

تواريخ البحث	تليل اداء صناديق الاستثمار ودورها في تعزيز سيولة السوق المالية دراسة حالة بورصة الدار البيضاء في المغرب للمدة (2007-2022)¹
تاريخ تقديم البحث: 2024/3/19	
تاريخ قبول البحث: 2024/4/16	
تاريخ رفع البحث على الموقع: 2024/12/15	
	الباحثة.فايزة حسن مسجت
	الاستاذ الدكتور يوسف علي عبد الاسدي
	جامعة البصرة / كلية الادارة والاقتصاد / قسم الاقتصاد

المستخلص :

هدف البحث الى قياس اثر صناديق الاستثمار على سيولة بورصة الدار البيضاء في المغرب للمدة (2007-2022) وقد تم استخدام عدد الصناديق الاستثمارية وعدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية فضلا عن اجمالي اصول الصناديق كمتغيرات مستقلة بينما كانت المتغير التابع هو سيولة السوق المالية متمثلة بحجم تداول الاسهم ومعدل الدوران، وقد توصلت الدراسة الى وجود اثر للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع الاول حجم التداول فيما كان هناك اثر ايضا لكل من عدد الصناديق وعدد المشاركين على معدل الدوران فيما لم يكن هناك اثر لاجمالي اصول الصناديق الاستثمارية على معدل دوران الاسهم وقد اوصى البحث الى ضرورة الاستفادة من تجربة انشاء الصناديق الاستثمارية في سوق المغرب المالي في انشاء صناديق استثمارية في سوق الاوراق المالي العراقي نظرا لاهميتها في تعزيز السيولة للسوق المالي فضلا عن دورها في تنشيط مؤشرات اداء السوق بشكل عام.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار- سوق المال- معدل الدوران- حجم التداول

¹ بحث مستل من رسالة الدكتوراه الموسومة (دور صناديق الاستثمار في تعزيز سيولة أسواق المال وتحفيز النمو الاقتصادي في السعودية والمغرب مع امكانية تطبيقها في العراق للمدة 2022_2007).

Analyzing the Performance of Investment Funds and Their Role in Enhancing Financial Market liquidity Case Study of the Casablanca Stock Exchange in Morocco for the Period (2007-2022)

Researcher Faiza Hassan Misgat Prof. Dr. Youssef Ali Abid Al-Asadi

College of Admin & Economic / Department of Economics

University of Basrah

Abstract :

The research aimed to measure the impact of investment funds on the liquidity of the Casablanca Stock Exchange in Morocco for the period (2007-2022). The number of investment funds and the number of participants in the investment funds, as well as the total assets of the funds, were used as independent variables, while the dependent variable was the liquidity of the financial market represented by the volume of stock trading. And the turnover rate. The study found that there was an effect of the independent variables on the first dependent variable, trading volume, while there was also an effect of both the number of funds and the number of participants on the turnover rate, while there was no effect of the total assets of investment funds on the stock turnover rate. The research recommended the necessity Benefiting from the experience of establishing investment funds in the Moroccan financial market in establishing investment funds in the Iraqi stock market due to its importance in enhancing liquidity for the financial market as well as its role in stimulating market performance indicators in general.

Keywords: investment funds - money market - turnover rate - trading volume

المقدمة:

تعد صناديق الاستثمار من الأدوات الحديثة في الأسواق المالية، فهي وعاء استثمار يشمل رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين يبحثون عن استراتيجيات وأهداف استثمارية محددة يتم وضعها من قبل مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يستطيع المستثمر الفرد تحقيقها بمفرده بسبب محدودية الموارد المالية المتاحة، وعدم قدرة الأفراد على إدارة الاستثمارات وحدهم والتي قد تؤدي الى حدوث خسائر مالية كبيرة، ان الاستثمار في الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية يتطلب ان يمتلك هؤلاء المستثمرين الخبرة والكفاءة التي تساعد في تقييم المشاريع الاستثمارية الا انه يلاحظ ان البعض من هؤلاء المستثمرين لا يملكون الخبرة الكافية في هذا المجال هذا الامر شجع العديد من المؤسسات المالية والمصارف الى تكوين ما يسمى بصناديق الاستثمار والتي لعبت دورا مهما في تجميع المدخرات من صغار المستثمرين ممن لا يملكون الموارد المالية الكافية التي تمكنهم من تكوين المحافظ الخاصة بهم او انهم لا يملكون الخبرة والمهارة اللازمة في تكوين هذه المحافظ وادارتها، مما يشجعهم الى الاستثمار في هذه الصناديق التي يتم ادارتها من قبل مدراء يملكون الخبرة والكفاءة العالية في هذا المجال من حيث اختيار الأدوات المالية المكونة للصندوق والمفاضلة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة وجني الأرباح وتجنب الخسائر. ان التطورات الواسعة في هذه الصناديق وتزايد اعدادها اسهم بشكل كبير في تنشيط الأسواق المالية وتعزيز سيولتها حيث تعد سيولة الأسواق المالية من المواضيع التي تهتم جميع المستثمرين في السوق المالي حيث ان هذه السيولة التي يتم توفيرها من قبل سوق الأوراق المالية تمثل نسبة كبيرة ومهمة من سيولة الاقتصاد الكلي وهذا الامر سينعكس على مجمل الأنشطة الاقتصادية كما ان صناديق الاستثمار أسهمت بشكل كبير في تنشيط أداء الأسواق المالية مما كان له الأثر الكبير في تحقيق النمو الاقتصادي.

مشكلة البحث

تعاني سوق الاوراق المالية في المغرب من ضعف الأداء وعدم القدرة على جذب مدخرات الافراد نظرا لعدم توفر الخبرة الكافية لديهم للدخول الى هذه الأسواق، وقد جاءت فكرة انشاء الصناديق الاستثمارية لحل هذه المشكلة. حيث تعمل على تنشيط الأسواق المالية، ويتم ذلك من خلال دور هذه الصناديق في تعزيز سيولة السوق المالي فضلا عن اثرها على مؤشرات أداء الأسواق المالية الامر الذي ينعكس في تحقيق وتحفيز النمو الاقتصادي، ومما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة من التساؤلات التالية:

- 1- هل أسهمت صناديق الاستثمار في تعزيز سيولة الأسواق المالية التي انشأت بها؟
- 2- هل استطاعت هذه الصناديق جذب المدخرات من المستثمرين ووجهتها نحو المشاريع الاستثمارية المنتجة؟

فرضية البحث

بناء على مشكلة البحث يمكن صياغة الفرضية من خلال مايلي:

هناك دور مهم لصناديق الاستثمار في سيولة بورصة الدار البيضاء في المغرب .

أهداف البحث

هدف البحث الى التعرف على صناديق الاستثمار في بورصة الدار البيضاء ومعرفة اثرها على سيولة هذه السوق ومن اهم هذه الأهداف:

- 1- التركيز على اهم المزايا التي تتمتع بها صناديق الاستثمار
- 2- التعرف على مؤشرات السيولة في السوق المالي
- 3- تقييم دور او اثر هذه الصناديق على سيولة الأسواق المالية

أهمية البحث

تنبع أهمية الدراسة من الدور الكبير والمهم لسوق المال في توفير التمويل اللازم لمختلف المشاريع الاقتصادية من خلال تجميع المدخرات والموارد المالية من المستثمرين وتوجيهها الى مختلف المشاريع الاستثمارية التي تعود بالفائدة على الاقتصاد وذلك من خلال مختلف الأدوات المتداولة في هذه الأسواق وتعد الصناديق الاستثمارية من اهم الأساليب المستخدمة في هذا المجال من خلال ماتوفرة من إدارة كفوءة ومتخصصة في استثمار أموال المشاركين فيها فضلا عن أهميتها في زيادة كفاءة وسيولة الأسواق المالية .

المبحث الأول

الاطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار وسيولة سوق الاوراق المالية

اولا: الاطار العام لصناديق الاستثمار

1- مفهوم الصناديق الاستثمارية The concept of Mutual Funds

تعرف صناديق الاستثمار بانها عملية تجميع الأموال لعدد كبير من صغار المستثمرون الذين يقومون بتجميع أموالهم معًا من خلال الالتزام بالتعليمات الصادرة عن مؤسسة مالية ما، والتي بدورها تستثمر الأموال في أنواع مختلفة من الأوراق المالية وبشكل مباشر في السوق المالي، وهذا التجميع للأموال من قبل ادارة الصناديق يمكن المؤسسة المالية من تقليل تكاليف المراقبة ومخاطر السيولة ومخاطر السعر التي تواجه أصحاب هذه الأموال مقارنة بالمخاطر التي قد يتعرضون لها عندما يستثمرون بشكل مباشر في السوق (Sounders & Cornett, 2012: 13)، نلاحظ ان هذا التعريف يركز على دور إدارة الصندوق في محاولة تخفيض التكاليف والمخاطر التي قد يتعرض لها أصحاب الأموال ولا يملكون القدرة على تخفيضها عند استثمارهم بشكل مباشر، كما تعرف بانها أداة مالية لتحصيل وإدارة أموال المستثمرين اذ يقدم المستثمرون أموالهم الى إدارة مهنية تقوم باستثمارها في الأوراق المالية لتحقيق الأرباح لجميع الأطراف (Attia & Bensmaine, 2019: 211)، يركز هذا التعريف على جانب الأرباح التي يتم تحقيقها من خلال الاشتراك في الصناديق الاستثمارية. وتعرف الصناديق الاستثمارية كذلك بانها عبارة عن وسطاء ماليون يجمعون الموارد المالية للأفراد والشركات ويستثمرونها في محافظ متنوعة من الأصول المالية، وعليه فهي توفر الفرص لصغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية وتنوع المخاطر، كما انها قادرة أيضًا على تحقيق وفورات حجم أكبر من خلال تحمل تكاليف معاملات وعمولات أقل، والتي يتم دفعها عندما يشتري المستثمرون الأفراد الأوراق المالية بشكل مباشرة وذلك نتيجة للزيادة الهائلة في القيمة السوقية للأصول المالية خاصة خلال فترة التسعينات اذ تقدم الصناديق للمستثمرين خاصة

صغار المستثمرين الذين يرغبون في الاحتفاظ بهذه الأصول هذه الخدمة (Sounders& Ccornt,2008:118) لقد ركز هذا المفهوم على عملية تنوع الأصول التي يرغب العملاء بامتلاكها بالإضافة الى توزيع المخاطرة. وتعرف أيضا بانها عبارة عن اوعية او فرص جاذبة لصغار المستثمرين من اجل تنوع المحفظة الاستثمارية حيث يتم توجيه هذا الاستثمار الجماعي من خلال وسطاء ماليين متخصصين لغرض الاستثمار في مجموعة واسعة ومتنوعة لاختيار فرص الاستثمار المناسبة وفقا لتفضيلاتهم الخاصة بالأداء (Janda&Svarovsko,2009:2)، نلاحظ ان هذا التعريف يركز على تنوع المحفظة الاستثمارية. كما يمكن ان تعرف صناديق الاستثمار بانها قناة تقوم بعملية الاستثمار في رأس المال، وتقوم هذه الصناديق باستثمارات متعددة الأجل محاولة منها في تخفيض المخاطر الى الحد الأدنى من خلال تنوع استثماراتها (Quarter et al,2001:94) لقد ركز هذا المفهوم على الفترة الزمنية التي يتم فيها الاستثمار في الأسواق المالية حيث ان العوائد والمخاطر التي قد تتحقق تتأثر بشكل كبير بأجل الاستثمار ان كان قصير الاجل او متوسط ام طويل الاجل. ويتم تعريفها أيضا بانها عملية الاستثمار للأموال المجمعة في اشكال مقبولة من الاستثمار سواء كان في العقارات او الأسهم في الشركات النشطة ويتم ذلك من خلال مؤسسات مالية متخصصة تقوم بتوجيه هذه الأموال بالشكل الذي يعود على الجميع بالأرباح (Gamlen et.al,2015:6)، ان هذا التعريف يركز على أنواع الاستثمارات التي قد يستثمر فيها الصندوق الأموال المجمعة من صغار المدخرين. وعرفها اخرون بانها عبارة عن وسيط مالي يتولى عملية شراء وبيع الأوراق المالية كالأسهم والسندات والمضاربة في أسواق العملات والسلع (هاشم ونور، 2021: 42) يركز هذا التعريف على عملية الوساطة المالية التي تقوم بها الصناديق الاستثمارية فضلا عن تركيزه على نوعية الأوراق المالية التي يتم الاستثمار بها. نلاحظ من التعاريف السابقة مايلي:

1- ان صناديق الاستثمار هي عبارة عن قنوات تجمع المدخرات من الافراد الغير قادرين على الاستثمار بشكل مباشر في السوق المالي.

2- تركز الصناديق على خفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون في الاوراق المالية المختلفة.

3- تساعد الصناديق الاستثمارية على تنوع محفظة المستثمرين حيث يتم الاستثمار في انواع مختلفة من الاوراق المالية.

4- تساعد الصناديق الاستثمارية على تقليل التكاليف التي قد يتكبدها المستثمر عن استثماره بشكل مباشر في السوق.

5- تستثمر الصناديق الاستثمارية في اوراق مالية ذات اجال مختلفة.

من خلال ما سبق يمكن تعريف الصناديق الاستثمارية بانها عبارة عن قنوات وواعية استثمارية تدار من قبل إدارة متخصصة وكفوة في مجالات الاستثمار، تقوم بمساعدة صغار المدخرين والمستثمرين الراغبين بالاستثمار في سوق الأوراق المالية الا انهم يخشون ذلك اما بسبب عدم توفر الخبرة الكافية لديهم او بسبب قلة المدخرات التي يمتلكونها، وهذا يؤدي الى تركيز استثماراتهم في نوع واحد من الأدوات المتداولة في السوق وبذلك يكون هدفهم من الاشتراك بهذه الصناديق هو تنوع محفظتهم الاستثمارية والأصول المملوكة لهم، وتخفيض المخاطر وتكاليف المعاملات الى ادني حد ممكن فضلا عن تحقيق أرباح مناسبة. حيث يتحقق في صناديق الاستثمار التنوع Diversification و الإدارة الكفوة Experis management فضلا عن إمكانية تسهيل الوثائق Liquidity وكل ذلك ساهم في الانتشار السريع والنمو الواسع لهذه الصناديق .

2- مزايا وسمات صناديق الاستثمار Advantages of Mutual Funds

عندما يتخذ المستثمر قرارا باستخدام امواله والحصول على اصول مالية فهو يتوقع عائدا على الاستثمار الذي قام به، الا انه معرض لدرجة معينة من المخاطر، ان كل اصل مالي لديه مخاطر فردية، وهنا يفضل المستثمر تنوع محفظته بين مختلف الاوراق المالية من الاسهم والسندات، كما ان المراهنة على كل الاموال في استثمار واحد امر محفوف بالمخاطر، الا ان التنوع يسمح للمستثمر بتعويض خسائر احد الاصول من خلال مكاسب الاصول الاخرى(الفتلاوي، 2022: 38)، ومع ذلك فان قيام المستثمر بتنوع محفظته يمكن ان يكون مكلفا في بعض الاحيان، حيث ان معرفة ما يجب شراؤه فضلا عن وقت الشراء يتطلب خبرة كبيرة.

لقد ظهرت الصناديق الاستثمارية كبديل مثالي لتقليل هذه المشاكل، ان صناديق الاستثمار هي وحدات مشتركة تم دمجها بهدف تعزيز التطبيق الجماعي لموارد المشاركين فيها وتخصيصها في حصص من مختلف الاصول المالية. الصناديق الاستثمارية ظهرت كأداة استثمار مفضلة للعديد من المستثمرين، وذلك بسبب المزايا العديدة التي تتمتع بها على الأشكال الأخرى وسبل الاستثمار، خاصة بالنسبة للمستثمر الذي لديه موارد محدودة متاحة من حيث رأس المال والقدرة على إجراء بحث تفصيلي ومراقبة السوق. وفيما يلي المزايا الرئيسية التي تقدمها الصناديق الاستثمارية لجميع المستثمرين على حد سواء (مرهج ومحمد، 2011: 169)(Bodie et.al,2014: 92-93)(محسن، 2023: 98)(فاضل، 2022: 50):

- 1- تساعد على تخفيض معدلات التضخم **Reducing inflation** في الاقتصاد ويتم ذلك بطريقة غير مباشرة وذلك عن طريق قدرتها العالية على تخفيض سيولة الاقتصاد النقدية حيث تقوم الصناديق بامتصاص هذه السيولة فضلا عن الحد من الميل للاستهلاك.
- 2- تؤدي دورا فاعلا في زيادة وعي الافراد الاستثماري **Investment awareness** وذلك من خلال ما تقوم بتوفيره من السهولة والمرونة في الأنشطة الاستثمارية التي تقوم بها بالإضافة الى تشجيع المستثمرين على استثمار أموالهم خاصة ذوي الدخل المحدود وذلك عن طريق خفض الحد الأدنى الذي يسمح لهم الاستثمار فيه.
- 3- يحد وجود الصناديق الاستثمارية من هروب المدخرات **Savings flight** ورؤوس الأموال الى الخارج، كما انها تخلق مزيدا من الطلب على الأسهم وهذا يساعد على الزيادة في معدل دوران الأسهم مما يؤدي الى زيادة قيمة وحجم التداول.
- 4- تلعب الصناديق الاستثمارية دور هام وكبير في دعم برامج خصخصة المشاريع **Support privatization** وتوسيع قاعة الملكية في جميع القطاعات الاقتصادية من خلال قيامها بعمليات الترويج للأسهم المطروحة للبيع لمختلف الشركات، فضلا عن دورها في توفير التمويل اللازم لشراء الأسهم من خلال جمع المدخرات، كما انها تساهم في دعم التقييم الصحيح والمناسب لمختلف الأوراق المالية مما يحسن من فرص وشروط البيع لمصلحة الاقتصاد الوطني.
- 5- ان الاستثمار في هذا النوع من الأدوات اثبت كفاءة وفعالية كبيرة في تشغيل أموال المدخرين **Operating savings** سواء أصحاب المدخرات الكبيرة ام المتوسطة والصغيرة بالشكل الذي يحقق لهم أرباح مناسبة تفوق من الفوائد على الودائع في حال تم وضعها لدى المصارف فضلا عن توفير حماية للأموال المستثمرة من المخاطر التي قد تتعرض لها.
- 6- تساهم الصناديق الاستثمارية في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية **Stimulating the financial market** وذلك من خلال تقديمها لأدوات استثمارية متنوعة تكون مناسبة مع ظروف مختلف المستثمرين كما انها تساعد على

- 7- شراء تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية وهذا سيسهم في تنشيط حركة السوق فضلا عن طرح مكونات الصناديق من الأسهم والسندات للتداول العام وهذا سيؤدي الى زيادة الأوراق المالية المتداولة في السوق.
- 7- إنشاء أوعية استثمارية **Investment bases** بديلة لأذونات الخزنة العامة بهدف توظيف فائض السيولة النقدية لدى المصارف والتي تنتج عن ارتفاع حجم الودائع المصرفية بشكل كبير فضلا عن تحويل الأموال من المغتربين في الخارج الى تلك المصارف.
- 8- تنوع المحفظة **Portfolio diversification** ، حيث يعتبر كل مستثمر في الصندوق مالكا جزئيا لجميع أصول الصندوق، مما يتيح له الاحتفاظ بمحفظة استثمارية متنوعة حتى مع وجود مبلغ صغير من الاستثمار الذي يتطلب رأس مال كبير.
- 9- الإدارة المهنية **Professional management** ، وذلك حتى إذا كان لدى المستثمر مبلغ كبير من رأس المال المتاح له فإنه يستفيد من مهارات الإدارة المهنية التي يجلبها الصندوق في إدارة محفظة المستثمر اذ تضمن مهارات إدارة الاستثمار جنبا إلى جنب مع البحث المطلوب في خيارات الاستثمار المتاحة، عانداً أفضل بكثير مما يمكن للمستثمر إدارته بمفرده. حيث يلاحظ ان قلة من المستثمرين لديهم المهارات والموارد الخاصة بهم للنجاح في أسواق اليوم التي تتميز بسرعة الحركة والعالمية والمتطورة.
- 10-تقليل وتنوع المخاطر **Diversification of risks** ، فعندما يستثمر المستثمر بشكل مباشر، فإن كل مخاطر الخسارة المحتملة هي مخاطرة ، سواء قام بإيداع وديعة لدى شركة أو بنك ، أو قام بشراء حصة أو سندات من تلقاء نفسه أو في شركة أخرى. أثناء الاستثمار في مجموعة الأموال مع المستثمرين ، يتم أيضا مشاركة الخسائر المحتملة مع مستثمرين آخرين. يعد الحد من المخاطر أحد أهم فوائد أداة الاستثمار الجماعي مثل صندوق الاستثمار المشترك.
- 11-تخفيض تكاليف المعاملات **Reducing transaction costs** ، ان ما يطبق في هذا المجال بالنسبة للمخاطرة ينطبق أيضا على تكاليف المعاملات، حيث يتحمل المستثمر جميع تكاليف الاستثمار مثل الوساطة أو حفظ الأوراق المالية ولكن عندما يمر كل ذلك من خلال صندوق الاستثمار، فان لديه ميزة وفورات الحجم حيث تدفع الصناديق تكاليف أقل بسبب الأحجام الكبيرة وهي ميزة تنتقل إلى مستثمريها.
- 12- السيولة **Liquidity** ، في كثير من الأحيان، يمتلك المستثمرون أسهبا أو سندات لا يمكنهم بيعها بشكل مباشر وسهل وسريع، ولكن عندما يستثمرون في وحدات صندوق استثماري فان ذلك يمكنهم عموما من التخلص من استثماراتهم في أي وقت ، وذلك عن طريق بيع وحداتهم إلى الصندوق إذا كانت مفتوحة، أو بيعها في السوق إذا كان الصندوق مغلقا، ولذلك اهمية كبيرة على سيولة الاستثمار والتي لها فائدة كبيرة للسوق المالي.
- 13- الراحة والمرونة **Flexibility** ، تقدم شركات إدارة الصناديق المشتركة العديد من الخدمات للمستثمرين التي لا يمكن للمستثمر المباشر في السوق الحصول عليها. اذ يمكن للمستثمرين نقل حيازتهم للأوراق المالية بسهولة من أداة إلى أخرى فضلا عن الحصول على معلومات السوق المحدثة وما إلى ذلك.

14- الشفافية **Transparency** ، يحصل المستثمر على معلومات منتظمة حول قيمة استثماراته بالإضافة إلى الإفصاح عن الاستثمارات المحددة التي يقوم بها الصندوق ، والنسبة المستثمرة في كل فئة من الأصول فضلا عن استراتيجية استثمار مديري الصناديق والتوقعات.

مما سبق نلاحظ الدور الكبير الذي تقوم به الصناديق الاستثمارية ودورها في تنشيط الأسواق المالية ودعم الاقتصاد الوطني من خلال المزايا التي تحققها لكل من الاقتصاد والمستثمرين على حد سواء. وترى الباحثة ان هذه المزايا كان لها الاثر الكبير في الاسواق المالية التي سمحت وساعدت من خلال مختلف القوانين التي تم تشريعها لإنشاء هذا النوع من الاداة على تطوير واعطاء عمق وسعه لحجم السوق المالي من خلال زيادة اعداد المستثمرين فيه.

3- أنواع صناديق الاستثمار **Types of Mutual Funds**

هناك العديد من الأنواع للصناديق الاستثمارية والتي تم انشائها لعدة اسباب سواء كانت متعلقة بإدارة الصندوق والهدف الذي كان السبب من وراء انشائه ام تحقيقا لأهداف المستثمرين الذين يسعون من خلال الاستثمار في هذا النوع من الأدوات الى تحقيق اغراض مختلفة، ومن اهم هذه الأنواع مايلي:

أ- الصناديق ذات النهاية المفتوحة **Open-ended funds**

يطلق عليها بصناديق الاستثمار المشتركة ، وهي عبارة عن صناديق تنشأ من قبل بنك او شركة استثمار أو شركة تأمين، تقوم بإصدار عدد غير محدد من الاسهم التي يتم تداولها في السوق المالية، ان استراتيجية هذا النوع منها هو قيامها بإصدار أسهم جديدة عندما يتم استثمار أموال إضافية في هذا الصندوق، فتصدر لأصحاب هذه الاموال أسهما جديدة تعادل قيمة الاموال المستثمرة، كما يتم اعطاء شهادة أسهم للمستثمر بشكل مباشرة أو عن طريق وسيط في السوق المالي (بودية وكحلي، 2013: 4). هذا النوع منها يعني ببساطة ان الصندوق يقوم بإصدار العديد من الأسهم سواء كثيرة كانت ام قليلة، أي ان الصناديق المفتوحة من الناحية النظرية لا تملك حدا معيناً من المستثمرين او مقدار الأموال التي يمتلكونها ويقومون باستثمارها فيه، وهي تمكن المستثمرين من شراء وبيع الأسهم من الصندوق (Tyson,2010:25). كما انه في هذا النوع من الصناديق يتم تحديد سعر السهم حسب الطلب عليه ولكنه يتم من خلال تقدير القيمة السوقية الحالية لصافي اصول الصندوق لكل سهم فضلا عن العمولة (Estrada,2019: 17). ويتسم هذا النوع من الصناديق بالتغير الدائم في رأسمالها وذلك مع حركة طلبات المستثمرين، اذ تتم زيادة راس المال من خلال اصدار الوثائق الجديدة وذلك لاستبدال الوثائق المستثمرة او الزيادة التي تحدث عند وجود طلبات جديدة لمستثمرين جدد، اما الانخفاض فيحدث بسبب قيام بعض المستثمرين في هذه الصناديق باسترداد قيم وثائقهم من الصندوق (علي، 2021: 225).

ب- الصناديق ذات النهاية المغلقة **Closed-ended funds**

هي شركات استثمار مطروحة للتداول العام والتي تصدر عددا محدداً من الأسهم ولا يمكنها إصدار أسهم إضافية إلا من خلال إصدار عام جديد (Estrada,2019: 17). في هذا النوع من الصناديق يعرض الوسطاء الماليون الذين تم ترخيصهم من قبل إدارة الصندوق عدد محدد من الأسهم ويكون من النادر حدوث زيادة إضافية في عدد الأسهم وذلك لأنها تستثمر في عوائد الطرح الاولي للاسهم، كما ان هذه الصناديق لا تقوم باسترداد الأسهم واذا أراد المستثمر بيع او

تغيير ملكية الأسهم فهو يلجأ الى السوق الثانوية (Anderson&Ahmed,2005:11)، يختلف تسعير الاسهم في الصناديق المغلقة عن تسعير الصناديق المفتوحة ويمكن ان يختلف سعر السوق عن صافي قيمة الاصول في الصندوق.

ج- صناديق التحوط Hedging funds

عبارة عن شركات استثمار تمتلك العديد من الاصول الاستثمارية المشابهة للأصول الموجودة في صناديق الاستثمار المشتركة، ولكن على العكس فان صناديق التحوط تصدر اوراقا مالية لعدد محدود من المستثمرين المؤسسين والاثرياء، ولهذا السبب لا يتعين على صناديق التحوط التسجيل لدى لجنة الاوراق المالية او البورصة، كما تسمح هذه الصناديق لمساهميها باسترداد اسهمهم الا انها عادة ما تسمح بعملية الاسترداد مرة واحدة شهريا او مرة واحدة كل ثلاثة اشهر بدلا من الاسترداد اليومي كما تفعل صناديق الاستثمار المشتركة (Morley,2014: 1235).

ان الانواع اعلاه تبين انواع صناديق الاستثمار وفقا لهيكل رأس المال ومدى امكانية تداول الاوراق المالية التي تتكون منها هذه الصناديق، اذ يوجد تصنيف اخر لصناديق الاستثمار الذي يعتمد على معيار العائد المحقق من الاستثمار في هذه الصناديق وهو يقسم الى ثلاثة انواع رئيسية وكما يلي (حليمة والامين، 2020: 76-77):

- 1- صناديق ذات عائد دوري **Periodic returns funds** : وهي تتميز بتوزيع ارباحها الصافية على حملة الوثائق الاستثمارية خلال فترات دورية منتظمة سواء كانت ربع سنوية ام نصف سنوية ام سنوية، ويتم ذكر مدة توزيع العائد في نشرة الاكتتاب وغالبا ما تستثمر هذه الصناديق في سندات واسهم مؤسسات وشركات كبيرة وذات طبيعة عمل مستقرة في السوق، وهذا النوع من الصناديق يناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت لاستخدامه في تغطية نفقات المعيشة.
- 2- صناديق ذات عائد متراكم **Accumulative returns funds** : تعمل ادارة الصندوق في هذا النوع على اعادة الاستثمار للعوائد التي تحققت في مختلف الاوراق المالية في السوق المالي، وعندما يتم استرجاع قيمة وثيقة الاصل يتم تسديد قيمة الاصل بالإضافة الى الربح المتحقق، كما انها تقوم بالاستثمار في اسهم عادية لمنشآت يتوقع لها افاقا عالية للنمو وهذه الصناديق تناسب فئة المستثمرين الذين يملكون مصادر اخرى للدخل لتغطية نفقات معيشتهم وهم بذلك لا يعتمدون على العوائد المتحققة لهم من الاشتراك في هذا النوع من الصناديق.
- 3- صناديق ذات عائد دوري متراكم **Accumulated periodic returns funds** : تقوم ادارة هذا النوع من الصناديق بالاستثمار في محفظة متنوعة من الاوراق المالية من السندات والاسهم سواء كانت محلية او اجنبية فضلا عن الاوراق المالية العائدة للحكومة ويتم ادارتها من قبل فئات متخصصة في هذا المجال بهدف تعظيم العوائد المتحققة لكافة المستثمرين وتوزيعها على اصحاب الوثائق.

ثانيا: سيولة سوق الاوراق المالية

1- مفهوم سيولة السوق المالية

يقصد بالسيولة هي قدرة الاسهم على التداول في السوق مع فرق سعر اقل وفي اقل وقت ممكن (Akram,2014: 66)، وتعرف ايضا بانها القدرة على تداول حجم كبير من الاسهم دون ان يتكبد المستثمر تكاليف معاملات كبيرة (Balia et al,2013: 6). وتعرف السيولة ايضا بانها امكانية تحويل اي شكل من اشكال الاصول الى شكل اخر خلال فترة زمنية قصيرة دون ان يفقد قيمته اي دون ان يكون هناك تغير كبير في سعر هذا الاصل (Yeyati et al,2007:). وهذا يعني انه

إذا كان هناك حجم تداول كبير للاسهم فان ذلك يعني ان هناك اوراق مالية سائلة هذا الامر يؤدي الى تغير طفيف في الاسعار (10: Hasbrouck,2005). كما يعني مصطلح السيولة على انها اصول لديها القدرة على التداول بسرعة وبكميات كبيرة (عمق السوق) وبسعر تنافسي (تأثير السعر) وتكلفة منخفضة (تكلفة المعاملة) (Gharaibeh&AL-Gudah,2019: 3653). اي ان سيولة السوق تعني عملية بيع وشراء الاوراق المالية وبكميات كبيرة وخلال مدة زمنية قصيرة على ان لا يؤثر هذا الحجم من التداول على اسعار الاوراق المالية في السوق.

تتضمن ورقة بحثية قام بكتابتها Adler على ان السيولة يتم تحديدها حسب العرض والطلب في اي سوق، حتى ان لم يتواجد المشتري بشكل تلقائي لكل بائع فان وجود الوسطاء الماليين في سوق الاوراق المالية الذين يتدخلون دائما ويتحملون المخاطر خلال هذه الفترة الى ان يظهر مشتري نهائي لهذه الاوراق، ان الزيادة المفاجئة في العرض والطلب او التغيرات التي تحدث في المعلومات او القيود التي تفرض على قدرة صانعي السوق على تحمل المخاطر كلها يمكن ان يؤثر بشكل كبير على سيولة السوق، حيث يمثل عدم التناسق بالمعلومات الواردة للسوق مصدرا لعدم السيولة فضلا عن زيادة التكاليف الامر الذي يؤدي الى اختلال التوازن بين العرض والطلب على الورقة المالية، كما ان المستثمرون الذين يقومون بشراء اوراق مالية اقل سيولة يدركون ان هناك تكاليف معاملات وفي مقابل ذلك فانهم يطلبون تعويض عن ذلك من خلال طلب عائد اكبر عند انخفاض الاسعار بسبب انخفاض السيولة، وتتميز السيولة هنا بتكلفة التنفيذ الفوري والذي يتم تسجيله في الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب بالمقارنة مع الاوراق المالية السائلة، فسيتم هنا خصم الاوراق المالية السائلة من خلال تكاليف المعاملات المستقبلية وكلما زادت السيولة كلما زاد العائد المتوقع قبل التكلفة، بالإضافة الى ذلك فان المستثمرون الراغبين في الاستثمارات طويلة الاجل والذي لا يحتاجون الى التداول الفوري ان يحققوا هذه العوائد (3: Adler,2012). حيث تؤثر سيولة السوق على العوائد المتوقعة من الاستثمار في الاوراق المالية فترتفع هذه العوائد كلما زادت سيولة السوق المالية (1: Bekaert et.al,2005). اي ان العائد المتوقع للأوراق المالية من المتوقع ان يزيد عند زيادة سيولة الورقة المالية، اي ان المستثمرون يكونون على استعداد لدفع علاوة مقابل ورقة مالية سائلة (3: Acharya&Pedersen,2004).

2- جوانب وابعاد السيولة في السوق المالية

تتمثل الافتراضات الاساسية للسوق السائلة في وجود عدد كبير من المشتريين والبائعين في جميع الاوقات، والقدرة على تنفيذ المعاملات التالية بنفس سعر الصفقة السابقة فضلا عن قدرة السوق على استيعاب المعاملات الكبيرة دون تأثيرات كبيرة على الاسعار. تعد السيولة ظاهرة متعددة الابعاد، وقد اوضحت الدراسات انه من الصعب استخدام مؤشر او مقياس واحد لقياسها وكل بعد يحتاج مقياس خاص به (479: Benic&Franc,2008)، ومن اهم هذه الابعاد هي الكمية (العمق)، والوقت (الفورية)، تأثير السعر (المرونة) والتكلفة (الضيق) (4: Cakici&Zaramba,2012)، ويمكن شرح هذه ابعاد السيولة **Dimensions of liquidity** كما يلي:

- وقت التداول **Trading time**: ويعرف بأنه القدرة على تنفيذ الصفقة فوراً بالأسعار السائدة، والوقت الذي يتم فيه انتظار القيام بصفقة اخرى هو المقياس لوقت التداول.
- اتساع السوق **Breadth Market**: والمقصود به هو ان يكون هناك عدد كبير من الاوامر سواء كانت اوامر بيع ام شراء الامر الذي يؤدي الى حدوث استقرار الاسعار بشكل نسبي، وهذا يؤدي الى تقليل المخاطر الرأسمالية، ويمكن

القول ان هذا السوق سوف يخفض دوافع المشتريين والبائعين المحتملين ويؤدي الى ان يتم اتخاذ القرار بتاجيل عمليات البيع والشراء اي تأجيل قرار الاستثمار، كما ان صانع السوق قد يقبل في هذه الحالة هامش ربح صغير على امل ان يتم تعويض ذلك عندما يرتفع معدل الدوران للورقة المالية محل التداول (wyss,2004: 29).

- العمق **Market Depth**: ويقصد به وجود عمليات بيع وشراء كبيرة ومستمرة ونتيجة لذلك ومن خلال هذه التعاملات النشطة فان حدوث اي خلل بين الكمية المعروضة والمطلوبة في السوق سيؤدي الى تغيرات منخفضة في الاسعار، اي ان الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث تكون طفيفة جدا.
- المرونة **Resiliency**: وهي القدرة على شراء وبيع كمية معينة من الاصول مع تأثير ضئيل على السعر المعروض للورقة المالية، وفي الوقت الذي يركز فيه جانب عمق السوق على حجم افضل العروض وافضل الاسعار للطلب، فان المرونة تأخذ في الاعتبار مرونة العرض والطلب، حيث تقيس المرونة مدى سرعة عودة الاسعار الى المستوى السابق بعد ان تغير سعرها في ظل معاملات كبيرة الحجم (هندي، 2006: 534-535). ونلاحظ انه كلما انخفضت المرونة او سرعة الاستجابة كلما ادى ذلك الى زيادة المخاطر التي سيواجهها المستثمر الذي يتداول الاسهم على افتراض ان السعر الحالي هو الافضل، فالمرونة هي مقياس للبعد الزمني للسيولة (Dong et.al,2007: 14)، اي ان السوق الذي يستطيع التعافي من صدمات الاسعار او يمكنه امتصاص الصدمة واستعادة التوازن بين الطلبات بسرعة هو سوق مرن (Krishnan&Mishra,2013: 100).

3- العوامل المؤثرة على سيولة سوق الاوراق المالية

هناك العديد من العوامل المرتبطة بسيولة السوق وهذه العوامل لها تأثيرات كبيرة على السيولة سواء كان هذا الاثر سلبا ام ايجابيا، ومن اهم هذه العوامل مايلي:

- يؤثر راس المال الموجود لدى المضاربين على سيولة السوق المالية، اذ انه كلما زاد راس المال لدى المضاربين فان ذلك يعني بانه لا توجد مخاطر لعدم توفر التمويل اللازم، اي ان سيولة السوق ستكون عند اعلى مستوياتها ولن تتأثر بالتغيرات التي تحدث في رأس المال (Brunnermeier&Pedersen,2008:3).
- ان سيولة السوق المالية ومعدلات دوران الاسهم تعتمد بشكل كبير على متطلبات هامش البيع وقيود البيع على المكشوف، والتي تعني ان السيولة يجب ان تعتمد على اسعار الفائدة من خلال تقليل تكلفة التداول، حيث ان انخفاض اسعار الفائدة يمكن ان يحفز نشاط التداول ويزيد سيولة السوق، كما يمكن ان تؤدي الزيادة في عوائد السندات طويلة الاجل الى قيام المستثمرين بإعادة تخصيص الثروة بين الاسهم والسندات وبالتالي تحفيز نشاط التداول والتأثير على سيولة السوق (Cordia et.al,2001: 11). كما انه في حالة حدوث تغيرات سلبية في اسعار الفائدة يمكن ان يحفز رغبة المستثمر على اعادة توازن محفظته الاستثمارية، وبالتالي زيادة في الطلب على السيولة وفي الوقت نفسه فان صدمات اسعار الفائدة من شأنها ان تغير تكلفة ومخاطر توفير السيولة.
- تشير بعض الابحاث الى ان تكلفة ومخاطر توفير السيولة تتأثر حسب درجة تنوع المحفظة لدى الشركات المتخصصة والشكل التنظيمي لها، فمع وجود درجة عالية من تنوع المحفظة الاستثمارية، وعند حدوث صدمة في الارباح لاحد الاسهم المكونة للمحفظة فانه من غير المرجح ان تؤثر صدمة الارباح لهذا السهم على السيولة للاسهم الاخرى في نفس المحفظة، ونظرا لان الشركات المتخصصة الكبيرة تستثمر في اسهم شركات متنوعة فان

المتخصصين فيها تكون لديهم القدرة على توفير السيولة باستخدام رأس مال منخفض التكلفة نسبيا، ونتيجة لذلك فإن الأرباح والعوائد المتراكمة تزيد كلما زاد حجم الشركة المتخصصة، وهذا يؤدي الى زيادة في سيولة الاسهم التي تتعامل معها هذه الشركات الامر الذي ينعكس على سيولة السوق (Coughenour&Saad,2004: 58-59).

• ترتبط سيولة سوق الاسهم بزيادة القيمة السوقية للشركة، نظرا لان القيمة السوقية الاكبر من شأنها ان تجعل السهم اكثر جاذبية لعدد اكبر من المستثمرين الذين لديهم قيود على حجم الشركة التي يستثمرون فيها، فالشركة التي ترتفع القيمة السوقية لأسهمها تميل ان يكون لديها عدد اكبر من الاسهم مما قد يزيد من حجم التداول وبالتالي زيادة سيولة السوق (Bebe et.al,2013: 13). وهذا يعني وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية وسيولة السوق، اي انه كلما زادت سيولة السوق ادى ذلك الى ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية، لان المستثمر سيفضل ان يقوم بشراء الورقة المالية ذات السيولة العالية التي يكون باستطاعته بيعها بسهولة وبدون خسائر وفي اي وقت حتى اذا كانت قيمة هذه الورقة مرتفعا في السوق.

• ان حجم الاوامر في السوق المالية يحدد السيولة فيما اذا كان امر بيع او شراء، حيث ان هذه الاوامر تسبب حدوث تحول في منحى العرض والطلب على الاسهم وتغير السيولة، الا ان ما يحدد بشكل مباشر اذا ما كانت السيولة تتغير او لا هو نوع الامر بالإضافة الى حجم الطلب، حيث يبين هذا الامر حجم التغير في السيولة فضلا عن اذا كانت السيولة تنخفض او تزيد من خلال نوع الطلب (Domowitz&Fwang,2002: 13).

• يؤثر المستثمرون الاجانب على سيولة السوق المالية، وهذا التأثير يتم عن طريق تغيير مستوى نشاط التداول في السوق، من خلال مشاركة المستثمر الاجنبي في الاستثمار الامر الذي يؤدي الى زيادة مستويات التجارة وهذه الزيادة في مستويات النشاط التجاري ستؤدي الى تقليل التكاليف من خلال توزيع التكاليف الحقيقية الثابتة على المزيد من الصفقات، كما ان سيولة السوق المحلية قد تتحسن نتيجة للكشف عن المعلومات الناتج عن مشاركة المؤسسات المالية الدولية، وعندما تعكس الاسعار معلومات افضل واكثر صلة عندها سيقوم صناع السوق بتقليل فروق الاسعار نتيجة انخفاض عدم اليقين في الاسعار (Ding et.al,2013: 2-4). وهذا يعني ان الاستثمارات الاجنبية في الاسواق المحلية تعمل بنجاح على تعزيز سيولة سوق الاوراق المالية.

• بينت الدراسات ان نشاط التداول والسيولة تتأثر بعوائد سوق الاسهم، وتكلفة تمويل المعاملات للتجار ومعدلات دوران الاسهم والمخاطر التي يتعرض لها مخزون الاسهم لدى المضاربين، بالإضافة الى التوقعات بشأن حدوث ركود اقتصادي ايضا (Cordia et.al,2003: 48). حيث ان هذه التغيرات ستؤدي الى الانخفاض في انتاجية المشاريع فضلا عن الضغوط التضخمية التي تؤثر على السيولة بشكل غير مباشر عن طريق تحفيز تدفقات الاموال الى خارج السوق، الامر الذي يخفض اسعار الاسهم وزيادة تقلبات سوق الاوراق المالية وزيادة المخاطر (كاظم وعمران، 202: 105).

• قام Fujimoto بدراسة عن العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسيولة السوق، وقد توصل الى ان السيولة تتحسن بشكل كبير استجابة لصدمة التضخم السلبية وصدمة السياسة النقدية التوسعية، مما يشير الى ان الظروف الاقتصادية والسياسات الحكومية قد تحقق تأثيرات كبيرة على عمل سوق الاوراق المالية، كما تؤثر الصدمات التي تحدث في الاقتصاد على عوامل اخرى مثل عوائد السوق ومعدل دوران الاسهم التي تعتبر من اهم المتغيرات المؤثرة على السيولة، وبالتالي فان عوامل الاقتصاد الكلي لا تؤثر فقط بشكل مباشر على السيولة، بل تؤثر ايضا بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على متغيرات سوق الاوراق المالية (Fujimoto,2004: 3). وهذا يعني

ان الصدمات السلبية في الاقتصاد تؤدي الى زيادة التقلبات في سوق الاوراق المالية اذ نلاحظ ان اغلب المستثمرون يقومون بتحويل ثرواتهم من الاستثمار في الاسهم الى اصول مالية اكثر امانا كالسندات مثلا، ان هذه التغيرات في ظروف السوق التي تنجم عن صدمات الاقتصاد قد تؤدي الى اعادة تشكيل المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الامر الذي يؤدي الى تدهور السيولة بشكل كبير من خلال المخاوف التي تصيب هؤلاء المستثمرين، وعليه فان هذه التفاعلات بين السيولة ومؤشرات السوق يمكن اعتبارها مؤشرا على مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على سيولة السوق (Goyenko&Ukov,2007: 8).

- بين Hameed ان التباين في تقلبات الطلب على السيولة فضلا عن تقلبات السوق تؤثر في سيولة الاسواق، الامر الذي يؤدي الى هروب المستثمرين من المخاطرة والاتجاه نحو الجودة كما اطلق عليه، وبين انه اذا كانت تكاليف المعاملات اعلى خلال فترة تقلب السوق، فان تأثير هذه التقلبات سيكون اكبر على السيولة، الامر الذي يؤكد على وجود صلة بين التغيرات في تقلبات السوق والسيولة (Hameed et al,2006: 11). وهذا يعني انه في الفترات التي يكون فيها الطلب مرتفع جدا على السيولة فانه من المتوقع حدوث تدفقات اعلى من الاموال الى فترات استحقاق قصيرة، باعتبارها فئة الاصول الاكثر سيولة وبالمثل عندما يخرج المستثمرون من سوق السندات فقد يتكون في البداية اصولا اكثر سيولة والتي يستطيعون التخلص منها بسهولة، وهذه الممارسات شائعة لاستخدام الاموال في سوق الاوراق المالية.

- تشتت الملكية، ان تكتل الملكية بين فئة قليلة من المستثمرون تؤثر على سيولة سوق الاوراق المالية اذ ان هيكل الملكية المركز يكون فيه عدد المساهمين الذين يتداولون الاسهم صغير وبالتالي تكون القيمة السوقية اقل، مما يؤدي بدوره الى تقليل سيولة السوق (Jacoby&Zheny,2010: 82)، اي انه كلما زاد عدد المساهمين في راس مال الشركة فان ذلك يعني زيادة التداول وبالتالي ارتفاع سيولة الاسهم.

4- مؤشرات قياس السيولة في الاسواق المالية

هناك العديد من المؤشرات التي يتم من خلالها قياس اداء السوق، ويتم استخدام هذه المؤشرات للتعرف على حالة السوق المالي، فالبعض منها يتم استخدامه لمعرفة حجم السوق اتساعه والبعض الاخر يتم استخدامه لقياس سيولة السوق المالي والتي بدورها لها اثر كبير على سيولة الاقتصاد ككل، اما النوع الاخير من هذه المؤشرات فهو المؤشر العام للسوق، ويتم استخدامه للتعرف على الاتجاه العام للسوق المالي، اذ يعد هذا المؤشر مقياس حقيقي لاداء الاسواق المالية لأنه يتكون من الشركات المختلفة وللعديد من القطاعات الاقتصادية، ويتم من خلاله تحويل الاداء العام للسوق الى شكل كمي وبذلك فانه يعد مرجعا مهما لكل من لديه الرغبة في الاستثمار في الاوراق المالية المكونة لهذا المؤشر. ويتم استخدام المؤشر التالي للتعبير عن سيولة السوق المالي:

- حجم التداول **Trading volume**: وهو عبارة عن قيمة الاوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالية، ويتم الحصول عليه من خلال قسمة مجموع الاوراق المالية التي يتم تداولها في السوق على الناتج المحلي الاجمالي (عطية، 2020: 80). يتم تحديد قوة السوق من خلال عدد الاوراق المالية التي يتم تداولها، فغالبا ماتدل كثافة حجم التداول على تفاؤل المستثمرين في السوق فضلا عن الرغبة في زيادة استثماراتهم، اذ كلما كان حجم التداول كثيف فان ذلك سيتبعه ارتفاع في الاسعار وهذا الامر ينتج عنه زيادة في الطلب على الاوراق المالية وانتعاش سوق الاوراق المالية (الجعفري والبطاط، 2020: 78).

- معدل الدوران **Turnover rate**: ويعبر عن القيمة الاجمالية للاسهم التي يتم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينة (Thalassinos et al,2015: 9)، ويتم الحصول عليه من خلال قسمة حجم التداول على القيمة السوقية للاسهم، يعتبر معدل دوران الاسهم من اهم المؤشرات التي يتم من خلالها قياس سيولة السوق المالية، اذ يعد مؤشر يبين ان تكلفة عقد الصفقات المالية منخفض في السوق (المولى، 2011: 122).

المبحث الثاني

تحليل اداء الصناديق الاستثمارية واثرها على سيولة بورصة الدار البيضاء

اولا: نشاه سوق المال في المغرب (بورصة الدار البيضاء)

تعد سوق المال المغربية من اقدم اسواق المال العربية، اذ يرجع تاريخ تأسيسها الى عام 1929، وقد جاء تأسيسها بمبادرة من القطاع المصرفي الذي كان يقوم بجلسات تداول دورية يتم فيها بيع وشراء اسهم شركات خاصة لمصلحة بعض المستثمرين الاجانب، ويتم ذلك عن طريق مقاصة حرة اذ كان يطلق على هذه المؤسسة التي يتم فيها تداول الاسهم باسم مكتب المقاصة في القيم المنقولة، وبورصة الدار البيضاء هي شركة عامة تخضع لوصاية وزارة الاقتصاد والمال المغربية، وتزاول انشطتها بناء على دليل تم أعداده لهذا الغرض مع مراعاة القواعد التي حددها النظام العام للبورصة. وتعد بورصة الدار البيضاء احد اهم اوجه التقدم والتطور الاقتصادي في المملكة المغربية، وقد تمت الاستفادة من الثورة الحاصلة في مجال التكنولوجيا والانترنت اذ اصبحت جميع عمليات التداول تتم من خلال الموقع الالكتروني للبورصة واصبحت قاعة السوق فارغة من المتعاملين ومن اهم الاهداف التي سعت بورصة الدار البيضاء الوصول اليها في اطار مواكبة تطور اقتصاد البلاد والتي يتم من خلال مساهمة البورصة بشكل اكثر فعالية في توفير التمويل اللازم للاقتصاد متمثلا بمختلف المشاريع الاقتصادية التي تكون بحاجة الى رؤوس الاموال اللازمة لاستمرارية هذه المشاريع.

1- فتح قناة للتواصل بين الجهات المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين.

2- تلبية حاجات وطلبات جميع الفاعلين والمستثمرين في السوق.

3- تطوير السوق والسعي لاحتلال الصدارة بين اسواق المال الرائدة في افريقيا.

اما اهم المهام الخاصة التي تضطلع بها بورصة الدار البيضاء فتكمن في ضمان تشجيع وتطوير سوق المال من خلال الرقابة على عمليات التداول، اصدار ونشر المعلومات الخاصة بالسوق، مساعدة الجهات المختلفة المصدرة للأوراق المالية عند تداول ادواتها المالية في السوق، التدخل عندما يتم حدوث صفقات مبرمة بين مختلف الاطراف فضلا عن ضمان حركة الاوراق المالية في حالة حدوث عجز من احد الوسطاء الماليين. منذ ان تم تأسيس بورصة الدار البيضاء مرت بالعديد من المراحل، كأثناء مكتب التصفية للقيم المنقولة الذي تتم فيه عملية تداول للاسهم عن طريق المقاصة بين المصارف، وقد تغير اسم هذا المكتب في المرحلة الثانية ليطلق عليه اسم مكتب تسعير القيم المنقولة، وفي المرحلة الثالثة التي بدأت سنة 1967 صدر مرسوم ملكي يتعلق بأثناء بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء فضلا عن تنظيم عمل السوق الاولية، ثم صدر في عام 1992 قانون تنظيم الشركات المدرجة في البورصة بالإضافة الى قانون 1941 السابق والذي لا يسمح بطرح الاوراق المالية غير المغربية في السوق الاولية الا بعد ان يتم اخذ الترخيص من مكتب الصرف فضلا عن عدم السماح لشركات الوساطة العربية في العمل في بورصة الدار البيضاء الا من خلال وسيط محلي والجدير بالذكر بان لا يتم السماح للمستثمرين المغاربة في الاستثمار في الاسواق الخارجية حتى لا يسمح لرؤوس الاموال الى الخارج والاستفادة منها محليا لتمويل مختلف المشاريع والقطاعات الاقتصادية المحلية (بلال، 2009: 125-126). في العام 1993 تم اصدار مجموعة من القوانين التي تهدف الى اصلاح السوق المالية ووضع اطار تنظيمي وتقني اللازم لانعاش عمليات الاستثمار في البورصة، اما في عام 1995 تم انشاء هيئات التوظيف الجماعي وهو الاسهم الذي يطلق على صناديق الاستثمار، وفي عام 2013 تم تعديل اسم مجلس القيم المنقولة الى الهيئة المغربية لسوق الرساميل، وفق قانون رقم (43-2) الذي يهدف الى تعزيز استقلالية الهيئة ماليا ومنحها سلطة اوسع على جميع المستثمرين في السوق.

ثانيا: مؤشرات السيولة في برصة الدار البيضاء

أ- حجم التداول

يمكن توضيح مقدار حجم التداول ومعدل دوران الاسهم في بورصة الدار البيضاء من خلال الجدول (1). بلغ حجم التداول (13747.94) مليار درهم في عام 2007، انخفض بشكل كبير وبنسبة انخفاض بلغت (56.82%) عام 2008، وكان السبب في هذا الانخفاض هو تقلص حجم التداول في السوق المركزية وسوق الكتل* بنسبة (47.7%). كما انخفض حجم التداول الخاص بعملية ادراج الاسهم في السوق التي انخفضت بمقدار (25.3%) وبالأخص سندات الاقتراض. واستمر هذا الانخفاض عام 2009 وبنسبة (75.67%) بسبب الانخفاض الكبير والتراجع في حجم الصفقات المنفذة خلال هذه السنة بالإضافة الى عدم وجود اي ادراج جديد للشركات مقابل ادراج 5 شركات عام 2008 فضلا عن انخفاض الاستثمار في الاسهم المتداولة في السوق من قبل المستثمرين الاجانب. اما في العام 2010 فقد كان هناك تطور ايجابي في حجم التداول نتيجة تحسن اوضاع السوق، فقد ارتفع حجم التداول بنسبة (105.08%)، كما ان احد اسباب هذا الارتفاع الملحوظ الى تنامي عمليات البيع والشراء في السوق المركزية الذي وصل الى ما يقارب (104) بدلا من (71.9) مليار درهم، الا ان هذا الاداء الاستثنائي لم يستمر كثير فقد عاد حجم التداول الى الانخفاض عام 2011 واستمر التدهور في حجم التداول عام 2012 في السوق فقد انخفض الحجم بنسبة (14.15%) كنتيجة لتقلص كميات الاسهم المتداولة ولتدني الاسعار فقد انخفضت اسعار الاسهم والسندات بنسبة (14%) و (10.8%) على التوالي. اما في العام 2013 وعلى الرغم من الاداء السلبي الذي سجله السوق الا ان حجم التداول قد ارتفع بنسبة (12.73%) وكانت هذه الزيادة نتيجة لارتفاع حجم تداول الاسهم في سوق الكتل بمبلغ (22.1) مقابل (12.5) مليار درهم عام 2012. عاد حجم التداول عام 2014 وانخفض بنسبة (26.53%) ويعكس هذا التراجع العمليات في سوق الكتل لا قسام السندات والاسهم مقابل تنامي المعاملات في السوق المركزية وبنسبة بلغت (8.1%). ارتفع بعدها حجم التداول لسنتي 2015 و2016 وبنسب (51.06%) و (9.02%) على التوالي ويتعلق هذا الارتفاع بزيادة العمليات الخاصة بالاسهم وارتفاع عدد الصفقات المنفذة خلال العام. اما العام 2017 وعلى الرغم من زيادة حجم التداول في سوق الاسهم حيث ارتفع الى (39.5) مليار درهم في السوق المركزية و (24.1) مليار درهم في سوق الكتل الا ان الحجم الاجمالي للتداول قد انخفض بمعدل (4.83%) بسبب تراجع عملية الزيادة في رأس مال الشركات فضلا عن غياب عملية ادراج شركات جديدة وانخفاض حجم التداول لسندات الاقتراض، كما استمر هذا التراجع عام 2018 لحجم التداول في السوق المركزية وسوق الكتل على السواء وعلى الرغم من عمليات زيادة رأس المال بمقدار (3.5) مليار درهم وادراج شركتين جديدتين.

*السوق المركزية هي السوق التي تواجه فيها جميع أوامر البيع و الشراء لقيمة منقولة مدرجة بالبورصة اما سوق الكتل فهي سوق يمكن فيها التفاوض، باتفاق مباشر (بالتراضي)، حول العمليات على القيم المنقولة المسجلة بالسوق و التي تتعلق بالكميات التي تفوق أو تساوي الحجم الأدنى للكتل وفقا لشروط السعر الصادرة من السوق المركزي (الهيئة المغربية لسوق الرساميل).

جدول (1)

حجم التداول ومعدل دوران الاسهم في بورصة الدار البيضاء للمدة(2007-2022)

السنة	حجم التداول مليار درهم	معدل النمو السنوي %	معدل دوران الاسهم (مره)
2007	13747.94	-	23.45
2008	5936.01	(56.82)	11.16
2009	1444.12	(75.67)	2.84
2010	2961.57	105.08	5.11
2011	1888.58	(36.23)	3.66
2012	1621.38	(14.15)	3.64
2013	1827.86	12.73	4.05
2014	1342.96	(26.53)	2.77
2015	2028.66	51.06	4.48
2016	2211.55	9.02	3.79
2017	2104.77	(4.83)	3.36
2018	1822.02	(13.43)	3.13
2019	1725.34	(5.31)	2.75
2020	1697.09	(1.64)	2.90
2021	2039.5	20.18	2.95
2022	1951.53	(4.31)	3.44

المصدر: * بنك المغرب المركزي، قسم الاصدارات والبحوث، التقارير السنوية المرفوعة الى جلالة الملك، السنوات(2007-2022).

تم حساب معدل الدوران من قبل الباحثة من خلال قسمة حجم التداول على القيمة السوقية للاسهم.

تم احتساب معدل النمو السنوي من قبل الباحثة.

استمر هذا الانخفاض والتراجع في حجم التداول حتى العام 2020، كنتيجة لتداعيات الجائحة الصحية وعلى الرغم من عملية الزيادة في رأسمال الشركات المدرجة في السوق الا ان ذلك لم يكن له اثر في زيادة حجم التداول. في العام 2021 بدء تحسن في مؤشرات السوق نتيجة بدء تعافي الاقتصاد من اثار الجائحة فقد عرف حجم التداول تحسنا ملحوظا وبنسبة(20.18%)، وقد كانت اغلب عمليات التداول بالاسهم، وعلى الرغم استمرار التعافي من الازمة الصحية وتحسن مؤشرات السوق في بداية العام الا ان هذا التحسن لم يستمر طويلا نتيجة تأثر الاقتصاد بالأحداث السياسية والصراع الدائر في اوكرانيا الذي انعكست اثاره على الاقتصاد المغربي فضلا عن الارتفاع في اسعار الفائدة مع تسارع الضغوط التضخمية خلال هذا العام، حيث تراجع حجم التداول بنسبة(4.31%) وكان اغلب هذا الانخفاض في تداول الاسهم سواء كان في سوق الكتل ام السوق المركزية.

ب- معدل دوران الاسهم

يمكن بيان معدل دوران الاسهم لبورصة الدار البيضاء من جدول(1)، اذ نلاحظ ان اعلى معدل دوران كان عام 2007 والذي يبلغ(23.45) مرة، بدأ بعدها بالانخفاض في السنتين التاليتين حيث بلغ(11.16) و(2.84) مرة على التوالي، والسبب في هذا الانخفاض هو الانخفاض في حجم التداول للأوراق المالية في السوق، بدأ بعدها معدل الدوران بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال المدة المتبقية من الدراسة، اذ يرتفع عند زيادة حجم التداول وينخفض عند

انخفاضه. يلاحظ من الجدول(16) انخفاض معدلات السيولة في بورصة الدار البيضاء مقارنة مع بعض الاسواق المحيطة، واحد اهم الاسباب هو ضعف مشاركة الافراد المستثمرين في السوق حيث ان مشاركة هذه الفئة تأثر ايجابي على مختلف المستويات، فضلا عن المساهمة الفاعلة في تحسين عمق السوق وسيولته فهي تعزز اهمية الاستثمار في البورصة، حيث اكدت اغلب الدراسات على اهمية مشاركة الافراد في الاسواق المالية لان هؤلاء المستثمرون وبالأخص في السنوات غير المستقرة عمليات متكررة ويقومون بانتهاج استراتيجيات تختلف عن الاستراتيجيات التي يقوم بانتهاجها اصحاب الشركات او المستثمرون المؤسسون اذ نلاحظ انهم يفضلون الاستثمارات طويلة الامد عكس المستثمرون الافراد الذين يفضلون الاستثمار قصيرة الاجل وبهذه الطريقة فان المستثمرين الافراد يساهمون في التخفيف من ضعف السيولة في السوق، اي ان الاسواق التي تشهد مشاركة مرتفعة للأفراد تسجل معدلات سيولة مرتفعة نسبيا، وبذلك فانه على المشرفين على عمل الاسواق المالية تشجيع هذه المشاركات من خلال خفض تكاليف المعاملات فضلا عن تحسين بنية الاسواق ونشر التوعية والثقافة المالية بين المستثمرين.

ثالثا: الصناديق الاستثمارية في سوق الاوراق المالية المغربي

1- نشأت الصناديق الاستثمارية في بورصة الدار البيضاء

يطلق على الصناديق الاستثمارية في المغرب مصطلح هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) هي عبارة عن مؤسسات مالية من مهامها جمع المدخرات من الافراد والمستثمرين الصغار وتوظيفها في اوراق مالية متنوعة وفقا لمعايير معينة، تم تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في المغرب وفق القانون رقم(1-213) في عام 1993 المعدل (الهيئة المغربية لسوق الرساميل:2010)، وهي تهدف الى مساعدة الافراد الذين لا خبرة لديهم في تقنيات السوق وعدم القدرة على توظيف المدخرات التي يملكونها بشكل جيد، كما ان تأسيس هذه الهيئات او الصناديق يهدف الى تفادي منع صغار المستثمرين من الدخول الى السوق وخلق قنوات ووسائل يتم من خلالها تشجيع المدخرين والمستثمرين على توظيف مدخراتهم في ادوات مالية من خلال شراء وبيع هذه الادوات الامر الذي يوفر سيولة تنعكس بشكل ايجابي على السوق المالي فضلا عن تعبئة المدخرات وتحفيز الاستثمار. تسمح هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بتشكيل محفظة من السندات لكل مستثمر، و التي يتم تدبيرها على النحو الأمثل من طرف مديري هذه الصناديق، وتوجد العديد من الصناديق المتداولة في المغرب ومنها مايلي:

أ. صناديق الاسهم التي تتكون من اسهم الشركات المدرجة في السوق.

ب. صناديق سندات الاقراض التي تتكون من سندات تستحق السداد لفترات متوسطة وطويلة.

ج. صناديق الاستثمار في القيم النقدية التي يتم تكوينها من الادوات المتداولة في السوق النقدية وهي لا تشمل الاسهم.

د. صناديق الاستثمار التعاقدية والتي تعني تعاقد الصندوق مع المستثمر حول نتائج ملموسة للاستثمار او ضمان رد المبلغ الى المستثمر.

هـ. صناديق الاستثمار للقيم المتنوعة والتي تشمل انواع مختلفة من الاوراق المالية كالاسهم او السندات.

2- تحليل اداء الصناديق الاستثمارية في بورصة الدار البيضاء

• عدد الصناديق الاستثمارية

يمكن بيان عدد الصناديق الاستثمارية في المغرب خلال مدة الدراسة من خلال الجدول(2)، والملاحظ زيادة عددها بنسب متفاوتة، حيث بلغ عدد الصناديق(238) صندوق عام 2007 ارتفعت لتصل الى(260) صندوق استثماري عان

2008 بسبب استحداث(22) صندوق اثنان منها تدخل ضمن فئة الصناديق التعاقدية، وحسب التوزيع العددي للصناديق في السوق نلاحظ ان صناديق سندات الاقتراض لأجال متوسطة وطويلة تتقدم على باقي انواع الصناديق اذ وصل عددها الى(109) اي ما يقارب(42%) من اجمالي عدد الصناديق، وهذا يعني ان المستثمرين يفضلون هذا النوع من الاستثمار بسبب العوائد الثابتة والمرتفعة لهذا النوع من الصناديق وهي النوع المفضل للمستثمرين الراغبين بالحصول على عائد دوري. ارتفع هذا العدد عام 2009 حتى وصل الى(294) من خلال انشاء(34) صندوق اغلها هي صناديق سندات الاقتراض وعند النظر الى بنية هذه الصناديق حسب النوع نلاحظ ان(249) صندوق استثمار مشترك مغلق بينا(45) صندوق استثماري مفتوحة او ذات راس مال متغير، ولاتزال صناديق سندات الاقتراض الطويلة ومتوسطة الاجل تمثل اغلبية هذه الصناديق بما مجموعه(117) صندوق، نمت بعد ذلك بمعدل نمو بلغ(8.84%) من خلال استحداث(26) صندوق جديد ليصل عدد الصناديق الى(320) صندوق عام 2010. ارتفعت بعد ذلك الى(333) عام 2011 من خلال انشاء(13) صندوق جديد وهذه الزيادة اقل من المتوسط الذي تم تسجيله خلال الخمس سنوات الاخيرة الذي بلغ(30) صندوق ويرجع هذا النمو الى ارتفاع عدد صناديق ذات النهايات المغلقة الى(288) صندوق فيما بقي عدد صناديق الاستثمار ذات راس المال المفتوحة ثابتا عند(45) صندوق، كما لايزال صناديق الاستثمار في السندات طويلة ومتوسطة الاجل تمثل اغلبية الصناديق بواقع(38.4%) من اجمالي الصناديق.

في العام 2012 وصل عدد الصناديق الى(360) صندوق، منها(86) صندوق استثمار بالأسهم، و(58) صندوق استثمار في الاسهم والسندات، وزادت بقيت انواع الصناديق بواقع(4) صناديق لكل نوع ليصل عدد الصناديق النقدية الى(44) صندوق و(29) صندوق استثمار في السندات قصيرة الاجل و(143) صندوق السندات متوسطة وطويلة الاجل، ويرجع السبب في هذه الزيادة النتائج الايجابية التي حققتها هذه الصناديق مما ادى الى جذب اعداد كبيرة من المستثمرين الراغبين في المشاركة بهذه الصناديق. استمرت الزيادة في عدد الصناديق وبنسب متفاوتة خلال الفترة المتبقية حتى وصلت الى(610) صندوق استثماري عام 2022 وبأعلى معدل نمو خلال مدة الدراسة بلغت(13.59%) وتوزعت بين الانواع المختلفة للصناديق الا انه كان اغلب هذه الصناديق هي من فئة صناديق الاستثمار في السندات متوسطة وطويلة الاجل.

جدول (2)

عدد الصناديق الاستثمارية في بورصة الدار البيضاء للمدة (2007-2022)

السنة	عدد الصناديق	معدل النمو السنوي %
2007	238	-
2008	260	9.24
2009	294	13.08
2010	320	8.84
2011	333	4.06
2012	360	8.11
2013	373	3.61
2014	384	2.95
2015	406	5.73
2016	425	4.68
2017	432	1.65
2018	450	4.17
2019	474	5.33
2020	502	5.91
2021	537	6.97
2022	610	13.59

المصدر: الهيئة المغربية لسوق الرساميل، الاصدارات، التقارير السنوية لهيئات التوظيف الجماعي للمدة (2007-2022).

• تم حساب معدل نمو عدد الصناديق الاستثمارية السنوي من قبل الباحثة.

• عدد المشاركين في صناديق الاستثمار في المغرب

يوضح الجدول (3) عدد المشاركين في صناديق الاستثمار المختلفة في سوق المال المغربي، حيث تذبذب عدد المستثمرين بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة الدراسة، كان ابرزها عام 2009، حيث ارتفع عدد المستثمرين بمعدل (19.97%) وهو الوقت الذي تم فيه انشاء (34) صندوق استثماري جديد مما انعكس على زيادة اعداد المستثمرين في هذه الصناديق. كان الارتفاع الملموس الاخر هو في نهاية مدة الدراسة اي عام 2022 حيث ارتفع العدد بمعدل (36.17%) وهي النسبة الاعلى خلال مدة الدراسة، وهو العام الذي وصل فيه عدد الصناديق الى (610) صندوق استثمار الامر الذي يدل على انتعاش صناعة الصناديق الاستثمارية في المغرب ورغبة اغلب المدخرين وصغار المستثمرين في الاشتراك في هذه الصناديق بسبب العوائد الايجابية التي تم تحقيقها من خلالها. ان سوق المال المغربي تتميز بجاذبية كبيرة لمختلف المستثمرين خاصة بعد طلاق برامج الخصخصة التي تمت في بداية التسعينات، الا انه وبدأ من العام 1998 وبسبب الاداء السلبي لأبرز مؤشرات السوق ادى الى فقدان ثقة المستثمر في السوق والانسحاب تدريجيا لهؤلاء المستثمرين الذي لم تكن لديهم دراية ومعرفة بالمخاطر التي تحيط بالاستثمار في السوق، وكانت عودة هؤلاء المستثمرين تدريجية الى السوق بعد تحسن الاداء لمؤشرات السوق وكانت عودة المستثمرين الى السوق من خلال صناديق الاستثمار هي الاسرع الى السوق بشكل مباشر وذلك منذ العام 2014.

وبسبب الاداء الايجابي والعوائد المتحققة من خلال هذه الصناديق، تزايد عدد المستثمرين في صناديق الاسهم حيث ارتفعت حصة المستثمرون الافراد في هذا النوع من الصناديق من(10%) بالمئة في المتوسط بين عامي(2008-2013) الى(15%) عام 2017 اذ سجلت هذه السنة اعلى معدل اكتتاب صافية منذ العام 2007 وكانت هناك العديد من الاسباب التي ادت الى هذا الارتفاع في عدد المستثمرين ابرزها انخفاض اسعار الفائدة فضلا عن الجهود التي بذلتها الدولة في مجال التثقيف والتوعية المالية.

جدول (3)

عدد المشاركين في صناديق الاستثمار في المغرب للمدة(2007-2022)

السنة	عدد المشاركين الف	معدل النمو السنوي%
2007	18233	-
2008	19255	5.61
2009	23100	19.97
2010	23952	3.69
2011	22937	(4.24)
2012	19826	(13.56)
2013	18111	(8.65)
2014	18043	(0.38)
2015	18006	(0.21)
2016	18215	1.16
2017	18775	3.07
2018	18949	0.93
2019	19972	5.40
2020	20443	2.36
2021	22031	7.77
2022	30000	36.17

المصدر: الهيئة المغربية لسوق الرساميل، الاصدارات، التقارير السنوية لهيئات التوظيف الجماعي للمدة(2007-2022).

• تم حساب معدل النمو السنوي لعدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية من قبل الباحثة.

3- اجمالي اصول الصناديق الاستثمارية

بلغ اجمالي الاصول الصافية لصناديق الاستثمار في بورصة الدار البيضاء(123) مليار درهم، ارتفعت عام 2008 بمعدل نمو سنوي بلغ(31.71%)، ويرجع هذا التطور في حجم الاصول الى الاداء الذي تميزت به الصناديق خاصة في سندات الاقتراض متوسطة وطويلة الاجل والتي زادت اصولها بنسبة(30.5%)، اي ما يعادل (91) مليار درهم. استمرت الزيادة في صافي اصول صناديق الاستثمار في الارتفاع وبمعدل نمو بلغ(19.38%) وهذا النمو شمل اصول الصناديق المتداولة باستثناء صناديق الاسهم والسندات التي انخفضت اجمالي اصولها بنسبة(7.8%) خلال هذا العام لتبلغ(7.1) مليار درهم، اما صناديق الاستثمار في سندات الاقتراض ذات الاجل المتوسط والطويل فقد ارتفعت ولكن بمعدل نمو اقل من السنة السابقة بمعدل(5%) فقط وذلك بسبب انخفاض اسعار الفائدة على سندات الخزينة متوسط وطويلة الاجل، اما صناديق الاسهم فقد ارتفعت بما يقارب(25%).

جدول (4)

اجمالي اصول الصناديق الاستثمارية في سوق الاوراق المالية المغربي للمدة (2007-2022)

السنة	اجمالي الأصول مليار درهم	معدل النمو السنوي الاجمالي الأصول %
2007	123	-
2008	162	31.71
2009	193.4	19.38
2010	224.8	16.24
2011	229.4	2.05
2012	241.8	5.41
2013	245.5	1.53
2014	300.5	22.40
2015	330.1	9.85
2016	375.6	13.78
2017	415.9	10.73
2018	434.8	4.54
2019	470.6	8.23
2020	523.2	11.18
2021	592.9	13.32
2022	500.9	(15.52)

المصدر: الهيئة المغربية لسوق الرساميل، الاصدارات، التقارير السنوية لهيئات التوظيف الجماعي للمدة (2007-2022).

- تم حساب معدل النمو السنوي لعدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية من قبل الباحثة. في العام 2010 تنامت الاصول الصافية لصناديق الاستثمار بوتيرة مرتفعة بلغت (16.24%)، والسبب في ذلك هو تزايد الاكتتاب في الصناديق فضلا عن استحداث عدد كبير من الصناديق الجديدة ولمختلف الفئات، فقد تنامت المبالغ الجارية لصناديق الاسهم والسندات بمعدل نمو بلغ (24.6%) و(32.9%) على التوالي على اثر ارتفاع الاسعار في الاسهم المتداولة في السوق المالي، كما زادت اصول صناديق السندات قصيرة الاجل والادوات النقدية. تنامت بعدها الاصول الصافية لصناديق الاستثمار في عام 2011 ولكن بمعدل نمو منخفض نسبيا مقارنة مع نموها في السنوات السابقة حيث نمت بمعدل (2.05%) ويرجع هذا التباطؤ في نمو الاصول الى تراجع المبالغ المستثمرة في صناديق السندات ذات الاجل المتوسط والطويل بما قدرة (4.3) مليار درهم والذي تم التعويض عنه بنمو الاصول الصافية لصناديق السندات قصيرة الاجل والصناديق النقدية. استمر النمو في اجمالي اصول صناديق الاستثمار حتى العام 2021 وبمعدلات نمو متفاوتة خلال هذه المدة وكان هذا النمو نابع من زيادة الاكتتابات في الصناديق سواء كانت صناديق الاستثمار في السندات متوسطة وطويلة الاجل او صناديق الاسهم، وعند حدوث انخفاض في اصول نوع من هذه الصناديق تعوضه زيادة ونمو في الانواع الاخرى بحيث تبقى الاصول الصافية لهذه الصناديق في ارتفاع مستمر خلال هذه المدة. اما في العام 2021 فقد ارتفعت الاصول الصافية لصناديق الاسهم بمعدل نمو بلغ (19.5%) والتي استفادت من ارتفاع كبير في اسعار الاسهم في البورصة، مقابل تراجع في اداء الصناديق الاستثمارية الموظفة في سندات الاقتراض قيرة

الاجل وذلك بسبب انخفاض اسعار الفائدة التي تم تطبيقها على سندات الخزينة، حيث بلغ اجمالي الاصول الصافية لصناديق الاستثمار في هذا العام(592.9) مليار درهم.

في العام 2022 توقف المنحنى التصاعدي لنمو الاصول الصافية لصناديق الاستثمار، حيث تآثر نشاطها بسبب ارتفاع اسعار الفائدة وتراجع اسعار الاوراق المالية في السوق المالي حيث انخفض صافي اصول هذه الصناديق ليلغ(500.9) ليار درهم وبمعدل انخفاض بلغ(15.52%).

رابعا: قياس اثر الصناديق الاستثمارية على سيولة السوق المالية في بورصة الدار البيضاء

قبل البدء باختبار فرضيات الدراسة سوف نرسم لمتغيرات الدراسة بالرموز التالية:

جدول(5) متغيرات الدراسة

الرمز	اسم المتغير
X1	عدد الصناديق
X2	عدد المشتركين
X3	اجمالي أصول الصناديق
Tr	معدل الدوران
Tv	حجم التداول

المصدر من اعداد الباحثة

يوضح الجدول(6) بيان اثر الصناديق الاستثمارية على معدل دوران الاسهم في بورصة الدار البيضاء، وقد تم الحصول على النتائج التالية وكما يلي:

الجدول(6) اثر المتغيرات X1,X2,X3 على المتغير Tr في سوق المال المغربي

Tr									
المتغير المستقل	X1	المعلمة		T	SIG.	F	SIG.	R2	D.W
		B0	-0.233	-0.11	0.066	0.028	0.026	0.33	1.75
		B1	0.210	2.51-	0.026				
	X2	المعلمة		T	SIG.	F	SIG.	R2	D.W
		B0	-4.849	-1.22	0.046	0.016	0.031	0.31	1.86
		B1	0.135	2.41	0.031				
	X3	المعلمة		T	SIG.	F	SIG.	R2	D.W
		B0	2.047	0.271	0.791	0.11	0.748	0.001	1.76
		B1	0.0002	0.329	0.748				

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12

- ان قيمة الحد الثابت B0 في النموذج غير معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.066) اكبر من مستوى المعنوية (0.05) اي عدم معنوية الحد الثابت، كذلك نستنتج معنوية معامل المتغير (X1) تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل (X1) والبالغة (0.026) اقل من (0.05) وهذا يعني وجود اثر معنوي لمتغير عدد الصناديق (X1) على معدل دوران الاسهم Tr، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت

(0.028) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R2) بلغت (0.33) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (33%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد إما النسبة المتبقية والبالغة (67%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، كما بلغت قيمة B1 (0.210) اي انه عند زيادة عدد الصناديق بمقدار وحدة واحدة سيؤدي الى زيادة معدل دوران الاسهم بمقدار (21%) في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (1.75=D.W) تقع بين 2 و dU.

● ان قيمة الحد الثابت B0 معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t والبالغة (0.046) اقل من مستوى المعنوية (0.05)، كما نلاحظ معنوية معامل المتغير (X2) تحت مستوى المعنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل (X2) والبالغة (0.031) اقل من (0.05) وبالتالي فانه توجد علاقة تأثير لمتغير عدد المشتركين في الصناديق (X2) على معدل دوران الاسهم Tr، كما نلاحظ معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) لان القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.016) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R2) بلغت (0.31) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (31%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد إما النسبة المتبقية والبالغة (69%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، وقيمة (B1) قد بلغت (0.135) اي ان زيادة عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بمقدار وحدة واحدة سيؤدي الى زيادة معدل الدوران بنسبة (13%) في حين نجد انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء لان قيمة (1.86=D.W) لأنها تقع بين 2 و dU.

● ان قيمة الحد الثابت B0 في النموذج معنوية تحت المستوى (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.071) اكبر من مستوى المعنوية (0.05) اي عدم معنوية الحد الثابت، كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (X3) تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل (X3) والبالغة (0.741) فأننا نجد انه لا توجد علاقة تأثير لمتغير اجمالي الاصول (X3) على معدل دوران الاسهم Tr كما نلاحظ معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى المعنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.11) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R2) بلغت (0.001) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (0.1%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد إما النسبة المتبقية فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (1.76=D.W) لأنها تقع بين 2 و dU.

يشير الجدول (7) الى بيان اثر الصناديق الاستثمارية على حجم التداول في بورصة الدار البيضاء، وقد تم الحصول على النتائج التالية وكما يلي:

الجدول (7) اثر المتغيرات X1,X2,X3 على Tv في سوق المال المغربي

Tv								
المتغير المستقل	المعلمة	قيمة المعلمة log B1	T قيمة اختبار	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
X1	B0	1.010	12.15	0.000	32.02	0.000	0.70	1.62
	B1	0.0001	5.66	0.000				
X2	B0	5.091	2.20	0.045	2.48	0.137	0.15	1.37
	B1	0.119	-1.58	0.137				
X3	B0	1.814	24.96	0.000	29.67	0.000	0.68	1.75
	B1	0.038	-5.44	0.000				
	B1	0.0004	-2.72	0.017				

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews12

1- ان قيمة الحد الثابت B0 معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والتي تبلغ (0.000) اقل من مستوى المعنوية (0.05) ، كما كانت معنوية معامل المتغير (x1) تحت مستوى معنوية (0.05) لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل (X1) البالغة (0.000) اقل من (0.05) أي وجود اثر معنوي لمتغير عدد الصناديق الاستثمارية على حجم التداول، أي ان زيادة عدد الصناديق بمقدار وحدة واحدة سيؤدي الى زيادة حجم التداول بمقدار (0.01%)، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R²) بلغت (0.70) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (70%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد إما النسبة المتبقية والبالغة (30%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ ان قيمة (1.62=D.W) عند مستوى معنوية (5%) كانت اكبر من du وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وعند مستوى (1%) كانت اكبر من du وهذا يعني أيضا عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

2- ان قيمة الحد الثابت B0 في النموذج معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.045) اقل من مستوى المعنوية (0.05) ، كذلك نستنتج معنوية معامل المتغير (x2) تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل (X2) والبالغة (0.013) اقل من (0.05) وهذا يعني وجود اثر معنوي لمتغير عدد المشاركين في صناديق الاستثمار على حجم تداول الاسهم أي ان زيادة عدد المشاركين بمقدار وحدة واحدة سيؤدي الى زيادة حجم التداول بمقدار (11.9%)، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R²) بلغت (0.15) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (15%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد إما النسبة المتبقية والبالغة (85%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ ان قيمة (1.37=D.W) عند مستوى معنوية (5%) تقع بين du, dl وهذا يعني ان القرار غير حاسم بوجود مشكلة ارتباط ذاتي، بينما عند مستوى (1%) فانها اكبر من du وهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

3- ان قيمة الحد الثابت B0 معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.000) اقل من مستوى المعنوية (0.05)، كذلك نستنتج معنوية معامل المتغير (x3) تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل (x3) والبالغة (0.000) اقل من (0.05) أي ان هناك اثر معنوي لمتغير اجمالي اصول الصناديق على حجم تداول الاسهم وان زيادة قيمة اجمالي الاصول بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة حجم التداول بمقدار (3.8%)، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (0.68) وهذا يعني ان المتغير المستقل يفسر (68%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد إما النسبة المتبقية والبالغة (32%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ ان قيمة ($D.W=1.75$) عند مستوى معنوية (5%) وهي اكبر من du وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وعند مستوى (1%) فهي اكبر من du وهذا يعني أيضا عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

مناقشة النتائج

تم قياس اثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة باستخدام برنامج EViews12 ، وقد بينت النتائج بأنه هناك اثر لعدد صناديق الاستثمار على كل من معدل دوران الاسهم وحجم التداول ايضا، وهذه النتيجة يمكن تفسيرها اقتصادياً بأنه كل زاد عدد الصناديق الاستثمارية في السوق فهذا الامر يعني زيادة معدلات شراء وبيع الاسهم في السوق المالية، اذ ان انشاء صندوق استثماري جديد سيؤدي الى شراء المزيد من الاسهم مما يؤدي الى زيادة تداول الاسهم وهذا سينعكس على معدل الدوران الذي يعد من مؤشرات سيولة السوق المالية، وبما انه ستكون هناك زيادة في عمليات شراء وبيع الاوراق المالية فان ذلك يعني ارتفاع حجم التداول في السوق تبعاً لذلك، وهذا التفسير ينطبق على متغير عدد المشاركين في صناديق الاستثمار والذي يعني ان زيادة المستثمرين في السوق وزيادة عمليات التداول بشكل واضح. وفيما يخص اجمالي اصول الصناديق فنلاحظ ان اثره كان فقط على حجم التداول لان قيمة هذه الاصول تدخل ضمن قيمة حجم التداول في السوق، اما فيما يتعلق بعدم وجود اثر لاجمالي الاصول على معدل الدوران فان السبب في ذلك ان مدراء الصناديق عند احتفاظهم باصول متنوعة من الاوراق المالية وعدم تداولها في السوق، فان ذلك لن يكون له اثر على معدل دوران الاسهم في سوق الاوراق المالية.

الاستنتاجات

1. تعد الصناديق الاستثمارية من الادوات المالية المهمة التي استخدمت بشكل كبير خلال السنوات الاخيرة وفي اغلب الاسواق المالية في العالم.
2. كانت سيولة السوق في المغرب منخفضة ولا تتلاءم مع حجم الاموال التي يتم استثمارها في السوق.
3. وضحت النتائج بين متغيرات الصناديق الاستثمارية الى وجود علاقة بين صناديق الاستثمار وسيولة السوق المالي، اي ان الصناديق الاستثمارية تؤثر على سيولة السوق المالي في المغرب فيما عدا متغير اجمالي الاصول فلم يكن له اثر على معدل دوران الاسهم وهو احد مؤشرات سيولة السوق.

التوصيات

1. يتوجب على الجهات المشرفة على عمل السوق المالية في العراق الاستفادة من تجربة المغرب في صناعة الصناديق الاستثمارية .
2. سن التشريعات والقوانين التي تساعد وتسهل عملية انشاء الصناديق الاستثمارية في سوق الاوراق المالية العراقي.
3. حث وتشجيع المصارف على تكوين هذا النوع من الادوات المالية التي ستجذب المستثمرين ومن مختلف الفئات خاصة قلبي الخبرة في الاستثمار في الاسواق المالية.

المصادر

- 1 بلال، شيخي، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مجلة دراسات خليجية، العدد(12)، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.
- 2 بنك المغرب المركزي، قسم الاصدارات والبحوث، التقارير السنوية المرفوعة الى جلالة الملك، السنوات من(2007-2022).
- 3 الجعفري، هبة عامر عيسى، البطاط، منتظر فاضل سعد، الاسواق المالية الكفاءة وأثرها في القيمة السوقية للاوراق المالية دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2015-2019، مجلة الاقتصاد الخليجي، جامعة البصرة، العراق، العدد (45)، 2020.
- 4 صلاح الدين، شريط، تقييم اداء صناديق لاستثمار وفقاً للمؤشرات المركبة "ترينور" وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد (10)، جمهورية مصر العربية، 2013.
- 5 عطية، حليلة، الأمين، شوارفية محمد و خديجة، عباسية، دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للاسهم المدرجة في السوق المالية – سوق الاسهم السعودي أنموذجاً خلال الفترة (1996-2017)، مجلة ابحاث اقتصادية معاصرة، المجلد (3)، العدد (1)، 2020.
- 6 علي، محمد جاد حسن، تقييم مستوى اداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد (12)، العدد (1)، مصر، 2021.
- 7 فاضل، هبة عباس، تحليل مؤشرات البيئة الاستثمارية ودورها في جذب الاستثمار الاجني في العراق للمدة (2017-2021)، مجلة الاقتصاد الخليجي، جامعة البصرة، العراق، العدد(54)، 2022.
- 8 فاطمة، بودية وفتيحة، كحلي، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية، صفاقس الجمهورية التونسية، 2013.
- 9 الفتلاوي، حنان زهراو حسن، انعكاسات العوامل السلوكية على اتجاهات اسعار الاوراق المالية، دراسة حالة سوق العراق للاوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد(17)، العدد(67)، 2022.
- 10 كاظم، حسين جواد و عمران، شهد سمير، استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للاوراق المالية للمدة (- 2017- 2015)، مجلة كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة، مجلد (13)، العدد (26)، 2020.
- 11 محسن، عبدالله محمد، دور التنوع الدولي في خفض المخاطر المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد(18)، العدد(69)، 2023.
- 12 مرهج، منذر عبد الكريم ومحمد، رامي محمد، متطلبات انشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (33)، رقم (3)، سورية، 2011.
- 13 المولى، ايمان عبد المطلب حسن، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العراق، المجلد (7)، العدد (23)، 2011.
- 14 النجار، اخلاص باقر، دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الاسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد (7)، العدد (25)، 2009.
- 15 هاشم، اسامة و نور، أزمان محمد، معايير تقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية، المجلة الدولية للتراث في الثروة والتمويل الإسلامي، مجلد (2)، العدد (3)، 2021.
- 16 هندي، منير ابراهيم، الاوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف، جمهورية مصر العربية، الاسكندرية، 2006.
- 17 الهيئة المغربية لسوق الرساميل، الاصدارات، التقارير السنوية لهيئات التوظيف الجماعي للمدة (2007-2022).
- 18 Acharyay, Viral . & Pedersen, Lasse Heje, Asset Pricing with Liquidity Risk, NBER Working Paper No. w10814, 2004.
- 19 Adler, David, The New Field of Liquidity and Financial Frictions, The Research Foundation of CFA Institute Literature Review, New York, 2012.
- 20 Akram Nasir, The Effect of Liquidity on Stock Returns: An Evidence From Pakistan, IOSR Journal of Business and

- Management (IOSR-JBM), Volume 16, Issue 2. Ver. I, 2014.
- Anderson, Seth C. & Ahmed, Parvez, Mutual Funds Fifty Years of research findings, Springer, USA, 2005. 21
- Attia, Halima & Bensmaine, Hayette, Investment Funds And Their Role In Financial Markets; The State Of The Saudi Stock Market, Journal of Economics and Human Development, Volume 10, No:2, 2019. 22
- Bali, Turan G., Peng, Lin, Shen, Yunnan & Tang, Yi, Liquidity Shocks and Stock Market Reactions, Society for Financial Studies, Vol. 27, No. 5, 2014. 23
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R. & Lundblad, Christian, Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets, NBER working paper series, 11413, National Bureau of Economic Research, 2005. 24
- BENIĆ, Vladimir & FRANIĆ, Ivana, Stock market liquidity: comparative analysis of Croatian and regional markets, Journal of Financial Theory and Practice, 32, (4), 2008. 25
- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J., Investments, 10th Ed, McGraw-Hill Education, USA, 2014. 26
- Brunnermeier, Markus K., Market Liquidity and Funding Liquidity, The Review of Financial Studies (RFS), v 00, n 0, 2008. 27
- Cakici, Nusret & Zarembka, Adam, Liquidity and the cross-section of international stock returns, Journal of Banking and Finance 127, 106123, 2021. 28
- Chordia, Tarun, Roll, Richard & Subrahmanyam, Avanidhar, determinants of daily fluctuations in liquidity and trading activity, Cuadernos de Economía, Año 40, No 120, 2003. 29
- Chordia, Tarun, Roll, Richard & Subrahmanyam, Avanidhar, Market Liquidity and Trading Activity, The Journal of Finance Vol. LVI, no. 2, 2001. 30
- Coughenour, Jay F., Saad, Mohsen M., Common market makers & commonality in liquidity, Journal of Financial Economics, 73, 2004. 31
- Ding, Mingfa, Nilsson, Birger & Suardi, Sandy, Foreign Institutional Investors and Stock Market Liquidity in China: State Ownership, Trading Activity and Information Asymmetry, Department of Economics School of Economics and Management, Working Paper, 2013. 32
- Domowitz, Ian & Wang, Xiaoxin, Liquidity, Liquidity Commonality and Its Impact on Portfolio Theory, Department of Finance, seminar at Penn State University, 2002. 33
- Dong, Jiwei, Kempf, Alexander & Yadav, Pradeep K., Resilience, the Neglected Dimension of Market Liquidity: Empirical Evidence from the New York Stock Exchange, Working Paper, ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft / Leibniz Information Centre for Economics, 2007. 34
- Estrada, Mario Arturo Ruiz, THE PRINCIPLES OF INVESTMENT, Research Gate, 2019. 35
- Fujimoto, Akiko, Macroeconomic Sources of Systematic Liquidity, SSRN Electronic Journal, 14, 2004. 36
- Gamlen, Alan, Kutarna, Chris & Monk, Ashby, Re-thinking Immigrant Investment Funds, IMC-RP, University of Oxford, 2015. 37
- Gharaibeh, Omar Khlaif & Al – Qudah, Ali Mustafa, The Causality Relationship The Causality Relationship Between Various Dimensions Of Liquidity And Risk In The Amman Stock Exchange, INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH VOLUME 8, ISSUE 11, 2019. 38
- Goyenko, Ruslan Y. & Ukhov, Andrey D., Stock and Bond Market Liquidity: A Long-Run Empirical Analysis, FMA 39

- Chicago meeting, NFA Montreal meeting, McGill University, 2007.
- Hameed, Allaudeen, Kang, Wenjin & Viswanathan, S., Stock Market Declines and Liquidity, IIMA Bangalore, 2006. 40
- Hasbrouck , Joel, Trading Costs and Returns for US Equities: The Evidence from Daily Data, Department of Finance 41
Stern School of Business New York University, 2005.
- Jacoby, Gady , Zheng, Steven X., Ownership dispersion and market liquidity, Journal of International Review of 42
Financial Analysis, 19, 2010.
- Janda, Karel & Svárovská, Barbora, Investing into Microfinance Investment Funds, IES Working Paper, Institute of 43
Economic Studies, Faculty of Social Sciences Charles University in Prague, 2009.
- Krishnan, R. & Mishra, Vinod, Intraday liquidity patterns in Indian stock market, Journal of Asian Economics, (28), 44
2013.
- Morley, John, The Separation of Funds and Manages: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, the 45
yale law journal 123:1228, 2014.
- Quarter, Jack, Carmichael, Isla, Sousa, Jorje & Elgie, Susan, Social Investment by Union-Based Pension Funds and 46
Labour- Sponsored Investment Funds in Canada, RI/IR, vol. 56, no 1, 2001.
- Saunders , Anthony & Cornett ,Marcia Millon, Financial Institutions Management A Risk Management Approach, 6th 47
Ed, McGraw-Hill Companies, New York, 2008.
- Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon , Financial Markets and Institutions, 5th Ed, McGraw-Hill/Irwin, New 48
York, 2012.
- Thalassinos, Eleftherios, Pintea, Mirela & Iulia, Rațiu Patricia, The Recent Financial Crisis and Its Impact on the 49
Performance Indicators of Selected Countries during the Crisis Period : A Reply, International Journal in Economics
and Business Administration, Volume 3, Issue 1, 2015.
- Tyson, Eric, Mutual Funds For Dummies, 6th Ed, Wiley publishing. Inc, Hoboken, 2010. 50
- Wyss, Rico von, Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market, Dissertation der UniversitÄt St. Gallen, 51
Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaftn (HSG) , Novidea di Luigi Hofmann, 52Riazzino, 2004.
- Yeyati, Eduardo Levy, Schmukler, Sergio L.& Horen, Neeltje Van, Emerging Market Liquidity and Crises, Policy 52
Research Working Paper, 4445, 2007.