف الاستثماري لهذه الصناديق يتمثل في العمل على تحقيق نمو رأس المال في المدى الطويل عن طريق الاستثمار في تشكيلات متنوعة من الأسهم.

وتختلف هذه الصناديق باختلاف السمات الخاصة بالأسهم المكونة لها.. فهناك صناديق تركز على:

- الأسهم التي تتسم بدرجة نمو عالية.
- صناعة معينة.
- منطقة جغرافية معينة.

وكل هذه الصناديق تشترك في كونها تحتوي على الأسهم العادية فقط.

(٢) صناديق السندات Bond funds

تهدف إلى توفير المكاسب الرأسمالية مع إعادة استثمار الدخل المتحصل من الاستثمار في السندات. ويعتمد ذلك على أسواق السندات والعوامل المؤثرة عليها، بالإضافة إلى الآثار المترتبة على تقلبات أسعار العملات و الفوائد و غير ذلك. وتجدر الإشارة إلى أن هناك صناديق تقتصر على نوع واحد من السندات وصناديق مختلطة والتي تحتوي على مجموعة منها تتباين من حيث الجودة، والمخاطر، والعائد لتتناسب فئات مختلفة من المستثمرين، مع ملاحظة أن جميع هذه الصناديق تحتوي على السندات فقط.

(٣) الصناديق المتوازنة Balanced funds

ويطلق عليها بالصناديق المتنوعة Diversified Funds حيث تحتوي على مزيج من الأسهم العادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد مثل الأسهم الممتازة والسندات، وتختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق.

(٤) صناديق سوق النقد Money market funds

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على رأس المال الأساسي مع عائد مضمون في ظل مخاطر محدودة جداً، و تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل: أدونات الخزنة، وشهادات إيداع (الاستثمار)، والكمبيالات المصرفية.

(٥) صناديق الاستثمار المتخصصة Specialized funds

يتم الاستثمار في هذه الصناديق في فترات الرواج الاقتصادي، حيث تركز هذه الصناديق استثماراتها في محافظ تضم أوراق مالية لصناعات معينة أو لقطاع معين، أو في منطقة جغرافية معينة، حيث تستقطب هذه الصناديق المستثمرين المتفائلين بمستقبل الصناعات أو القطاع المختار، والذين لديهم القابلية لتحمل المخاطر في سبيل تحقيق عائد أكبر.

مزايا صناديق الاستثمار:

يوفر الاستثمار في الصناديق مزايا عديدة للمستثمر الفرد بغض النظر عن حجم رأسماله وخبرته في الاستثمار، وعليه يمكن إيجاز أهم هذه المزايا فيما يلي:

(١) تنشيط حركة أسواق المال:

إن العلاقة بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية هي علاقة تبادلية ، حيث تؤدي إلى تنشيط السوق المالية عن طريق ربط المدخرات الوطنية بها ، وتنمية رأس المال المستثمر ، كما تعتبر الصناديق أداة فعالة لامتصاص فائض السيولة بالبنوك ، وبهذه الآلية تعمل الصناديق لصالح المستثمرين العاديين وللسوق الأوراق المالية معاً.

(٢) الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة:

نظراً لما تمتلكه الصناديق الاستثمارية من خبرة ودراية بالسوق ، وكذلك توفر مستشارين محترفين ، وباحثين متميزين مما يتيح لها معرفة أوضاع السوق المالية من ناحية الرواج والكساد واختيار الأوراق المالية المناسبة.

(٣) انخفاض المخاطر نتيجة للتنوع:

يمكن تخفيض المخاطر عند الاستثمار في الصناديق من خلال توزيع الاستثمارات في أدوات ومساهمات مختلفة ، وفي بعض الأحيان في أسواق عالمية مختلفة أيضاً..

والمقصود بالمخاطر هنا: احتمال اختلاف عائد الاستثمارات الفعلي عن عائدها المتوقع.

(٤) المرونة والملاءمة (السيولة) ويقصد بها: تنفيذ طلبات استرداد الوحدات في أي وقت..

وهذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة للمستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية.

الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار:

تلعب صناديق الاستثمار دوراً مهماً في أسواق المال في العالم كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات ، وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة..

وفيما يلي بعض المنافع التي تحققها الصناديق لكل من:

أ / الاقتصاد الوطني

ب / الشركات الاستثمارية والبنوك

ج / المستثمرين

(أ) الاقتصاد الوطني:

١ - صناديق الاستثمار تساعد على تنويع استثمارات القطاع الخاص.

- ٢ - تفاعل القطاع الخاص مع القطاع البنكي بما يحقق احتياجات الاقتصاد المحلي، وذلك عن طريق وعي الجمهور بأهمية الاستثمارات البنكية وكيفية الاستفادة منها..
- ٣ - تعتبر صناديق الاستثمار أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة.
- ٤ - تنشيط و تطوير السوق المالية المحلية و ذلك عن طريق:
 - رفع كفاءة السوق: وذلك من خلال زيادة معدل الدوران في السوق المحلية.
 - استخدام البنوك لأساليب متقدمة لاختيار محافظ لأصول الصناديق.
 - تخفيف التذبذبات الحادة في الأسعار وتحقيق التوازن التام في السوق، وذلك عن طريق الضوابط الخاصة بالصناديق.

(ب) الشركات الاستثمارية والبنوك:

- ١ - جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها.
- ٢ - إمكانية الدخول في عمليات استثمار جديدة، وذلك عن طريق امتصاص الصناديق لفائض السيولة لدى البنك أو الشركة الاستثمارية.
- ٣ - الإعلان والترويج للبنك وأنشطته.
- ٤ - الاستفادة من عمولات الاستثمار.

(ج) المستثمرون:

- ١ - تفرغ المستثمرون لأعمالهم وأنشطتهم بدلاً من إدارة استثماراتهم.
- ٢ - اختيار الاستثمارات المناسبة والوقت المناسب للبيع والشراء.
- ٣ - التنويع الاستثماري والتقليل من المخاطر المصاحبة له.
- ٤ - توجيه المدخرات نحو فرص استثمارية مناسبة.

القسم القياسي

يمثل الاتحاد الأوروبي أكبر سوق مفرد في العالم، لذا يعتبر الاقتصاد الأوروبي من الاقتصاديات الرائدة فهو يتمتع بطاقة تصنيعية عالية، وعمالة ذات كفاءة عالية، بالإضافة إلى أن خطة التكامل المتواصلة بين دول أوروبا يجعل من اقتصاد هذه دول أكثر فاعلية ونشاطا وبالتالي أكثر منافسة على المستوى العالمي.

وقد صممت صناديق الأسهم الأوروبية للتغلب على عدة صعوبات أهمها: تعدد الأسواق والعملات. ونظراً لقلة الدراسات الموجودة عن صناديق الاستثمار بشكل عام، و الصناديق في البنوك المحلية -بجميع أنواعها - بشكل خاص، فقد تم اختيار دراسة هذا النوع من الاستثمار، وتأثيره على بعض المتغيرات في الاقتصاد الكلي.

كما لقلة البيانات المتوفرة لعمل الدراسات المستفيضة عن هذا الجانب الحيوي من الاقتصاد، فقد تم الاكتفاء بدراسة المتغيرات الآتية: عرض النقود الواسع، سعر الفائدة، درجة الوعي المصرفي. والجدول التالي يتناول نبذة مختصرة للصناديق محل الدراسة، وهي مرتبة بحسب الأحرف الأبجدية.

جدول (٢) نبذة مختصرة للصناديق محل الدراسة

البنوك المديرة	اسم الصندوق	تاريخ الابتداء	ملحوظات
الأهلي	المتاجرة بالأسهم الأوروبية	1994/11/30	موافق للشرعية
الجزيرة	صندوق الثريا للأسهم الأوروبية	1999/09/16	موافق للشرعية
الرياض	صندوق الأسهم الأوروبية الصاعدة	1992/05/12	
العربي	صندوق أوروبا الشرقية	1998/03/23	في طريقه للاندماج
الهولندي	صندوق الأسهم الأوروبية	1998/09/16	

المتغيرات محل الدراسة و مصادر البيانات:

- ❖ عرض النقود الواسع (M_2): يشمل النقد المتداول خارج المصارف والودائع تحت الطلب، والودائع الزمنية والادخارية.
وتم الحصول على بيانات هذا المتغير من تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.
- ❖ الطلب على الاستثمار في الصناديق (A): يمكن تمثيل الطلب على الاستثمار في الصناديق بإجمالي الأصول المستثمرة فيه، وتم الحصول على بيانات هذا المتغير من إدارة مراقبة البنوك بمؤسسة النقد العربي السعودي.
- ❖ متوسط سعر الفائدة (R): تمثل العائد على الودائع المصرفية، وهي إحدى البدائل التي قد يلجأ إليها المستثمر بدلا من الاستثمار في الصناديق الاستثمارية.
وهي عبارة عن أسعار الفائدة للودائع بالريال السعودي بين المصارف لمدة ثلاثة أشهر.
وقد تم الحصول على بيانات هذا المتغير من تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.
- ❖ درجة الوعي المصرفي (AW): هي نسبة النقد المتداول خارج المصارف إلى الودائع تحت الطلب، فكلما انخفضت النسبة ارتفع الوعي، وقد تم الحصول على بيانات هذا المتغير من تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.

النتائج القياسية

نظراً لقيام نموذجي تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، والمراجعة على مجموعة من الفروض النظرية التي قلما تنطبق على الأسواق الناشئة، فقد تم استخدام نموذج العوامل المتعددة والذي لا يفترض كفاءة السوق أو توازنه؛ لتحديد أهم العوامل التي توضح مدى قدرة الصناديق محل الدراسة (صناديق الأسهم الأوربية في البنوك المحلية) في جذب السيولة الموجودة في السوق كما تراها الباحثة. وقد تم استخدام الاختبارات التالية:

اختبارات جذر الوحدة (السكون)

وهي عبارة عن اختبار ديكي - فولر الموسع (ADF) بقاطع وقاطع ومتجه.

اختبارات التكامل المشترك باستخدام أسلوب الإمكانية العظمى (J-J)

يستخدم أسلوب الإمكانية العظمى عندما يزيد عدد المتغيرات محل الدراسة عن متغيرين، وذلك لإمكانية وجود أكثر من متجه للتكامل المشترك.

وقد تم إجراء هذا الاختبار على المتغيرات محل الدراسة وفقاً للنموذج

$$LA = \alpha + \beta_1 LAW + \beta_2 LR + \beta_3 LM_2$$

الاختبار الأول: اختبار الأثر (Trace)

الاختبار الثاني: اختبار القيمة الذاتية القصوى (λ Max)

وفيما يلي هذه الاختبارات ونتائجها لجميع الصناديق محل الدراسة، وقد تم ترتيبها حسب الحروف الأبجدية.

نتائج اختبارات السكون

نلاحظ أن متغير سعر الفائدة كان ساكناً في الفروق الثانية لجميع الصناديق محل الدراسة. أما متغير نسبة الوعي المصرفي فكان مستقراً في المستوى بقاطع ومتجه فقط، بينما كان مستقراً في الفروق الأولى في الحالتين. (تم غرض النظر عن استقراره في المستوى). لكن متغير عرض النقود الواسع فكان مستقراً في الفروق الأولى بقاطع ومتجه في جميع الصناديق محل الدراسة ما عدا الصندوق الذي يديره بنك الجزيرة (لاختلاف حجم العينة، فقد بدأ في خلال ١٩٩٩) فكان مستقراً فيها بالحالتين.

أما بالنسبة لمتغير حجم الأصول، فكانت جميع الصناديق محل الدراسة ساكنة في الفروق الأولى. وبناء على ذلك:

فقد تم قبول فرض عدم القائل بوجود جذر وحدة لهذه السلاسل الزمنية، وبالتالي رفض الفرض البديل القائل: بأن السلاسل الزمنية ساكنة في مستوياتها الأصلية. وعليه تكون جميع السلاسل الزمنية مستقرة من الدرجة الأولى ما عدا السلسلة الزمنية الخاصة بسعر الفائدة، فكانت مستقرة من الدرجة الثانية.

اختبارات السكون

الفروق الثانية	الفروق الأولى	المستوى	القيم	المعيار		
					قاطع مع متجه	قاطع فقط
-3.622033	-2.998064	-3.595026	-2.981038	-3.587527	-2.976263	الجدولية
-9.675225	-9.944599	-7.895640	-8.057994	-5.173072	-1.553594	المحسوبة
-3.673616	-3.029970	-3.658446	-3.004861	-3.587527	-3.020686	الجدولية
-4.199555	-4.512692	-4.158897	-1.742124	-2.059239	3.186742	المحسوبة
-3.612199	-2.991878	-3.603202	-2.981038	-3.587527	-2.991878	الجدولية
-6.031328	-5.989930	-2.885761	-2.414905	0.790638	-2.045910	المحسوبة
-3.690814	-3.040391	-3.673616	-2.986225	-3.690814	-3.029970	الجدولية
-3.714045	-4.199046	-4.909114	-5.632883	-1.207046	3.415127	المحسوبة

جدول (٤) اختبارات السكون للمتغيرات المشتركة

جدول (٥) اختبارات السكون لحجم الأصول

-3.658446	-3.020686	-3.603202	-2.986225	-3.595026	-2.981038	الجدولية	الجزيرة
-3.058283	-3.248328	-6.625662	-6.425149	-1.433670	-1.717671	المحسوبة	
-3.612199	-2.991878	-3.595026	-2.981038	-3.587527	-2.976263	الجدولية	الرياض
-6.170316	-6.381565	-5.750896	-5.935214	-3.596826	-2.615829	المحسوبة	
-3.673616	-2.998064	-3.595026	-2.981038	-3.587527	-2.976263	الجدولية	العربي
-2.874660	-5.347868	-6.092800	-6.085697	-1.842852	-1.840939	المحسوبة	
-3.603202	-2.986225	-3.595026	-2.981038	-3.603202	-2.976263	الجدولية	الهولندي
-12.08212	-12.29818	-6.481848	-6.621700	-2.564600	-1.644891	المحسوبة	

جدول رقم (٣) لأشكال البيانات للمتغيرات
الأشكال البيانات

رسم بياني لحجم الأصول حسب البنوك المديرة	رسم بياني للمتغيرات المشتركة
<p>البنك الأهلي</p>	
<p>بنك الجزيرة</p>	
<p>بنك الرياض</p>	
<p>البنك العربي</p>	<p>البنك الهولندي</p>

نتائج اختبارات التكامل المشترك

باستخدام أسلوب الإمكانية العظمى (J-J)

تدل نتائج اختبار الأثر Trace Test على أن القيمة المحسوبة لمعدل الإمكانية الأولى أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% مما يعني رفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود متجه للتكامل المشترك و ذلك لجميع الصناديق محل الدراسة.

ففي جميع الصناديق كان معدل الإمكانية الثانية أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% مما يعني قبول فرضية عدم القائلة بوجود متجه واحد على الأكثر للتكامل المشترك، ما عدا الصندوق المدار من قبل بنك الجزيرة فكان معدل الإمكانية أصغر من القيمة الحرجة الثالثة عند مستوى معنوية 5% مما يعني قبول فرضية عدم القائلة بوجود متجهين للتكامل المشترك على الأكثر.

ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك يلزمنا إجراء اختبار القيمة الذاتية العظمى Maximum Eigenvalue Test

دلت نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى إن القيمة المحسوبة لمعدل الإمكانية الأولى أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% مما يدل على رفض فرض عدم القائل بعدم وجود متجه للتكامل المشترك، و ذلك لجميع الصناديق محل الدراسة ما عدا الصندوق المدار من قبل البنك العربي فكان أقل، مما يدل على قبول فرض عدم القائل بعدم وجود متجه للتكامل المشترك.

أما القيمة المحسوبة لمعدل الإمكانية الثانية فكانت أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% مما يدل على قبول فرض عدم القائل بوجود متجه وحيد للتكامل المشترك، مما يعني وجود علاقة توازن طويلة الأجل واحدة بين المتغيرات محل الدراسة، ما عدا الصندوق المدار من قبل بنك الجزيرة فكان معدل الإمكانية أصغر من القيمة الحرجة الثالثة عند مستوى معنوية 5% مما يعني قبول فرضية عدم القائلة بوجود متجهين للتكامل المشترك، مما يعني وجود علاقتي توازن طويلتي الأجل بين المتغيرات محل الدراسة.

أما بالنسبة للمعادلات في الأجلين: الطويل و القصير فكانت كما يلي:

يبين جدول (٨) معادلات الأجل الطويل للصناديق محل الدراسة.

حيث إن المتغيرات محل الدراسة مطابقة للفروض النظرية جبرياً، ما عدا سعر الفائدة في الصندوق المدار من قبل بنك الجزيرة.

وتجدر الإشارة إلى أن نسبة الوعي المصرفي كان له التأثير الأقوى للطلب على الاستثمار في الصناديق، يليه عرض النقود و في النهاية سعر الفائدة.

أما جدول (٩) فيبين معادلات الأجل القصير للصناديق محل الدراسة و ملخصه كما يلي:

يمثل هذا المتجه علاقات الأجل القصير بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة محل الدراسة.

وقد دلت النتائج على التأثير السالب للمتغير التابع كمتغير مستقل مبطاً لفترة واحدة، لجميع الصناديق محل الدراسة، ما عدا الصندوق المدار من قبل البنك العربي الوطني فكان إيجابياً كمتغير مستقل مبطاً لفترة واحدة و لفترتين كذلك.

أما متغير عرض النقود فكان تأثيره سلبياً لجميع الصناديق محل الدراسة، ما عدا الصندوق المدار من قبل بنك الجزيرة فكان تأثيره إيجابياً.

وكان متغير سعر الفائدة ذا تأثير ايجابي لجميع الصناديق محل الدراسة ما عدا الصندوق المدار من قبل البنك السعودي الهولندي.

وبالنسبة لمتغير نسبة الوعي المصرفي فكان تأثيره سلبياً لجميع الصناديق محل الدراسة ما عدا الصندوق المدار من قبل البنك العربي الوطني فكان ايجابياً كمتغير مستقل مبطاً لفترتين فقط.

ومن الجدير بالذكر أن معلمة حد تصحيح الخطأ كانت سالبة في جميع الصناديق محل الدراسة مما يدل على التراجع إلى القيمة التوازنية.

اختبارات التكامل المشترك باستخدام أسلوب الامكانية العظمى (J-J)

جدول (٦)

اختبار الأثر للصناديق محل الدراسة

القيمة الذاتية					معدل الإمكانية اختبار الأثر					القيمة الحرجة 5%	الفرضية البديلة	فرضية العدم
الهولندي	العربي	الرياض	الجزيرة	الأهلي	الهولندي	العربي	الرياض	الجزيرة	الأهلي			
0.760	0.619	0.645	0.756	0.680	64.675	50.501	53.220	68.805	53.606	47.21	$R > 0$	$R = 0$
0.540	0.417	0.396	0.583	0.383	27.495	25.397	26.234	34.897	23.949	29.68	$R > 1$	$R \leq 1$
0.174	0.320	0.306	0.363	0.299	7.2689	11.334	13.105	13.891	11.363	15.41	$R > 2$	$R \leq 2$
0.084	0.048	0.128	0.119	0.078	2.2898	1.3010	3.5720	3.0419	2.1230	3.76	$R > 3$	$R \leq 3$

جدول (٧)

اختبار القيمة العظمى للصناديق محل الدراسة

القيمة الذاتية					معدل الإمكانية القيمة العظمى					القيمة الحرجة 5%	الفرضية البديلة	فرضية العدم
الهولندي	العربي	الرياض	الجزيرة	الأهلي	الهولندي	العربي	الرياض	الجزيرة	الأهلي			
0.760	0.619	0.645	0.756	0.680	37.180	25.104	26.985	33.908	29.656	27.07	R=0	R = 0
0.540	0.417	0.396	0.583	0.383	20.226	14.062	13.128	21.006	12.586	20.97	R=1	R = 1
0.174	0.320	0.306	0.363	0.299	4.9791	10.033	9.5338	10.849	9.2401	14.07	R=2	R = 2
0.084	0.048	0.128	0.119	0.078	2.2898	1.3010	3.5720	3.0419	2.1230	3.76	R=3	R = 3

الهولندي	العربي	الرياض	الجزيرة	الأهلي	البنوك المديرة المتغيرات المستقلة
+9.412333	1.953661	+8.880781	+0.710596	+6.952751	LM ₂
- 0.304328	- 0.213328	- 2.223970	+0.229463	- 1.136248	LR
+ 10.32514	+3.307561	+13.24778	+1.532330	+13.69589	LAW

معادلات الأجلين (الطويل والقصير)

جدول (٨)

معادلات الأجل الطويل

جدول (٩)
معادلات الأجل القصير

الهولندي	العربي	الرياض	الجزيرة	الأهلي	البنوك المديرة المتغيرات المستقلة
+ 0.111353	0.090479	0.073887	-0.041675	-0.011454	C
-0.271138	0.360252	-0.079529	-0.162335	-0.103803	D(LA(-1))
	0.416040				D(LA(-2))
-3.608569	-1.868084	-1.794398	1.347985	-0.975961	D(LM2(-1))
	-2.070416				D(LM2(-2))
-0.222803	0.628132	2.322084	0.093236	0.201477	D(LR(-1))
	0.021289				D(LR(-2))
-0.817690	-1.016912	-4.669973	-0.009611	-0.710921	D(LW(-1))
	+0.200099				D(LW(-2))
-0.220140	-0.540144	-0.721075	-0.011083	-0.124218	EC

النتائج

نظراً لانخفاض نسبة الوعي المصرفي فقد فشلت الصناديق محل الدراسة في جذب السيولة الموجودة في السوق و الممثلة بعرض النقود.

التوصيات

- تخفيض الحد الأدنى للاشتراك أو الإضافة في الصناديق الاستثمارية ليتسنى لذوي الدخل المحدود الولوج إلى هذا النوع من الاستثمار.
- عمل الدراسات و النشرات التي تنمي الوعي الاستثماري للتعريف بالصناديق الاستثمارية وأهميتها.
- إصدار مجلات علمية محكمة متخصصة في الصناديق الاستثمارية بجميع أنواعها.
- توفير البيانات المطلوبة لعمل الدراسات، و عدم التعقيد في إجراءات الحصول عليها، وتوفير الشفافية في ذلك؛ ليتمكن الباحث من إعداد الدراسة بشكل أفضل وبكل يسر وسهولة.
- إجراء المزيد من الدراسات على السوق المحلي، والأسواق المجاورة، وخاصة تجربتها مع الصناديق الاستثمارية.
- دراسة أثر انهيار السوق على الاستثمار في الصناديق.

المراجع

- خليفة، السيد، نوفمبر، ١٩٩٦، مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية "مجلة عالم الاقتصاد العدد ٥٨"
- المزيني، إبراهيم عبد العزيز، ١٤٢٥هـ. تقييم أداء صناديق المملكة العربية السعودية (دراسة قياسية للفترة ٢٠٠٢ - ١٩٩٢)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك سعود، قسم الاقتصاد
- المهلكي، عياد عوض ١٩٩٩م. واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية - الطبعة الأولى.
- هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٤، صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية.
- ❖ إصدارات مؤسسة النقد العربي السعودي.
- ❖ عدة مواقع على شبكة الانترنت، منها:
 - موقع مؤسسة النقد العربي السعودي.
 - موقع البنك الأهلي التجاري.
 - موقع بنك الجزيرة.
 - موقع بنك الرياض.
 - موقع البنك العربي الوطني.
 - موقع البنك السعودي الهولندي.
 - موقع تداول.