

تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية  
( دراسة تطبيقية عن الفترة 2018 – 2020 )

**The Effect of Exchange Traded Funds on Liquidity in the  
Egyptian Securities Market  
(Empirical Study for the Period 2018 – 2020)**

د / نسرین محمد حفیضة

مدرس إدارة الأعمال

المعهد العالي للحاسبات والمعلومات وتكنولوجيا الإدارة - طنطا

---

د / نسرین محمد حفیضة

الدرجة العلمية : دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

البريد الإلكتروني : [nesreena333@hotmail.com](mailto:nesreena333@hotmail.com)

البريد الإلكتروني : [nesreen55aa@gmail.com](mailto:nesreen55aa@gmail.com)

## المستخلص

لقد استهدف هذا البحث إلقاء الضوء على صناديق المؤشرات المتداولة ETFs ، كواحدة من أهم الابتكارات المالية التي انتشرت بسرعة ونجاح في أسواق المال في مختلف دول العالم خلال العقود الماضية . كما استهدف أيضا قياس تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية.

وقد قامت الباحثة باختبار فرضي البحث لقياس هذا التأثير، من خلال الدراسة التطبيقية عن الفترة الزمنية من يناير 2018 حتى ديسمبر 2020 .

حيث تم جمع البيانات الشهرية عن المتغيرات الآتية :  
المتغير التابع : سيولة السوق ، والمتغيرات المستقلة : قيمة تداول صناديق المؤشرات كمتغير رئيسي ، وكل من متغيرات الرقابة : عائد السوق لمؤشر EGX30 ، معدل التضخم ، والمعروض النقدي .

وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي للبيانات : عدم وجود ارتباط معنوي بين صناديق المؤشرات وسيولة سوق الأوراق المالية المصرية ، وكذلك عدم وجود تأثير معنوي لها على سيولة السوق ، وذلك عند اختبار تأثير ETFs باستخدام كل من تحليل الانحدار البسيط و المتعدد .  
وبذلك تم التوصل إلى عدم ثبوت صحة فرضي البحث .

ومن ثم أشارت نتائج البحث إلى أن صناديق المؤشرات المتداولة لم تساعد على توفير السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الزمنية للبحث . وقد قدمت الباحثة بعض التوصيات الهادفة لتحسين أداء وتطوير ETFs في السوق المصري للعمل على زيادة السيولة .

الكلمات المفتاحية : صناديق المؤشرات المتداولة ETFs - الابتكارات المالية - استراتيجيات الاستثمار الساكن - السيولة - سوق الأوراق المالية المصرية .

## Abstract

This research has aimed to highlight the exchange traded funds ETFs as one of the most important financial innovations that has been dispersed quickly and successfully in capital markets all over the world in the last decades. It has aimed also to measure the effect of exchange traded funds on liquidity in the Egyptian securities market.

The researcher has tested two hypotheses for measuring this effect , through the empirical study for the time period from January 2018 to December 2020 .

Monthly data has been collected about the following variables:

Dependent variable : liquidity of the market , and the independent variables: traded value of ETFs as main variable and the control variables : Market return of EGX 30 index , inflation rate, and money supply.

Results of the statistical analysis, have shown no significant correlation between exchange traded funds and liquidity of Egyptian securities market, and no significant effect of ETFs on liquidity by simple and multiple regression. Then the two hypotheses of research have not been confirmed.

Then the results have indicated that exchange traded funds did not help in providing liquidity in the Egyptian securities market during the time period of research. The researcher has introduced some recommendations with the objective of improving the performance and development ETFs in the Egyptian market for increasing liquidity.

**Key Words : Exchange Traded Funds ETFs - Financial Innovations - Passive Investment Strategies - Liquidity – Egyptian Securities Market.**

## مقدمة:

هناك العديد من التطورات التي حدثت في مجال إدارة الأصول Asset Management خلال العقود الماضية ، ويعتبر التحول الجوهرى من استراتيجيات الاستثمار النشط إلى الساكن Active to Passive Investment Strategies من أهم هذه التطورات ، حيث يمكن القول بأن هذا التحول قد أصبح ظاهرة عالمية ، ويستهدف الاستثمار الساكن تتبع مؤشر معين لتحقيق عائد مماثل له ، وذلك بالاستثمار في الأصول المكونة لهذا المؤشر أو عينة ممثلة لها (Anadu et al , 2020).

وهناك عدة عوامل أدت إلى تحول المستثمرين نحو استراتيجيات الاستثمار الساكن ، منها: انخفاض تكلفة التداول لهذا الاستثمار ، انخفاض أداء مديري الاستثمار النشط ، ونمو الأدوات الناجحة للاستثمار الساكن ومن أهمها : صناديق المؤشرات المتداولة Exchange Traded Funds – ETFs (Anadu et al , 2020 ; Ben – David et al , 2017 ; Tabor & Molinas , 2020 )

وبالتركيز على صناديق المؤشرات المتداولة ETFs ، نجد أنها أدوات استثمار تستهدف تحقيق أداء مماثل لمؤشرات معينة ، حيث يتكون الصندوق من مجموعة من الأوراق المالية التي يتم اختيارها لمحاولة تتبع مؤشر مرجعى معين Benchmark Index ، وينقسم الصندوق إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق المال خلال فترة التداول اليومي ، مما يبسر على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أدائها عن طريق معرفة أداء المؤشر الذي يتبعه الصندوق (Kunjal et al,2021; Lettau&Madhavan,2018) (موقع غرفة الشرقية : www. chamber.org.sa )

و قد أثارت صناديق المؤشرات اهتمام الباحثين خلال العقود الماضية ، حيث تعتبر من أهم الابتكارات المالية في أسواق المال ، كما أنها أداة الاستثمار الساكن الأوسع انتشارا للمستثمرين الراغبين في الاستثمارات ذات السيولة المرتفعة وتكلفة المعاملات المنخفضة ( Liebi , 2020 ). وتجدر الإشارة إلى أن صناديق المؤشرات تعتبر من أكثر أدوات الاستثمار من حيث سرعة النمو ، ففي خلال الفترة من عام 2003 حتى عام 2021 كان هناك نمو في إجمالي قيمة أصول

هذه الصناديق حول العالم ، حتى وصل إلى ما يزيد على 10 تريليون دولار ، وقد تزايد عددها من 276 صندوق عام 2003 إلى 8600 صندوق عام 2021 ( [www.statista.com](http://www.statista.com) ) .  
وفي مصر، تم إنشاء صندوق المؤشرات EGX30 Index ETF ، وقد بدأ تداوله في سوق الأوراق المالية المصرية للمرة الأولى في يناير عام 2015 على المؤشر الرئيسي للبورصة EGX 30 ، حيث كان حجم الصندوق 10 مليون جنيه عند التأسيس وفي ديسمبر عام 2019 بلغ حجم الصندوق حوالي 48.36 مليون جنيه تقريبا ، أما قيمة تداول الصندوق ، فقد بلغت في النصف الأول من عام 2015 حوالي 68.9 مليون جنيه ، وفي النصف المناظر من عام 2019 بلغت قيمة التداول حوالي 2.37 مليون جنيه تقريبا ( موقع صندوق استثمار شركة صناديق المؤشرات [www.egx30etf.co](http://www.egx30etf.co) ) ( موقع البورصة المصرية [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg) ) .  
وعلى الرغم من أهمية صناديق المؤشرات المتداولة وانتشارها الواسع حول العالم ، فقد تبين للباحثة أن هناك ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع الهام في سوق الأوراق المالية المصرية ، وبذلك برزت الحاجة لإجراء هذا البحث ، حيث تم التركيز من خلاله على دراسة تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في السوق المصري .

## 1/ مشكلة البحث :

تعتبر العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في أسواق الأوراق المالية من الموضوعات الهامة والحيوية ، التي تحتاج للدراسة والتحليل في مختلف الأسواق وفي الفترات الزمنية المختلفة ، وذلك نظرا لأهمية كل من : صناديق المؤشرات من ناحية ، والسيولة من الناحية الأخرى .

### فمن ناحية أهمية صناديق المؤشرات المتداولة ETFs :

يمكن القول بأنها تعتبر من أهم الابتكارات المالية وأكثرها نجاحا Major and Most Successful Financial Innovations ( Calamia et al , 2015 ) ، حيث أصبحت عبر الربع قرن الماضي من أهم أدوات الاستثمار الساكن Passive Investment Vehicles ، وذلك بالنسبة لكل من المستثمرين الأفراد والمؤسسيين، وقد استحوذت على اهتمام كبير في مجال إدارة الأصول بسبب منافستها السوقية للأدوات الأخرى مثل: صناديق الاستثمار والعقود المستقبلية للمؤشرات Index Futures ( Ben – David et al , 2017 )

ويرجع تزايد انتشار صناديق المؤشرات إلى مزاياها المختلفة مثل : شفافية التداول High Transparency ، انخفاض تكلفة المعاملات Low Transaction Cost ، مزايا التوزيع Diversification Benefits ، وارتفاع السيولة High Liquidity ( Kunjal et al , 2021 ) .

**ملحوظة هامة :** تم استخدام ETFs في أجزاء مختلفة من البحث كاختصار لصناديق المؤشرات المتداولة .

وتجدر الإشارة إلى أن صناديق المؤشرات قد أثبتت أهميتها أيضا في أوقات التقلبات في أسواق المال ، حيث تم تداول هذه الصناديق بسهولة وكفاءة في مارس 2020 ، وذلك على الرغم من تقلبات السوق بسبب انتشار Covid - 19 ، وقد تعارض ذلك مع توقعات بعض صانعي السياسات والمعنيين بالاستثمار في أسواق المال ( ICI : www.ici.org ) .

#### أما من ناحية أهمية توافر السيولة :

فنجد أن توافر السيولة بصفة عامة له أهمية كبيرة في أسواق الأوراق المالية ، حيث تعتبر من محددات نجاح الطرح العام ، فهي تساعد على تخفيض التكلفة والمخاطر لصانعي السوق ، وكذلك تخفيض تكلفة رأس المال لمصدري الأوراق المالية Security Issuers ، وتعمل أيضا على تخفيض التكلفة التي يتحملها المستثمرون ، وذلك من خلال تخفيض التقلبات وتكلفة المعاملات ، وتعتبر السيولة عاملا حيويا للتوزيع الكفاء لرؤوس الأموال ، كما أنها تعمل على زيادة جذب المستثمرين إلى أسواق المال ( IOSCO , 2007 ) .

ونظرا للدور الحيوي للسيولة في أسواق المال ، فقد لاقى اهتماما كبيرا من الباحثين ، وذلك من العديد من النواحي مثل : دراسة أفضل المقاييس للسيولة ، التغيير في السيولة عبر الفترات الزمنية المختلفة ، والعلاقة بين السيولة والعائد ( Marshall et al , 2015 ) .

#### وعند تناول أهمية دراسة كل من صناديق المؤشرات والسيولة معا :

نجد أن هناك العديد من الأبعاد الخاصة بهذا الموضوع والتي تحتاج للبحث والتحليل من الأكاديميين والممارسين ، فهناك العلاقة بين صناديق المؤشرات والسيولة العامة في سوق الأوراق المالية ، وهناك السيولة في السوق الأولى لصناديق المؤشرات ETFs Primary Market ،

وذلك من حيث سيولة الأوراق المالية الأساسية المكونة لها ، كما أن هناك السيولة في السوق الثانوي ETFs Secondary Market ، وذلك من حيث تداول هذه الصناديق ( Lettau & Madhavan , 2018 ; BLACKROCK: www.blackrock.com ; HKEX: www.hkex.com.hk ).

ويمكن القول بظهور الحاجة لدراسة صناديق المؤشرات والسيولة مع الانتشار الواسع لصناديق المؤشرات والنمو الهائل في استثمارات هذه الصناديق على مستوى العالم ( كما سبق توضيحه ) ، والذي تزامن مع حدوث بعض الأزمات المالية ، مما دعا للاهتمام بإجراء العديد من الدراسات عن تأثير ETFs على الأسواق المالية من جوانب متعددة ومنها السيولة Liquidity ( Liebi , 2020 ) ، حيث كان هناك اهتمام كبير من الأكاديميين والمستثمرين والمعنيين بالاستثمار في أسواق المال ، بالتعرف على العلاقة بين صناديق المؤشرات وسيولة مكوناتها . ( LYXOR:www.lyxoretF.Fr.) ETFs and Liquidity of their Constituents .

هذا ، وبالإضافة إلى ما تم توضيحه عن أهمية دراسة وتحليل العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في أسواق الأوراق المالية :  
فقد تبين للباحثة :

عدم وجود اتفاق من الناحيتين النظرية والعملية حول طبيعة هذه العلاقة ، حيث يتضح ذلك في الأجزاء الخاصة بالإطار النظري والدراسات السابقة للبحث .

كما تبين أيضا :

أن هناك ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ETFs والسيولة في سوق الأوراق المالية المصرية ، وكذلك ندرة الدراسات السابقة التي تناولت ETFs في السوق المصري بصفة عامة ، وذلك على الرغم من أهميتها البالغة كإحدى الابتكارات المالية سريعة النمو في مجال الاستثمار .

وبذلك برزت التساؤلات الآتية :

ما هي العلاقة بين ETFs والسيولة في السوق المصري ؟ وما هو تأثير ETFs على السيولة؟  
ومما سبق فقد ظهرت الحاجة لدراسة هذا الموضوع الحيوي في السوق المصري ، حيث تمثلت مشكلة هذا البحث في السؤال التالي :

" ما هو تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية ؟ "

## 2/ أهداف البحث :

تمثلت أهداف البحث في :

- 1- إلقاء الضوء على أهمية صناديق المؤشرات المتداولة كأحدى الابتكارات المالية الهامة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية المصرية ، وذلك لجذب المزيد من اهتمام الباحثين والممارسين نحو هذه الأداة الاستثمارية الحيوية .
- 2- اختبار العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في السوق المصري .
- 3- اختبار تأثير صناديق المؤشرات المتداولة بصورة فردية على السيولة ، وكذلك دراسة هذا التأثير مع بعض متغيرات الرقابة وهي : عائد السوق ، معدل التضخم ، والمعروض النقدي .
- 4 - تقديم مجموعة من التوصيات للمسؤولين بسوق الأوراق المالية المصرية ، بهدف تحسين أداء وتطوير صناديق المؤشرات المتداولة كأحد الأدوات الاستثمارية والابتكارات المالية الهامة التي يمكن عن طريقها زيادة سيولة السوق.

## 3/ أهمية البحث :

### 1/3 الأهمية الأكاديمية :

- 1- مواكبة أحدث الموضوعات البحثية التي تركز على تداول الابتكارات المالية في أسواق المال .
- 2- الإضافة العلمية من خلال تناول موضوع صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المصري بصفة عامة ، حيث توجد ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع ، وذلك على الرغم من الاهتمام العالمي بهذه الأداة الاستثمارية .
- 3- الإضافة العلمية عن طريق اختبار تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية ، حيث : نجد من ناحية ، أنه لا يوجد اتفاق بشأن طبيعة هذه العلاقة سواء من منطلق الأساس النظري أو من منطلق نتائج الدراسات السابقة ، كما نجد من ناحية أخرى أن هناك ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع في السوق المصري .



### 2/3 الأهمية العملية :

1- أهمية التعرف على طبيعة العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة كأحد الأدوات الاستثمارية الهامة وبين سيولة السوق ، وكذلك تأثير ETFs على السيولة ، من أجل العمل على ترشيد القرارات الإدارية المتعلقة بتداول هذه الصناديق .

2- جذب انتباه المسؤولين في سوق الأوراق المالية المصرية نحو أهمية التحليل المستمر للعلاقات بين الابتكارات المالية المختلفة في السوق بصفة عامة وبين السيولة مع التركيز بصفة خاصة على ETFs ، وذلك من أجل العمل على زيادة سيولة السوق وتحسين أدائه .

### 4/ الإطار النظري للبحث Theoretical Framework

يشمل الإطار النظري للبحث الأبعاد الآتية :

1/4 أساسيات عن صناديق المؤشرات المتداولة.

2/4 السيولة في أسواق المال .

3/4 الأساس النظري للعلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في أسواق المال .

وفيما يلي عرض لهذه الأبعاد :

1/4 أساسيات عن صناديق المؤشرات المتداولة ETFs :

1/1/4 صناديق المؤشرات وإستراتيجية الاستثمار الساكن :

تعتبر ETFs إحدى أدوات الاستثمار الساكن ، حيث نجد في مجال إدارة الأصول ( Anadu et al , 2020 ; Ben- David et al , 2017 ) ، أن هناك نوعين من

الاستراتيجيات الاستثمارية هما :

1- إستراتيجيات الاستثمار النشط : **Active Investment Strategies**

والتي تقوم على الاستثمار في الأوراق المالية التي يتم اختيارها ، وتحديد توقيت السوق المناسب للاستثمار فيها Market Timing ، من أجل تحقيق عائد يفوق مستوى مرجعي Outperform A Benchmark .

2- إستراتيجيات الاستثمار الساكن : **Passive Investment Strategies**

وتقوم على بناء محفظة من الأوراق المالية المكونة لمؤشر معين أو عينة ممثلة لهذه الأوراق ، وذلك بهدف تكرار أداء هذا المؤشر أي تحقيق أداء مشابه له .

وتعتبر **ETFs** الآن من أهم أدوات استراتيجيات الاستثمار الساكن ، ومن أكثر الابتكارات المالية نجاحا ، حيث يستهدف الصندوق تحقيق أداء مماثل لمؤشر مرجعي Benchmark Index ، وتجدر الإشارة إلى أن صناديق المؤشرات تجمع بين خصائص صناديق الاستثمار المفتوحة Mutual Funds وصناديق الاستثمار المغلقة Closed – End Funds ، نظرا لأن وثائق صناديق المؤشرات يمكن إصدارها واستردادها Creation and Redemption ، كما أن الوثائق القائمة يمكن تداولها خلال اليوم في البورصة ( Deville , 2008 ) . ويرجع بداية إصدار صناديق المؤشرات إلى عام 1990 في بورصة Toronto بكندا ، ثم إصدارها في عام 1993 في الولايات المتحدة ، وفي عام 1999 انتشرت صناديق المؤشرات في أجزاء مختلفة من أوروبا وآسيا ، ثم توالى انتشارها في العديد من دول العالم ( Stefanus & Robiyanto , 2020 ; Tabor & Molinas , 2020 ) .

وتتسم أسواق صناديق المؤشرات باستمرارية النمو في العدد ، وكذلك تنوع المنتجات والأصول أيضا ، فعلى الرغم من استهدافها لتحقيق أداء مماثل لمؤشرات الأسهم ، إلا أنها تنوعت لتشمل القطاعات السوقية ، السندات ، عقود المشتقات ، والسلع ( Deville , 2008 ; Tabor & Molinas , 2020 ) . وتنقسم صناديق المؤشرات إلى :

حقيقية (مادية) Physical : وهي الصناديق التي تتكون من أصول مثل : الأسهم ، واصطناعية Synthetic : والتي تهدف لتحقيق أداء مؤشر مرجعي باستخدام عقود المشتقات ( Naumenko & Chystiakova , 2015 ) .

#### **2/1/4 خصائص صناديق المؤشرات : *ETFs characteristics***

##### **1/2/1/4 جاذبية *ETFs* للمستثمرين :**

تعتبر صناديق المؤشرات من أدوات الاستثمار التي تجذب كل من المستثمرين الأفراد والمؤسسيين ، حيث تتيح لهم فرص الاستثمار المتنوع طويل الأجل ( CBI , 2017 ) ، كما أن جمعها بين خصائص صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة قد أدى إلى زيادة جاذبيتها لكلا النوعين من المستثمرين ( Liebi , 2020 ) .

##### **2/2/1/4 وجود آلية المراجعة في تداول *ETFs* :**

یتسم نظام تداول ETFs بوجود آلية للمراجحة (Liebi , 2020) Arbitrage Mechanism ، ففي حالة تداول صناديق المؤشرات بعلوّة بالنسبة لصادفي قيمة الأصول Net Asset Value NAV - ، فإن المختصين بالتعامل فيه يسعون لتحقيق أرباح المراجحة ، وذلك عن طريق الاستثمار في الأسهم الأساسية وتقديمها للمسؤولين عن إدارة الصندوق ، ثم الحصول على الوثائق الجديدة للصندوق ، حيث يؤدي بيع هذه الوثائق في السوق الثانوي إلى إعادة التوازن بين صادفي قيمة الأصول NAV وسعر وثائق الصندوق .

وبطريقة مماثلة فعند تسعير ETFs بأقل من NAV ، فإن المختصين يقبلون على شراء وثائق الصندوق واستبدالها بالأوراق المالية الأساسية ، مما يؤدي إلى إعادة التوازن مرة أخرى (Liebi , 2020) .

#### 3/2/1/4 مزايا وعيوب ETFs :

هناك العديد من المزايا التي تتسم بها ETFs ، أهمها ( [www.fra.gov.eg](http://www.fra.gov.eg) ) :

#### أ- التنوع : Diversification

فوفقاً لنظرية المحفظة Portfolio Theory ، نجد أن المستثمر في صندوق المؤشر يحصل على محفظة متنوعة من أسهم الشركات المكونة للمؤشر ، ومن ثم يمكنه الاستفادة من التنوع الذي يعمل على تخفيض المخاطر ( Stefanus & Robiyanto , 2020 ) .

#### ب- الشفافية : Transparency

حيث يمكن متابعة أسعار صناديق المؤشرات بسهولة ووضوح في أي وقت خلال جلسة التداول اليومية في البورصة .

#### ج- المرونة : Resilience

حيث تتيح صناديق المؤشرات للمستثمرين فرص الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية ، مما يجعل هذا الاستثمار أفضل من الاستثمار في سهم معين ، وفي نفس الوقت يتسم هذا الاستثمار بسهولة التعامل ، نظراً لتداول صناديق المؤشرات في البورصة مثل الأسهم الفردية .

#### د- التكلفة المنخفضة : Low Cost

تتسم صناديق المؤشرات بانخفاض التكلفة اللازمة للاستثمار فيها ، وذلك بالمقارنة بكل من الأسهم الفردية وصناديق الاستثمار المفتوحة .

## هـ- السيولة : Liquidity

تتيح صناديق المؤشرات للمستثمرين درجة كبيرة من السيولة ، حيث يعمل صانع السوق Market Maker لصندوق المؤشر على إتاحة عمليات البيع والشراء للمستثمرين في أي وقت خلال ساعات التداول.

ومع وجود العديد من المزايا للاستثمار في صناديق المؤشرات ، إلا أن هناك بعض العيوب والمخاطر المصاحبة لهذه الصناديق:

حيث يمكن أن يؤثر تداولها على أسعار الأوراق المالية فيجعلها أكثر ضوضاء ، ومن ثم أكثر تقلب نتيجة لعوامل غير أساسية More Volatile For Non Fundamental Reasons ، ويمكن القول بأن قدرة ETFs على أن تعكس قيمة الأوراق الأساسية تعتمد على دور المراجحين ، حيث يمكن أن يؤدي انخفاض تعاملاتهم في أوقات الأزمات المالية لزيادة مخاطر الاستثمار ، مما أدى لوجود بعض الآراء للمستثمرين وصانعي السياسات بأسواق المال ، والتي تشير إلى ضعف أسواق ETFs ( Ben – David et al , 2017 ) . وكذلك يتعرض الاستثمار في ETFs إلى خطأ التتبع Tracking Error ، والذي ينتج عن عدم التطابق التام بين أداء الصناديق وأداء المؤشر المصممة عليه ، بسبب بعض العوامل مثل التكاليف الإدارية ( موقع البورصة المصرية [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)).

## 2/4 السيولة في أسواق المال : Liquidity in Capital Markets

تشير السيولة في أسواق المال إلى إمكانية التداول بسرعة وسهولة مع تغيرات ضئيلة في الأسعار ( Hallberg & Ryhage , 2019 ) ، مما يعني قدرة السوق على استيعاب حجم كبير من التداول بدون تحركات سعرية كبيرة ( IOSCO , 2007 ) . حيث توجد عدة جوانب للسيولة ، هي ( IOSCO , 2007 ) :

- العمق Depth ويتعلق بتأثير أحجام التداول الكبيرة على التحركات السعرية .
- الاتساع Breadth ويشير إلى جزء السوق الذي يساهم في تحرك الأسعار إلى أعلى أو أسفل ، حيث يعتبر المدى Bid – Ask Spread من المؤشرات العامة للاتساع ، ففي السوق الذي يتسم بالسيولة ، يكون المدى صغير بدرجة تمنع التحركات السعرية الزائدة .

- مرونة السوق Market Resilience وتشير إلى تحرك الأسعار نحو القيمة العادلة في فترة زمنية قصيرة .
  - الوقت : Time ويتعلق بالمدى الزمني للتداول ، ففي السوق الذي يتسم بالسيولة ، يتم إجراء التداول في مدى زمني قصير Minimal Time Lag .
  - ويعتبر توافر السيولة في أسواق المال من الأمور الهامة والحيوية ، حيث يساعد على الدخول والخروج من السوق بتكلفة معاملات منخفضة وفي مدى زمني قصير ، مما يعمل على جذب المستثمرين للتعامل في أسواق المال ، ومن ثم العمل على تنميتها ( IOSCO , 2007 ) . وهناك العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر على السيولة العامة في السوق ، وكذلك على السيولة لأسهم الشركات ( Chowdhury et al , 2018 )
  - فمن أمثلة العوامل المؤثرة على السيولة العامة للسوق Market Wide Liquidity : العوامل الاقتصادية ، أداء السوق ، ومن أمثلة العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم الفردية Individual Stock Liquidity : القوة السوقية ، والملكية الأجنبية. ( Muktiyanto , 2015 ) ، وكذلك فإن نوع الأدوات المتداولة يمكن أن يؤثر على سيولة السوق ( IOSCO , 2007 ) .
  - 3/4 الأساس النظري للعلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في أسواق المال عند تناول موضوع صناديق المؤشرات والسيولة في أسواق المال، نجد أن هناك عدة جوانب لهذا الموضوع ؛ ( Lettau & Madhavan, 2018 ) ، حيث BLACKROCK:www.blackrock.com,HKEX : www.hkex.com.hk ،
- نجد :

#### 1- السيولة في السوق الأولى لصناديق المؤشرات : Primary Market Liquidity

وتشير إلى السيولة التي يمكن توافرها من خلال تداول الأوراق المالية الأساسية للصندوق Underlying Securities ، وذلك من حيث قدرة المتخصصين على امتلاك الأصول الأساسية ، وتوفيرها من أجل تكوين وحدات الصندوق ( أو العكس ) ، فوفقا لظروف الطلب يستطيع هؤلاء المتخصصون تكوين واسترداد أسهم الصندوق Create & Redeem ETFs .

#### 2- السيولة في السوق الثانوي لصناديق المؤشرات Secondary Market Liquidity

والتي تتعلق بالقدرة على تداول وحدات صناديق المؤشرات في البورصة ، حيث تتوافر السيولة في السوق الثانوي عن طريق عمليات التداول التي يقوم بها المشترين والبائعين لوحدات الصندوق

مثل : المستثمرين الأفراد والمؤسسين ، الوسطاء ، وصانعي السوق ، وتجدر الإشارة إلى إمكانية متابعة المستثمرين للسيولة من خلال بيانات كمية وحدات الصندوق المتاحة للتداول خلال اليوم .

### 3- تأثير صناديق المؤشرات على سيولة الأوراق المالية :

هناك العديد من التفسيرات النظرية لإمكانية وجود تأثيرات مختلفة لصناديق المؤشرات المتداولة على سيولة الأوراق المالية ، حيث يمكن أن يكون التأثير ايجابي أو سلبي (Saglam et al , 2020) :

ففيما يتعلق بتفسيرات التأثير الايجابي ، نجد أن ETFs يمكنها تحسين سيولة الأسهم الفردية عن طريق :

1- المراجحون الذين ينقلون السيولة للأسهم الفردية من خلال عمليات المراجعة التي تنسم بها ETFs .

2- صناع السوق حيث تنتقل سيولة ETFs إلى الأسهم الفردية من خلال الدور الذي يقوم به صناع السوق لتوفير السيولة لصناديق المؤشرات .

3- ارتفاع الملكية في ETFs ، حيث يمكن أن تنسم الأسهم ذات الملكية المرتفعة في صندوق المؤشر ، بانخفاض عدم تماثل المعلومات ، مما يؤدي لارتفاع سيولتها .

أما فيما يتعلق بتفسيرات التأثير السلبي ، فنجد أن ETFs يمكن أن تؤدي إلى اضطراب سيولة الأسهم الأساسية ، وذلك عن طريق :

1- جاذبية صناديق المؤشرات للمستثمرين الذين لا تتوافر لديهم المعلومات Uninformed Traders من الاستثمار في الأسهم الفردية ، مما يؤدي لانخفاض سيولة هذه الأسهم .

2- تعاملات المراجحين في ETFs يمكن أن تؤدي في بعض الأحيان إلى سحب السيولة من الأسهم الأساسية .

وبصفة عامة ، توجد عدة عوامل يمكن أن تحدد كيفية تأثير صناديق المؤشرات على سيولة الأوراق المالية في السوق ، من أهمها :

دخول الورقة المالية للمؤشر الذي يتكون الصندوق على أساسه ، ونوع التقلب في تداول الأصول الأساسية ، كفاءة المعلومات لسوق الأصل الأساسي ، ومدى قيام المسؤولين عن الصندوق ETF Provider بدعم سيولة السوق الثانوي ( CBI , 2017 ) .

حيث نجد أن هذه العوامل يمكن أن تحدد تأثير ETFs على سيولة الأوراق المالية فعلى سبيل المثال :

فيما يتعلق بدخول الورقة المالية للمؤشر : نجد أن ذلك يعني شراء الورقة عن طريق الصندوق ، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة سيولتها لأنه يزيد الطلب على هذه الورقة ، ومن هذا المنطلق يكون من المتوقع أن خروج الورقة من المؤشر ينتج عنه وجود تأثير عكسي على السيولة . ومع ذلك فإن زيادة ملكية ETFs يمكن أن يصاحبه زيادة في عدم السيولة للورقة المالية ، وذلك بسبب وجود كمية محدودة من الأسهم المتاحة Free Stocks ، ومن ثم نجد أن الدخول في المؤشر Inclusion in An Index يمكن أن يجعل تأثير ETFs على السيولة أمر معقد ومتغير عبر الفترات الزمنية ( CBI , 2017 ) .

#### 5/ الدراسات السابقة : Literature Review

يتم استعراض الدراسات السابقة لهذا البحث ، من خلال عرض الدراسات التي تناولت أبعاد مختلفة لموضوع صناديق المؤشرات المتداولة في أسواق الأوراق المالية ، مع التركيز على الدراسات التي تناولت ETF والسيولة ، وذلك كما يلي :

هناك بعض الدراسات التي ركزت على أداء صناديق المؤشرات في الظروف المختلفة لسوق المال ، وقد أشارت نتائجها إلى اختلاف أداء ETFs في ظروف السوق المختلفة ، ومن هذه الدراسات :

دراسة ( Liu et al , 2011 ) ، ودراسة ( Kunjal et al , 2021 ) ، حيث استهدفت دراسة (Liu et al , 2011) تحليل عوائد ETFs لمؤشر (Standard & Poor's Sector) ، ومن أهم نتائجها أن العوائد الزائدة لصناديق المؤشرات تكون موجبة في فترات السوق الصاعد Bull Regimes ، وسالبة ( أو صفر ) أثناء السوق الهابط Bear Regimes ، أما دراسة ( Kunjal et al , 2021 ) ، فقد قام الباحثون خلالها باختبار أداء صناديق المؤشرات في جنوب أفريقيا في فترات السوق الصاعد والهابط ، حيث تم إجراء الدراسة عن الفترة من 27 نوفمبر عام 2000 حتى 31 يوليو عام 2019 ، ومن أهم النتائج : أن صناديق المؤشرات في المتوسط كانت أكثر استجابة للتقلبات في مؤشرها الأساسي في فترات السوق الصاعد ، كما كان هناك أخطاء تتبع Tracking Errors أكثر ارتفاع في ظروف السوق الهابط .

كما أن هناك بعض الدراسات التي ركزت على مقارنة أداء صناديق المؤشرات مع أدوات الاستثمار الأخرى، حيث اختلفت نتائج هذه الدراسات من حيث إمكانية تفوق أداء ETFs ، مثل :

دراسة ( Aber et al , 2009 ) ودراسة ( Sharifzadeh & Hajat , 2012 ) ، حيث استهدفت الدراسة الأولى مقارنة أداء أربع صناديق مؤشرات Ishare ETFs مع أربع صناديق استثمار المؤشر Vanguard Index Mutual Fund ، والتي تتبع نفس المؤشرات ، وذلك عن الفترة من عام 2000 حتى 2006 ، وقد أوضحت النتائج : أن صناديق المؤشرات وصناديق استثمار المؤشر لها تقريبا نفس درجة الارتباط مع مؤشراتها الأساسية Underlying Indices من حيث العوائد اليومية ، وقد تبين من العوائد اليومية التجميعية أن قدرة التتبع Tracking Ability لصناديق المؤشرات وصناديق استثمار المؤشر المناظرة لها اختلفت فيما بينها ، حيث كانت متماثلة في بعض ثنائيات الصناديق ، وتفوقت ETFs في بعضها . أما الدراسة الثانية ، فقد قام الباحثان خلالها باختبار ما إذا كان الطلب المتزايد على صناديق المؤشرات ETFs يمكن تفسيره من خلال تفوق أدائها بالمقارنة بصناديق استثمار المؤشر IMF Index Mutual Fund ، حيث تم مقارنة كلا النوعين من الاستثمار ، وقد تم إجراء الدراسة عن الفترة من عام 2002 حتى 2010 .

ومن أهم النتائج : أنه على الرغم من تفوق أداء ما يزيد عن 50 % من صناديق المؤشرات على صناديق استثمار المؤشر المناظرة لها ، إلا أن هذا التفوق لم يكن معنويا إحصائيا ، ومن ثم فإن نتائج العينة لم تدعم افتراض أن أداء صناديق المؤشرات يتفوق على صناديق استثمار المؤشر ، مما أشار إلى أن اختيار المستثمرين للاستثمار في ETFs أو IMF كمنتجات استثمارية متنافسة يقوم على مميزات أو خصائص كل منهما بالأحرى عن أداء الصناديق .

وكذلك توجد بعض الدراسات التي ركزت على دور صناديق المؤشرات في تنشيط سوق المال مثل :

دراسة ( دعاس ، 2020 ) ، والتي استهدفت إلقاء الضوء على دور صناديق المؤشرات المتداولة في الأسواق المالية ، وذلك من خلال دراسة صندوق المؤشر المتداول السعودي العددي فالكم 30 ، ومن أهم النتائج : انخفاض نشاط هذا الصندوق وتداوله عن المستوى المستهدف منذ انطلاقه



عام 2010 ، وذلك لعدة أسباب بعضها يتعلق بالتذبذبات في السوق وتنظيمه ، وبعضها يتعلق بضعف ثقة المستثمر في هذا النوع من الابتكارات المالية.

كما توجد بعض الدراسات التي تناولت كفاءة تسعير صناديق المؤشرات و تأثيرها على استكشاف السعر **Price Discovery** للأوراق المالية الأساسية ، حيث تنوعت نتائج هذه الدراسات فيما بينها مثل :

دراسة ( Bradley & Litan , 2010 ) ودراسة ( Glasten et al , 2015 ) ودراسة ( Al-Nassar , 2021 ) ، حيث أوضحت نتائج دراسة ( Bradley & Litan , 2010 ) أن صناديق المؤشرات أعاقت استكشاف السعر ، مما أدى إلى عدم تشجيع الشركات الجديدة على القيد في البورصات الأمريكية . وقد تعارضت نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة ( Glasten et al , 2015 ) ، والتي توصل الباحثون من خلالها إلى أن ارتفاع نشاط تداول صناديق المؤشرات ، أدى إلى ارتفاع كفاءة المعلومات للأوراق المالية الأساسية المكونة لها . وفيما يتعلق بدراسة ( Al-Nassar , 2021 ) ، فقد تناولت كفاءة تسعير صناديق المؤشرات في السعودية ، وذلك لكل من الصندوقين Falcom 30 and HSBC 20 المقيدين في البورصة السعودية ، وكذلك لصندوق Ishares – MSCI Saudi Arabia المقيد في NYSE ، حيث حاول الباحث من خلال الدراسة اكتشاف أشكال الانحراف في أسعار ETFs عن صافي قيمة أصولها الأساسية ، وما إذا كانت الانحرافات تتغير عبر الزمن ، وقد أوضحت النتائج أن انحرافات أسعار ETFs عن صافي قيمة أصولها كانت كبيرة معنوية ومستمرة عبر الزمن ، كما تبين أن أسعار ETFs لم تعكس كلية المعلومات الأساسية لسلة أسهمها .

وهناك بعض الدراسات التي تناولت صناديق المؤشرات والتقلبات **Volatility** في أسعار الأوراق المالية الأساسية ، والتي أشارت نتائجها إلى أن ETFs تؤدي إلى زيادة التقلبات في الأسعار ، مثل :

دراسة ( Malamud,2016 ) ، ودراسة ( Ben-David et al,2018 ) ، حيث أوضحت نتائج الدراسة الأولى أن الصدمات غير الأساسية على مستوى صناديق المؤشرات Non Fundamental Shocks at ETFs Level ، تنتشر عن طريق المراجعة إلى الأوراق الأساسية ، وتؤدي إلى تقلبات أعلى للأسهم المكونة للصندوق Component Stocks .

أما الدراسة الثانية ، فقد توصل الباحثون من خلالها إلى أن زيادة ملكية ETFs تؤدي إلى تقلبات معنوية أكثر ارتفاع للأسهم الأساسية ، حيث تؤدي ملكية ETFs إلى زيادة الارتباط الذاتي السلبي في أسعار الأسهم ، فالزيادة في التقلب تؤدي إلى مخاطر لا يمكن تنويعها Undiversified Risk in Prices ، وبذلك أشارت النتائج إلى أن الأسهم ذات الملكية المرتفعة في ETFs يكون لها تقلبات أعلى من الأوراق المالية الأخرى المشابهة .

وبالتكيز على الدراسات التي تناولت صناديق المؤشرات والسيولة في أسواق المال ، نجد :

1- الدراسات التي تناولت تأثير ETFs على السيولة ، والتي تنوعت نتائجها من حيث إمكانية وجود تأثير ايجابي أو سلبي ، وفيما يلي توضيح ذلك :

أ- الدراسات التي أشارت نتائجها إلى وجود تأثير ايجابي لصناديق المؤشرات على السيولة مثل: دراسة (Boehmer & Boehmer , 2003) ، ودراسة (Hegde & Mc Dermott , 2004) ، حيث استهدفت الدراسة الأولى اختبار تقديم 30 صندوق مؤشرات في بورصة نيويورك ، وقد أوضحت نتائجها أن هناك زيادة في سيولة السوق بعد تداول هذه الصناديق ، أما الدراسة الثانية ، فقد قام الباحثان خلالها باختبار تأثير ETFs على سيولة السوق بالتطبيق على السوق الأمريكي، ومن أهم نتائجها : تحسن سيولة أسهم المؤشر بعد تقديم صندوق المؤشر حيث تم تفسير ذلك بانخفاض تكلفة التداول القائم على المعلومات Informed Trading .

ب - الدراسات التي أشارت نتائجها إلى وجود تأثير سلبي لصناديق المؤشرات على السيولة مثل :

دراسة (Hamm , 2010) ، ودراسة (Agarwal et al , 2019) ، حيث استهدفت دراسة (Hamm , 2010) اختبار تأثير تقديم ETFs على السيولة للأسهم الفردية ،ومن أهم نتائجها : أن تقديم سلة من الأسهم له تأثير على فرص تداول المستثمرين الذين لا يملكون المعلومات Uninformed Investors ، حيث يتحولون لتداول سلة الأسهم ، وعلى ذلك فإن تكلفة الاختيار العكسي Adverse Selection Cost للسهم الفردي تتزايد مع توافر هذه السلات ، وأن ETFs الأكثر تنويع تعاني من انخفاض سيولة الأسهم الأساسية لها ، حيث يتزايد احتمال تحول المستثمرين الذين لا يملكون المعلومات لتداول سلة من الأسهم عندما يكون ETF المتاح حديثا أكثر تنوعا .

أما دراسة ( Agarwal et al , 2019 ) ، فقد استهدفت اختبار تأثير ملكية صندوق المؤشرات على التحرك العام في سيولة الأسهم الأساسية Commonality in Liquidity of underlying Stocks ( أي تحرك سيولة الأسهم الأساسية مع السيولة العامة Liquidity Commoves with Systematic Liquidity ) ، ومن أهم النتائج : أن ملكية ETFs بصورة معنوية تزيد التحرك العام ، حيث أن زيادة أنشطة المراجعة تكون مصحوبة بزيادة تأثير ملكية ETFs على التحرك العام ، وبذلك أشارت النتائج إلى أن صناديق المؤشرات تخفض قدرة المستثمرين على تنويع مخاطر السيولة .

ج - الدراسات التي أشارت نتائجها إلى اختلاف تأثير صناديق المؤشرات على السيولة تبعاً لبعض العوامل مثل وزن الأسهم في الصندوق ، حجم الصندوق ، درجة سيولة الأسهم الأساسية ، وظروف السوق ، ومن أمثلة هذه الدراسات :

دراسة ( Richie & Madura , 2007 ) ، والتي أوضحت نتائجها أن الأسهم الأقل وزن في صندوق المؤشرات QQQ ، اتسمت بزيادة السيولة بالمقارنة بالأسهم الأكبر وزن ، مما أوضح أن هناك تأثير غير متماثل على السيولة . ودراسة ( Calamia et al , 2013 ) ، والتي قام الباحثون خلالها بمحاولة توفير دليل عملي عن محددات المدى Spread في أسواق صناديق المؤشرات لحقوق الملكية في أوروبا منذ بدايتها في عام 2000 حتى عام 2011 ، وقد أوضحت النتائج أنه بينما تستند سيولة صناديق المؤشرات على سيولة مؤشراتها المرجعية Benchmark Index ، فإن الحجم أيضاً يعتبر هام ، فكلما زاد حجم وتداول صناديق المؤشرات فإنها تعرض مدى أقل Tighter Spreads .

وأيضاً دراسة ( Brogaard et al , 2019 ) ، والتي تم خلالها اختبار تأثير ETFs على أسواق الأصول الأساسية ، وذلك بالتطبيق على السوق الأمريكي ، حيث أوضحت نتائجها أن إستراتيجية تكوين ETFs تؤثر على سيولة أصول المؤشر الأساسية، فالأصول السائلة يمكن أن تكون أكثر سيولة ، أما غير السائلة فيمكن أن تصبح غير سائلة بدرجة أكبر مما كانت، وذلك تبعاً لنشاط تداول ETFs .

وكذلك دراسة ( Lewin&Sardy,2019 ) ، والتي استهدفت اختبار علاقة ETFs بسيولة استثماراتها الأساسية ، مع التوقعات بإمكانية وجود تأثير سببي على السيولة ، وذلك في سياق وجود

اضطرابات سابقة في السوق . ومن أهم نتائجها : أن سيولة الأصول الأساسية لصناديق المؤشرات يمكن أن تكون مستقرة أو غير مستقرة وذلك في الفترات الزمنية المختلفة ، ودراسة (Perugini,2020) ، حيث استهدفت تحليل تأثير ETFs الجديدة على سيولة السوق للأوراق المالية الأساسية ،ومن أهم نتائجها : أن التأثير يمكن أن يكون ايجابيا وسلبيا في نفس الوقت، ففي بعض الظروف يمكن أن تؤدي صناديق المؤشرات إلى تحسين سيولة السوق ، وفي بعض الأحيان يمكن أن تؤدي للإضرار بالسيولة وهذه التأثيرات المتعارضة يمكن أن ترجع للاختلاف في ظروف السوق الذي يتم تقديم صندوق المؤشر الجديد فيه أو إلى طبيعة صندوق المؤشر .

وأیضا دراسة (Saglam et al , 2020) ، والتي استهدفت اختبار تأثير ETFs على سيولة أوراقها المالية الأساسية، وبالتطبيق على مؤشري S&P 500 و NASDAQ 100 ، تم التوصل إلى : أن الزيادة في ملكية صندوق المؤشرات تكون مصحوبة بزيادة مقاييس السيولة ، ومن ناحية أخرى فإنها يمكن أن تؤدي إلى عدم انتظام السيولة ، وذلك في أوقات اضطراب السوق.

## 2- الدراسات التي تناولت سيولة كل من صناديق المؤشرات والأسهم المكونة لها مثل :

دراسة ( Adamu et al , 2015 ) ، ودراسة ( Marshall et al , 2015 ) ، حيث استهدفت الدراسة الأولى اختبار سيولة صناديق المؤشرات والأسهم المكونة لها في بورصة نيجيريا عن الفترة من يناير 2014 حتى أكتوبر 2015 ، وقد أوضحت النتائج أن الأسهم المكونة كانت أكثر سيولة من صناديق المؤشرات . أما الدراسة الثانية ، فقد حاول الباحثون خلالها تقديم تحليل شامل لسيولة صناديق المؤشرات ، حيث تم استخدام البيانات اليومية لأكثر من 800 صندوق مؤشرات عن الفترة من 1996 حتى عام 2014 ، ومن أهم النتائج : أن هناك علاقة قوية بين ETFs وسيولة الأسهم الأساسية ، كما أن سيولة ETF تتأثر بسيولة الأسهم الأساسية وتؤثر فيها.

## وبعد استعراض الدراسات السابقة للبحث تجدر الإشارة إلى أن هناك إحدى الدراسات

( Liebi , 2020 ) ، التي استهدفت مراجعة الدراسات السابقة عن صناديق المؤشرات ، حيث قام الباحث من خلالها باستعراض الدراسات التي تناولت تأثير صناديق المؤشرات على السيولة وكذلك على العديد من المتغيرات الأخرى ( استكشاف السعر ، التقلب ، و التحرك العام لأسعار المالية الأساسية ) .

هذا ، قد تم عرض عدة دراسات سابقة في هذا البحث من دراسة ( Liebi , 2020 ) ، وهي :  
دراسة ( Boehmer & Boehmer , 2003 ) ، دراسة ( Richie & Madura , 2007 ) ،  
دراسة ( Bradley & Litan , 2010 ) ، دراسة ( Glosten et al , 2015 ) ، ودراسة ( Malamud , 2016 ) .

#### تعليق عام على الإطار النظري والدراسات السابقة :

من خلال استعراض الإطار النظري والدراسات السابقة للبحث ، تبين ما يلي :

- 1- أن موضوع الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة ETFs ، يعتبر من الموضوعات الهامة و الحيوية التي تحتاج للدراسة والتحليل من قبل الباحثين والممارسين ، وذلك في أسواق الأوراق المالية المختلفة وفي الفترات الزمنية المختلفة ، وقد تناولته العديد من الدراسات السابقة من جوانب مختلفة .
- 2- أن الأسس النظرية تؤيد وجود العديد من المزايا والمنافع التي يمكن أن تحققها ETFs للمستثمرين ولأسواق الأوراق المالية بصفة عامة ، ومنها إمكانية توفير السيولة .
- 3- وجود وجهات نظر متعارضة فيما يتعلق بتأثير صناديق المؤشرات على أسواق الأوراق المالية .
- 4- اختلاف التفسيرات النظرية لإمكانية تأثير ETFs على السيولة في أسواق الأوراق المالية، من حيث إمكانية وجود تأثير ايجابي أو سلبي .
- 5- عدم اتفاق نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ETFs والسيولة في أسواق الأوراق المالية.
- 6- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت موضوع ETFs في سوق الأوراق المالية المصرية بصفة عامة ، وكذلك التي تناولت علاقة ETFs بالسيولة .

ومما سبق :

برزت الحاجة لأهمية إجراء هذا البحث ، والذي ركزت فيه الباحثة على دراسة تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية .

## 6/ فروض البحث : Research Hypotheses

من خلال الإطار النظري والدراسات السابقة للبحث ، قامت الباحثة بصياغة الفرضين الآتيين:  
1- توجد علاقة طردية معنوية بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في سوق الأوراق المالية المصرية.

2- يوجد تأثير ايجابي معنوي لصناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في السوق المصري.

## 7/ منهجية البحث : Methodology

### 1/7 مجال التطبيق والفترة الزمنية :

تم إجراء الدراسة التطبيقية للبحث على سوق الأوراق المالية المصرية عن الفترة من شهر يناير عام 2018 حتى شهر ديسمبر عام 2020 .

### 2/7 متغيرات البحث وكيفية قياسها :

تمثلت متغيرات البحث في :

أولا : المتغيرات المستقلة :

#### 1- صناديق المؤشرات المتداولة ETFs

وتم قياسها بقيمة التداول الشهري لصناديق المؤشرات في السوق المصري .

#### 2- عائد السوق MRE

وقد تم قياسه بالعائد الشهري لمؤشر EGX30

#### 3- معدل التضخم INF

وتم قياسه بمعدل التضخم الشهري وفقا لأسعار المستهلكين .

#### 4- المعروض النقدي MOS

وقد تم قياسه بقيمة السيولة المحلية الشهرية .

وتجدر الإشارة إلى :

أن صناديق المؤشرات المتداولة تمثل المتغير المستقل الرئيسي للبحث ، أما المتغيرات المستقلة الأخرى فهي متغيرات للرقابة Control Variables ، وذلك نظرا لإمكانية وجود العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر على سيولة سوق الأوراق المالية ، ومن هذه العوامل : عائد السوق ، معدل التضخم ، والمعروض النقدي ( Chowdhury et al , 2018 ) ، والتي تم استخدامها كمتغيرات للرقابة في هذا البحث .

### ثانيا : المتغير التابع :

وهو السيولة في سوق الأوراق المالية المصرية LIQ ، والتي تم قياسها كما يلي :

$$LIQ = VAT / CAM$$

حيث :

VAT : قيمة التداول للأسهم المقيدة داخل المقصورة .

CAM : رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في السوق .

### 3/7 مصادر جمع البيانات :

تم جمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية للبحث من التقارير الدورية المتاحة على المواقع الإلكترونية لكل من : البورصة المصرية [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg) ، البنك المركزي المصري [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg) ، والهيئة العامة للرقابة المالية <http://www.fra.gov.eg> .

### 4/7 أساليب تحليل البيانات :

تم استخدام الأساليب الآتية لتحليل بيانات البحث إحصائيا :

- 1- اختبار Augmented Dicky Fuller – ADF لجذر الوحدة Unit Root .
- 2- تحليل الارتباط Correlation Analysis .
- 3- تحليل الانحدار البسيط والمتعدد Simple and Multiple Regression .

### 8/ الدراسة التطبيقية : Empirical Study

تم إجراء الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث من أجل تحقيق أهدافه ، وفيما يلي توضيح ذلك .

### 1/8 كيفية إجراء الدراسة التطبيقية :

1- قامت الباحثة بجمع بيانات متغيرات البحث عن الفترة الزمنية من شهر يناير 2018 حتى شهر

ديسمبر 2020 ، ونظرا لأن البيانات تمثل سلسلة زمنية ، فقد تم إجراء اختبار الاستقرار لسلاسل المتغيرات Stationary Test باستخدام اختبار Augmented Dicky Fuller .

ADF - لجذر الوحدة Unit Root .

2- لاختبار العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة ETFs وسيولة سوق الأوراق المالية المصرية ، وكذلك للتعرف على تأثير هذه الصناديق على السيولة فقد تم إجراء :

أ- تحليل ارتباط بيرسون لاختبار طبيعة وقوة العلاقة بينهما .  
 ب- تحليل الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار تأثير صناديق المؤشرات بصورة فردية على سيولة السوق من خلال الانحدار البسيط ، وكذلك في وجود متغيرات الرقابة من خلال الانحدار المتعدد .

## 2/8 التحليل الإحصائي لبيانات البحث :

- تم استخدام البرنامج الإحصائي E-Views-10 ، لإجراء اختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغيرات ADF-Test .

- واستخدام برنامج SPSS - 26 لتحليل الارتباط والانحدار البسيط والمتعدد .

## 1/2/8 التحليل الإحصائي لاختبار استقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات البحث :

تم استخدام أسلوب Augmented Dicky Fuller ، لاختبار استقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات البحث ، حيث أوضحت النتائج ما يلي :

### جدول رقم (1)

#### نتائج اختبار استقرار السلسلة الزمنية باستخدام Augmented Dicky Fuller-ADF لجذر الوحدة

السلسلة Series	P - Value	P - Value بعد أخذ الفروق الأولى
صناديق المؤشرات ETF	0.1395	0.0058
عائد السوق MRE	< 0.001	
معدل التضخم INF	0.0883	< 0.001
المعروض النقدي MOS	0.9998	0.0094
سيولة السوق LIQ	0.4816	< 0.001

لقد تبين من جدول رقم (1) :

1- أن نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة ، قد أشارت في البداية إلى استقرار السلسلة الزمنية للمتغير عائد السوق MRE فقط ، حيث أن قيمة  $P\text{-Value} > 0.05$  ، في حين تبين عدم استقرار السلسلة الزمنية لكل من المتغيرات : صناديق المؤشرات ETF ، معدل التضخم



INF ، المعروض النقدي MOS ، وسيولة السوق LIQ ، وذلك لأن قيم P-Value لهذه المتغيرات  $< 0.05$  .

2- بعد أخذ الفروق الأولى First Differences أشارت النتائج إلى استقرار السلسلة الزمنية لكل من المتغيرات : ETF ، INF ، MOS ، LIQ ، حيث أصبحت قيم P-Value  $> 0.05$  .

**2/2/8 التحليل الإحصائي لاختبار العلاقة بين ETFs والسيولة في سوق الأوراق المالية المصرية :**

تم إجراء تحليل الارتباط Correlation Analysis ، لاختبار العلاقة بين ETFs والسيولة ، حيث ظهرت النتائج الموضحة بجدول (2) ، وقد تضمنت النتائج علاقات كل منهما مع متغيرات الرقابة .

**جدول رقم (2) نتائج تحليل الارتباط لاختبار العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة وسيولة السوق مع اختبار علاقة كلا المتغيرين بمتغيرات الرقابة**

LIQ	MOS	INF	MRE	ETF	
- 0.040	- 0.344	0.337	0.087	1	صناديق المؤشرات ETF
0.818	0.043	0.048	0.619		Sig
0.216	- 0.047	- 0.062	1	0.087	عائد السوق MRE
0.213	0.786	0.724		0.619	Sig
- 0.156	- 0.235	1	- 0.062	0.337	معدل التضخم INF
0.372	0.173		0.724	0.048	Sig
0.657	1	- 0.235	- 0.047	- 0.344	المعروض النقدي MOS
0.000		0.173	0.786	0.043	Sig
1	0.657	- 0.156	0.216	- 0.040	سيولة السوق LIQ
	0.000	0.372	0.213	0.818	Sig

عدد المشاهدات : 35

لقد تبين من جدول رقم (2) :

1- عدم وجود ارتباط معنوي بين صناديق المؤشرات المتداولة ETF وسيولة السوق LIQ، حيث أوضحت النتائج أن قيمة معامل الارتباط بينهما = 0.04 - وأن قيمة = 0.818 < Sig مستوى معنوية 5 % .

2- فيما يتعلق بعلاقة صناديق المؤشرات المتداولة بمتغيرات الرقابة ، فقد أوضحت النتائج عدم وجود ارتباط معنوي مع عائد السوق MRE ( قيمة Sig = 0.619 < 5 % ) ، وجود ارتباط طردى معنوي مع معدل التضخم INF ( معامل الارتباط = 0.337 ، وقيمة Sig = 0.048 > 5% )، ووجود ارتباط عكسي معنوي مع المعروض النقدي MOS ( معامل الارتباط 0.344 - وقيمة Sig = 0.043 ) .

3- وفيما يتعلق بعلاقة سيولة السوق بمتغيرات الرقابة ، فقد أوضحت النتائج : عدم وجود علاقة معنوية بين سيولة السوق LIQ وبين كل من : عائد السوق MRE ومعدل التضخم INF ، حيث أن قيمة معاملات الارتباط على التوالي : 0.216 ، 0.156 - وقيمة Sig على التوالي هي 0.213 ، 0.372 < 5 % ، في حين تبين وجود ارتباط طردى معنوي بين سيولة السوق و المعروض النقدي ، حيث أن قيمة معامل الارتباط = 0.657 ، قيمة Sig = 0.000 > 5 % .

### 3/2/8 التحليل الإحصائي لاختبار تأثير ETFs على سيولة السوق :

تم إجراء تحليل الانحدار للتعرف على تأثير ETFs على سيولة السوق ، وذلك من خلال تحليل الانحدار البسيط ، وكذلك في وجود متغيرات الرقابة من خلال تحليل الانحدار المتعدد ، وفيما يلي توضيح ذلك :

### 1/3/2/8 تحليل الانحدار البسيط :

بإجراء اختبار الخطية Linearity Test للعلاقة بين قيمة تداول صناديق المؤشرات وسيولة السوق ، تبين عدم وجود علاقة خطية بينهما ، وبذلك تم استخدام تحليل الانحدار غير الخطي Nonlinear Regression ، حيث تم اختيار النموذج الأمثل من أساليب الانحدار غير الخطي باستخدام تقدير المنحنى Curve Estimation ، وقد تبين أن النموذج التكعيبي هو النموذج الأمثل ، وقد أخذ الصورة الآتية :

$$LIQ_t = b_0 + b_1(ETF)_t + b_2(ETF)_t^2 + b_3(ETF)_t^3 \quad (1)$$

حيث :

LIQ : سيولة سوق الأوراق المالية ( قيمة التداول الشهري للأسهم المقيدة مقسومة على رأس المال السوقي في نهاية الشهر )

ETF : قيمة التداول الشهري لصناديق المؤشرات .

t : فترة زمنية مدتها شهر .

يوضح جدول رقم (3) أهم نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (1) :

### جدول رقم (3)

أهم نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار تأثير ETFs على سيولة السوق

R <sup>2</sup>	Sig-F	Sig-t	ثابت ومعاملات الانحدار	بيان
0.026	0.844	0.000	0.028	ثابت الانحدار
		0.594	- 0.005	ETF
		0.487	0.003	(ETF) <sup>2</sup>
		0.468	0.000	(ETF) <sup>3</sup>

عدد المشاهدات : 35

لقد تبين من جدول رقم (3) :

1- أن قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0.026$  ، مما يعني أن صناديق المؤشرات المتداولة تفسر

حوالي 2.6 % فقط من التغيرات في سيولة السوق .

2- أن قيمة Sig-F = 0.844 < مستوى معنوية 5% ، مما يعني عدم معنوية نموذج

الانحدار .

### 2/3/2/8 تحليل الانحدار المتعدد :

تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression ، لاختبار تأثير صناديق

المؤشرات المتداولة مع متغيرات الرقابة على سيولة السوق ، حيث تبين أن العلاقات بين المتغيرات

المستقلة والمتغير التابع غير خطية ، وبذلك تم استخدام تحليل الانحدار غير الخطي المتعدد

Multiple Nonlinear Regression ، حيث تم اختيار النموذج الأمثل من أساليب الانحدار غير الخطي باستخدام تقدير المنحنى Curve Estimation ، وقد تبين أن نموذج الانحدار غير الخطي المتعدد والمناسب لتمثيل العلاقات بين المتغيرات، أخذ الصورة الآتية :

$$LIQ_t = b_0 + b_1(ETF) + b_2(ETF)^2 + b_3(ETF)^3 + b_4(MRE) + b_5(MRE)^2 + b_6(MRE)^3 + \frac{b_7}{INF} + b_8(MOS) + b_9(MOS)^2 + b_{10}(MOS)^3 \quad (2)$$

حيث :

MRE : العائد الشهري للسوق (عائد مؤشر EGX-30).

INF : معدل التضخم الشهري .

MOS : المعروض النقدي الشهري .

وفيما يلي أهم نتائج تحليل النموذج رقم (2) :

جدول رقم (4) أهم نتائج تحليل الانحدار غير الخطي المتعدد

لاختبار تأثير ETFs ومتغيرات الرقابة على سيولة السوق

Sig – F	معامل التحديد R <sup>2</sup>	Sig – t	معاملات الانحدار	بيان
		.000	.028	Constant
		.594	-.005	ETF
		.487	.003	(ETF) <sup>2</sup>
		.488	.000	(ETF) <sup>3</sup>
		.145	0.001	MRE
		.936	3.511E-6	(MRE) <sup>2</sup>
		.645	-9.576E-7	(MRE) <sup>3</sup>
		.629	3.925E-5	1/INF
		.000	- 1.053E-7	MOS
		.299	.000	(MOS) <sup>2</sup>
		.000	2.382E-21	(MOS) <sup>3</sup>
	0.313			R <sup>2</sup> معامل التحديد
0.629				Sig – F

لقد تبين من النتائج الموضحة في جدول رقم (4):

1- أن قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0.313$  ، مما يعني أن المتغيرات المستقلة ( صناديق المؤشرات المتداولة ، عائد السوق ، معدل التضخم ، والمعروض النقدي ) تفسر حوالي 31.3 % من التغيرات في سيولة السوق كمتغير تابع ، مما أشار إلى ضعف القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة .

2- أن قيمة  $\text{Sig-F} = 0.629 < 5\%$  ، مما أشار إلى عدم معنوية نموذج الانحدار .

3- أن قيم  $\text{Sig-t}$  للمتغير ETF ، قد أشارت إلى عدم وجود تأثير معنوي لصناديق المؤشرات المتداولة على سيولة السوق .

والآن ، وبعد عرض أهم نتائج التحليل الإحصائي لاختبار العلاقة بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في سوق الأوراق المالية المصرية ، وكذلك لاختبار تأثير ETFs بصورة فردية على سيولة السوق ، من خلال تحليل الانحدار البسيط ، وكذلك في وجود متغيرات الرقابة من خلال تحليل الانحدار المتعدد ، فقد تبين عدم وجود علاقة معنوية بينهما ، وكذلك عدم وجود تأثير معنوي لصناديق المؤشرات على السيولة باستخدام كل من تحليل الانحدار البسيط والمتعدد .

## 9/ نتائج وتوصيات البحث : Results and Recommendations

### 1/9 نتائج البحث :

قامت الباحثة من خلال هذا البحث بما يلي:

أولاً : تناول الإطار النظري والدراسات السابقة عن صناديق المؤشرات المتداولة ETFs ، وتأثيرها على السيولة في أسواق الأوراق المالية .

ثانياً : إجراء الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث عن تأثير صناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في سوق الأوراق المالية من واقع بيانات السوق المصري ، وذلك عن الفترة من يناير عام 2018 حتى ديسمبر عام 2020 .

وقد توصلت الباحثة إلى النتائج الآتية :

1- عدم وجود ارتباط معنوي بين صناديق المؤشرات المتداولة ETFs وسيولة سوق الأوراق المالية المصرية ، مما أوضح :

عدم ثبوت صحة الفرض الأول من فروض البحث ، القائل : توجد علاقة طردية معنوية بين صناديق المؤشرات المتداولة والسيولة في سوق الأوراق المالية المصرية .

2- عدم وجود تأثير معنوي لصناديق المؤشرات المتداولة على سيولة السوق المصري ، وذلك عند إجراء كل من :تحليل الانحدار البسيط لاختبار التأثير منفردا ، والانحدار المتعدد لاختبار التأثير في حالة وجود متغيرات الرقابة (عائد السوق، معدل التضخم ، والمعروض النقدي) ، مما أوضح :

عدم ثبوت صحة الفرض الثاني من فروض البحث ، القائل : يوجد تأثير ايجابي معنوي لصناديق المؤشرات المتداولة على السيولة في السوق المصري .

3- فيما يتعلق بالتوافق مع الدراسات السابقة ، فقد تبين عدم توافق نتائج البحث مع نتائج الدراسات السابقة التي توصلت لوجود تأثير ايجابي لصناديق المؤشرات على السيولة مثل : (Boehmer & Boehmer , 2003 ; Hegde & Mc Dermott , 2004 ) .

4- صناديق المؤشرات المتداولة ليس لها أي دور في توفير السيولة في السوق المصري .  
5- أهمية توجيه المزيد من اهتمام المسؤولين في سوق الأوراق المالية المصرية نحو تحسين أداء وتطوير ETFs في السوق المصري ، للعمل على زيادة السيولة والاستفادة من المزايا المختلفة الأخرى لهذه الصناديق .

حيث يتناول الجزء الخاص بتوصيات البحث بعض المقترحات التي قدمتها الباحثة لذلك .

## 2/9 توصيات البحث :

قدمت الباحثة التوصيات الآتية :

أولا : التوصيات للمسؤولين بسوق الأوراق المالية المصرية ، بهدف تحسين أداء وتطوير صناديق المؤشرات المتداولة كأحد الأدوات الاستثمارية والابتكارات المالية الهامة التي يمكن عن طريقها زيادة سيولة السوق ، وهي :

1- العمل على جذب المستثمرين نحو الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة ، بهدف زيادة قيمة التداول لهذه الأداة الاستثمارية الهامة ، وذلك عن طريق توجيه المزيد من الاهتمام نحو نشر الوعي المالي عن مزايا الاستثمار فيها ، من خلال إقامة الندوات واللقاءات التي تنظمها إدارة السوق مع المستثمرين المستهدفين في جهات العمل المختلفة والجامعات .

- 2- زيادة الاهتمام بالمتابعة المستمرة لعمليات تداول ETFs للتعرف على تأثيرها على السيولة بالسوق ، وذلك لاتخاذ القرارات الهادفة لتجنب التأثير السلبي وزيادة التأثير الايجابي .
  - 3- المتابعة الدقيقة لأداء صانع سوق ETFs في ظروف السوق المختلفة ، وذلك لاتخاذ القرارات اللازمة لتوجيهه نحو العمل على زيادة السيولة في السوق .
  - 4- الإعداد الجيد لإدخال صناديق مؤشرات جديدة في السوق المصري ، وذلك على مؤشرات السوق القطاعية و العامة الأخرى خلاف مؤشر EGX30 . .
- ثانيا التوصيات للباحثين بإجراء بحوث مستقبلية عن صناديق المؤشرات المتداولة فى السوق المصري من حيث :
- تأثير ETFs على مخاطر السوق .
  - مقارنة تأثير كل من ETFs وصناديق الاستثمار على عائد السوق .

## المراجع

### أولاً : المراجع العربية

- بن دعاس ، زهير (2020) . "دور صندوق المؤشرات المتداولة – فالكم 30- في تنشيط السوق المالية السعودية" ، *المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية*، 3 (1)، 77- 105 .
- موقع البنك المركزي المصري . [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg)
- موقع البورصة المصرية . *حصاد عام 2015* . [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)
- موقع الهيئة العامة للرقابة المالية . *صناديق المؤشرات ETFs* . [www.fra.gov.eg](http://www.fra.gov.eg)
- موقع غرفة الشرقية . ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات ، مركز الدراسات والبحوث .
- [www.chamber.org.sa](http://www.chamber.org.sa)
- موقع صندوق استثمار شركة صناديق المؤشرات . [www.egx30etf.com](http://www.egx30etf.com)

### Second References

### ثانياً: المراجع الأجنبية

- Aber.J.W.,Ia,D.,and Can.I (2009) .”Price Volatility and Trading Ability of ETFs” ,*Journal of Asset Management*,10(4),210-221 . Referred to by Sharifzadeh,Mohammed and Simin Hojat (2012) An Analytical Performance Comparison of Exchange Traded Funds with Index Fund:2002-2010 ” , *Journal of Asset Management* ,13(3),196-209.
- Adamu,Abdul,Friday Wada ,and Iduh Peter Ogwuche (2015) . “ *Exchange Traded Funds and the Liquidity of the Component Stocks*” .[www.researchgate.net](http://www.researchgate.net).
- Al-Nassar,Nassar (2021) .”On the Informational Efficiency of Saudi Exchange- Traded Funds Listed at Home and away from Home” , *Cogent Economics and Finance*. <https://doi.org>.
- Agarwal,Vikas ,Paul Hanouna ,Rabhi Moussawi , and Christof W. Stahl (2019) . “*Do ETFs Increase the Commonality in Liquidity of Underlying Stocks ?*” . [www.wp.lancs.ac.uk](http://www.wp.lancs.ac.uk).
- Anadu,Kenechukwu,Mathias Kruttli,Patrick McCabe,and Emilio Osambela (2020) . “ *The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability ?* “ , Federal Reserve Bank of Boston.
- Ben-david,itzhak, Francesco Franzoni,and Rabih Moussawi (2017). “ Exchange Traded Funds” , *Annual Review of Financial Economic*.



- Ben-David, Itzhak, Francesco Franzoni, and Rabih Moussawi (2018). "Do ETFs Increase Volatility?" , *The Journal of Finance*. [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net).
- BlackRock . *Ishares Investigates: ETF Market Realities- Answers to Ten Popular Questions about ETFs* .[www.blackrock.com](http://www.blackrock.com).
- Boehmer, B., Boehmer, E. (2003) .” Trading Your Neighbor’s ETFs Competition or Fragmentation? “ , *Journal of Banking & Finance*, 27, 1667- 1703.
- Bradley, Harold, and Robert Litan (2010) . *Chocking the Recovery : Why New Growth Companies Aren’t Going Public and Unrecognized Risks of Future Market Disruptions*, Working Paper ,Ewing Marion Kauffman Foundation .
- Brogaard, Jonathan , Davidson Heath ,and Da Huang (2019). *The Rise of ETF Trading and the Bifurcation of Liquidity* .
- Calamia, Anna , Laurent Deville , Fabric Riva (2013) . *Liquidity European Equity ETFs what Relly Matters ?* , GREDEG Working Paper No.2013-10 .
- CBI (2017) . *Exchange Traded Funds* , Discussion Paper, Central Bank of Ireland. [www.centralbank.ie](http://www.centralbank.ie)
- Chowdhury, Anup, Moshfique Uddin, and Keith Anderson (2018) . “Liquidity and Macroeconomic Management in Emerging Markets “ , *Emerging Markets Review* , 34, 1-24.
- Deville, Laurent (2007) . *Exchange Traded Funds : History, Trading and Research* . [www.halshs.archives.fr](http://www.halshs.archives.fr).
- Glosten, I., S. Nallareddy ,and Y. Zou (2015) .” ETF Trading and Informational Efficiency and Underlying Securities “ , *Management Science*, Forthcoming .
- Hallberg, Martin, and Marcus Ryhage (2019) . *Effects of Monetary Policy on Stock Market Liquidity : Empirical Analysis on the Swedish Market*, Bachelor Thesis in Economics , UMEA University .
- Hamm, Sophia J W. (2010) . *The Effect of ETFs on Stock Liquidity* University of Pennsylvania. [www.repository.upenn.edu](http://www.repository.upenn.edu).
- Hegde, S. P. , and J.B. McDermott (2004) .”The Market Liquidity of DIAMONDS, Q’s and their Underlying Stocks “ , *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 1043-1067.
- HKEX . *ETF Handbook : A practical Guide to Exchange Traded Funds* . [www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk).

- ICI. *A Guide to Exchange Traded Funds* ,Investment Company Institute . [www.ici.org](http://www.ici.org).
- ICI. (2020). *Experiences of US Exchange – Traded Funds During the Covid-19 Crisis* , Investment Company Institute . [www.ici.org](http://www.ici.org).
- IOSCO. (2007) . *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*. Report of the IOSCO Emerging Markets Committee .
- Kunjal, Damien, Faezah Peerbhai,and Paul-Francois Muzindutsi (2021) . “The Performance of South African Exchange Traded Funds Under Changing Market Conditions”, *Journal of Asset Management*.
- Lettau,Martin,and Ananth Madhavan (2018) . “Exchange- Traded Funds 101 for Economists” , *Journal of Economic Perspectives*,32(1),135-154.
- Lewin,Richard A & Mare J. Sardy (2019).*The ETF Liquidity Illusion* .[www.researchgate.net](http://www.researchgate.net)
- Liebi,Luca J. (2020) .”The Effect of ETFs on Financial Markets : A Literature Review “ , *Financial Markets and Portfolio Management* , 34,165-178.
- Liu,Peixin p.,Xu. Kuan,and Youggan Zhao (2011) . “Market Regimes, Sectorial Investments ,and Time Varying Risk Premiums “ , *International Journal of Managerial Finance*,7(2),107-133 . Reffered to by Kunjal, Damien, Faezah Peerbhai,and Paul-Francois Muzindutsi (2021) . “The Performance of South African Exchange Traded Funds Under Changing Market Conditions”, *Journal of Asset Management*.
- LYXOR .(2017) . *Investigating the Correlation between ETFs and Their Underlying Securities* . [www.lyxoretf.fr](http://www.lyxoretf.fr) .
- Malamud,S.(2016) . *Dynamic Equilibrium Model of ETFs* , Working Paper Swiss Finance Institute.
- Marshall,Ben R., Nhut H Ngnyen,and Nuttawat Visaltanachoti (2015) . *EFF Liquidity* .
- Muktiyanto,ihda (2015) . *Determinant Factors of Market Liquidity in the Indonesian Equity Market* ,College of Business, Victoria University, Melbourne ,Australia .
- Naumenko,Klym , and Olena Chystiakova (2015) .”An Empirical Study on the Differences between Synthetic and Physical ETFs”, *International Journal of Economics and Finance*,7(3).
- Perugini,Elena (2020). *The Effects of ETFs on Market Liquidity* , LUISS.

- Richie,N. ,and J.Madura (2007) .” Impact of the QQQ on Liquidity and Risk of the Underlying Stocks” , *Quarterly Review of Economic and Finance*, 47,411-421.
- Saglam Mehmet, Tugkan Tuzun ,and Russ Wermers (2020) . *Do ETFs Increase Liquidity?*. www.econstor.eu.
- Stefanus Adi Cahya,and Robiyanto Robiyanto (2020). ”Performance Evaluation of Exchange Traded Funds in the Indonesia Stock Exchange “, *International Journal of Social Science and Business*, 4(4),499-505.
- Sharifzadeh,Mohammed and Simin Hojat (2012).” An Analytical Performance Comparison of Exchange Traded Funds with Index Fund : 2002-2010 ”, *Journal of Asset Management* ,13(3),196-209.
- Tabor,Isaac, and Cesar Molinas (2020) . *Active and Passive Investment : Their Coexistence Portfolio Management* .  
www.statista.com.

## ملاحق البحث

### ملحق رقم (1)

البيانات الشهرية لكل من : قيمة تداول صناديق المؤشرات ،

وعائد مؤشر السوق المصري EGX 30 ، معدل التضخم ، والمعروض النقدي

بيان	قيمة تداول صناديق المؤشرات (مليون جنيهه)	عائد السوق %	معدل التضخم %	المعروض النقدي (مليون جنيهه)
يناير-18	8.011	0.15	-0.06	3254247
فبراير-18	0.783	2.86	0.29	3294896
مارس-18	12.444	12.78	0.99	3343484
أبريل-18	2.038	4.84	1.52	3379461
مايو-18	0.547	-8.39	0.17	3401360
يونيو-18	1.106	-0.4	3.48	3454321
يوليو-18	1.698	-4.7	2.43	3466152
أغسطس-18	0.033	2.75	1.78	3515419
سبتمبر-18	12.674	-8.7	2.53	3549306
أكتوبر-18	3.061	-9.35	2.59	3563376
نوفمبر-18	0.008	0.52	-0.76	3581583
ديسمبر-18	0.187	-2.13	-3.39	3628681
يناير-19	0.032	8.37	0.6	3640093
فبراير-19	2.035	4.79	1.74	3674700
مارس-19	-	-0.45	0.83	3724689
أبريل-19	0.297	1.24	0.5	3762427
مايو-19	0.001	-7.7	1.12	3796864
يونيو-19	-	2.39	-0.8	3863642
يوليو-19	0.002	-5.02	1.76	3884855
أغسطس-19	0.46	10.77	0.65	3929472
سبتمبر-19	0.015	-3.89	-0.03	4010381
أكتوبر-19	0.012	2.11	1	4024016
نوفمبر-19	0.164	-4.87	-0.3	4053149
ديسمبر-19	0.076	0.81	-0.15	4110516
يناير-20	0.114	-0.31	0.67	4140451
فبراير-20	0.32	-6.54	-0.01	4186575

### تابع ملحق رقم (1)

البيانات الشهرية لكل من : قيمة تداول صناديق المؤشرات ، وعائد مؤشر السوق المصري EGX 30 ، معدل التضخم ، والمعروض النقدي

المعروض النقدي (مليون جنيه)	معدل التضخم %	عائد السوق %	قيمة تداول صناديق المؤشرات (مليون جنيه)	بيان
4276765	0.61	-26.25	0.073	مارس-20
4353065	1.25	10.01	0.039	أبريل-20
4451434	-0.01	-3.16	0.005	مايو-20
4538808	0.09	5.33	0.036	يونيو-20
4627173	0.38	-1.53	0.078	يوليو-20
4682128	-0.15	7.23	-	أغسطس-20
4757180	0.29	-3.31	0.005	سبتمبر-20
4805875	1.8	-4.31	0.032	أكتوبر-20
4845958	0.82	4.07	2.184	نوفمبر-20
4920525	-0.41	-0.9	0.009	ديسمبر-20

### ملحق رقم (2)

البيانات الشهرية لكل من : قيمة التداول ورأس المال السوقي في سوق الأوراق المالية المصرية

رأس المال السوقي (مليون جنيه)	قيمة التداول (مليون جنيه)	بيان
858516	30600	يناير-18
892288	26347	فبراير-18
974179	30176	مارس-18
1006245	36169	أبريل-18
930398	24996	مايو-18
910827	15688	يونيو-18
873584	16532	يوليو-18
881717	11953	أغسطس-18
803863	15443	سبتمبر-18
751582	18260	أكتوبر-18
750702	21922	نوفمبر-18
749713	17146	ديسمبر-18

793408	17276	يناير-19
823331	22469	فبراير-19
816545	18963	مارس-19
808680	11744	أبريل-19
745015	9753	مايو-19
756109	10054	يونيو-19
715016	13792	يوليو-19
770240	28163	أغسطس-19
715416	19686	سبتمبر-19
716935	14564	أكتوبر-19
705114	11653	نوفمبر-19
708269	14024	ديسمبر-19
708133	11239	يناير-20
666969	16216	فبراير-20
532874	15942	مارس-20
569827	20467	أبريل-20

### تابع ملحق رقم (2)

البيانات الشهرية لكل من : قيمة التداول ورأس المال السوقي  
في سوق الأوراق المالية المصرية

رأس المال السوقي (مليون جنيه)	قيمة التداول (مليون جنيه)	بيان
547147	13795	مايو-20
588259	26360	يونيو-20
583831	22895	يوليو-20
628802	27277	أغسطس-20
616624	27752	سبتمبر-20
603870	24662	أكتوبر-20
635051	31780	نوفمبر-20
649894	36920	ديسمبر-20