

جامعة أحمد دراية ادرار - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية ، وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر
ميدان علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
تخصص اقتصاد نقدي وبنكي
الموضوع

دور صناديق الاستثمار في تشييط سوق الاوراق المالية
دراسة حالة بورصة فلسطين من 2011 إلى 2017

إشراف الأستاذ:

- د.أحمد عكاشة عزيزي

إعداد الطالبين:

✓ دباغي سميرة

✓ موشاحانا سهام

لجنة المناقشة

| | | |
|--------|-----------------|--------------------|
| رئيسا | استاذ محاضؤ -أ- | د.العبادي أحمد |
| مشرفا | استاذ محاضر -أ- | د.أحمد عكاشة عزيزي |
| ممتحنا | أستاذ مساعد -أ- | د.خيرجة حمزة |

الموسم الجامعي : 2021/ 2020



شهادة الترخيص بالإيداع

انا الأستاذ(ة): عزيزة ابراهيم حناش

المشرف على مذكرة الماستر.

الموسومة بـ: دور صناديق الاستثمار في تنمية سوق الأوراق المالية
دراسة حالة بورصة الجزائر من 2018 إلى 2018

من إنجاز الطالب(ة): دياغي سميرة

و الطالب(ة): صو ساجانا سهام

كلية: العلوم الاقتصادية والاختصاصية وعلوم التسويق

القسم: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تاريخ تقييم / مناقشة: 06/11/2021

أشهد ان الطلبة قد قاموا بالتعديلات والتصحيحات المطلوبة من طرف لجنة التقييم، وان المطابقة بين النسخة الورقية والإلكترونية استوفت جميع شروطها.

ويمكنهم إيداع النسخ الورقية (02) والالكترونية (PDF).

- امضاء المشرف

ادرار في: 24 جويلية 2021

مساعد رئيس القسم:-

أ. صديقي عبد الكريم

مساعد رئيس قسم العلوم الاقتصادية

مكلف بالتدريس والتعليم في التدرج



الشكر والعرفان

بعد شكر الله عز وجل شأنه على ما أوتينا علينا من نعم وأكرمنا بها في الدنيا، أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى كافة أساتذة وموظفي جامعة أدرار كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية والى كل من ساهم في انجاز هذه الرسالة وقام بالمساعدة والإرشاد على إخراجها في صورتها النهائية ، والتي نأمل أن تكون بصمة إضافة وإسهام إلى البحث العلمي في جامعة أدرار ونخص بالشكر الجزيل والموصول مشرفنا الأستاذ الدكتور أحمد عكاشة عزيزي على ما افدنا به وقدمه من جهود جبارة لإكمال الرسالة بحيث كانت توجيهاته، وار شادته الدليل المعين الذي أنار لنا درب وسهل علينا الصعاب .



إهداء:

الحمد لله الذي أنار لي طريقي وكان لي خير عون. إلى أعلى ما أملك في هذه الدنيا، إلى من كان سبب لوجودي على هذه الأرض، إلى من وضعت الجنة تحت أقدامها، إلى التي أنحني لها بكل إجلال وتقدير، إلى التي أرجو قد أكون نلت رضاها أُمي الغالية أطل الله في عمرها. إلى من أدين له بحياتي، إلى من سعي لأجل راحتي ونجاحي إل أعظم وأعز رجل في الكون أكن له مشاعر التقدير والإحترام والعرفان أبي العزيز أطل الله في عمره.

إلى الذين ظفرت بهم هدية من الأقدار إخوة فعرفوا معنى الأخوة "إخوتي الأحباء"
إلى كل من قاسمني مشوار دراستي أصدقائي وخاصة زميلتي التي شاركتني هذا العمل المتواضع "سهام".

إلى أساتذتي وأهل الفضل علي وخاصة الأستاذ المشرف أحمد عكاشة عزيزي.
إلى هؤلاء أهدي العمل المتواضع سائلا الله العلي القدير أن ينفعنا به ويمدنا بتوفيقه.



الإهداء:

اختلطت دموع فرحتي بتخرجي وحزني بوداع أحبتي بغمضة عين مرت أيامنا وهانحن اليوم نجني قطفنا ونودع أحباتنا هذه هي سنة الحياة بالأمس التقينا واليوم افترقنا ولكن فرحنا بتخرجنا ينسينا ألمنا. أهدي ثمرة جهدي هذا إلى من علمتني أن الحب ليس له عمر وأن العطاء ليس له حدود
والدتي العزيزة .

وإلى الشمعة التي أحرقت لتتير لي طريق حياتي وعلمني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر
والدي العزيز. رحمه الله وأسكنه فسيحة جنانه

إلى الذين ظفرت بهم هدية من الأقدار إخوة فعرفوا معنى الأخوة "إخوتي الأحباء"
إلى كل من قاسمني مشوار دراستي أصدقائي وخاصة زميلتي التي شاركتني هذا العمل المتواضع
"سميرة".

إلى أساتذتي وأهل الفضل علي وخاصة الأستاذ المشرف أحمد عكاشة عزيزي.
إلى هؤلاء أهدي العمل المتواضع سائلا الله العلي القدير أن ينفعا به ويمدنا بتوفيقه.



فهرس المحتويات

| | |
|---|--|
| | شكر |
| | أهداء |
| 11..... | مقدمة |
| الفصل الأول | |
| الإطار النظري حول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق | |
| 5..... | تمهيد الفصل الأول : |
| 6..... | المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية و صناديق الاستثمار |
| 6..... | المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية |
| 6..... | الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية |
| 7..... | الفرع الثاني: مكونات سوق أوراق المالية |
| 7..... | الفرع الثالث : خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية. |
| 8..... | المطلب الثاني: أساسيات حول صناديق الاستثمار |
| 8..... | الفرع الأول : مفهوم صناديق الاستثمار |
| 9..... | الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار |
| 10..... | الفرع الثالث: الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار. |
| 11..... | المبحث الثاني: الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية. |
| 11..... | المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية واللغة الأجنبية. |
| 11..... | الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية |
| 14..... | الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية |
| 14..... | المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة والحالية. |
| 16..... | خلاصة الفصل |

الفصل الثاني

دراسة قياسية للسوق المالية الفلسطينية من 2011 الى 2017

- 18.....تمهيد الفصل الثاني:
- 19.....المبحث الأول: تقديم عام حول بورصة فلسطين وصناديق الاستثمار الناشطة فيه.
- 19.....المطلب الأول: تقديم حول بورصة فلسطين.
- 19.....الفرع الأول: نبذة عن سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين) وأهدافها.
- 20.....الفرع الثاني: شروط الإدراج و الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- 23.....المطلب الثاني: تقديم حول صندوق رسملة الأسهم ومؤشر بورصة فلسطين.
- 24.....الفرع الثاني: مؤشر القدس بورصة فلسطين.
- 25.....المبحث الثاني: دراسة قياسية لمدى فعالية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية.
- 25.....المطلب الأول: توصيف البيانات ومنهجية الدراسة:
- 26.....المطلب الثاني: النتائج التطبيقية:
- 34خلاصة الفصل.
- 34.....خاتمة
- 38.....قائمة المصادر والمراجع

فهرس الجداول

- الجدول رقم 1 عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011 إلى 2017..... 21
- الجدول رقم 2 تطور مؤشر القدس بورصة فلسطين من 2011 إلى 2017..... 24
- الجدول رقم 3 توصيف بيانات الدراسة..... 25
- الجدول رقم 4 نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (pp)..... 26
- الجدول رقم 5 : نتائج اختبار منهج الحدود..... 29
- الجدول رقم 6: نتائج اختبار أنجل جرا نجر..... 31
- الجدول رقم 7 : اختبار جوهانس لتكامل المشترك..... 32

فهرس الأشكال

- الشكل رقم 1 عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011 إلى 2017.....21
- الشكل رقم 2: تطور مؤشر القدس بورصة فلسطين من 2011 إلى 2017.....23
- الشكل رقم 3 هيكل التنظيمي لبورصة فلسطين..... **Erreur ! Signet non défini.**
- الشكل رقم 4: التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة للفترة 2011/5-2017/10.....25

مقدمة

توطئة:

أن سوق الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي ووسيلة لتنمية وسائل المدخرات الوطنية لجلب المستثمرين لاستثمار في رؤوس أموال محلية أو أجنبية، كما تساهم في تنظيم التدفقات المالية وكذلك لتلبية حاجيات مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء أصحاب العجز أو أصحاب الفائض كما أن هذه الأسواق المالية تربط بين القطاعات الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات في كل قطاع هذا الربط ينتج عن ازدهار اقتصاد في دولة مما يستلزم أن الأسواق المالية تعتبر كوسيلة لقياس اقتصاد أي دولة هذا من جهة ومن جهة أخرى لجلب العملة الصعبة وكذا المستثمرين.

وتعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية للادخار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة. كما تتيح هذه الصناديق الفرصة أمام صغار المدخرين

كما أنها تتميز عن غيرها من أدوات السوق الأوراق المالية بتقليل المخاطر من خلال التنوع في مكونات محفظتها المالية وهذا ما يتم ملاحظته في سوق الأوراق المالية الفلسطينية.

وتعد بورصة فلسطين إحدى الأسواق المالية الناشئة، فقد بذلت حكومتها جهوداً مضيئة في مجال تطور وإصلاح هيكل البورصة ورفع كفاءة مؤسسات الوساطة المالية والشركات الوسيطة في عمليات البورصة.

إشكالية الدراسة:

تعتبر الأسواق المالية أحد الوسائل لتمويل المشاريع الاستثمارية من خلال بعض السماسرة وشركات الوساطة إضافة إلى صناديق الاستثمار التي من خلالها يمكن تمويل مشاريع ضخمة عن طريق المدخرات الفردية وهذا بفضل الأسواق المالية، وعليه يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما مدى فعالية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية الفلسطينية؟

التساؤلات الجزئية:

ومن إشكالية الرئيسة يمكن أن نطرح تساؤلات فرعية.

- ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟

- ماذا نعني بصناديق الاستثمار؟

- هل وحدات صناديق الاستثمار تتداول في سوق المالي؟

فرضيات الدراسة:

- للإجابة على الإشكالية المطروحة والتي تنطبق منها مجموعة من الفرضيات من شأنها الالمام بجوانب الموضوع , إرتأينا الاعتماد على الفرضيات التالية:
- يعتبر وجود سوق الأوراق المالية ضرورة قصوى في الاقتصاد.
 - وحدات صناديق الاستثمار تتداول في البورصة.
 - لا يوجد تأثير لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

أهمية الموضوع:

تكمن أهمية الدراسة في أهمية سوق الأوراق المالية ودورها في تنشيط صناديق الاستثمار باعتبارها وعاء استثماري له تأثير في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار عن طريق سوق الأوراق المالية، حيث يلاحظ أن دور هذا الاسوق تتزايد أهميتها بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية لاقتصادية مما يجعلها تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد.

أهداف البحث:

- عرض أهم المفاهيم المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- توضيح أهمية ومكانة صناديق الاستثمار في الحياة الاقتصادية.
- التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية الفلسطيني.

منهج الدراسة:

اعتمدنا المنهج الوصفي لتغطية الجانب النظري لسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وكذا الإطار العام لبورصة فلسطين والمنهج التحليلي القياسي لبعض البيانات والجداول في الدراسة القياسية.

دوافع اختيار الموضوع: ينصب الاهتمام بالموضوع من خلال:

- كون هذا الموضوع مهم في تخصصنا ويندرج ضمن مجال التخصص.
- لكسب المعرفة العلمية.
- إن العقبات التي تعاني منها بورصة فلسطين تجعل إشكالية التي تفرض نفسها على الساحة الاقتصادية.
- نمو وانتشار صناديق الاستثمار صناديق في مجال الاقتصادي.

صعوبات الدراسة:

- انعدام وقلة المعطيات والإحصائيات فيما يخص بورصة فلسطين.
- قلة المراجع الخاصة المتعلقة بصناديق الاستثمار.
- قلة الدراسات الخاصة بدراسة السوق المالي الفلسطيني.

حدود الدراسة:

تتمثل في الحدود المكانية للدراسة في سوق الفلسطيني للأوراق المالية (بورصة فلسطين). أما الحدود الزمانية للدراسة فتتمد من 2011 إلى 2017 لمعرفة دور صناديق الاستثمار فتنشيط سوق الأوراق المالية.

تقسيم الدراسة:

من أجل إحاطة بكل جوانب الدراسة قسمنا هذه الدراسة إلى فصلين حيث تناول في الفصل الأول الإطار النظري لهذه الدراسة وقسمناه إلى مبحثين فأول جاء بمفاهيم حول المتغيرات والبحث الثاني بالدراسات السابقة لدراسة أما الفصل الثاني كان لدراسة التطبيقية يشمل مبحثين أول لمفاهيم بالسوق الفلسطيني (بورصة) وثاني دراسة القياسية لتطور وتحليل النتائج لتطور سوق رأس مال فلسطين و مؤشر القدس لبورصة.

الفصل الأول

الإطار النظري حول

صناديق الاستثمار وسوق

تمهيد الفصل الأول :

تختلف نوعية الأوراق المالية المتداولة في كل سوق باختلاف مستوى تطور السوق حيث صناديق الاستثمار تعد من أهم صيغ التعبئة في الوقت الحالي إذ لا يكاد يخلو أي سوق مالي من هذه الأداة الاستثمارية وهي الأداة تتمتع بمزايا المتعددة تؤهلها لهيمنة لنشاط السوق المحلي والأسواق الأخرى لكونها وسيلة آمنة ومؤثرة في نقل رؤوس الأموال بين أسواق المال في العالم. وفي إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين على حد سواء ومواكبة الأسواق المالية العالمية في استخدام الأدوات المالية الحديثة ظهرت فكرة إنشاء صناديق الاستثمار, حيث قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية و صناديق الاستثمار

المبحث الثاني: الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية.

المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية و صناديق الاستثمار

تعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة حيث يتمثل سوق الأوراق المالية وجيه المناخ الاستثماري لحركة رأس المال, كما تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة لتجميع ممدخرات المستثمرين. سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى مطلبين: المطلب الأول يتضمن ماهية سوق الأوراق المالية والمطلب الثاني أساسيات حول صناديق الاستثمار.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية مرآة حقيقية تعكس لأوضاع الاقتصادية للدولة إذ تلعب دوراً أساسيا في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر

• **التعريف الأول:** يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين, حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.¹

• **التعريف الثاني:** يعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل, حيث يتم فيها مبادلة الصكوك (برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها).²

• **التعريف الثالث:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها " الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسير عمليات التداول"³

من خلال التعاريف الثالثة نستخلص أن سوق الأوراق المالية هي مكان الذي يلتقي فيه وحدات ذات الفائض مع وحدات ذات العجز من خلال وسطاء ماليين من بينهم السماسرة و صناديق الاستثمار وكذا شركات الوسطاء.

¹ عصام حسين, أسواق الأوراق المالية ((البورصة)), دار أسامة للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى 2008, عمان, ص

² محمد عبد الله شاهين, كفاءة صناديق الاستثمار ودورها في دعم الأسواق المالية, دار الكتاب الجامعي دولة الإمارات العربية

المتحدة_الجمهورية اللبنانية, الطبعة الأولى 2017, ص38.

³ محمد عبد الله شاهين محمد, مرجع سبق ذكره, ص39

الفرع الثاني: مكونات سوق أوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

1. **سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية):** يتم في نطاقه التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل.

2. **سوق التداول الأوراق المالية (السوق الثانوية):** وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية المصدرة سابقا التي تم طرحها للاكتتاب للجمهور، من خلال سوق الإصدار، حيث يوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين قاموا بشراء الأوراق المالية من السوق الأولي والذي بدوره ينقسم إلى:¹

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

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

• **السوق الثالث:** هو يمثل جزءا من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة الغير منظمة.

• **السوق الرابع:** هي سوق التعامل بين الشركات الكبيرة المصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين وذلك دون الحاجة إلى سماسرة وتجار أوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتليفزيونية.

الفرع الثالث : خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها كما لها عدة وظائف.

أولا: خصائص سوق الأوراق المالية².

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

- سوق الأوراق المالية من الأسواق المنظمة؛
- التداول في الأسواق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلاله الوسطاء؛

¹ ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال الأسهم والسندات، شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 23-24.

² وليد صافي وأنس البكري، أسواق المالية الدولية، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، عمان 2009، ص 34.

- تعتبر قدرة الأسواق من أكثر الأسواق تطور وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح؛
 - يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة
- ثانيا: وظائف سوق الأوراق المالية.**
- يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:¹
- إيجاد حلقة اتصال بين البائعين والمستثمرين الأمر الذي يسهل سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض؛
 - تشجيع الادخار بفتح مجالا واسعا أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة؛
 - توجيه الادخار نحو الاستثمار الأكثر كفاءة وإنتاجية؛
 - وجوده يساعد راسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في الرفاهية والتنمية الاقتصادية
 - المساعدة في توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية؛
 - تمكين المستثمر من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.

المطلب الثاني: أساسيات حول صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الوحدات العاملة في مجال الأوراق المالية، وهي أداة همة من أدوات الاستثمار لأنها تحقق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال وبما تمتاز به من تنوع طرق الاستثمار فيها، وسنحاول من خلال هذا المطلب معرفة مفهوم صناديق الاستثمار وأنواعها وأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار.

الفرع الأول : مفهوم صناديق الاستثمار

لاشك أن هناك تعاريف عديدة لصناديق الاستثمار، إلا أن هذه التعريفات وإن اختلفت أفاضها جميعها تتفق في مضمونها، وجاءت على النحو التالي.

- **التعريف الأول:** صناديق الاستثمار هذه عبارة عن شركات تجمع أموالا من عدد كبير من المستثمرين وتقوم إدارة الصندوق باستثمار الأموال في مختلف أنواع الأوراق المالية مقابل وثائق

¹ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص34

تصدر للمستثمرين تمثّل كل وثيقة من هذه الوثائق حصة المستثمر بالتبعية في كل الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق، بما يحقق التنوع في الاستثمارات وتوزيع المخاطر وتقليل حجمها و آثارها.¹

▪ **التعريف الثاني:** إن صناديق الاستثمار هي بالاساس عبارة عن وعاء مالي تتولى تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها في الوجهة الاستثمارية المناسبة من خلال أدوات استثمارية مختلفة ومتنوعة من اجل الوصول إلى عوائد مناسبة بتنوع أوجه الاستثمار وبما يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار.²

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لدرجات المستثمرين، ويمكن تصنيفها وفق ما يلي.

1. صندوق الاستثمار المباشر:

ويقوم هذا الصندوق بالاستثمار مباشرة في تأسيس شركات جديدة أو شراء حصص في شركات قائمة أو بإعادة هيكلة شركة خاسرة.³

2. صندوق الاستثمار غير المباشر:

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

1.2. صناديق الاستثمار المغلقة:

وتتميز بالثبات النسبي في رأس مال الصندوق، حيث إن عدد الوثائق المصدرة و المتداولة يكون ثابت ولا يقوم الصندوق ببيع أو شراء الوثائق يومياً وإنما يمكن شراء أو بيع الوثائق بين المستثمرين بعضهم البعض من خلال البورصة عن طريق سمسار معتمد ومقابل عمولة شأنها في ذلك شأن بيع أو شراء الأسهم والسندات ويتحدد سعر تداولها بالبورصة طبقاً لآليات العرض والطلب عليها.

2.2. صناديق الاستثمار المفتوحة:

وتعد من أكثر الأنواع شيوعاً وتتميز بسهولة شراء والبيع وثائقها من وإلى الصندوق مباشر على أساس أسعار تتحدد بناءً على قيمة استثمارات صندوق وفقاً لسعر سوق في أي وقت، وتنشر إدارة

¹ أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة صناديق الاستثمار أسواق رأس المال، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، لطبعة الأولى 2008، ص 161.

² - أوان عبد الله الفضضي، مصطفى ناطق صالح الناصري، صناديق الاستثمارية وحجتها في الإثبات، دار الكتب القانونية ودار شتات للنشر مصر - الإمارات 2015، ص 37.

³ عصام لحسين، مرجع سبق ذكره، ص 215.

الصندوق يومياً أسعار الوثائق وبالتالي يتغير عدد الوثائق وقيمة رأس مال الصندوق يومياً بالبيع والشراء.¹

الفرع الثالث: الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار.

وقد بدأت بعض البنوك ومؤسسات الاستثمار الخارجية في توجيه منتجات خاصة للمتغربين في دول الخليجية بغرض التحويل والاستثمار معاً واجتذاب تلك المدخرات, في حين أن البنوك المحلية لم تبذل أي مجهودات في استقطاب وتدوير جزء من تلك التحويلات للمقيمين الراغبين في تلك الخدمات. وقد تكون صناديق الاستثمار أحد القنوات المناسبة والتي جاءت في الوقت المناسب وذلك لاستقطاب بعض الأموال المستثمرة في الخارج سواء كان ذلك من قبل أفراد وشركات القطاع الخاص من المواطنين أو من المقيمين في دول الخليج, ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق و أوجه الاستفادة منها في أربعة اتجاهات على النحو التالي:²

- أ- استفادة المستثمرين صناديق الاستثمار.
- ب- استفادة المصارف وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار.
- ت- استفادة الاقتصاد الوطني.
- ث- تنشيط وتطور سوق النقدية والمالية.

¹ أشرف مصطفى توفيق, مرجع سبق ذكره, ص161.

² يوسف حسن يوسف, الصكوك المالية و أنواعها (الاستثمار الصناديق الاستثمارية, الأوراق المالية والتجارية), دار التعليم الجامعي 2014, ص 103-107.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية.

سنتناول في هذا المبحث بعض من الدراسات السابقة والبحوث التي تم الاطلاع عليها على المستوى الدولي أو العربية والأجنبية ومقارنتها مع الدراسة الحالية من خلال أوجه التشابه والاختلاف.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية واللغة الأجنبية.

تعتبر الدراسات السابقة هي القاعدة لبناء الدراسة الحالية، وفي ما يلي سنتطرق إلى بعض الدراسات السابقة المعتمدة للانطلاق في هذه الدراسة منها اللغة العربية والدراسات باللغة الأجنبية.

الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

من أهم الدراسات التي أمكن الاطلاع عليها كثيرة نذكر منها:

(1) دراسة حليلة عطية 2019_2020 بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية _ دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال 2006-2017) أطرحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تعالج هذه الدراسة مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأسهم السعودي، كما تهدف هذه الدراسة إلى استقراء تجربة المملكة العربية السعودية لمعرفة نجاحها من عدمها وزيادة الوعي الاستثمار المالي في أوساط جمهور المستثمرين حيث تتبع الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الكمي لتحديد أثر صناديق الاستثمار على السوق المالية في المملكة العربية السعودية.

نتائج الدراسة:

_ استحوذت صناديق الاستثمار على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية وبعض المستثمرين الأجانب، إذ بلغ عدد المشتركين فيها سنة 2017: 238.445 مشتركاً.

(2) دراسة الدكتور عبد الرحمن مرعي، جامعة دمشق، بعنوان: دور صناديق الاستثمار في

تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية) قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد. تهدف هذه

الدراسة إلى بيان الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار المشترك في سوق الأوراق المالية، وخاصة بعد

إصدار نظام صناديق الاستثمار في سورية. و منهجية البحث إجراء استبانة في ضوء الفرضيات التي

وضعها الباحث وتحليل معطيات الاستبانة وفق الأساليب الإحصائية الملائمة، كما توصل الباحث إلى

النتائج منها: تؤدي صناديق الاستثمار دوراً أساسياً في تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال الرقابة

المستمرة على حركة التداول

يستدعي وجود صناديق الاستثمار استصدار القرارات و القوانين اللازمة لضبط عملها من حيث المنافسة, وعدم الاحتكار, ووضع ضوابط لاحتساب أجور الإدارة, ومنع التلاعب.

(3) دراسة بلعيد سنة 2013_2014 بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية. مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير,

خلصت هذه الدراسة إلى إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية و التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء سوق المالية السعودية.

منهج الدراسة: أتمد الباحث على عدة مناهج بدءاً بالمنهج الاستقرائي ثم الوصفي وفي الأخير تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي لعرض البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار الناشطة بالسوق المالية السعودية.

النتائج: تعد المملكة العربية السعودية سباقاً إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار على مستوى الدول العربية وبذلك تعد الأكثر تطوراً في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد الأصول و التنظيم وتعدد أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية لنموها, زيادة المنافسة فيما بينها وكذا من أجل مواجهة حاجيات وأهداف المستثمرين.

(4) دراسة بوسي "أحمد جمال الدين" فتحي أحمد جامعة القاهرة 2014 بعنوان: دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية دراسة الحالة المصرية. رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد, يتمثل الهدف الأساسي و الرئيسي لهذه الدراسة في قياس أثر قيم تداول المستثمر المؤسسي من بيع وشراء على أداء سوق الأوراق المالية المصرية, حيث تتبع الباحث في هذه الدراسة أكثر من منهجية لتحقيق هدف الدراسة والإجابة على الأسئلة المختلفة المطروحة. المنهج التحليلي الاقتصاد الوصفي والمنهج الكمي.

النتائج الدراسة: _ تفتقر سوق المال في مصر وخاصة السوق الأولية إلى وجود بنوك أو شركات استثمارية متخصصة يقع على عاتقها وتوزيع مخاطر الاكتتاب ويتعين على البنوك التجارية أن تقوم بهذا العبء, كما يلعب المستثمر المؤسسي دوراً لتنشيط عمليات السوق الأولية المتمثلة في التسوق والتوزيع والتعهد بالتغطية وإدارة الإصدارات فضلاً عن قيامها بدور المستثمر المالي لقطاع من المستثمرين, وقامت الدراسة باختيار السببية بين تداول المستثمرين من أفراد ومؤسسات ورأس المال

السوقي لتحديد أي من المستثمرين يؤثر على السوق, ترتب عليه بأن النتائج المعنوية بوجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين رأس المال السوقي وقيم إجمالي تداول المستثمر المؤسسي.

(5) مقال د. دلال بن سمينة وجهاد بوضياف بعنوان دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2005_2014 . مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية .

تسعى هذه الدراسة إلى الوقوف على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية بالتركيز على دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية حيث أن مساهمة هذه الصناديق في إجمالي القيمة السوقية الأوراق المالية السعودية بقيمة ضئيلة خلال الفترة المدروسة خاصة بعد الأزمة المالية لعام 2008.

(6) مقال ابوبكر بوسالم و ساعد بخوش حسينة بعنوان : دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط سوق المالية الإسلامية دراسة حالة سوق ماليزي خلال الفترة 2005_2016 مجلة المشكلة في الاقتصاد والتنمية والقانون

تتلخص هذه الورقة البحثية في اثر الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالي الماليزي خلال الفترة المدروسة حيث تعتبر تجربة ماليزيا ناجحة على المستوى العالمي, كما تتوصل الدراسة إلى ضرورة قيام سوق الأوراق المالية على مبادئ الشريعة الإسلامية.

(7) دفاثر البحوث العلمية لنور الدين وإبراهيم مزبود بعنوان: صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

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

(8) دراسة بوكساني رشيد سنة 2005_2006 بعنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تعالج هذه الدراسة المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية كذلك سبل تطورها قصد ترابطها, ومن أهم اهدافها محاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها, كما تم استخدام المنهج الوصفي في هذه الدراسة

أهم النتائج تتمثل في: أن أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية وقد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة وكذلك افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

1. The study of Bonazenwal and Douadi Mahidi (The relationship between Islamic hedge funds and the returns of the stock market in Malaysia) Laboratory Evaluation of the Algerian Capital Market University of Setif 1 – Algeria

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق وجود علاقة بين أداء صناديق لتحوط الإسلامي وعوائد سوق الأوراق المالية في سوق ماليزيا خلال الفترة 2009 إلى 2018، حيث تم تطبيق طريقة النابل ذات التأثير العشوائي كأداة إحصائية للتحقق من تأثير عوائد سوق الأوراق المالية على أداء صناديق التحوط الإسلامية، كما تشير سببية اجر انجر إلى وجود علاقة ايجابية في اتجاه واحد بين المتغيرين و كذلك تأثير ايجابي لعائد التقليدي لسوق الأوراق المالية على أداء صناديق التحوط الإسلامية.

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

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أداء الصناديق المشتركة في إندونيسيا باختيار المخزون هو المتغير الأكثر انتشاراً مقارنة بالمتغيرات الأخرى المرتبط بصناديق الاستثمار وخلصت نتائج هذه الدراسة الى ان القدرة على اختيار الأسهم السبب الرئيسي لاختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المشترك. توقيت السوق سيستخدمها المستثمر كسبب رئيسي للاستثمار في المستقبل. نتيجة وجود علاقة بين اختيار الأسهم ، القدرة على توقيت السوق وأداء الصندوق في الأسواق الناشئة من الواضح أن السوق يتطلب دراسات مستقبلية.

المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة والحالية.

تناولت معظم الدراسات السابقة في هذه الدراسة لسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار كما تطرقت لل أهدافاً وطرق وأساليب مختلفة لمعالجة الموضوع، نلاحظ أنها كانت تختلف فيما بينها لذلك

¹Moh. Benny Alexandri Mutual Fund Performance : Stock Selection or Market Timing?
Published by Atlantis Press, 2015,p173.

سنقوم بإجراء مقارنة بين الدراسة والدراسات من خلال أوجه التشابه و الاختلاف وتقديم الإضافة للدراسة الحالية

الفرع الأول: أوجه التشابه: نلاحظ أن الدراسات السابقة كانت تهدف لمعرفة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية وكذا صناديق الاستثمار معتمدة معظمها على المنهج الوصفي لتحديد الإطار النظري والمنهج التحليلي لدراسة التطبيقية وتحليل الجداول والبيانات.

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف: تمحور أختلف هذه الدراسات من حيث أماكن وأوقات مختلفة وكذلك فترة الدراسة.

- **من حيث طريقة عرض الموضوع:** تبين لنا أن أغلب الدراسات السابقة اعتمدت على الطريق الكلاسيكية في عرض محتوى أما في دراستنا الحالية إعتدنا على طريقة أمراد التي تستهدف إلى تبسيط محتوى النظري وتصب أهمية الدراسة في محتوى التطبيقي في دراسة البحوث العلمية.

- **من حيث المنهج المتبع:** اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي تحليلي القياسي, حيث كانت هذه دراسة ممثلة لبعض الدراسات منها دراسة د. عبد الرحمان مرعي ودراسة بلعيد سنة وبوكساني رشيد واختلفت مع أخرى.

- **من حيث الأدوات:** اعتمدنا في دراستنا على جداول وبيانات التي تمثل تطور سوق الأوراق لبورصة فلسطين وصناديق الاستثمار, كما تمثلت مع بعض دراسة واختلفت مع أخرى.

- **من حيث المتغيرات:** في دراستنا لدينا متغيرين صناديق الاستثمار متغير مستقل وسوف الأوراق المالية متغير تابع حيث تمثلت مع بعض دراسات مثل دراسة حليلة عطية وعبد الرحمن مرعي, اختلفت مع بعض الدراسات مثل دراسة دلال سمينة وأخرى.

خلاصة الفصل

لقد تم من خلال هذا الفصل تعرف على سوق الأوراق المالية التي تلعب دوراً هاماً تدفق الأموال للمشروعات الاستثمارية, وكذلك هو المكان الذي يلتقي فيها البائعون والمشتريين من أجل تداول الأصول المالية بمختلف أنواعها بيعاً وشراء داخل السوق حيث تجرى هذه العمليات في شكل محدود ومعروف, كما وجدنا أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى أسواق أولية (الإصدار) يتم في نطاقه التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وأسواق التداول (الثانوية) وهي التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها.

كما تعرفنا أيضاً في هذا الفصل على صناديق الاستثمار التي تعتبر وعاء مالى تجمع أموال وعدد كبير من المستثمرين وتقوم إدارة الصندوق باستثمار الأموال في مختلف أنواع الأوراق المالية, وهذه الصناديق تنقسم إلى صناديق مباشرة وصناديق غير مباشرة التي تظم صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة, كذلك لصناديق الاستثمار أهمية بارزة في الحياة الاقتصادية.

الفصل الثاني

دراسة قياسية للسوق المالية

الفلسطينية من 2011 الى

تمهيد الفصل الثاني:

بعد ما تم تقديم الإطار النظري والمتعلق بماهية سوق الأوراق المالية وكذا صناديق الاستثمار والدراسات السابقة شاملة لموضوع دراسة.

سنحاول خلال هذا الفصل القيام بالدراسة الميدانية لجانب النظري أسواق بورصة فلسطين, كما سنقوم بدراسة دور أسواق بورصة فلسطين في تنشيط صناديق الاستثمار لي الفترة الممتدة من 2011 إلى 2017 لمعالجة الدراسة قياسية لهذه دراسة وتحليل نتائج قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: تقديم عام حول بورصة فلسطين.

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

المبحث الأول: تقديم عام حول بورصة فلسطين وصناديق الاستثمار الناشطة فيه.

سنقوم في هذا المبحث تقديم حول بورصة فلسطين نبذة عن سوق الأوراق المالية الفلسطينية وأهدافها، وكذلك إبراز الإطار التنظيمي لبورصة وشروط الإدراج فيها.

المطلب الأول: تقديم حول بورصة فلسطين.

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

الفرع الأول: نبذة عن سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين) وأهدافها.

في هذا الفرع يتم تناول نبذة عن سوق الأوراق المالية وأهداف سوق فلسطيني وكذا الهيكل التنظيمي لبورصة فلسطين.

أولاً: نبذة عن سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين).

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين) في عام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997. وفي مطلع شباط 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحوله إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحكومة الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح (بورصة فلسطين) متخذة من فلسطين (فلسطين الفرص) شعاراً لها¹.

تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن². في العام 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ 33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية .

¹ أيمن حسين السراحنة، بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين، قدمت هذه الدراسة لاستكمال متطلبات حصول على درجة الماجستير في التنمية المستدامة، - مسار بناء مؤسسات وتنمية بشرية، جامعة القدس 2015، ص 17

² فائق سعيد العلمي، سلوك الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وأثره على قرارات المستثمرين، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر-غزة، 2071، صفحة 43.

ثانياً: أهداف سوق فلسطين الأوراق المالية:

تتمثل أهداف هذه البورصة في مايلي:¹

- توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز علاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والإقليمية والدولية .
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة .
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.
- توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك ليتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب.
- توفر أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم تدرجي

الفرع الثاني: شروط الإدراج و الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

يتضمن هذا الفرع شروط الواجب اعتمادها والشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

أولاً: شروط الإدراج في بورصة فلسطين².

تتمثل شروط الأدرج في بورصة فلسطين في ما يلي:

- إلا يقل رأس المال الشركة المكتتب به عن 10 ملايين دولار أمريكي، وبالنسبة للشركات المتداولة بالدينار الأردني لا يقل عن 7 ملايين دينار أردني.
- إن يكون رأس المال مدفوع بالكامل، ا وان تكون جميع الإقساط مستحقة الدفع على المساهمين.
- إلا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 150 مساهماً.
- إلا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة عن 25% من رأس المال المكتتب به
- إلا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 100000 سهماً.

¹ فائق سعيد العلمي، مرجع سبق ذكره، ص44.

² أيمن حسين السراحنة، مرجع سبق ذكره، ص20.

- إن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلا, ومضى على تأسيسها مدة لا تقل عن سنتين, وان يكون قد صدر عنها بيانات مالية لسنتين ماليتين معدة.

- إن يثبت انعقاد الهيئة العامة التأسيسية, أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة, إن تتعهد الشركي بذلك ضمن فترة زمنية محددة

_ألا تقل نسبة الأسهم الحرة الشركة من 10% من رأس المال المكتتب به.

ثانياً: الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 48 شركة موزعة على خمس قطاعات هي: البنوك, وخدمات المالية, وتأمين والاستثمار, والصناعة, والخدمات.

الجدول رقم (01): عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011 إلى 2017.

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

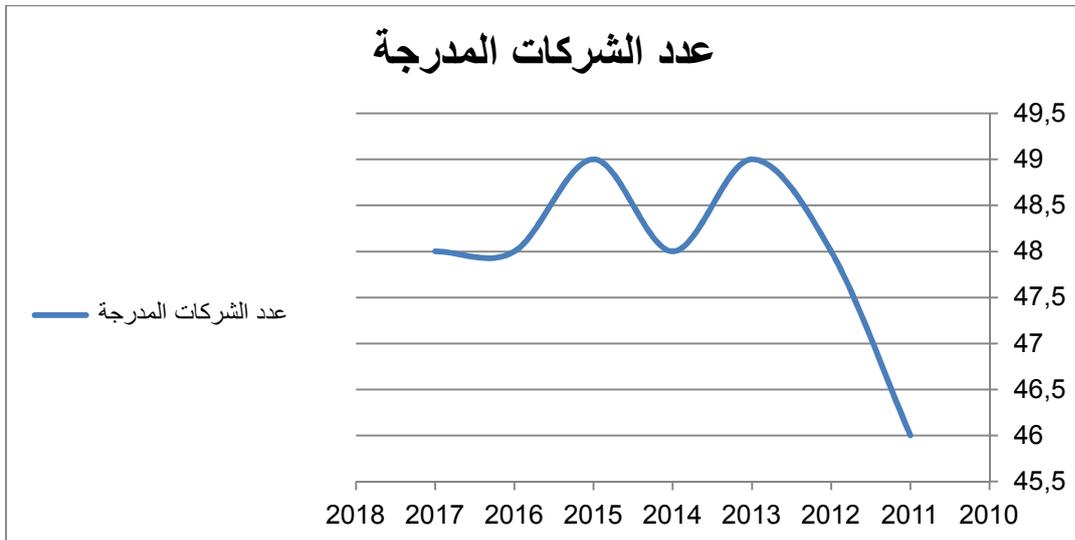
المصدر: من أعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الالكتروني هيئة تشجيع الاستثمار الفلسطينية

http://www.pipa.ps/ar_page.php?id=272a5dy2566749Y272a5d, 14:43,

2021/04/28

ولتوضيح أكثر أنظر الشكل الموالي:

الشكل (01): عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011 إلى 2017



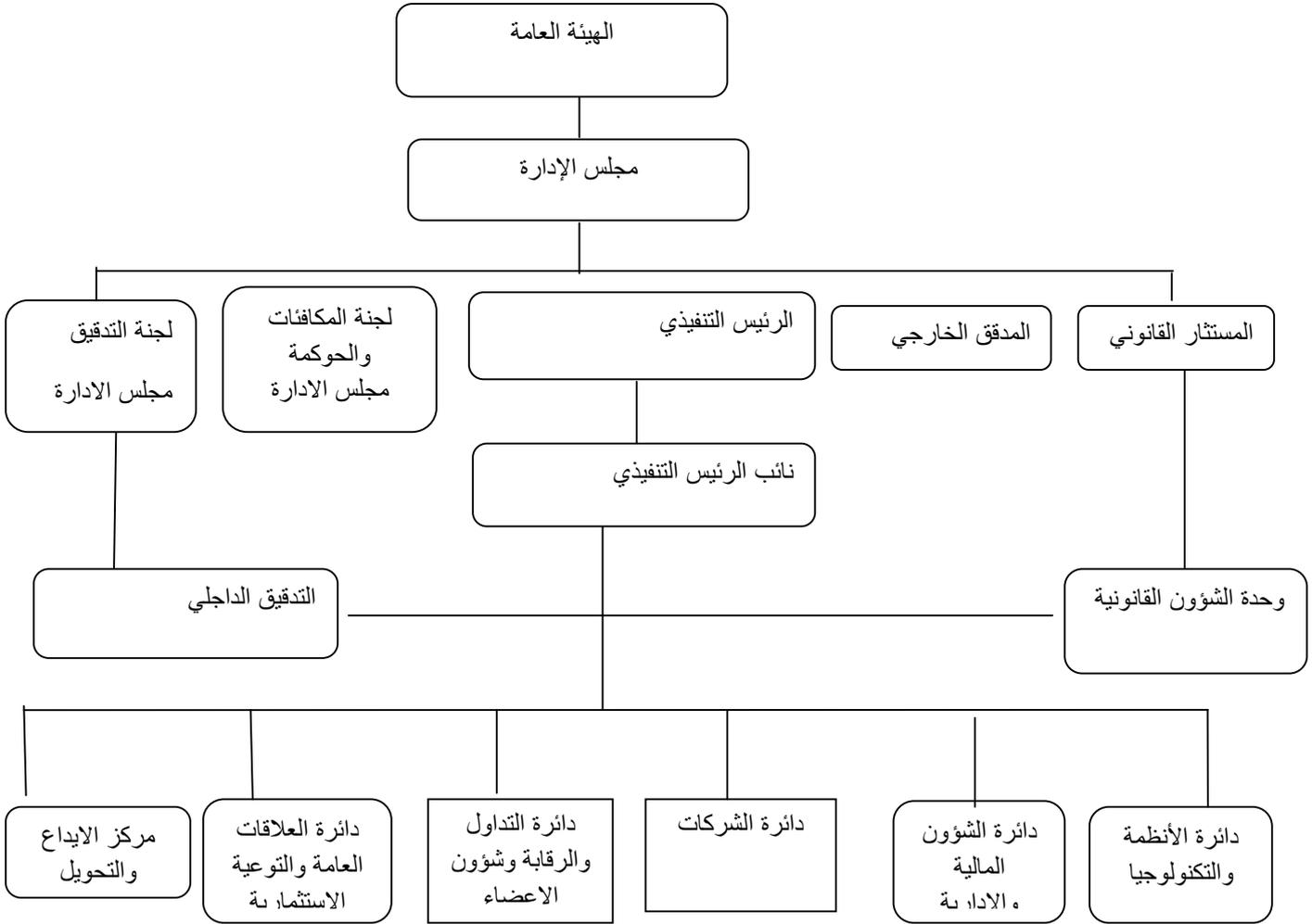
المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على معطيات الجدول السابق وبرنامج Excel

لاحظنا من خلال الجدول ثبات عدد الشركات المدرجة ب 48 شركة في سنة 2014 إلى غاية 2017, بعد ما كانت 49 شركة في سنة 2013.

ثالثاً: هيكل التنظيمي لبورصة فلسطين

تعمل بورصة فلسطين بموجب اتفاقية موقعة مع هيئة سوق رأس الفلسطينية كمؤسسة مستقلة مالياً وإدارياً، ووفق الإصلاحات الواردة بالاتفاقية واستناداً لأحكام الأنظمة و التعليمات الصادرة عن مجلس إدارتها.

الشكل رقم 1: هيكل التنظيمي لبورصة فلسطين



المصدر: ايمن حسين السراحنة، دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر

المستثمرين المحليين، جامعة القدس 2015، ص 22.

المطلب الثاني: تقديم حول صندوق رسملة الأسهم ومؤشر بورصة فلسطين

يسعى صندوق الاستثمار الفلسطيني إلى تحقيق أكبر قدر من التأثير الإيجابي من خلال الاستثمار في المشاريع الإستراتيجية في القطاعات النامية والحيوية الفرع الأول: صندوق رسملة للاستثمار في الأسهم الفلسطينية.

تم تأسيسه بقيادة صندوق الاستثمار الفلسطيني مع شركاء استراتيجيين في عام 2011 لإدارة محفظة للاستثمار في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، من أجل جذب الاستثمارات المحلية والعالمية في الأوراق المالية الفلسطينية، وهو بحجم استثماري يصل إلى أكثر من 50 مليون دولار.¹

¹(صندوق الاستثمار الفلسطيني) <http://www.pif.ps/aswaq-projects-arabic> , أخر زيارة للموقع في 24/04/2021,

الفرع الثاني: مؤشر القدس بورصة فلسطين.

وهو مؤشر الرئيسي للبورصة حيث يمثل عينة مكونة من 15 شركة مدرجة من جميع القطاعات العمل في البورصة. هذا وتتغير عينة الشركات الداخلة في حساب مؤشر القدس سنوياً في مطلع كل عام، لتضم شركات الأكثر نشاطاً من حيث قيمة الأسهم المتداولة وعدد صفقات وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم والقيمة السوقية للشركات في نهاية العام السابق.¹

الجدول رقم (02): تطور مؤشر القدس بورصة فلسطين من 2011 إلى 2017

| السنة | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| مؤشر القدس | 476.93 | 477.59 | 541.45 | 511.77 | 532.73 | 530.16 | 574.58 |

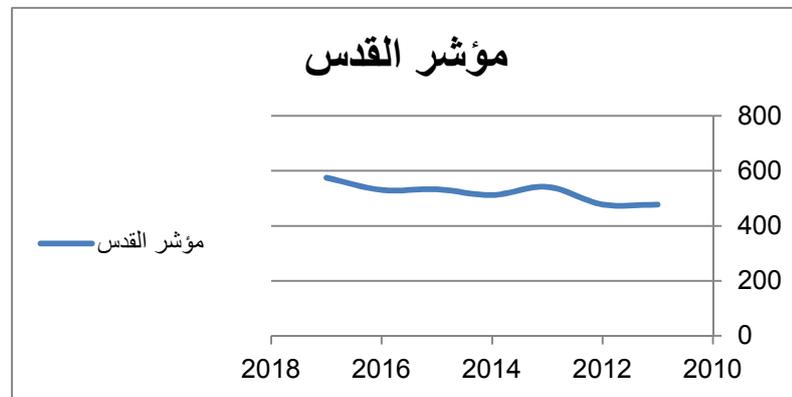
المصدر: من أعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الالكتروني (هيئة تشجيع الاستثمار الفلسطينية)

http://www.pipa.ps/ar_page.php?id=272a5dy2566749Y272a5d, 14:43,

2021/04/28

ولتوضيح أكثر أنظر الشكل الموالي:

الشكل رقم (03): تطور مؤشر القدس بورصة فلسطين من 2011 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على معطيات الجدول السابق وبرنامج Excel

لاحظنا من خلال التمثيل البياني أن مؤشر القدس مستقر خلال هذه الفترة.

¹ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية <https://www.pcma.ps/portal/awareness/SitePages/securites/freqAskedQesSec.aspx>

آخر زيارة للموقع في 26/04/2021، بتوقيت 10:58

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

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

المطلب الأول: توصيف البيانات ومنهجية الدراسة:

هذا المطلب يتضمن توصيف البيانات لي تطور صناديق الاستثمار لبورصة فلسطين ومؤشر لبورصة ومنهجية الدراسة لهذا الدراسة.

الفرع الأول: توصيف البيانات: لدراسة دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق فلسطين، تم جمع سلاسل زمنية سنوية تغطي الفترة 2011 إلى 2017، وتم استخدام متغير مؤشر البورصة ورمز له بـ **IDX**، وأيضا تطور صناديق الاستثمار ورمز له بـ **SM**، تم جمع هاته البيانات الخاصة بهذه المتغيرات من المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات والتقارير السنوية عن بورصة فلسطين، بحيث تم إدخال اللوغاريتم على بيانات الدراسة والجدول التالي يوضح توصيف بيانات الدراسة.

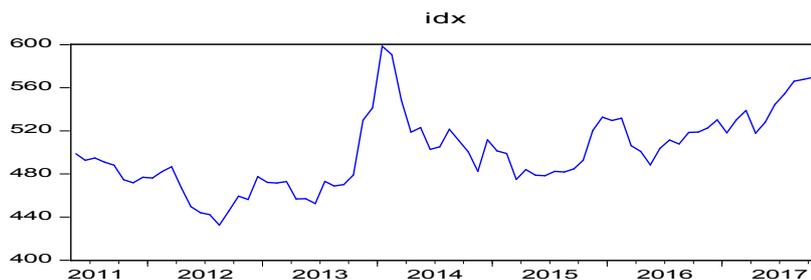
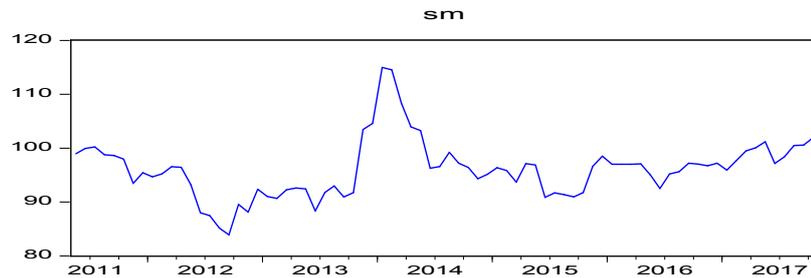
الجدول رقم (10): توصيف بيانات الدراسة

| | المتوسط | أعلى قيمة | أدنى قيمة | الانحراف المعياري | عدد المشاهدات |
|-----|----------|-----------|-----------|-------------------|---------------|
| IDX | 499.8263 | 598.6000 | 432.4200 | 34.62717 | 78 |
| SM | 96.10397 | 114.9900 | 83.89000 | 5.370408 | 78 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews.9

وفيما يلي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية الخاصة لمتغيرات الدراسة:

الشكل رقم 2: التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة للفترة 2011/10-2017/5



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

الفرع الثاني: منهجية الدراسة:

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

$$LNIDX = f(LNSM).....(01)$$

سيتم دراسة الاستقرارية للسلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة، ومن ثم إجراء اختبار التكامل المشترك، وتقدير النموذج في الأجل الطويل والقصير، كما سيتم إجراء اختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة؛ وسنعمد على مستويات المعنوية 10%، 5%، 1%، سواء فيما يخص المعنوية الإحصائية أو مختلف الاختبارات، ونستعين ببرنامج الاقتصاد القياسي Eviews.9.

المطلب الثاني: النتائج التطبيقية:

لدراسة التطبيقية والنتائج يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية واختبار التكامل المشترك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) وبطريقة انجل - جرانجر وكذا اختبار جوهانس. الفرع الأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا، وسوف نعتمد على اختبار د فيليبس وبيرون (philipes & peerron) للتأكد من أن متغيرات الدراسة مستقرة أو لا، ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار.

الجدول رقم 2 نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (pp)

| السلسلة الزمنية | القرار (الرتبة) | المستوى | | | الفرق الأول | | |
|-----------------|-----------------|----------|-------------|------------------|-------------|-------------|------------------|
| | | ثابت فقط | ثابت واتجاه | بدون ثابت واتجاه | ثابت فقط | ثابت واتجاه | بدون ثابت واتجاه |
| LNIDX | I(1) | 0.4530 | 0.2363 | 0.7926 | ***0.0000 | ***0.0000 | ***0.0000 |
| LNSM | I(1) | 0.0743 | 0.1788 | 0.6709 | ** | ***0.0000 | ***0.0000 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

من الجدول نلاحظ أن المتغيرين (LNSM, LNIDX) قد استقرا عند الفرق الأول I(1) (بالثابت والاتجاه مع الثابت ومن دون ثابت واتجاه)، وبذلك نستنتج أن المتغيرين (LNSM, LNIDX) مستقرين ولا يعانيان من مشكلة جذر الوحدة، وهذا بعد معالجة البيانات بأخذ الفرق الأول I(1)

الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك

اختبار التكامل المشترك ينص مبدأ التكامل المشترك على أنه إذا كانت هناك علاقة طويلة المدى بين متغيرين أو أكثر فإن الانحراف من التوازن طويل المدى يجب أن يكون محددًا وتكون المتغيرات

متكاملة تكاملاً مشتركاً (Johansen et al. (1990). هناك شرطان لكي تكون المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً:

الشرط الأول: يجب أن تكون للسلسلة نفس رتبة التكامل.

الشرط الثاني: يجب أن يكون هناك توليفة خطية (r) للمتغيرات والتي لها رتبة أقل بواحد من عدد المتغيرات الفردية (n) بمعنى $r=n-1$.

أولاً: اختبار التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

❖ خطوات تطبيق ARDL²: تتمثل خطوات تطبيق ARDL فيما يلي:

- ✓ إجراء اختبارات السكون للسلاسل الزمنية.
- ✓ تقدير نموذج ARDL. وتحديد رتبة النموذج حسب معيار AIC.
- ✓ إجراء اختبار الحدود Bound test.
- ✓ استخراج الاستجابة القصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ والعلاقة الطويل الأجل.
- ✓ التأكد من سلامة النموذج من خلال الاختبارات القياسية المختلفة.

❖ شروط تطبيق ARDL: وهي:³

- إجراء اختبارات السكون للسلاسل الزمنية و يمكن أن تكون السلاسل ساكنة عند المستوى (0) أو عند الفرق الأول (1) أو خليط بينهما. لا يفترض أن لا تكون أي سلسلة مستقرة من الفرق الثاني (2).
- حجم العينة ينبغي أن يكون محدوداً 30 مشاهدة، لان النموذج ARDL يعتمد على تكوين فترات إبطاء متعددة للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة وهذا يعني تخفيض درجة حرية النموذج.
- ينبغي أن يكون معامل التصحيح الخطأ في نموذج ARDL القصير الأجل سالب ومعنوي ECM. بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل من خلال اختبار الحدود.
- استخدام معايير تحديد فترات الإبطاء في تحديد رتبة النموذج منها AIC وخلافه . واعتماد القيمة الأقل في تحديد النموذج الملائم ؟
- إجراء الاختبارات القياسية لسلامة النموذج مثل اختبار LM الارتباط الذاتي واختبار عدم ثبات التجانس للتباين واختبار استقرارية الدالة.

¹ رغد جلال علي وآخرون، تحليل اقتصادي لاستجابة عرض محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة 1980-2014، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، المجلد 17 العدد 1. سنة 2017.

² د/ أحمد حسين بئال، التكامل المشترك وفق ARDL cointegration مع تطبيق في Eviews، كلية لبلدارة الاقتصادية، جامعة الانبار.

³ د. أحمد حسين مرجع سبق ذكره ص 5.

❖ **نتائج اختبار منهج الحدود:** يرتكز اختبار التكامل المشترك بمنهج ARDL على اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \delta_1 = \delta_2 = 0 \quad \text{لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات}$$

$$H_1 : \exists \delta_i \neq 0 \quad \text{يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات}$$

وهو عبارة عن اختبار المعنوية المشتركة لمعاملات الأجل الطويل بواسطة اختبار Wald أو إحصائية اختبار F-statistic ، وتحسب قيمة F-statistic على النحو التالي:

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

حيث أن : SSER مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد (تطبيق الفرضية العدمية)، SSEU:

مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد (تطبيق الفرضية البديلة)، M: عدد معاملات النموذج

ويتم مقارنة إحصائية F المحسوبة مع القيم الحرجة الجدولية Critical value والمحدد من قبل كل من Pasaran al 2001، بحيث وضع لهذا الغرض مجموعتين من القيم الحرجة المناسبة لـ (K) وهي عدد المتغيرات المفسرة، وما إذا كان النموذج يحتوي على قاطع و/ أو متجه زمني، وتفترض المجموعة الأولى أن جميع المتغيرات ساكنة في المستوى، في حين تفترض المجموعة الأخرى أنها ساكنة في الفروق، وهذا يوفر حدود تغطي جميع التصنيفات المحتملة للمتغيرات المستخدمة في الدراسة من $I(0)$, $I(1)$ ، فإذا كانت إحصائية F المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة F الجدولية فسوف يتم رفض الفرضية العدمية التي تنص على غياب علاقات التكامل المشترك بين المتغيرات، ومعنى ذلك وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات)، أما إذا كانت إحصائية F المحسوبة أقل من الحد الأدنى لقيمة F الجدولية فيتم قبول فرضية العدم أي انه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات، وإذا كانت قيمة إحصائية F المحسوبة تقع بين قيمة الحد الأدنى وقيمة الحد الأعلى لقيمة F الجدولية فإن النتائج سوف تكون غير محددة ويعني ذلك عدم القدرة على اتخاذ قرار لتحديد عما إذا كانت توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه؛ وفيما يلي نتائج اختبار منهج الحدود :

الجدول رقم 3 : نتائج اختبار منهج الحدود

| ARDL Bounds Test | | |
|--|--------------|----------------|
| Date: 04/18/21 Time: 14:17 | | |
| Sample: 2011M06 2017M10 | | |
| Included observations: 77 | | |
| Null Hypothesis: No long-run relationships exist | | |
| | | |
| K | Value | Test Statistic |
| | | |
| 1 | 1.25288 4 | F-statistic |
| | | |
| Critical Value Bounds | | |
| | | |
| I1 Bound | I0 Bound | Significance |
| | | |
| 3.51 | 3.02 | 10% |
| 4.16 | 3.62 | 5% |
| 4.79 | 4.18 | 2.5% |
| 5.58 | 4.94 | 1% |
| | | |
| | | |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

يبين الجدول أعلاه اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود bond test، بحيث تشير النتائج إلى أن القيمة المحسوبة F-statistic اصغر من الحد العلوي عند مستويات المعنوية 10%, 5%, 2.5, 1%.

ومنه نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ونرفض الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغير المستقل. ثانياً: اختبار التكامل باستعمال منهجية نموذج انجرجل: لاختبار التكامل باستعمال منهجية نموذج انجرجل نتطرق إلى مايلي:

❖ نتائج تحليل التكامل المشترك بطريقة انجل - جرانجر : إن تحليل التكامل المشترك الذي تم

وضعه من قبل غرانجر Granger سنة 1983 وأنجل وجرانجر Granger et Engel

سنة 1987 يعتبر عند الكثير من الاقتصاديين .وتستلزم هذه الطريقة المرور بأحد أهم المفاهيم الجديدة في مجال القياس الاقتصادي وذلك لتحليل السلاسل الزمنية بخطوتين، الأولى تقدير العلاقة المعنية بطريقة المربعات الصغرى العادية حيث نحصل على معادلة انحدار التكامل $\hat{\epsilon}$ ، وهي المزيج الخطي المتولد من انحدار العلاقة التوازنية t المشترك، ثم الحصول على بواقي الانحدار المقدره طويلة المدى. الثانية اختبار مدى سكون البواقي المتحصل عليها من الخطوة الأولى¹

وتعتمد منهجية أنجل جرا نجر (Granger and Engle 1987) بعد التحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات فإذا كانت النتائج تدل على استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات في مستوياتها الأصلية فهذا يعني أن المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً استخدام الطرق الإحصائية التقليدية للتقدير ، أما إذا كانت ومن ثم يمكن السلاسل الزمنية غير مستقرة في مستوياتها بعد أخذ الفرق الأول لها أو الثاني ، وتكون متكاملة من نفس الدرجة فيتم تقدير نموذج العالقة التوازنية الطويلة الأجل وفق الصيغة التالية (17) $Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \epsilon_t$: وباستخدام طريقة المربعات الصغرى ، فيتم بعد ذلك اختبار استقرار البواقي (ϵ_t) (فإذا تم قبول فرضية العدم) $H_0 : \beta = 0$ يدل ذلك أن سلسلة البواقي المقدره من النموذج تحتوي على جذور الوحدة Root Unit أي أن سلسلة البواقي غير مستقرة يعني ذلك عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية في النموذج ، والعكس في حالة التوصل إلى رفض فرضية العدم.

¹ احمد سلامى ومحمد شىخى. اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائرى خلال الفترة (1970-2011).مجلة لباحث- عدد13/2013.ص125.

الجدول رقم 4: نتائج اختبار أنجل جرانجر

| | | | | |
|---|-------------|--------|---------------|-----------|
| Date: 04/29/21 Time: 11:45 | | | | |
| Series: IDX SM | | | | |
| Sample: 2011M05 2017M10 | | | | |
| Included observations: 78 | | | | |
| Null hypothesis: Series are not cointegrated | | | | |
| Cointegrating equation deterministics: C | | | | |
| Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=11) | | | | |
| Prob.* | z-statistic | Prob.* | tau-statistic | Dependent |
| 0.1759 | 13.39687 | 0.2826 | 2.514500 | IDX |
| 0.0543 | 18.72224 | 0.0754 | 3.233920 | SM |
| *MacKinnon (1996) p-values. | | | | |

المصدر : من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews.9

نستنتج من خلال الجداول إن سلسلة البواقي المقدره من النموذج أي أن سلسلة غير مستقرة يعني ذلك عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية في النموذج أنظر (الملحق 01)،

ثالثاً: اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية نموذج جوهانس:

اختبار جوهانس لتكامل المشترك هو يعتمد على تقدير رتبة المصفوفة n ويكشف هذا الاختبار عن وجود العلاقة الطويلة الأجل بين المتغيرات ودائماً لا يمكن أن تتجاوز عدد علاقات التكامل المشترك عدد المتغيرات في النموذج.¹

– يستخدم اختبار جوهانس للتكامل المشترك

○ لأنه يعالج محدودية اختبار انجل كرانجر ذو الخطوتين. إذ ان هذه الاختبار يطبق فقط حالة وجود علاقة تكامل واحدة بين متغيرين فقط.

¹ د.أحمد حسين بتال، محاضرة في التكامل المشترك cointegration test: johansen Method مع تطبيق Eviews، كلية الاقتصاد-جامعة الإبار في 20مارس 2020، ص4.

- يسمح اختبار جوهانس باكثر من علاقة تكامل ولمتغيرات متعددة¹.
الجدول رقم(05) : اختبار جوهانس لتكامل المشترك.

| | | | | | |
|---------|---|---------------------------------------|------------|--------------|-----------|
| | | Date: 04/29/21 Time: 11:50 | | | |
| | | Sample (adjusted): 2011M08 2017M10 | | | |
| | Included observations: 75 after adjustments | | | | |
| | Trend assumption: Linear deterministic trend | | | | |
| | | Series: IDX SM | | | |
| | Lags interval (in first differences): 1 to 2 | | | | |
| | Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace) | | | | |
| | 0.05 | Trace | | Hypothesized | |
| Prob.** | Critical Value | Statistic | Eigenvalue | No. of CE(s) | |
| | | | | | |
| | 0.1032 | 15.49471 | 13.33084 | 0.137024 | None |
| | 0.1312 | 3.841466 | 2.278212 | 0.029919 | At most 1 |
| | | | | | |
| | Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level | | | | |
| | * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level | | | | |
| | **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values | | | | |

المصدر : من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews.9

من خلال الجدول السابق (اختبار جوهانس) نلاحظ أن لا توجد علاقة بين المتغيران لأن احتمالات ظهرت كلها أكبر من 0, وبالتالي أن صناديق الاستثمار لا تشكل إي تأثير على مؤشر لبورصة فلسطين.

¹ د. أحمد حسين بتال, مرجع سبق ذكره, ص3.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تطرقنا لمعرفة مدى قدرة صناديق الاستثمار على تنشيط السوق المالي الفلسطيني وذلك من خلال اعداد دراسة قياسية للسوق المالي خلال الفترة 2011-2017 وصولاً إلى العلاقة بأن لا يوجد أي تأثير مالي على السوق المالي لى السوق الفبسطني ، وذلك باختبار اسقرارية للسلاسل الزمنسة واجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام نموذج افختبار الذاتي بطريقة أنقل جونجل، وكذا اختبار جوهانز بين مؤشرات اداء السوق المالي كمتغير تابع وأداء صناديق الاستثمار كمتغير مستقبل.

خاتمة

خاتمة

يظهر لنا أن كل من صناديق الاستثمار وأسواق الأوراق المالية يشكلان رافدان أساسيان في الحياة الاقتصادية، الأولى نشأت لتؤدي دوراً محورياً في الأسواق المالية لتمويل اقتصاد أي دولة لكونها أداة مناسبة وفعالة لتجميع المدخرات واستثمارها، في حين أن الثانية تمثل محطة هامة لإعادة هيكلة الأموال لتمويل المشروعات الاستثمارية وتوجيهها للواجهة الاقتصادية بشكل صحيح.

فسوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين عارضي الأموال وطالبيها، أي بين أصحاب الفائض وفي أموال أصحاب العجز فيها من خلال الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث تؤدي دوراً بالغ الأهمية في تشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، من خلال قدرتها على توفير الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد وتمويل الاستثمارات ذات الأجل مختلفة والتي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج.

النتائج:

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

- تعد أسواق الأوراق المالية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، إذ إن الهدف الرئيس الذي تطمح إلى تحقيقه هذه الأسواق هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية.
- تقوم صناديق الاستثمارية بدور مهم في مجال تعبئة الادخار وإدارتها محققة بذلك جملة من المزايا التي تعود إلى الجهات التي تعمل معها.
- لسوق المالي دور فعال في جذب المدخرات من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز.
- أثبتت الدراسة إن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر بأقل درجة وتكلفة
- توجد علاقة دالة معنوية بين صناديق الاستثمار كمتغير مستقل ومؤشر سوق الأوراق المالية كمتغير تابع

• تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية ضعيفة جداً بل تكاد تكون معدومة مقابل الأسواق الأخرى

- لا توجد أي تأثير لصناديق الاستثمار على تنشيط السوق وذلك راجع لعدم تنوعها
- ضعف الإدراج لشركات في بورصة فلسطين

- تجربة فلسطين لأنشأ صناديق الاستثمار كانت فاشلة وذلك لضعف حركة الأسواق والأسهم المتداولة فيها
- تمثل صناديق الاستثمار ذات وحدات فائض و وحدات العجز.
- توفر صناديق الاستثمار إدارة محترفة في مجال الاستثمار المالي.
- صناديق الاستثمار تمكن من تمويل مشاريع ضخمة من خلال مدخرات البسيطة الفردية.
- من خلال الدراسة القياسية توصلنا عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية أ، معنوية بين تطور صناديق الاستثمار و مؤشر القدس لبورصة فلسطين حيث أثبتت احتمالات اختبار التكامل المشترك كل من أنجل جرا نجر وجوهانس أكبر من الصفر وهذا يعني عدم وجود تأثير بينهما،

التوصيات

- اعتماد على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات قد تساهم الى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي تقف أمام تطور صناديق الاستثمار ونشاطها في سوق الأوراق المالية و ذلك من خلال ما يلي:
- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار البنية السياسية والاقتصادية التي تعمل في ظلها سوق فلسطين للأوراق المالية.
 - ضرورة العمل على رفع مستوى الوعي الاستثمار لما ذلك من اثر في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية وانعكاس ذلك على زيادة النمو الاقتصادي.
 - إدراج أدوات استثمارية متعددة ومتنوعة لتطور سوق في بورصة فلسطين.
 - إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في سوق الأوراق المالية ومساعدتها على الدخول في أحسن الظروف وبالقيم المالية المناسبة.
 - تشجيع صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم خبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية في اعتمادهم على صناديق الاستثمار كأداة استثمارية آمنة وأقل مخاطر.

أفاق الدراسة:

في النهاية تبقى الإشارة إلى هذا البحث ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع لذا يمكن لأبحاث إن تقوم بتناوله من جوانب أخرى حيث يحتاج إلى جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل, فرغم محاولة الإجابة عن التساؤلات والتي يمكن أن تشكل انطلاقا لدراسات وأبحاث أخرى من شأنها أن تكون مكملة لهذا البحث والتي يمكن إن تتناول الإشكاليات التالية:

- فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاستثمارات في بورصة فلسطين؟
- دور الاستثمار الاجنبية المباشرة في تنشيط سوق الأوراق المالية؟
- دور سوق المالي في التنمية الاقتصادية حالة الجزائر؟

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

1. ابوبكر بوسالم و ساعد بخوش حسينة بعنوان : دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط سوق المالية الإسلامية دراسة حالة سوق ماليزي خلال الفترة 2005_2016 مجلة المشكلة في الاقتصاد والتنمية والقانون
2. أحمد حسين بنال, محاضرة في التكامل المشترك cointegration test: johansen Method مع تطبيق Eviews, كلية الاقتصاد-جامعة الإبار في 20 مارس 2020.
3. احمد سلامى ومحمد شىخى. اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011).مجلد لباحث- عدد13/2013.
4. أشرف مصطفى توفيق, كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة صناديق الاستثمار أسواق رأس المال, إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع, لطبعة الأولى 2008.
5. أوان عبد الله الفضيضي، مصطفى ناطق صالح الناصري, صناديق الاستثمارية وحجبتها في الإثبات, دار الكتب القانونية ودار شتات للنشر مصر_ الإمارات 2015.
6. أيمن حسين السراحنة, دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين, قدمت هذه الدراسة لاستكمال لمتطلبات لحصول على درجة الماجستير في التنمية المستدامة،- مسار بناء مؤسسات وتنمية بشرية, جامعة القدس 2015.
7. بلعيد سنة 2013_2014 بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية. مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير, بوسي "أحمد جمال الدين" فتحي أحمد جامعة القاهرة 2014 بعنوان: دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية دراسة الحالة المصرية. رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد
9. حليلة عطية 2019_2020 بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية _ دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال 2006-2017) أطرحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
10. د. دلال بن سميثة وجهاد بوضياف بعنوان دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2005_2014 . مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية .
11. دراسة بوكساني رشيد سنة 2005_2006 بعنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

12. دفاثر البحوث العلمية لنور الدين وإبراهيم مزيود بعنوان: صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
13. الدكتور عبد الرحمن مرعي, جامعة دمشق, بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية) قسم المحاسبة, كلية الاقتصاد
14. ضياء مجيد, البورصات أسواق رأس المال الأسهم والسندات, شباب الجامعة, الإسكندرية, 2003.
15. عصام حسين, أسواق الأوراق المالية (البورصة), دار أسامة للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى 2008, عمان.
16. فائق سعيد العلمي, سلوك الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وأثره على قرارات المستثمرين, قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة, كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية, جامعة الأزهر- غزة, 2071.
17. محمد عبد الله شاهين, كفاءة صناديق الاستثمار ودورها في دعم الأسواق المالية, دار الكتاب الجامعي دولة الإمارات العربية المتحدة_الجمهورية اللبنانية, الطبعة الأولى 2017.
18. النموذج القياسي لدالة سرعة دوران النقود في السودان. الفصل الرابع.
19. وليد صافي وأنس البكري, أسواق المالية الدولية, دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع, عمان 2009.
20. يوسف حسن يوسف, الصكوك المالية و أنواعها (الاستثمار الصناديق الاستثمارية, الأوراق المالية والتجارية), دار التعليم الجامعي 2014.
21. . Moh. Benny Alexandri (2015) **Mutual Fund Performance : Stock Selection or Market Timing?**
22. <http://www.pif.ps/aswaq-projects-arabic>
23. Moh. Benny Alexandri **Mutual Fund Performance : Stock Selection or Market Timing?** Published by Atlantis Press, 2015,p173.
24. **The study of Bonazenwal and Douadi Mahidi (The relationship between Islamic hedge funds and the returns of the stock market in Malaysia) Laboratory Evaluation of the Algerian Capital Market University of Setif 1 – Algeria**

الملحق 01

Date: 04/29/21 Time: 11:45
Series: IDX SM
Sample: 2011M05 2017M10
Included observations: 78
Null hypothesis: Series are not cointegrated
Cointegrating equation deterministic: C
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=11)

| Dependent | tau-statistic | Prob.* | z-statistic | Prob.* |
|-----------|---------------|--------|-------------|--------|
| IDX | -2.514500 | 0.2826 | -13.39687 | 0.1759 |
| SM | -3.233920 | 0.0754 | -18.72224 | 0.0543 |

*MacKinnon (1996) p-values.

الملحق 02

Date: 04/29/21 Time: 11:50
 Sample (adjusted): 2011M08 2017M10
 Included observations: 75 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: IDX SM
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None | 0.137024 | 13.33084 | 15.49471 | 0.1032 |
| At most 1 | 0.029919 | 2.278212 | 3.841466 | 0.1312 |

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم 03

| | SM | IDX |
|--------------|----------|----------|
| Mean | 96.10397 | 499.8263 |
| Median | 96.42000 | 496.7850 |
| Maximum | 114.9900 | 598.6000 |
| Minimum | 83.89000 | 432.4200 |
| Std. Dev. | 5.370408 | 34.62717 |
| Skewness | 0.882779 | 0.550169 |
| Kurtosis | 5.466449 | 3.131395 |
| | | |
| Jarque-Bera | 29.90184 | 3.991025 |
| Probability | 0.000000 | 0.135944 |
| | | |
| Sum | 7496.110 | 38986.45 |
| Sum Sq. Dev. | 2220.779 | 92326.16 |
| | | |
| Observations | 78 | 78 |

ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الدور الفعال الذي تقوم به صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، من خلال أداء مؤشر سوق فلسطيني (القدس) ورسملة صناديق الاستثمار لبورصة فلسطين. للإجابة عن تساؤلات هذه الدراسة تم اعتماد على جمع مجموعة من البيانات والمعلومات التي تعبر الإطار النظري للدراسة والإطار التطبيقي على بورصة فلسطين، ومن بين النتائج التي تم التوصل إليها هو عدم وجود علاقة ايجابية ذات معنوية إحصائية بين جميع المتغيرات نشاط تطور صناديق الاستثمار و مؤشر القدس لبورصة فلسطين للفترة (2011 إلى 2017) من خلال الاعتماد على برنامج E v e i w s 9 وتقدير معلمات النموذج بطريقة اختبار استقرار السلاسل الزمنية واختبار التكامل المشترك.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، سوق الأوراق المالية، مؤشر القدس الفلسطيني.

Résumé

de l'étude Cette étude vise à mettre en évidence le rôle efficace joué par les fonds d'investissement dans la revitalisation du marché boursier, à travers la performance de l'indice du marché palestinien (Jérusalem) et la capitalisation des fonds d'investissement de la Bourse de Palestine. Afin de répondre aux questions de cette étude, un groupe de données et d'informations a été collecté qui reflète le cadre théorique de l'étude et le cadre appliqué à la Bourse de Palestine, et parmi les résultats qui ont été atteints, il y a l'absence d'une relation significative entre toutes les variables, l'activité de développement des fonds d'investissement et l'indice Al-Quds de la Bourse Palestine pour la période (2011 à 2017) en s'appuyant sur le programme E v e i w s 9 et en estimant les paramètres du modèle avec un temps - série test de stabilité et un test d'intégration conjointe.

Mots clés: fonds d'investissement, marché boursier, indice palestinien Al-Quds.