

هل الصناديق الاستثمارية المدارة من قبل البنوك متحيزة؟ دراسة العوائد والتدفقات المالية للصناديق الأسهم السعودية

¹محمد صالح الجبر ²بدر جويعد السبيعي

قسم المالية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء • المملكة العربية السعودية

¹ mohamedaljabr@gmail.com

² balsubaiei@kfu.edu.sa

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر عوائد أسهم البنوك على العوائد والتدفقات النقدية لصناديق الأسهم الاستثمارية في المملكة العربية السعودية. شملت هذه الدراسة جميع صناديق الأسهم الاستثمارية المدارة من قبل شركات استثمارية مملوكة للبنوك السعودية سواء التقليدية والإسلامية. تم تحليل البيانات وتفسيرها باتباع أسلوب تحليل الانحدار المتعدد أخذًا بالاعتبار عدة عوامل تحكم، وجرى فرز البيانات على أساس شهري من عام 2006 م إلى عام 2017م. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك وعوائد الصناديق الاستثمارية بما يبين وجود تحيز لدى مديري الصناديق وذلك بالاستثمار في أسهم البنوك المملوكة لشركاتهم. لذلك، بالإمكان توقع جزء كبير من تحركات عوائد صناديق الأسهم المدارة من قبل البنوك من خلال متابعة تحركات أسهم البنوك المملوكة لهم. بالإضافة إلى ذلك، تمت دراسة العلاقة بين عوائد أسهم البنوك والتدفق المالي لصناديق الاستثمار المدارة من قبل البنوك. وتبين النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية في السعودية، مما يُظهر أن المستثمرين يتأثرون بأداء أسهم البنوك المسؤولة عن إدارة صناديقها، والتي يُتخذ على أساسها قراراتهم الاستثمارية. يُتوقع من هذه الدراسة أن تجلب اهتمام الباحثين الأكاديميين والمستثمرين ومديري الصناديق في أسواق المال؛ وذلك لأنها وجدت عاملاً جديداً يُسهم في تفسير العوائد والتنبؤ بالتدفقات المالية للصناديق الاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الأسهم، البنوك السعودية، عوائد الصناديق، تدفق الصناديق، الأسهم السعودية، السلوك المالي.

Are Mutual Funds Managed by Banks biased? Analysis of Returns and Flow of Equity Funds

Mohammed Salih Aljabr¹ Bader Jawid Alsubaiei²

Department of Finance, Business School, King Faisal University, Al Ahsa • Saudi Arabia

¹ mohamedaljabr@gmail.com

² balsubaiei@kfu.edu.sa

Abstract:

This research aims to study the effect of bank stock returns on the returns and money flows of equity mutual funds in Saudi Arabia. This study included all equity funds managed by investment companies owned by Saudi banks (both traditional and Islamic). Multivariant regressions are implemented using monthly data starting from 2006 to 2017. The results show that there is a positive correlation between the bank returns and the equity mutual funds returns, which illustrate the bias of fund managers through investing in the stocks of banks that own by their mother companies. As a result, it is possible to predict the variations funds returns by monitoring the stocks of the banks. Furthermore, the results show that there is a significant relationship between bank stock returns and the mutual funds flow. The outcomes exhibit a positive impact of the previous month bank returns on current equity fund flow which means that investors are motivated by the performance of bank stocks. In conclusion, the findings demonstrate that bank performance is a key driver for fund return and flow. This study reveals important implications for academic researchers, investors and fund managers to better understand the behaviour of the Saudi mutual fund market.

Keywords: Real estate, GCC stock, Macroeconomic factors, Return, GDP, Stock Indexes.

1. مقدمة

يعدُّ السوق المالي السعودي من الأسواق المالية الرائدة في الشرق الأوسط؛ حيث تم إنشاء أول شركة سعودية مساهمة في عام 1939م، وهي الشركة العربية للسيارات، وحتى منتصف السبعينيات الميلادية بلغ عدد الشركات السعودية 14 شركة مساهمة. وقد مرَّ سوق المال السعودي بعدد من المراحل بعد هذا التاريخ؛ حيث تم تشغيل أول نظام تسجيل آلي في عام 1990م والذي يعدُّ المسؤول عن تسجيل عمليات البيع والشراء، وإتمام المقاصة إلكترونياً، وكان عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي 57 شركة فقط. وفي عام 2003م تم تأسيس هيئة سوق المال ونقل مسؤولية السوق للهيئة عوضاً عن مؤسسة النقد العربي السعودي؛ حيث شهد السوق إعادة هيكلة وتنظيم شاملة على جميع الأصعدة، مع انخفاض لعدد الشركات المطروحة بنهاية عام 2003م إلى 70 شركة فقط (هيئة السوق المالية، 2008). في عام 2003م، كان أول طرح لشركة عامة وهي شركة الاتصالات السعودية بقيمة 10 مليار ريال سعودي، وارتفع معها عدد المتداولين الأفراد من 50 ألف متداول في عام 2001م إلى أن وصل إلى 42 ألف متداول، وبلغت القيمة السوقية للأسهم ما يقارب 500 مليار ريال في نهاية العام نفسه الربعي (2004). ومن التغيرات المهمة في تاريخ السوق السعودي كان السماح للمستثمرين الأجانب المؤهلين بالدخول للسوق في عام 2015 ميلادي وفي عام 2019 ميلادي تم انضمام السوق السعودي إلى مؤشر الأسواق الناشئة (MSCI)؛ حيث شهد العام نفسه طرح العام لشركة أرامكو السعودية، الذي يعد أكبر اكتتاب في تاريخ الأسواق المالية. وفي نهاية الربع الثالث من عام 2021م، وصل عدد محافظ الأفراد بالسوق السعودي إلى 10 مليون محفظة، وبلغت قيمة الأسهم المصدرة 10 مليار ريال سعودي، وقيمة الأسهم السوقية 1,667 ترليون ريال سعودي، وبلغ عدد الشركات المدرجة 205 شركة (CMA, 2021).

ومن جانب آخر، تعدُّ الصناديق الاستثمارية أحد أهم قنوات الاستثمار للأفراد والمؤسسات؛ وذلك بسبب إدارتها من قبل أشخاص وجهات متخصصة وذات خبرة حول كيفية التعامل مع الأدوات الاستثمارية. وتتصف أيضاً الصناديق الاستثمارية بالسهولة العالية؛ حيث إنها تمكن المستثمر من استرداد استثماره وتحويله إلى نقود في فترة زمنية سريعة، مقارنةً بما لو كان مستثمراً مباشراً في هذه الأدوات، ولا تغفل أيضاً دور الصناديق في إتاحة التنوع الذي يُسهم في تخفيض المخاطر على المستثمر. وتُمكن الصناديق الاستثمارية المساهمين في الوصول لأسواق وأدوات استثمارية مختلفة يصعب الوصول إليها، أو ترتفع تكلفة الوصول إليها. ويعود تاريخ تأسيس أول صندوق استثماري في المملكة العربية السعودية إلى عام 1979 ميلادي عن طريق البنك الأهلي التجاري الرحالة (2017)، ومنذ ذلك الوقت أخذت الصناديق الاستثمارية في التزايد؛ حيث كان عدد صناديق الاستثمار في الأسهم عام 2006م 27 صندوقاً، إلى أن وصل إلى 126 صندوقاً في عام 2021م، منها 73 صندوقاً في السوق المحلي، وبلغ حجم الأصول تحت إدارة جميع الصناديق الاستثمارية السعودية نحو 239 مليار ريال، وبلغ عدد المشتركين في هذه الصناديق نحو 446,731 مشترك بحلول نهاية الربع الثالث من عام 2021م، وبلغ صافي الاشتراكات في هذه الصناديق 25 مليار ريال (CMA, 2021).

ترتبط تداولات الصناديق الاستثمارية بطبيعتها بأسعار الأسهم التي يتم الاستثمار فيها، تماماً كما تنعكس عوائد الأسهم في محفظة الصندوق على عوائد الصندوق. ونظراً لحجم استثمارات الصناديق الاستثمارية، تولدت أهمية

دراسة العوامل المؤثرة على أداء الصناديق الاستثمارية، ومحاولة فهم القرار الاستثماري لمديري الصناديق، وأيضًا آلية اختيار الورقة المالية التي يتكون منها الصندوق الاستثماري.

واستنادًا على ما سبق ذكره من النمو المتسارع في قطاع الصناديق الاستثمارية في السوق السعودي، يتبين ندرة الأبحاث التي تركز على الصناديق الاستثمارية في الأسواق الناشئة والسوق السعودي. لذلك، تبحث هذه الدراسة تأثير عوائد أسهم البنوك السعودية على التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية، وأيضًا على عوائد الصناديق الاستثمارية التابعة لشركات استثمارية سعودية للفترة من عام 2005م وحتى عام 2017م. على حد علم الباحث، فإن هذه العلاقة لم تتم دراستها سابقًا في السوق السعودي، ومنها يُتوقع أن تقدم نتائج هذه الدراسة إسهامًا علميًا من شأنه أن يعزز من نضوج قطاع الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وذلك من خلال إتاحة معلومات تخص سلوك المستثمر في ناشئ ذو تأثير كبير في المنطقة بالإضافة إلى مدى أهمية القطاع البنكي في السوق المالي السعودي، علاوة على ذلك تساهم هذه الدراسة في تطوير من مستوى إدراك المستثمرين الأفراد وذلك بسبب تقييم توصيات عن التحيزات الناتجة عن تحركات أسعار أسهم القطاع البنكي. و أخيرا تقدم نتائج هذا البحث إضافة علمية للباحثين من خلال تقديم تحليل تفصيلي لأحد أهم الأسواق الناشئة الأكثر نمواً.

1.1. مشكلة البحث

تتلخص مشكلة البحث موضع الدراسة في معرفة هل لعوائد أسهم البنوك تأثير على التدفقات النقدية وعوائد الصناديق الاستثمارية؟ وتكمن أهمية دراسة العلاقة بين عوائد البنوك والصناديق الاستثمارية من منطلق التأثير الكبير الذي تقوم به أسواق الصناديق الاستثمارية على أسواق المال، نتيجة التوسع في عدد الصناديق المطروحة، وحجم أصولها الاستثمارية (Wermers 2002) وتبرز أهمية هذه المشكلة من خلال الدور الكبير الذي يقوم به القطاع المصرفي في سوق الأسهم السعودي. إضافةً إلى ذلك، تسعى هذه الدراسة إلى بحث مشكلة ما إذا كانت إدارات الصناديق توفر التنوع الاستثماري المطلوب عن طريق إدارتها المتخصصة لهذه الصناديق، أم تتركز استثماراتهم في ورقة مالية ذات ارتباط إداري بهم مما يُسهم في تذبذب العوائد.

وبالتالي تتلخص مشكلة البحث الأساسية في السؤالين التاليين:

- ما أثر عوائد أسهم البنوك على عوائد صناديق الأسهم الاستثمارية؟
- ما أثر عوائد أسهم البنوك على التدفقات النقدية لصناديق الأسهم الاستثمارية؟

1.2. أهداف البحث

يتلخص هدف البحث الرئيس في معرفة ومحاولة فهم العلاقة بين عوائد أسهم البنوك على عوائد صناديق الأسهم الاستثمارية وحجم التدفق المالي لهذه الصناديق. ويمكن الوصول للهدف الرئيس من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- معرفة أثر عوائد أسهم البنوك على عوائد الصناديق الاستثمارية السعودية من خلال معرفة حجم تأثير عوائد سهم البنك على عوائد الصندوق الاستثماري المدار من قبل الشركة المملوكة من المصرف أو البنك نفسه.
- معرفة أثر عوائد أسهم البنوك على التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية من خلال معرفة حجم تأثير عوائد سهم المصرف أو البنك على عوائد الصندوق الاستثماري المدار من قبل الشركة المملوكة من قبل المصرف أو البنك نفسه.
- معرفة تأثير قرارات إدارة الصندوق الاستثماري المدار من قبل شركة مملوكة لمصرف أو بنك على القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق المالية من أفراد أو مؤسسات من خلال حجم التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية.
- محاولة فهم القرار الاستثماري لإدارة الصندوق الاستثماري المملوك من قبل شركة مملوكة من قبل مصرف أو بنك في تنوع الاستثمارات وتخفيض أخطار الصندوق.
- تفسير أحد العوامل المؤثرة على عوائد وتدفقات الصناديق الاستثمارية المدارة من قبل شركات مملوكة للمصارف والبنوك.

1.3. أهمية البحث

يمكن تلخيص أهمية البحث فيما يلي:

- الإسهام في إضافة بحثية جديدة لمحتوى الأبحاث في الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية.
- في حدود علم الباحث، تعد دراسة أثر عوائد أسهم البنوك على عوائد الصناديق الاستثمارية أو التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية هي الدراسة الأولى من نوعها في الأسواق الخليجية والعربية.
- الإسهام في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية عند ملاحظة التغيرات في أسعار أسهم البنوك.

1.4. فرضيتا البحث:

- توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك وعوائد الصناديق الاستثمارية.
- توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية.

2. الإطار النظري للدراسة

2.1. الإطار المفاهيمي للدراسة

تُعرّف صناديق الاستثمار بأنها أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة، يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة. ووفقاً لهذا التعريف، يحتوي الصندوق الاستثماري على مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها وفقاً للأسس ومعايير محددة تحقق أهداف الصندوق الاستثمارية، علاوة على تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق، والتي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الإجمالية للاستثمار.

وتتجنب استثمارات الصناديق القيود التي تقع عادةً على استثمارات الأفراد؛ فيتحقق لها مزيد من القدرة على التنوع، وانخفاض في تكاليف بيع وشراء الأسهم. وتتكوّن أرباح الصناديق الاستثمارية عادةً من الأرباح الرأسمالية؛ أي الأرباح الناتجة عن تحسن أو تغير أسعار الأوراق المالية المستثمر بها إضافةً إلى أرباح التوزيعات -إن وجدت- للأوراق المالية. وقد يتعرض الصندوق للخسارة؛ وذلك في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية لأصول الصندوق.

يوجد نوعان من الصناديق الاستثمارية؛ النوع الأول يُطلق عليه الصناديق ذات النهاية المفتوحة، وهي التي لا تلتزم بحجم أصول معين؛ ولكن يتم الدخول فيها والخروج منها عن طريق شراء المستثمرين لوحدات هذه الصناديق، مثل صناديق الأسهم بالسوق السعودي، وهي الصناديق ذاتها محل البحث في هذه الدراسة. أما النوع الثاني من الصناديق فهو عكس سابقه، ويطلق عليها صناديق الاستثمار المغلقة؛ حيث يقوم مدير الصندوق من بداية عُمر الصندوق بتحديد عدد الوحدات وبيعه للمستثمرين الراغبين به؛ حيث يوجد عُمر معين ينقضي عنده الصندوق، على خلاف النوع الأول الذي لا يكون فيه عُمر زمني محدد ينقضي بعده (هيئة السوق المالية، 2021).

تختلف تركيبة الصناديق الاستثمارية وأنواع أصولها حسب الهدف من الصندوق؛ فإذا كان مدير الصندوق يطمح إلى تحقيق دخل ثابت مع المحافظة على رأس المال على سبيل المثال، فإن تركيز هذا الصندوق غالباً ما يكون على السندات أو الصكوك ذات التقييم الجيد لتفادي المخاطرة وخسارة جزء من رأس المال أو كله، مع تحقيق عوائد ثابتة للمستثمرين. أما إذا كان هدف الصندوق هو تحقيق نمو في رأس المال، فإنه في الغالب سوف يتجه إلى أسواق الأسهم، وتحديدًا للشركات التي لا يزال بها مجال لتوسع أعمالها وأنشطتها، وبالتالي زيادة قيمتها السوقية. ومن خلال العرض السابق نجد أن الصناديق لها تقسيمات من حيث أهدافها، وهي كالتالي: صناديق هدفها المحافظة على رأس المال، وصناديق تهدف لتحقيق الدخل، وصناديق تهدف لتحقيق دخل ونمو في رأس المال، وصناديق تهدف لتحقيق نمو في رأس المال.

إن أساس تحقيق أي هدف من الأهداف السابقة هو العائد، كما أن تحقيق الصناديق الاستثمارية للعائد تحت أي هدف من الأهداف هو الأساس في كل العملية، على سبيل المثال، إذا كان الهدف من الصندوق هو الحفاظ على رأس المال فالمقصود منه أنه يحمي القوة الشرائية للأصل من التناقص نتيجة التأثير بمعدلات التضخم، وذلك بتحقيق معدل عائد يفوق أو يساوي معدلات التضخم العالمية، لذا وجب التعريف بالعائد، وهو ما يحصل عليه المستثمر نتيجة قيامه بتوظيف أمواله في أحد الأدوات المالية وقد ينتج عنها ربح أو خسارة. يوجد نوعان من العوائد الذي قد يحصل عليهما المستثمر؛ أولاً عوائد التوزيعات، وهي تدفقات نقدية يحصل عليها المستثمر نتيجة امتلاكه هذا الأصل، مثل أرباح الأسهم أو الفوائد المدفوعة على السندات، والنوع الآخر من العوائد يطلق عليه الأرباح الرأس مالية، وهي نتيجة بيع أحد الأدوات المالية بسعر غير سعر شرائه، وينتج عنه عائد سالب أو موجب.

2.2. ملخص الدراسات السابقة

2.2.1 علاقة عوائد أسهم البنوك بعوائد الصناديق الاستثمارية

هناك العديد من الدراسات التي بحثت في العوامل المؤثرة في عوائد الصناديق الاستثمارية (Alsubaiei (2023)) هناك العديد من الدراسات التي بحثت في العوامل المؤثرة في عوائد الصناديق الاستثمارية (Alsubaiei et al. (2021); Yamani (2023))، وأيضاً نُشِرَ كثيرٌ من الباحثين دراسات تقارن بين عوائد

الصناديق الاستثمارية وعوائد السوق. في هذا الإطار نجد أن الرحالة (2017) الباحثة وزملاؤها في دراستهم قاموا بالتحقق من أداء الصناديق الاستثمارية للأسهم المحلية من أجل تحديد الصناديق ذات العائد الأفضل؛ حيث استنتجوا أن الصناديق الاستثمارية حققت عائداً أعلى من مؤشر السوق بشكل ملحوظ في فترات مختلفة، وأيضاً اتضح للباحثة أن تذبذب عوائد الصناديق التقليدية كان أقل من تذبذب عوائد السوق، وأيضاً بشأن الصناديق الاستثمارية الإسلامية كانت عوائدها أقل تذبذباً من مؤشرها الاسترشادي (مؤشر ستاندر آند بور) للأسهم السعودية الشرعية. كما قام (Merdad 2010) باستخدام عينة من صناديق HSBC الإسلامية والتقليدية خلال الفترة من 2003م إلى 2010م لقياس سلوك العائد والمخاطرة، وخلال الدراسة تم تقسيم العينة الزمنية إلى 4 فترات؛ الفترة كاملة وفترة الصعود وفترة الهبوط وفترة الأزمة المالية العالمية 2008م لتحليل ما إذا كان أداء هذه الصناديق يختلف عن بعضها أم لا. وجد الباحث وزملاؤه أن أداء الصناديق التقليدية تفوق على أداء الصناديق الإسلامية خلال الفترة كاملة وفترة الصعود، وتفوقت الصناديق الإسلامية خلال فترة الهبوط وفترة الأزمة العالمية؛ مما يعكس أن الصناديق الإسلامية تقدم خيار التحوط من المخاطر للمستثمرين عندما يكون الاقتصاد في حالة هبوط نتيجة القوانين والتشريعات الإسلامية.

درس (Chen 2004) تأثير حجم الصناديق على أداء الصناديق الاستثمارية. واكتشف الباحث أن أداء الصناديق يتراجع في حال زيادة حجم الصناديق حتى بعد أن استخدم معايير مختلفة تقيس الأداء، ويعتقد الباحث أن هذه العلاقة أكثر وضوحاً في الصناديق التي تستثمر في الشركات الصغيرة التي تتسم أسهمها بسيولة قليلة؛ حيث يظهر هناك تراجع في العوائد نتيجة ارتباط عكسي مرتبط بالسيولة.

توصل (Jegadeesh and Titman 1993) إلى أن استراتيجية شراء الأسهم التي حققت أداءً جيداً في الماضي وبيع الأسهم التي حققت أداءً غير جيد تُسهم في تحقيق عوائد إيجابية كبيرة خلال ثلاث إلى اثنا عشر شهراً؛ حيث توصلوا إلى إن إنجاح هذه الاستراتيجية لا يعود إلى تأخر ردود أفعال أسعار الأسهم أو إلى المخاطر المنتظمة، ومع ذلك، وجد الباحثان أن جزءاً كبيراً من العوائد غير الطبيعية المحققة في أول سنة تتبدد في السنتين التاليتين. كما توصل الباحثان أيضاً إلى وجود نمط مماثل حول العوائد التي تتحقق مع إعلانات أرباح الشركات.

كما توصل (Hendricks et al. 1993) إلى أن أداء الصناديق الاستثمارية الموجهة للنمو على المدى القصير يتصف أداؤها بالاستمرارية نسبياً؛ حيث وُجد دليل قوي جداً على نتائج التحليل للسنة الواحدة؛ إذ إن الصناديق الاستثمارية التي حققت نتائج ضعيفة في الماضي استمرت في تحقيق نتائج أسوأ في الفترات التالية وأقل من متوسط نتائج الصناديق الاستثمارية (Benchmark) والصناديق الاستثمارية التي حققت نتائج جيدة استمرت في تحقيق نتائج جيدة، ولكن بشكل أقل من السابق، وتوصل الباحث إلى أنه بعد تحليل البيانات تم التوصل إلى وجود استمرارية في الأداء.

ركزت أغلب الدراسات السابقة على المقارنة بين عوائد الصناديق الاستثمارية أو استراتيجيات إدارات الصندوق الاستثمارية والمعايير التي تضعف أو تقوي عوائد الصناديق الاستثمارية، ولكن على حد علم الباحث، توجد فجوة بحثية في السوق السعودي؛ حيث لم يتم دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم للبنوك وعوائد الصناديق الاستثمارية

المدارة من قبل شركات مملوكة لهذه البنوك، وبالتالي تبرز أهمية دراسة هذه العلاقة ومعرفة تأثيرها وتقديم توصيات تُسهم في فهم وتفسير عوائد الصناديق الاستثمارية.

2.2.2 علاقة عوائد أسهم البنوك بالتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية

أشار عدد قليل من الدراسات إلى علاقة عوائد أسهم البنوك بالتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية؛ حيث نجد أن Alexakis et al., (2005) توصلوا لوجود علاقة سلبية بين تدفقات الصناديق المشتركة وعائدات الأسهم. تُظهر النتائج أن تدفقات الصناديق الاستثمارية تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض عوائد الأسهم، ويشير الباحثون إلى أنه يمكن تفسير ذلك من خلال حقيقة أن صناديق الاستثمار في اليونان مُلزَمة بموجب القانون باستثمار نسبة معينة من أصولها النقدية في الأسهم. وبالتالي يبدو أن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة في صناديق الأسهم تتسبب في عوائد أعلى وأقل للأسهم في سوق الأسهم اليونانية. وأيضًا في دراسة أخرى وجدت علاقة إيجابية بين عوائد الأسهم والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية (Edelen and Warner (2001 حيث تم استخدام بيانات التدفق اليومية لصناديق الاستثمار بالأسهم الأمريكية، وأظهرت علاقة إيجابية على المستوى اليومي؛ حيث اتضح أن التدفقات النقدية للمستثمر المؤسسي كانت ذات تأثير على العوائد، وأيضًا توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية تتبع عوائد السوق بفارق يوم واحد؛ حيث تشير الاستجابة المتأخرة للتدفقات النقدية إلى استجابة مشتركة لكل من العوائد والتدفقات النقدية للمعلومات الجديدة المتاحة أو ردود الفعل الإيجابية. وأيضًا توصل (Natalie (2007 and Jerry إلى وجود علاقة إيجابية بين عوائد سوق الأوراق المالية وتدفقات الصناديق المشتركة، وتم قياسها على أنها مشتريات ومبيعات الأسهم وصافي حجم التداول. تشير اختبارات السببية إلى أن العوائد هي غالبًا الدافع وراء هذه التدفقات، بينما قد تفسر مبيعات الأسهم معلومات حول العوائد المتوقعة، وأيضًا تشير الدراسة إلى أن مديري الصناديق ربما يتجاهلون التحليلات الأساسية ويميلون إلى زيادة في شراء الأسهم عندما تكون الأسواق في حالة تذبذبات متزايدة، وبيع الأسهم عندما يكون هناك تشتت كبير بين آراء المستثمرين.

وجد (Rohleder et al. (2017 رابطًا بين الممارسات الاستثمارية لصناديق الأسهم الأمريكية وإدارة مخاطر التدفقات لهذه الصناديق؛ حيث كانوا أول من قام بدراسة تربط بين هذين العاملين. تتلخص دراستهم في أن صناديق الاستثمار بالأسهم التي تستخدم أدوات المشتقات مثل الخيارات والعقود الآجلة على المؤشرات والأسهم على أساس التحوط ضد مخاطر التدفقات وليس بهدف الاستثمار في هذه المشتقات؛ تفوقت من حيث العائد على الصناديق التي لا تستخدم هذه الأدوات؛ وذلك نتيجة لأداء متفوق في إدارة مخاطر التدفقات. وأكد الباحثون أن المستثمرين يجب أن يأخذوا بالحسبان نتائج دراستهم عند تقييم صناديق الاستثمار بالأسهم. كما توصل (Del Guercio and Paula (2009 إلى أن المستثمرين في صناديق المعاشات التقاعدية يعاقبون إدارة الصندوق بسحب الاستثمارات نتيجة أدائهم؛ حيث قامت الدراسة بالمقارنة بين المستثمرين في صناديق الاستثمار بالأسهم ومستثمري صناديق المعاشات التقاعدية وربط الاختلافات التجريبية بالاختلافات الأساسية بناءً على نوعية مستثمري كل صندوق، وكان الاختلاف اللافت للنظر في علاقة أداء التدفق النقدي؛ حيث وجدوا أن عملاء المعاشات التقاعدية يعاقبون مدير الصندوق ذي الأداء الضعيف بسحب استثماراتهم بالصندوق مما يؤدي إلى تدفقات نقدية سالبة وفي الوقت نفسه لا تتدفق هذه الاستثمارات للصناديق ذات الأداء الأعلى؛ أي إن هذه الاستثمارات لا يتم سحبها وتحويلها

للصناديق أخرى ذات الأداء العالي مباشرة؛ مما يجعل مديري صناديق المعاشات التقاعدية أقل رغبة وأقل حافزًا في الانخراط في سياسة تحويل المخاطر.

وبالتالي تبرز أهمية دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم للبنوك والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية من قلة الدراسات التي تناولت هذه العلاقة بسوق المال السعودي، وبالتالي نجد أنه من المهم جدًا دراسة هذه العلاقة وإلقاء الضوء عليها لما لها من أهمية كبيرة، وأيضًا للأهمية الكبرى لفهم مخاطر التدفقات النقدية وتأثيرها.

3. منهجية البحث

3.1. منهجية البحث وطرق جمع البيانات

وضعت منهجية البحث والطرق المتبعة في هذه الدراسة بناءً على أهداف البحث الرئيسية وهي معرفة أثر عوائد أسهم البنوك على عوائد الصناديق الاستثمارية، ومعرفة أثر عوائد أسهم البنوك على التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية، وذلك عن طريق القيام بتحليل الانحدار والارتباط لمعرفة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة.

لمعرفة أثر عوائد أسهم البنوك على عوائد الصناديق الاستثمارية تم استخدام النموذج التالي:

$$\begin{aligned} fund\ Return_{i,t} \\ = \alpha + \beta_1 Bank\ Stock\ Return_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} \\ + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

ولمعرفة أثر عوائد أسهم البنوك على التدفق المالي للصناديق الاستثمارية تم استخدام النموذج التالي:

$$\begin{aligned} Fund\ flows_{i,t} = \alpha + \beta_1 Bank\ Stock\ Return_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t-1} \\ + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

تم تحديد العوامل المستخدمة في هذه الدراسة بناءً على الدراسات السابقة التي بينت دور خصائص الصناديق في التأثير على عوائد والتدفق النقدي لصناديق الأسهم الاستثمارية. (Hebb et al, (2024); Ben-Repheal et al, (2021); Bader (2022))

حيث إن تعريفات العوامل حسب التفصيل المرفق في الجدول (1) التالي:

جدول (1): ملخص لمتغيرات الدراسة

م	نوع المتغير	رمز المتغير	اسم المتغير	وصف المتغير
1	تابع	RETURN	عوائد الصندوق	قياس عائد الصندوق على أساس شهري عن طريق الفرق بين سعر افتتاح الصندوق وإغلاقه الشهري

2	تابع	Flow	تدفقات الصندوق	عن طريق احتساب صافي قيمة أصول الصندوق في كل شهر
3	المستقل	S-Return	عوائد الأسهم	قياس عائد السهم على أساس شهري عن طريق الفرق بين سعر افتتاح الصندوق وإغلاقه الشهري
4	ضابط	Islamic	إسلامي	هل الصندوق يتبع الشريعة الإسلامية في اتخاذ القرارات الاستثمارية أم لا؟
5	ضابط	SIZE	حجم الصندوق	هو صافي أصول الصندوق على أساس شهري مخصص منه كل التزاماته
6	ضابط	AGE	عُمر الصندوق	يمثل عدد السنوات منذ انطلاق الصندوق

3.2. مجتمع البحث وعينته

مجتمع البحث هو أسعار أسهم 12 من البنوك التقليدية في السعودية، وتم الحصول عليها عن طريق تومسون رويترز - Thomson Reuters وأيضًا أسعار وحدات الصناديق الاستثمارية. تم استخدام بيانات 163 صندوقًا استثماريًا تابعًا للشركات الاستثمارية مدارة من قبل مؤسسات تابعة للقطاع المصرفي.

- تم فرز بيانات أسعار أسهم هذه البنوك على أساس شهري من 2005/12م حتى 2017/12م بمجموع مشاهدات عددها 1311 مشاهدة للحصول على عوائد الأسهم.
- تم فرز أسعار وحدات الصناديق الاستثمارية على أساس شهري من 2005/12م حتى 2017/12م بمجموع مشاهدات عددها 9774 للحصول على عوائد الصناديق.
- تم فرز حجم أصول الصناديق الاستثمارية على أساس شهري من 2005/12م حتى 2017/12م بمجموع مشاهدات عددها 8785 للحصول على تدفقات الصناديق.

وتم احتساب عوائد أسهم البنوك والصناديق الاستثمارية والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية باتباع المعادلات التالية:

• العوائد

لقياس العائد البسيط تم استخدام المعادلة التالية، وبالاعتماد على ما قام به (jensen, 1986) باستخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي LN و PRICE it هو السعر في فترة زمنية معينة:

$$\ln \left(\frac{PRICE_{it}}{Price_{it-1}} \right)$$

• التدفقات

تم احتساب التدفقات النقدية عن طريق اتباع الأساليب المستخدمة في (Alsubaiei et al, 2020; Frazzini) (and Lamont, 2008)

$$FLOW\% = \left(\frac{TNA_{it} - TNA_{it-1} (1 + R_{it})}{TNA_{it-1}} \right)$$

جدول (2): يوضح الصناديق تحت الدراسة حسب كل بنك

عدد الصناديق	اسم الشركة
26	الأول للاستثمار
6	البلاد للاستثمار
2	الانماء للاستثمار
6	الجزيرة للاستثمار
14	الراجحي للاستثمار
10	العربي للاستثمار
21	اتش اس بي سي العربية
20	الأهلي للاستثمار
23	الرياض للاستثمار
1	الاستثمار كابيتال
22	سامبا للاستثمار
12	الفرنسي للاستثمار
163	الإجمالي

4. نتائج البحث التحليلية

تم استخدام أسلوب التحليل الإحصائي لتوافقه مع البحث ونوع البيانات المستخدمة من 2005/12م إلى 2017/12م

4.1 التحليل الوصفي (Descriptive Analysis):

نستعرض نتائج التحليل الوصفي في الجدول (3) الذي يظهر فيه المتغيرات المشمولة في نموذج اختبار العلاقة بين متغيرات البحث.

جدول (3): التحليل الوصفي

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Stock Returns	9,774	- 0.0046164	0.1004898	-0.491235	1.064207

Fund Returns	11,046	0.0008951	0.0602003	-0.2277445	0.142755
Fund Flow	10,059	-0.0094272	0.0396354	-0.1290937	0.0727666
Fund Size	10,293	3.235492	1.64318	-7.061023	8.76543
Fund Age	11,046	14.29309	6.176829	0.9945205	25.42192
Fund Type (Islamic)	11,046	0.688394	0.4631707	0	1
Fund Geographic	11,046	0.3387652	0.4733113	0	1
Fund Fee	10,963	1.584768	0.519096	0	2.5

تشير النتائج في الجدول رقم (3) إلى أن متوسط العوائد لأسهم البنوك السعودية هو -0.46% بمتوسط انحراف معياري للعوائد قدر بـ 10% فيما بلغت أقل قيمة للعائد ما يقارب 50% وأعلى عائد 106%. في حين بلغ متوسط عوائد الصناديق الاستثمارية المدارة من قبل البنوك السعودية سواء الإسلامية أو التقليدية ما يقارب 0.09% وبانحراف معياري يقدر بـ 6% لهذه العوائد، فيما بلغت أقل قيمة في عوائد الصناديق 22% وأعلى عائد 14%. وبلغ عدد مشاهدات التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية 10059 مشاهدة بمتوسط 0.94% للمشاهدة الواحدة، وبمتوسط انحراف معياري قدره 4% وبلغت نتيجة أعلى مشاهدة للتدفقات النقدية 7% وأقل مشاهدة 12% وأيضاً كان عدد المشاهدات لحجم الصندوق 10293 مشاهدة بمتوسط 3.2 وبمتوسط انحراف معياري قدره 1.64 وبلغت أعلى مشاهدة لحجم الصندوق 8.7 وأقل مشاهدة -7.06. وبلغ عدد المشاهدات لعمر الصناديق الاستثمارية 11046 مشاهدة؛ حيث بلغ متوسط عمر الصناديق الاستثمارية 14.2 سنة؛ حيث إن عمر أصغر صندوق كان أقل من سنة، وأكبر صندوق 25 سنة، بمتوسط انحراف معياري قدره 600%، وأيضاً كان 68% من الصناديق الاستثمارية هي صناديق إسلامية، وبحسب التوزيع ففي استثمارات الصندوق الجغرافية بلغ عدد المشاهدات 11046 مشاهدة بمتوسط 33% وانحراف معياري بلغ 47% ومتوسط ما تحصل عليه الصناديق الاستثمارية نتيجة إدارة هذه الصناديق هو 1.58% كرسوم إدارية؛ حيث إنه من 10963 مشاهدة كانت أعلى رسوم إدارية يتم تحصيلها هي 2.5% وأقلها 0% بمتوسط انحراف معياري 0.51% لهذه النتائج.

4.2. تحليل الارتباط بين المتغيرات (Correlation Coefficient Analysis)

تشير نتائج الجدول رقم (4) إلى تحليل الارتباط بين متغيرات نموذج اختبار العلاقة لهذا البحث.

جدول (4): تحليل الارتباط بين المتغيرات

	Stock Returns	Fund Returns	Fund Flow	Fund Size	Fund Age
Stock Returns	1				
Fund Returns	0.4019	1			
Fund Flow	0.043	0.0453	1		
Fund Size	0.0028	-0.0008	0.0257	1	
Fund Age	-0.0102	0.0143	0.0571	0.2542	1

تشير نتائج تحليل الارتباط بين المتغيرات إلى وجود ارتباط موجب قوي بين عوائد الأسهم وعوائد الصناديق يقدر بـ 40%. وأظهرت النتائج وجود ارتباط موجب قوي بين حجم الصناديق الاستثمارية وعمر هذه الصناديق بنسبة 25%. بالإضافة إلى ذلك، وجود ارتباط موجب بين جميع المتغيرات ما عدا علاقة حجم الصندوق وعوائد الصندوق وعلاقة عوائد الأسهم وعمر الصناديق؛ حيث تبين النتائج وجود العلاقة العكسية.

4.3. تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression)

تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد لتحليل نتائج هذه الدراسة، حيث يشير الجدول رقم (5) إلى نتائج تحليل عوائد الصناديق الاستثمارية، ويشير الجدول إلى نتائج تحليل التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية.

جدول (5): نتائج الانحدار الخطي المتعدد - عوائد الصناديق الاستثمارية

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fund Return	Fund Return	Fund Return	Fund Return
Banks Stock Return	0.241***	0.241***	0.241***	0.241***
	(0.013)	(0.013)	(0.014)	(0.014)
First Lag for Fund Return		0.112***	0.114***	0.115***
		(0.014)	(0.014)	(0.014)
Flows			0.004	0.003

			(0.017)	(0.017)
Total Fund Size			–	–
			0.000***	0.000***
			(0.000)	(0.000)
Fund Age				0.000**
				(0.000)
Islamic				0.000
				(0.001)
Fund Geographical Focus				0.005***
				(0.002)
Fund Annual Fee				–0.000
				(0.001)
Second Lag for Fund Return		0.036***		
		(0.012)		
Third Lag for Fund Return		–0.002		
		(0.012)		
Constant	0.002***	0.001**	0.008***	0.009**
	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.003)
Observations	9,774	9,480	8,772	8,772
R-squared	0.158	0.178	0.179	0.180

(*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1) Robust standard errors in parentheses

يظهر في الجدول رقم (5) نتائج تحليل معامل التحديد (R-Squared) في النموذج الأول وقيمته 15.8% ويعبر عن نسبة التغيرات التي حدثت على عوائد الصناديق الاستثمارية التي تم تفسيرها من عوائد أسهم البنوك. ومع إضافة المتغيرات المستقلة التالية: عوائد الصندوق المتأخرة لفترة واحدة، وفترتين، وثلاث فترات كانت قيمة معامل التحديد (R-Squared) تساوي 17.8% أي إن 17.8% من التغيرات التي حدثت في المتغير التابع تم تفسيرها من المتغير المستقل مع أخذ المتغيرات التابعة الإضافية في الحسبان. ونلاحظ أيضاً مع إضافة المزيد من المتغيرات المستقلة: التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية، وحجم الصناديق الاستثمارية، كانت قيمة معامل التحديد (R-Squared) تساوي 17.8% أي إن التغيرات التي حدثت في المتغير التابع وتم تفسيرها من المتغير المستقل بعد إضافة المزيد من المتغيرات الضابطة ارتفعت بمقدار 0.1%. استكمالاً، تم إضافة المتغيرات المستقلة التالية: عُمر الصناديق، ومدى التزام الصناديق بمعايير الشريعة، وتوزيع استثمارات الصناديق الجغرافية، ورسوم الصناديق الاستثمارية. استمرت قيمة معامل التحديد (R-Squared) بالارتفاع لتساوي 18%. وتبين النتائج وجود علاقة

موجبة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الصناديق الاستثمارية وعوائد أسهم البنوك، والتي تتفق مع الفرضية الأولى التي توقعت العلاقة الإيجابية نتيجةً لتحيز مديري الصناديق للاستثمار في أسهم البنوك التابعة لهم.

وبناءً على النتائج، يتضح للباحث أنه يوجد تأثير مباشر بين أسهم البنوك والصناديق الاستثمارية المدارة من قبل شركات مملوكة للبنوك؛ حيث إن ارتفاع عائد أسهم البنوك بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة عوائد الصناديق الاستثمارية بنسبة 24% وبناءً على نتائج الدراسة يمكننا التنبؤ بارتفاع عوائد الصندوق (ارتفاع قيمة وحدات الصناديق الاستثمارية) بمجرد ارتفاع أسعار أسهم البنوك المالكة للشركات التي تدير الصناديق الاستثمارية. وأيضًا يمكننا القول إن 24% من عوائد الصناديق الاستثمارية تأتي من أسهم البنوك، وبالتالي يتضح لنا وجود تحيز من قبل إدارة الصندوق نحو أسهم البنوك التي تمتلك الشركات الاستثمارية التي تدير هذه الصناديق، وربما يعتقد مديرو الصناديق أن هذا التحيز والتركيز من قبل إدارة الصندوق نحو أسهم معينة يؤدي إلى ارتفاع عوائد الصناديق، كما أشارت دراسة (Fulkerson and Riley, 2019) إلى أنه باتباعهم لهذه الاستراتيجية يغفلون مبدأ أن التحيز أو التركيز في ورقة مالية واحدة يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الصندوق. وأن التنوع في الأوراق المالية حتى إذا كان تنوعًا عشوائيًا يؤدي إلى انخفاض المخاطر (Fulkerson and Riley, 2019).

أشارت دراسة (Lehmann and Modest, 1987) التي أثبتت أن عوائد الصناديق الاستثمارية تتصف بالاستمرارية، وأيضًا دراسة (Carlson, 1970) التي وجدت أن الصناديق الاستثمارية ذات العوائد الأعلى من المتوسطة خلال العام السابق تكرر عادةً أداءها المتفوق، مما يعني أن عوائد الصناديق تتصف بالاستمرارية، وبالتالي تم إضافة متغيرات تمثل الفترات السابقة لعوائد الصناديق للتحقق من وجود العلاقة الإيجابية في النموذج الأول. عليه، نلاحظ أن المتغيرات المستقلة للعوائد المتأخرة للصناديق الاستثمارية لفترة وفترتين وثلاث فترات سابقة لم تؤثر على وجود العلاقة الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية بين عوائد الصناديق الاستثمارية وعوائد أسهم البنوك.

أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أهمية الدور التي تمثله التدفقات النقدية على عوائد الصناديق، وبإضافة متغير التدفق النقدي وحجم الصندوق لم تتأثر العلاقة الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية بين عوائد الصناديق الاستثمارية وعوائد أسهم البنوك، وهذا يتفق مع دراسة (Carhart, 1997) الذي لم يجد أي علاقة بين التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية وأداء الصناديق الاستثمارية.

وتم ملاحظة أنه لا يوجد تأثير لمتغيرات خصائص الصناديق الاستثمارية (عُمر الصندوق - صندوق تقليدي أم إسلامي - التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق - رسوم الصندوق) بعد إضافتها على العلاقة الإيجابية بين عوائد الصناديق الاستثمارية وأسهم البنوك، وهذا يتفق مع دراسة (Rao, 1996) الذي وجد أن تأثير عُمر الصناديق الاستثمارية يكاد لا يذكر، وقد يكون لشرعية الصندوق تأثير لكن في أوقات الأزمات كما أشارت دراسة (Ashraf, 2013) ولكن في نتائج هذه الدراسة لم يكن لها أي تأثير كما أشرنا سابقًا.

جدول (6): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد – التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fund Flow	Fund Flow	Fund Flow	Fund Flow
First Lag for Stock Return	0.013***	0.015***	0.011**	0.011**
	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.004)
Lag flow			0.120***	0.113***
			(0.015)	(0.015)
Lag size level				–
				0.001***
				(0.000)
Fund Age				0.001***
				(0.000)
Islamic				0.004***
				(0.001)
Geographical Focus				–
				0.004***
				(0.001)
Annualfee				–0.001
				(0.001)
Second Lag for Stock Return		0.004		
		(0.005)		
Third Lag for Stock Return		–0.006		
		(0.005)		
Constant	–	–	–	–
	0.010***	0.010***	0.008***	0.014***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.002)
Observations	8,758	8,617	8,595	8,595
R-squared	0.001	0.002	0.015	0.024

(*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1) Robust standard errors in parentheses

يظهر في الجدول رقم (6) نتائج تحليل معامل التحديد (R-Squared) في النموذج الأول وقيمته 0.1% ويعبر عن نسبة التغيرات التي حدثت على تدفقات الصناديق الاستثمارية والتي تم تفسيرها من التحركات في عوائد أسهم

البنوك. ومع إضافة المتغيرات المستقلة التالية: عوائد الصندوق المتأخرة لفترة واحدة، وفترتين كانت قيمة معامل التحديد (R-Squared) تساوي 0.2% وتمثل نسبة التغيرات التي حدثت في المتغير التابع والتي تم تفسيرها من المتغير المستقل. ونلاحظ أيضًا مع إضافة متغير تدفقات الصناديق الاستثمارية المتأخرة لفترة واحدة، كانت قيمة معامل التحديد (R-Squared) تساوي 1.5% أي إن التغيرات التي حدثت في المتغير التابع وتم تفسيرها من المتغير المستقل ارتفعت بمقدار 1.3%. استكمالاً، تم إضافة المتغيرات المستقلة التالية: حجم الصناديق الاستثمارية المتأخر، وعُمر الصناديق، وشرعية الصناديق، وتوزيع استثمارات الصناديق الجغرافية، ورسوم الصناديق الاستثمارية. تساوي قيمة معامل التحديد (R-Squared) 2.4% أي إن التغيرات التي حدثت في المتغير التابع وتم تفسيرها من المتغير المستقل استمرت في الارتفاع. وتبين النتائج وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية وعوائد أسهم البنوك والتي تتفق مع الفرضية الثانية والتي توقعت العلاقة الإيجابية نتيجة لتأثير الارتباط الذهني للمستثمرين المحللين بنتائج أسواق الأسهم وربطها بالصناديق المدارة من قبل هذه البنوك.

اثبتت الدراسات السابقة أن تأثير التدفقات النقدية يحتاج لفترات طويلة ليظهر أثره؛ وذلك نتيجة لتأثير العوائد بالمعلومات الإيجابية أو السلبية التي تنعكس تبعاً على التدفقات النقدية (Warner, 1999)، ولذلك تم إضافة تأثير الفترة السابقة لمعرفة أثره على التدفق النقدي للصناديق. ونلاحظ أن ارتفاع أو انخفاض عوائد أسهم البنوك يُسهم في فهم وتفسير التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية. حيث تشير نتائج الدراسة إلى أن ارتفاع عوائد أسهم البنوك بنسبة 1% يؤثر إيجابياً بمقدار 1.3% على التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية للشهر التالي، وذلك يتفق مع نتائج دراسة (Shinozawa (2015 ودراسة (Bergstresser (2002 اللتان أشارتا إلى أن عوائد الأسهم هي المفتاح المحدد للتدفقات النقدية المستقبلية، والتي تتفق أيضاً مع دراسة (Parwada (2007 التي وجدت أن هناك علاقة بين عوائد الأسهم والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية في الأسواق الكورية. ويمكن تفسير ذلك بأنه نتيجة لتأثير المستثمرين إما إيجابياً أو سلباً بنتائج أسهم البنوك؛ حيث إن ارتفاع عوائد الأسهم يؤثر على قرارات المستثمرين عاطفياً، وبالتالي يندفعون للاستثمار في الصناديق الاستثمارية؛ مما يُسهم في زيادة التدفقات النقدية الداخلة للصناديق الاستثمارية.

وأيضاً أشار (Natalie and Jerry (2007 إلى أن العوائد هي غالباً الدافع وراء هذه التدفقات؛ لذلك تم إضافة العوائد المتأخرة حتى فترتين، ولكن لم يكن لها أي أهمية في تفسير العلاقة بين عوائد الصناديق الاستثمارية وعوائد أسهم البنوك. وبإضافة متغير التدفق النقدي المتأخر لمعرفة تأثيره على التدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية حيث إن استمرار التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة يؤثر على التدفقات النقدية للفترة اللاحقة. ولمعرفة أثر التدفقات النقدية المتأخرة تم إضافة متغير التدفق لفترة واحدة، ورغم ذلك لم تؤثر على وجود العلاقة الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية بين تدفقات الصناديق الاستثمارية وعوائد أسهم البنوك. واستمرت العلاقة بين المتغيرات إيجابية ذات دلالة إحصائية ولم تتأثر بعد إضافة عناصر خصائص الصناديق الاستثمارية (عُمر الصندوق - صندوق تقليدي أم إسلامي - التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق - رسوم الصندوق).

5. الخاتمة والتوصيات:

تسعى هذه الدراسة لتقديم إضافة علمية للدراسات السابقة من خلال المساعدة في تحديد المؤثرات على أسواق صناديق الاستثمار وذلك من خلال دراسة العلاقة بين أسعار أسهم البنوك وعوائد والتدفق المالي لصناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية. وتوصلت نتائج هذه الدراسة الى وجود علاقة إيجابية بين عوائد أسهم البنوك وعوائد الصناديق الاستثمارية بما يبيّن بأن الصناديق تستثمر جزء جيد من أصولها في البنوك التابعة لها، بالإضافة الى ذلك توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية بين عوائد أسهم البنوك والتدفقات النقدية للصناديق الاستثمارية في السعودية، مما يُظهر أن سلوك المستثمرين متحيز تجاه التغيرات بأداء أسهم البنوك المسؤولة عن إدارة صناديقها. وبناء على نتائج الحالي نوصي بالآتي:

- أن تقوم الصناديق بنشر البيانات التي توضح توزيع ونوعية وأوزان استثماراتها بشفافية أكبر وبشكل دوري؛ للإسهام في رفع مستوى الوعي المالي للمستثمرين الأفراد في هذه الصناديق الاستثمارية، وأيضًا للإسهام في فهمهم للعوامل المؤثرة على ربحية الصناديق الاستثمارية وبالتالي يتم بناء قراراتهم الاستثمارية نتيجة وعي أكبر.
- دراسة ومراقبة استثمارات الصناديق الاستثمارية في أسهم البنوك التي تمتلكها؛ وذلك لأن الصناديق الاستثمارية قد تتوفر لها اخبار ونتائج هذه البنوك قبل أن تُعلن للعامة، وأيضًا معرفتهم لمستويات السيولة وتكلفة الأموال لدى البنوك وبالتالي التنبؤ بنتائج البنوك الأخرى قبل ظهور النتائج المالية لها.
- أن يتم دراسة العلاقة بين الصناديق الاستثمارية المملوكة من قبل البنوك السعودية والشركات المساهمة التي تمولها هذه البنوك.

6. الدراسات المستقبلية:

يقترح الباحث إجراء أبحاث علمية في الموضوعات الآتية:

- دراسة حجم تأثير المستثمرين الافراد في التأثير في العلاقة بين أسعار أسهم البنوك وعوائد صناديق الاسهم الاستثمارية.
- دراسة حجم تأثير المستثمرين الافراد في التأثير في العلاقة بين أسعار أسهم البنوك والتدفقات النقدية لصناديق الاسهم الاستثمارية.
- دراسة العلاقة بين العوائد والتدفقات المالية للصناديق الاستثمارية المدارة من قبل البنوك في الأسواق الخليجية.

المراجع:

الرابعي، عبد العزيز. (2004). سوق الأسهم يتجاهل الأعمال الإرهابية خلال عام 2004م وقيمتها السوقية ترتفع فوق تريليون ريال. متوفر بموقع: <https://www.alriyadh.com/4860> (تاريخ الاسترجاع: 2023/02/17).

الراحلة، نسيم وبهاتي، عشاق. (2017). أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية. هيئة السوق المالية، متوفر بموقع: https://cma.org.sa/Market/Documents/MF_in_KSA_ar.pdf (تاريخ الاسترجاع: 2023/01/10).

هيئة السوق المالية. (2008). التقرير السنوي. متوفر بموقع: https://cma.org.sa/Market/Reports/Documents/cma_2008_report.pdf (تاريخ الاسترجاع: 2023/01/13).

هيئة السوق المالية. (2021). أنواع صناديق الاستثمار. متوفر بموقع: <https://cma.org.sa/Awareness/IFs/Pages/default.aspx> (تاريخ الاسترجاع: 2023/01/06).

Alexakis, C., Niarchos, N., Patra, T., and Poshakwale, S. (2005). The dynamics between stock returns and mutual fund flows: Empirical evidence from the Greek market. *International Review of Financial Analysis*, 14(5), 559-569.

Alsubaiei, B. J. (2022). Do Stock Market Risk Factors Explain Mutual Fund Returns? Evidence from Saudi Arabia. *Scientific Journal of King Faisal University, Humanities & Management Sciences*, 23(1).

Alsubaiei, B. J., Calice, G., and Vivian, A. (2021). Sovereign CDS and mutual funds: Global evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73, 101354.

Alsubaiei, B. J. (2023). Does family size matter to investors? Evidence from mutual fund flow in Saudi Arabia. *International Journal of Emerging Markets*, 18(12), 5565-5580.

Alsubaiei, B. J., Calice, G., and Vivian, A. (2020). How does mutual fund flow respond to oil market volatility?. *The European Journal of Finance*, n/a(n/a) 1-25. DOI:10.1080/1351847X.2020.1842784

Ashraf, D. (2013). Performance evaluation of Islamic mutual funds relative to conventional funds: Empirical evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. n/a(n/a), DOI:10.1108/17538391311329815

Bergstresser, D. A. (2002). Do after-tax returns affect mutual fund inflows?. *Journal of financial economics*, 63(3), 381-414.

Ben-Rephael, A., Choi, J., and Goldstein, I. (2021). Mutual fund flows and fluctuations in credit and business cycles. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 84-108.

Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 52(1), 57-82.

Carlson, R. S. (1970). Aggregate performance of mutual funds, 1948–1967. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5(1), 1-32.

Chen, J. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *American Economic Review*, 94(5), 1276-1302.

- Del Guercio, D., and Paula, A. T. (2009). The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. *pension funds*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **37**(4), 523-557.
- Edelen, R. M., and Warner, J. B. (2001). Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns. *Journal of financial Economics*, **59**(2), 195-220.
- Frazzini, A., and Lamont, O. (2008). Dumb money: mutual fund flows and the cross-section of stock. *Journal of Financial Economics*. **88**(2), 299-322.
- Fulkerson, J. A., and Riley, T. B. (2019). Portfolio concentration and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, **51**(n/a), 1-16.
- Hebb, G., and Lin, S. (2024). Are banks better money doctors? An analysis of mutual fund flows of bank and non-bank funds using Canadian data. *The North American Journal of Economics and Finance*, **69**, 102025.
- Hendricks, D., Patel, J., and Zeckhauser, R. (1993). Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of relative performance, 1974–1988. *The Journal of finance*, **48**(1), 93-130.
- Jegadeesh, N., and Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of finance*, **48**(1), 65-91.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of finance*, **23**(2), 389-416.
- Lehmann, B. N., and Modest, D. M. (1987). Mutual fund performance evaluation: A comparison of benchmarks and benchmark comparisons. *The journal of finance*, **42**(2), 233-265.
- Merdad, H. (2010). Islamic versus conventional mutual. *Journal of KAU Islamic economics*. **23**(n/a), 157-193.
- Natalie, O. Y., and Jerry, T. P. (2007). Relations between mutual fund flows and stock market returns in Korea. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, **17**(2), 140-151.
- Parwada, N. Y. (2007). Relations between mutual fund flows and stock market returns in Korea. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, **17**(2), 140-151.
- Rao, S. M. (1996). Does 12b-1 plan offer economic value to shareholders of mutual funds?. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, **9**(3), 33-37.
- Rohleder, M., Schulte, D., and Wilkens, M. (2017). Management of flow risk in mutual funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, **48**(n/a), 31-56.
- Shinozawa, Y., A. (2015). Determinants of money flows into investment trusts in Japan. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, **37**(n/a), 138-161.
- Warner, R. M. (1999). Why are mutual fund flow and market returns related? Evidence from high-frequency data. *Evidence from High-Frequency Data*. **n/a**(n/a), 1-38.
- Wermers, R. (2002). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *The journal of finance*. **54**(2), 581-622.
- Yamani, E. (2023). The informational role of fund flow in the profitable predictability of mutual funds. *Finance Research Letters*, **51**, 103445.