

Evaluating the performance of investment funds in a dual manner -Saudi Stock Market Case Study-

Attia Halima¹, Chouarfia Mohammed Elamine²,

¹PhD student, Department of Economic Sciences, Faculty of Economic and Commercial Sciences and Management Sciences/ University of Mohamed Khider Biskra, Algeria, halima0740@yahoo.com

²PhD student, Department of commercial Sciences, Faculty of Economic and Commercial Sciences and Management Sciences/Oran University 2, Algeria

ARTICLE INFO

Article history:

Received: 25/12/2019

Accepted: 26/02/2020

Online: 06/03/2020:

Keywords:

standard deviation;

Saudi stock market;

investment fund;

JEL Code: E44 ; D53;

O16

ABSTRACT

The quantitative or dual methods of evaluating the performance of investment funds came from the idea that the simple method of evaluating the performance of the fund is considered to be focused on return without taking into account the risks. The study concluded that the four indicators used in evaluating the performance of investment funds reflect better performance of investment funds versus the market portfolio, despite their obvious impact on the global financial crisis and the sovereign debt crisis. Events of the Arab world.

تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسلوب المزدوج -سوق الأسهم السعودي دراسة حالة-.

عطية حليلة¹، شوارفية محمد الأمين²

¹طالبة دكتوراه سنة خامسة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، halima0740@yahoo.com

²طالب دكتوراه سنة أولى، قسم العلوم التجارية، جامعة محمد بن أحمد وهران 2، الجزائر

معلومات المقال

تاريخ الاستقبال: 2019/12/25

تاريخ القبول: 2020/02/26

تاريخ النشر: 2020/03/06

الكلمات المفتاحية

الانحراف المعياري.

سوق الأسهم السعودي.

صندوق استثمار

JEL Code: E44 ;

D53; O16

المخلص

جاءت الأساليب الكمية أو المزدوجة لتقييم أداء صناديق الاستثمار من فكرة أن الأسلوب البسيط لتقييم أداء الصندوق يؤخذ عليه أنه يركز على العائد دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو تطبيق مؤشرات تقييم أداء الصناديق الاستثمارية على البعض منها والمدرجة في سوق الأسهم السعودي باستخدام المنهج الوصفي التحليلي وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات الأربعة والمستخدم في تقييم أداء صناديق الاستثمار تعكس أداء أفضل للصناديق الاستثمارية مقابل محفظة السوق بالرغم من تأثيرها الواضح بالأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية والأحداث التي مر بها الوطن العربي.

- مقدمة:

تعد صناديق الاستثمار من الوسائل الحديثة في الأسواق المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين لتعيد استثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية باستخدام إدارة ذات خبرة عالية وبهدف تحقيق الأرباح للمستثمرين، فقد انتشرت صناعتها بشكل كبير في الأسواق المالية لما تقدمه من مزايا عديدة لمستثمريها بالمقارنة مع الاستثمار المباشر ومن أهمها التقليل من المخاطر، وتحقيق عائد جيد للمستثمرين، واعتمادها في إدارتها على خبرات إدارية محترفة، لا تتوفر في العديد من أعمال المستثمرين إضافة لما تقدمه من مزايا في توظيف الفائض من السيولة للمصارف، وتنشيط الأسواق المالية بجذبها لأكثر عدد من المستثمرين، وقد تأثرت تلك الصناديق وظهرت الكثير من الانتقادات لأدائها، والتي أدت إلى ظهور العديد من المتطلبات المتعلقة بها من حيث اختيار المدير ذو الكفاءة والخبرة الجيدة، أو اختيار نوع الأوراق المالية المستثمرة في الصندوق، وطرق الإفصاح وإظهار المعلومات المتعلقة بالصندوق، وحماية حقوق حملة الوثائق، فكان لابد من وجود نظام لمراقبة آلية عمل تلك الصناديق وذلك حرصاً على المحافظة على أموال المستثمرين والتقليل من المخاطر.

وعلى غرار باقي الدول العربية، ومن بينها المملكة العربية السعودية لجأت لتكوين الصناديق الاستثمارية كسلو جديد في مجال الاستثمار، ونظراً للأهمية الاقتصادية لهذه الصناديق باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية جديدة لها تأثيرها في جذب المدخرات وتشجيع المستثمرين، ومع اتجاه كثير من البنوك إلى تأسيس هذه الصناديق، فقد أصبح من الضروري أن نقيم هذه التجربة بعد مرور ما يقارب 40 عاماً على بدايتها.

- الإشكالية: وفي ظل هذه المتغيرات قمنا بطرح إشكالية دراستنا في الصيغة التالية:

كيف يمكن تقييم أداء صناديق الاستثمار بطريقة عادلة تأخذ في اعتبارها الهدف الأساسي من القرار الاستثماري المتبع والمنشأ من أجله صندوق الاستثمار؟

- أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة في أنها تحاول تقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام مؤشرات كمية والتعرف على نتائج كل مؤشر من هذه المؤشرات، ثم مقارنة هذه النتائج مع بعضها البعض للتعرف على مدى الاتساق أو الاختلاف بين نتائج هذه المؤشرات ومدى انطباقها على الواقع السعودي، إضافة إلى التعرض لنشأة وتأسيس هذه الصناديق وأنواعها المختلفة.

- أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- عرض المفاهيم والنماذج المتعلقة بصناديق الاستثمار.

- تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المزدوجة (المركبة) مع دراسة حالة السعودية.

- الدراسات السابقة: حتى نحدد موقع دراستنا من الدراسات السابقة، وفي حدود اطلاعنا نقول أن هناك العديد من الدراسات حول موضوع تقييم أداء صناديق الاستثمار، لكن أغلبها أعطتها دراسة ساكنة والبعض الآخر قام بدراستها قياسياً، وفيما يلي سنلقي الضوء على بعضها.

-الدراسة الأولى: مذكرة الطالب شريط صلاح الدين مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية حاملة لعنوان: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، من جامعة الجزائر 03، للموسم الجامعي 2011، 2012.

وتهدف الدراسة إلى التعرف على ماهية صناديق الاستثمار وتقييم أدائها من خلال التجربة المصرية ومحاولة التعرف على متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشياً مع سياسات الإصلاح الاقتصادي والسياسي والإداري. وقد خلصت دراسة الطالب إلى نتيجة عامة مفادها:

- في ظل بيئة المناخ الاستثماري واستقرار الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فإن الاقتصاد المصري قادر على تخطي العديد من المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الايجابية في ظل الإصلاح الاقتصادي وبرامج الخصخصة وإصدار القوانين والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال المصري الذي خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر ومنها صناديق الاستثمار الذي كان لها الدور الرئيسي في تنشيط سوق رأس المال وفتح قنوات استثمار كبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال الذي جعل البورصة المصرية تواكب تطور أسواق المال العالمية خلال الثلاثين عاماً الماضية.

-**الدراسة الثانية:** للطلاب عمر عبو وهي أطروحة دكتوراه بعنوان: **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-**، بجامعة حسية بن بوعلي الشلف، سنة 2015، 2016، وكانت أهم الأهداف الرئيسية للدراسة هي:

-معرفة حيثيات الأسواق المالية مبرزا في ذلك مفهوم السوق المالي، بالإضافة إلى كفاءتها ومؤشراتها.

-التعرف على طبيعة صناديق الاستثمار وأنواعها.

-إبراز النماذج المختلفة لتقييم أداء صناديق الاستثمار وتطبيقها على عينة من الصناديق محل الدراسة.

وقد توصل الطالب الى جملة من النتائج أهمها:

تأثرت معظم أسواق الأوراق المالية محل الدراسة بالآزمات خاصة الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى تداعيات انخفاض أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014 وهذا ما انعكس سلباً على أداء الأسواق.

-أن مؤشر شارب للصناديق الثلاث محل الدراسة في السوق، كان العائد الإضافي الذي حققه مقابل المخاطر الكلية لصالح الصندوق، ما عدا صندوق العربي للأسهم السعودي الذي كان العائد الإضافي المحقق أقل من العائد الإضافي للسوق في ظل المخاطر الكلية.

-فيما يخص مؤشر ترينور، فإن هناك ثلاثة صناديق قد انخفض العائد في ظل المخاطر المنتظمة، ما عدا الصندوق العربي للأسهم السعودي الذي حقق عائداً إضافياً في ظل المخاطر المنتظمة.

-**الدراسة الثالثة:** مقال للأستاذين: بوفليح نبيل وعبو ربيعة، بعنوان: **دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي**، مقال منشور في مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة بومرداس، المجلد 07، العدد 01، جوان 2017.

وقد هدف الباحثان الى دراسة دور التنوع في التقليل من مخاطر المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على بعض المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي.

في حين توصل الباحثان الى مجموعة من النتائج، لعل أبرزها ما يلي:

01- بالتطبيق على المحافظ الاستثمارية المدروسة نجد تأثيرها بكل من أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية، وهو ما يبرره معدل العائد السالب في كل من سنتي 2008 و 2011.

02 - بالمقارنة بين محفظة السوق والمحافظ المدروسة تبين أن محفظة السوق أكثر مخاطرة، وهذا ما يبرزه كل من الانحراف المعياري ومعامل بيتا المتعلق بالمخاطر المنتظمة فقط.

03-التنوع في أصول المحافظ مع مراعاة العائد والمخاطر يساهم في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية، وذلك حسب رغبة المستثمر، فإذا كانت له رغبة في الحصول على عوائد أكبر كانت النسبة الأكبر للاستثمار موجهة للأسهم، وتكون المخاطر مرتفعة كما يظهر في محفظة الشجاع، أما إذا كان المستثمر متجنباً للمخاطر، فيقوم بتكوين محفظة استثمارية تكون النسبة الأكبر موجهة للاستثمار في السندات وأسواق النقد قصيرة الأجل كما تظهر في محفظة الهادئ والمخاطر فيها متدنية، أما إذا حاول الموازنة بين العائد والمخاطرة فيقوم بتوزيع أصوله بين الأسهم والسندات بالتساوي كما يظهر في محفظة المقدام.

04-المؤشرات الثلاثة لتقييم أداء المحافظ (مؤشر شارب، ترينور، جنسن) تعكس أداء أفضل للمحافظ الاستثمارية مقابل محفظة السوق.

في ضوء عرض الجهود المعرفية السابقة، يمكن للباحثان القول أن المجالات التي تستفيد منها الدراسة الحالية،
تتلخص في:

- 1-توظيف الدراسات السابقة في بناء الاطار النظري، وبعض جوانب منهجية البحث.
 - 2-تدعم الدراسات السابقة توجه الدراسة الحالية بما تمخضت عنه تلك الدراسات من نتائج مما يساعد في تناول مجالات وقضايا لم يتم البحث فيها واختيار الوسائل الاحصائية والتحليلية الملائمة للدراسة الحالية.
 - 3-تحليل مضامين ونتائج الدراسات السابقة، ساهم بشكل فاعل في بناء العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية.
- ✓ أبرز أوجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية: يمكن للدراسة الحالية أن تتميز عن غيرها من الدراسات السابقة بالآتي:

- 1-الفترة الزمنية التي غطتها الدراسة من 2008-2017، في حين تم تحديد الفترة (2000-2017) لدراسة تطور إجمالي الصناديق الاستثمارية وإجمالي الأصول المالية التي تديرها.
 - 02-جرت الدراسة الحالية في البيئة السعودية وبالتحديد في سوق الأسهم السعودي.
 - 03-تطرقنا للدراسات السابقة إلى تقييم صناديق ومحافظ الاستثمار، فقد تعرض الطالب عمر عبو الى تقييم صناديق مع دراسة تجارب دولية (سوق الأسهم السعودي، سوق البحرين للأوراق المالية وسوق الأوراق المالية الماليزي) كما أن الفترة التي غطتها الدراسة كانت من (2007-2014)، في حين تناول الباحثان فليح نبيل وعبو ربيعة تقييم أداء بعض المحافظ الاستثمارية دون الصناديق والمدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال نفس الفترة التي تعرضت لها الدراسة السابقة، ومن جهة أخرى تناول الطالب شريط صلاح الدين تقييم أداء صناديق الاستثمار من خلال دراسة تجربة جمهورية مصر العربية خلال الفترة (2005-2011).
- **المنهجية المتبعة:**

لجمع شتات الموضوع فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجزء الأول من الدراسة وهو الجزء الذي يتناول الاطار النظري بالتعرف على طبيعة صناديق الاستثمار والكتابات السابقة في تقييم أدائها باستخدام أهم الأساليب المتبعة في هذا الشأن.

بينما يعتمد الجزء الثاني على استخدام أسلوب التحليل الكمي من خلال رصد وتقييم المؤشرات المستخدمة في التقييم والقيام بالتطبيق.

1- الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحالي إذ لا يكاد يخلو أي سوق مالي من هذه الأداة الاستثمارية، ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم إلا شاهد بأهمية هذه الصناديق، ومن خلال هذه النقطة نتعرف على مفهومها وتبيان مزايا الاستثمار في هذه الصناديق وكذا المخاطر المترتبة عليها.

1-1- مفهوم صناديق الاستثمار:

اختلفت التعاريف المقدمة لصناديق الاستثمار، فقد تكون عن عبارة شركات مساهمة استثمارية تعمل على تجميع مدخرات صغار المستثمرين بالدرجة الأولى واستثمارها في مختلف أنواع الأوراق المالية المسجلة بأسواق الأوراق المالية وكذلك شهادات الودائع التي تصدرها البنوك بالإضافة إلى بعض الاستثمارات الأخرى⁽¹⁾.

كما تعرف أيضا على أنها مؤسسات مالية تقوم على تجميع اموال الراغبين في الاستثمار في وعاء واحد توجهه نحو شراء وبيع الاوراق المالية المختلفة، ويحصل كل مستثمر مقابل أمواله على حصة ملكية في أصول الصندوق⁽²⁾.

نستنتج من التعريفين السابقين نستنتج أن صندوق الاستثمار عبارة عن وعاء مالي يمكن أن يؤسس كشركة مساهمة ويكون له شخصية معنوية، ويمكن أن يتم تأسيسه من خلال بنك أو شركة تأمين ولا يتمتع بشخصية معنوية، ويهدف إلى تجميع الأموال من عدد من المستثمرين وتتم إدارتها وفقاً لإستراتيجية يضعها مدير الصندوق لتحقيق أرباح توزع على حملة وثائق الصندوق وتحقيق الأمان بتنوع الاستثمارات، والسيولة.

1-2- نشأة صناديق الاستثمار:

تعتبر فكرة صناديق الاستثمار فكرة قديمة جدا مرت بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما وصلت إليها الآن، كما ذكرت كتب التاريخ فإن المصريين القدماء والفينيقيين اعتادوا بيع أجزاء من مراكبهم وعرباتهم حتى يقللوا المخاطر على المالكين الأفراد، وفي العصور الحديثة ظهرت صناديق الاستثمار وتطورت مما مكنها من الاستحواذ على نسبة كبيرة من مدخرات المستثمرين⁽³⁾، وسوف نتعرض فيما يلي لهذه الصناديق من حيث نشأتها وتطورها عالميا وعربيا.

✓ **نشأة صناديق الاستثمار الدولية:** لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن تعتبر الدول الغربية السابقة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى اسكتلندا حيث تم ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870، وقد قام المدخرون الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة أموال تدار لمعرفة محترفين بالبورصة.

ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1924، واتخذت شكل الصناديق ذات الرأسمال المتغير، وازدهرت صناديق الاستثمار ونمت في الولايات "open-end fund" المفتوحة المتحدة الأمريكية بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية، مما أدى انتشارها بالولايات المتحدة الأمريكية إلى قيام الحكومة الأمريكية بإصدار القانون الذي ينظم عملها عام 1940 ACT^{the} 1 investment company بلغت عددها 1974 صندوقاً بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار، وفي مدة تقل عن عشرين عام ازداد عدد الصناديق أكثر من 50%، وزادت استثمارات هذه الصناديق أكثر من 1250% بل زادت بكثير مع دخول عصر العولمة.

وتوصلت دراسة ثالثة إلى أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت اسم investment trust وكان أول صندوق هو: Foreign and colonial government investment trust ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم.

وتؤكد دراسة رابعة على أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في اسكتلندا عام 1870 في شكلها المغلق، ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929 في الشكل المفتوح وليس عام 1924 كما أشارت الدراسة الأولى، وتم تقنين عملها بصور عدة قوانين أمريكية عام 1933 لتنظيم التعامل في الأوراق المالية بشكل عام، ثم عام 1940 لتنظيم عمل شركات الاستثمار بشكل خاص، وتم تعديل هذا القانون عام 1970 لحماية المستثمرين.

ثم أنشئ معهد شركات الاستثمار لنشر المعلومات والإحصائيات الخاصة بعمل الصناديق الأمر الذي ساعد على ازدهارها وانتشارها بالولايات المتحدة، حتى بلغ عددها عام 1947 حوالي 352 صندوقاً ثم ارتفع لأكثر من 5000 صندوقاً عام 1994، ثم تأسس أول صندوق في بريطانيا عام 1931 وتطورت الصناديق إلى الشكل المفتوح عام 1966، وكانت بداية الصناديق في فرنسا عام 1945 بينما في ألمانيا عام 1950، وتلي ذلك انتشارها في باقي أوروبا واليابان، وساعد على انتشارها في أوروبا صدور القانون الأوروبي الموحد عام 1985 الذي ساعد على توسيع نطاق عمل الصناديق ليشمل دول الاتحاد الأوروبي كلها بداية من سبتمبر عام 1989.

وترى دراسة خامسة أن صناديق الاستثمار نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929 وكانت حوالي 29 صندوقاً بأصول لا تزيد عن 200 مليون دولار، ثم ارتفعت إلى 25 بليون دولار عام 1980 بمشاركة 6% من الشعب الأمريكي، وقفزت بعد ذلك إلى تريليون دولار بمساهمة 25% من الشعب الأمريكي عام 1990.

ومن هنا تؤكد الدراسات السابقة استمرار الجدال بين الباحثين حول مكان ظهور أول صندوق استثمار والتاريخ الذي تأسس فيه وذلك على المستوى العالمي.

✓ نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية:

على الصعيد العربي، كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً أي في بداية عام 1993 واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علماً أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حالياً إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية⁽⁴⁾، أما باقي الدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات

المنظمة لها وجاءت الكويت كثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض التجربة، إذ بدأت تجربتها عام 1985 ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب عام 1995، تلتها لبنان عام 1996، والأردن عام 1997⁽⁵⁾.

1-3-أنواع صناديق الاستثمار: هناك أنواع عدة لصناديق الاستثمار تشكلت نتيجة نمو الصناديق واختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، وعموماً يمكن تصنيف صناديق الاستثمار على حسب المعايير الآتية:

1-3-1-حسب معيار الهيكل التمويلي: تصنف صناديق الاستثمار من حيث الهيكل التمويلي لها إلى نوعين رئيسيين هما:

1- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: تعرف صناديق الاستثمار المغلقة بأنها شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق ثابت ومحدد، وأن هذه الوثائق تباع وتشتري من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية⁽⁶⁾، وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالك هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها⁽⁷⁾.

ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو الآتي⁽⁸⁾:

- ثبات عدد الوحدات المصدرة نتيجة ثبات رأس مالها.
- لا يقبل الصندوق استرداد قيمة وثائق الاستثمار ولكن يسمح بتداولها في الأسواق المالية الثانوية.
- يتم توزيع الأرباح على المستثمرين بانتهاء مدة الصندوق.
- إمكانية تحولها إلى صناديق مفتوحة بعد فترة زمنية معينة.
- إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.

2- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: ويغلب اصطلاح الصندوق المشترك على هذا الصندوق، وكما هو واضح من التسمية فإن حجم رأس مال الصندوق المفتوح أو الأموال المستثمرة فيه لا يكون ثابتاً كما، إذ يجوز لإدارة الصندوق إصدار وبيع المزيد من الوثائق المالية منها لتلبية لحاجات المستثمرين، بالإضافة إلى الالتزام التام من قبل إدارة الصندوق بتلبية طلبات الاسترداد التي يمكن أن يتقدم بها ملاك الحصص أو الوحدات الاستثمارية في أي وقت يشاؤون⁽⁹⁾.

ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة وإيجازها على النحو الآتي⁽¹⁰⁾:

- ليس هناك رسوم شراء من قبل المستثمرين بل عادة فرض رسوم استرداد، ويجري تطبيقها عندما يتقدم مالكو الوثائق بطلب استرداد قيمة وثائقهم بعد فترة من حيازتها.
- أسهم الصناديق المفتوحة لا تتداول في سوق الأوراق المالية.
- إدارة الصندوق ملزمة بتلبية طلبات الاسترداد التي ترد في أي وقت.

1-3-2- معيار الأهداف المقررة: يتحدد هدف الصندوق بطريقة تمكن من جذب فئة معينة من المستثمرين، وفي هذا الصدد نميز بين خمسة أنواع من صناديق الاستثمار وفق الأهداف الأساسية هي:

1- صناديق الدخل: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جار للمستثمرين، لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات تعطي معدلات ثابتة من الفائدة عن أسهم الشركات المستقرة التي توزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها⁽¹¹⁾.

2-صناديق النمو: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي كبير بدلا من العائد الجاري وذلك من خلال العمل على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق أي الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق، كما أن إدارة الصندوق تقوم بالاستثمار في أسهم شركات صغيرة متوقع لها النمو المستقبلي لما يتم تدوير الأرباح للحصول على المزيد من المكاسب الرأسمالية⁽¹²⁾.

3-صناديق النمو والدخل: يشمل الغرض من هذا النوع تحقيق الهدفين معا (النمو والدخل) بشكل متوازي، فيعمل من ناحية على نمو رأس مال للمستثمر ومن ناحية أخرى تحقيق دخل دوري له، وتجدر التفرقة بين نوعين من الصناديق: الأولى صناديق النمو والدخل: وهي صناديق تعطي أولوية لنمو رأس المال، والثانية صناديق الدخل والنمو: وهي صناديق تعطي أولوية للدخل على نمو رأس المال⁽¹³⁾.

4-صناديق الأهداف المزدوجة: تصدر هذه الصناديق نوعين من الوثائق لتلبي حاجة فئتين من المستثمرين، فالمستثمر الذي يرغب بعائد دوري يمكنه الاستثمار بأسهم الدخل، أما المستثمر الذي يرغب في تحقيق نمو في استثماراته فيمكنه الاستثمار في أسهم النمو التي يتولد عنها أرباح رأسمالية من خلال ارتفاع القيمة السوقية لمكونات المحفظة، حيث تنتمي هذه الصناديق عادة إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة⁽¹⁴⁾.

5- صناديق إدارة الضريبة: يقصد بها تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة المفروض على الربح الأيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي⁽¹⁵⁾.

1-3-3- معيار العائد: تصنف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى⁽¹⁶⁾:

1- الصناديق ذات العائد الدوري: تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية ربع سنوية، نصف سنوية أو سنوية، وتتضمن نشرة الاكتتاب في الوثيقة توزيع العائد، تستثمر هذه الصناديق عادة في أسهم وسندات منشآت كبيرة ومستقرة، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.

2- الصناديق ذات العائد المتراكم: وفيها تعمل إدارة الصندوق على إعادة استثمار العوائد المحققة وذلك في كافة أنواع الأوراق المالية المتاحة في السوق المالي، وعند استرداد قيمة الوثيقة يتم سداد الأصل والربح معا، وتستثمر هذه الصناديق أموالها في أسهم عادية في منشآت تملك آفاقا أعلى للنمو وهي بذلك تناسب المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.

3- الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي: يستثمر هذا الصندوق الاستثماري في محفظة أوراق مالية متنوعة من الأسهم والسندات المحلية والأجنبية والأوراق الحكومية، وتدار بمعرفة متخصصين لتعظيم العائد المحقق للمستثمرين تمهيدا لتوزيعها على حملة الوثائق.

2- أهم أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار: هناك العديد من الأساليب التي يتم من خلالها التعرف على أداء الصناديق الاستثمارية، نحاول التعرض لها بنوع من التفصيل في هذه النقطة من الورقة البحثية.

2-1- النموذج البسيط: يناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته، وذلك لسهولة الأسلوب، إضافة إلى توفر البيانات المالية عن أداء الصناديق اللازمة لتطبيق الأسلوب البسيط، حيث تنشر صناديق الاستثمار سالمفتوحة بيانات دورية عن قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذلك الأرباح الموزعة لكل صندوق، وتعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة معدل العائد على الاستثمار في ظل الأسلوب البسيط، وذلك من خلال استخدام المعادلة الآتية⁽¹⁷⁾:

$$T_n = \frac{(P - P_1) + R_i + R}{P}$$

حيث أن:

T_n : العائد على الاستثمار، P : قيمة الأصل في بداية الفترة، P_1 : قيمة الأصل في نهاية الفترة.

R_i : الأرباح الإيرادية خلال الفترة، R : الأرباح الرأسمالية خلال الفترة، $(P - P_1)$: الأرباح الرأسمالية.

وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

2-2- النموذج المزدوج: (الكمي): يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطرة في الحساب، فقد يحقق صندوق ما عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني ولتجنب ذلك فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار تأخذ في الحساب كل من العائد والمخاطرة، لذا أطلق عليها الأساليب المزدوجة⁽¹⁸⁾، ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

أ. نموذج شارب: (أسلوب المخاطر الكلية): قدم وليم شارب هذا النموذج سنة 1966 لقياس أداء محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ويمكن حسابه خلال فترات طويلة وليس كما في النموذج البسيط الذي يمكن حسابه على أساس فترات قصيرة.

ويوصف معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة التي التقلب، ويقصد بالمكافأة الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه المكافأة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية⁽¹⁹⁾، لذلك يقاس أداء المحافظ الاستثمارية بواسطة النموذج الرياضي التالي⁽²⁰⁾:

$$T_n = \frac{E(R_i) - R_F}{\sigma}$$

حيث: T_n ، قيمة المؤشر، $E(R_i)$: العائد على الاستثمار، R_F : العائد الخالي من المخاطر.

σ : الانحراف المعياري بمعدل العائد على استثمارات الصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات الصندوق.

ب. نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة): يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة، يفترض التنويع الجيد للمحفظة وبالتالي يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة) وقياس المخاطر النظامية (مخاطر السوق) باستخدام معامل B كمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة) بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة⁽²¹⁾.

$$T = \frac{R_P - R_F}{B} \quad (22)$$

حيث:

T: قيمة المؤشر، R_P: تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق، R_F: معدل العائد على الاستثمار الخالي من

$$B = \frac{\text{cov } R_P, R_M}{\delta m^2} \quad (23)$$

حيث:

R_m: عائد السوق، δ_m: الانحراف المعياري لعائد السوق، B: مقياس مخاطر السوق.

وفيما يتعلق بأهم الاختلافات بين المؤشرين (شارب وترينور) نجد ما يلي⁽²⁴⁾:

1- مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري (δ) أي المخاطر الكلية، وهذا يعني أن الصندوق لم يتخلص من المخاطر غير النظامية.

2- بينما مقياس ترينور يعتمد على المخاطر النظامية، وهذا يعني أن الصندوق قد تخلص من المخاطر غير النظامية من خلال التنويع.

ج. مقياس جنسن: يسمى هذا المقياس أيضا جنسن ألفا العائد التفاضلي لجنسن، ويعتمد هذا المقياس على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM⁽²⁵⁾، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد⁽²⁶⁾:

المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

المقدار الثاني: يتمثل في حاصل ضرب المعامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة خطر السوق.

وكما أشرنا أعلاه فإن نموذج جنسن يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Modèled'évaluation des Actif financier واختصارا MEDAF والانجليزية Capital Asset Pricing model أو اختصارا CAPM، وينطلق هذا النموذج من فرضية أن المستثمر يتوفرون على المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات ويمتازون بالرشد الأمر الذي يتيح لهم تعظيم منافعهم أو تعظيم عوائدهم الناتجة عن توظيف أموالهم ومن جهة أخرى يسعى هؤلاء المستثمرين إلى تخفيض المخاطر الكلية المرتبطة بتوظيفاتهم، وبذلك فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يربط بين العائد المطلوب على الأصول المختلفة (أسهم عادية مثلا) وبين المخاطر المنتظمة (السوقية)؛ التي لا يمكن تجنبها بالتنويع بفرض أن يتم ذلك في أسواق مالية تعمل بكفاءة معقولة، وبذلك يدرس هذا النموذج العلاقة بين عائد الورقة ومخاطرها، كما يقوم بدراسة العلاقة بين عائد المحفظة ومخاطرها⁽²⁷⁾.

$$\alpha = (R_P - R_F) - B(R_M - R_F) \quad (28)$$

حيث:

R_p : عائد الصندوق، R_F : معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر، R_M : عائد السوق.
وتشير المعادلة في أن معامل α إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

د. نموذج الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) "Risk adjusted Performance": قَدَمَ (Leath&FranceModigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج (M^2) نسبة إلى الأحرف الأولى من أسميهما، حيث أن مقاييس شارب وويرنور مقاييس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة

$$RAP = R_F + (\bar{R}_P - R_F) \left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$$

استثمارية أمرا سهلا، ويمكن صياغة معادلته كما يلي:

حيث:

RAP : معدل الأداء المعدل بالمخاطر، R_F : معدل العائد الخالي من المخاطر،

$\bar{R}_P$: متوسط عائد المحفظة، δ_m : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق،

δ_p : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

ويعكس المقدار $\left(\frac{\delta_m}{\delta_p} \right)$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $(\bar{R}_P - R_F)$ إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم من سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية⁽²⁹⁾.

- عموما يمكن استخدام مقياسين أو أكثر من المقاييس الواردة أعلاه لقياس أداء الصندوق وخاصة عند المقارنة بين أداء أكثر من صندوق لغايات اتخاذ قرار الاستثمار، وقد يفضل استخدام أحدها في صناديق معينة دون غيرها وفق ما يراه المحلل في طبيعة الأصول ونوع الصندوق قيد البحث.

2-3- جوانب أخرى في قياس الأداء: إلى جانب معدل العائد على الاستثمار، ومؤشرات الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقا لمعيار العائد والمخاطرة، ثمة جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغي الوقوف عليها، ونقصد بها مدى إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشاء الصندوق، والتأكد من ملائمة مستوى التنوع، والتأكد من تحقيق عائد ملائم، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه، ويمكن إيجاز هذه الجوانب فيما يلي⁽³⁰⁾:

- **المحافظة على مستوى المخاطر:** ويبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطرة المحدد في الهدف من إنشائه.

- **قياس مستوى التنوع:** من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار المستوى العالي للتنوع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها صناديق الاستثمار، فأسهم شركات الاستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد، الأمر الذي يجعل من الأهمية ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق على مستوى عالٍ من التنوع.

- **قياس متوسط العائد:** قد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذي يتولد عن الصندوق وقد يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد عن الصندوق ببيع متوسط العائد لأحد المؤشرات المعروفة مثل: (Dow Jones) أو مؤشر (Standard and Poor's).

- **قياس التكاليف:** هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، النوع الأول هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، وعادة ما تكون هذه التكاليف منشورة.

أما النوع الثاني: هي تكاليف المعاملات (تكاليف غير مباشرة) وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها، ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها: عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء السهم إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة بيعاً أو شراءً على القيمة السوقية للسهم.

3- الأسلوب المزدوج لتقييم أداء صناديق الاستثمار مع الإشارة إلى بعض الصناديق الاستثمارية المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

أشرنا فيما سبق إلى مختلف الأساليب المستخدمة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، وسنحاول من خلال هذا العنصر التركيز على الأسلوب المزدوج في تقييم أداء الصناديق وهذا بالإشارة إلى البعض منها والمتواجدة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2017) وذلك باستخدام المؤشرات المركبة ممثلة في: مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 ، مؤشر جنسن مع اختيار عينة عمدية قدرها خمسة (05) صناديق استثمارية تعود إلى ثلاثة (03) مدراء صناديق استثمار بعد أن تم إجراء مسح شامل للصناديق التي تتوافر فيها البيانات المطلوبة.

3-1- صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي.

يعد سوق الأوراق المالية السعودي من الأسواق العربية الأكثر تطوراً في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم باعتبار أنها أول دولة عربية أنشأت صندوق استثماري سنة 1979، وبهذا فقد عملت المملكة العربية السعودية على تنشيط سوقها المالي وتحقيق المزيد من الحماية للأموال الوطنية من التسرب إلى الخارج، وفي سبيل ذلك نشطت صناعة صناديق الاستثمار مما أدى إلى نمو كبير في عددها وازداد نشاطها ليصل بنهاية عام 2017 إلى 273 صندوقاً بأصول قدر حجمها بـ 110.2 مليار ريال، ووصل عدد المشتركين فيها إلى أكثر من 238 ألف مشترك بنهاية عام 2017 بارتفاع 6.3 في المئة عن العام السابق.

وجاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية تلبية لرغبات وطلبات المستثمرين لفئاتهم المختلفة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوّق محلياً وعالمياً، وبسبب ازدهار صناعة الصناديق تبنت مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة

الرقابة على الصناديق وأصدرت القرار الوزاري رقم 2053/03 المؤرخ في: 1413/07/14 الموافق لـ: 1993/01/07 الذي عمل على تنظيم إدارة الصناديق والاشتراك فيها واضعا لها صيغة تتضمن التعاريف والإطار التنظيمي وكيفية الترخيص لها، إذ عرّف صندوق الاستثمار بأنه: برنامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه للمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج ويتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة⁽³¹⁾.

تطور صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي: يمثل الجدول الموالي تطور عدد الصناديق العاملة في السعودية وعدد المشتركين فيها بالإضافة إلى التطور في حجم أصولها.

جدول رقم (01): إجمالي الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وإجمالي الأصول المالية التي تديرها للفترة (2000-2017).

السنة	عدد الصناديق العاملة	إجمالي أصول الصناديق مليار ريال	عدد المشتركين في نهاية الفترة المالية	معدل نمو أصول الصناديق	معدل نمو المشتركين
2000	138	38.56	95.800	/	/
2001	138	50.06	173.999	%30	%82
2002	143	48.82	165.044	%-2	%-5
2003	170	53.87	172.197	%10	%4
2004	188	60.32	198.357	%12	%15
2005	199	136.97	568.284	%127	%186
2006	214	84.1	499.968	%-39	%-12
2007	252	105.1	426.085	%25	%-15
2008	262	74.81	374.975	%-29	%-12
2009	244	89.55	356.331	%20	%-5
2010	243	94.74	320.415	%6	%-10
2011	249	82.19	293.905	%-13	%-8
2012	240	88.07	275.624	%7	%-6
2013	236	103.18	258.110	%17	%-6
2014	252	110.71	246.031	%7	%-5
2015	270	102.90	236.977	%-7	%-4
2016	275	87.84	224.411	%-15	%-5
2017	273	110.20	238.445	%25.5	%6

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018.

ويلاحظ من الجدول والشكل أعلاه أن النمو في أصول الصناديق الاستثمارية كان بشكل متناقص إلا أنه قفز في عام 2005 إلى مستوى عال جداً نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار النفط وهو متذبذب بين السنوات الأخرى حتى عام 2007 (عام الأزمة المالية العالمية) فقد عصفت هذه الأزمة بالاقتصاد العالمي وكان لها تأثيرات مباشرة على الاقتصاد السعودي من خلال حدوث تباطؤ في نمو اقتصاده وتراجع في الصادرات السعودية (البترولية وغير البترولية) وانخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي للمملكة، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضاً اتجاه معظم عملاء الشركاء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام للسوق المالي السعودي حوالي 56 نقطة مقارنة بالعام الماضي ولتتقد القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المصدرة حوالي 52% من قيمته⁽³²⁾، وانخفضت أسعار النفط إلى أدنى مستوى لها في عام 2009 مسببة هزة مالية للاقتصاد السعودي، هذا الأخير الذي يعتمد على الصادرات النفطية والتي تشكل أكثر من 45% من إيرادات المملكة العربية السعودية.

كما شهدت سنتي 2012 و 2013 انخفاض في عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى 240 و 236 صندوقاً على التوالي، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وإلى تجميد هيئة السوق المالي لعمل بعض الصناديق نتيجة لعدم الإفصاح والشفافية على التقارير المالية⁽³³⁾.

كما انخفض عدد صناديق الاستثمار التي تديرها شركات الاستثمار في المملكة عام 2017 بنسبة 0.7% ليصل إلى 273 صندوقاً وارتفع إجمالي أصول الصناديق بنحو 25.5 في المائة لتصل إلى نحو 110.2 مليار النهاية عام 2017، ومن جهة أخرى يلاحظ الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية بالانخفاض المتزايد في عدد المشتركين في الصناديق حتى نهاية عام 2017، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار⁽³⁴⁾.

3-2- عوائد ومخاطر الصناديق الاستثمارية محل الدراسة: والجدول المالي يوضح ذلك.

جدول رقم (02): حساب عوائد ومخاطر الصناديق الاستثمارية الخمسة.

الصندوق الاستثماري السنوات.	محفظة السوق	صندوق الرياض للأسهم السعودية	صندوق الرياض للأسهم 02	صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع	صندوق الرائد للأسهم السعودية	صندوق الفريد للأسهم السعودية
	عائد المحفظة	عائد الصناديق				
2008	0.564 -	0.536-	-0.536	0.515-	0.507-	0.479-
2009	0.274	0.224	0.253	0.336	0.137	0.250
2010	0.081	0.143	0.153	0.165	0.114	0.126
2011	0.030-	-0.0132	0.044-	0.019	0.003	0.010
2012	0.059	0.0890	0.130	0.052	0.137	0.079
2013	0.255	0.306	0.251	0.313	0.317	0.357
2014	0.023-	0.115	0.029	-0.001	0.128	0.220
2015	0.170	0.143	0.176-	-0.128	0.150-	0.062-

0.022-	0.078-	0.083	0.010-	-0.0164	0.043	2016
0.0089	-0.006	-0.023	-0.0048	0.0041	0.0022	2017
4.88%	0.95%	3.01%	0.45%	%4.59	2.67%	متوسط العوائد
19.62%	21.26%	22.82%	22.19%	21.73%	23.20%	الانحراف المعياري
0.036091 16	0.03410 307	0.04112 044	0.03958 311	0.04725 898	/	التباين المشترك Cov (R _m , R _p)
0.94	0.75	0.79	0.80	1	1	معامل B
RF=0.27%						متوسط العائد الخالي منالخطر

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية للصناديق الاستثمارية محل الدراسة.

وقد حققت الصناديق عوائد متذبذبة بحيث عرفت عوائد سالبة نتيجة التذبذبات القوية التي شهدتها السوق سنتي 2008 و 2011 بسبب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، والديون السيادية في اليونان، وبسبب أحداث ما يسمى بالربيع العربي بداية بتونس أواخر عام 2010 وقد كان ذلك احتجاجا على الأوضاع المعيشية انتهاء بإطاحة حكام أربعة (04) دول عربية ممثلة في: تونس، مصر، ليبيا واليمن بحلول سبتمبر من العام 2012، ولتكمّل تراجع أسعار النفط خلال الربع الأخير من سنة 2014 سلسلة التأثيرات السلبية على أداء سوق الأسهم السعودي إذ حقق السوق عائدا سلبيا وصل إلى 2.37% خلال نفس السنة (2014).

3-2- استخدام الأسلوب المزدوج في تقييم أداء صناديق الاستثمار:

يوضح الجدول الموالي أهم المقاييس المركبة (المزدوجة) والمستخدمّة في قياس أداء بعض صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من (2008-2017).

جدول رقم (03): تقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج.

مؤشر	مؤشر الأداء	مؤشر	مؤشر	المؤشر
جنس ****	المعدل بالخطر ***	ترينور **	شارب *	الصندوق الاستثماري
0	2.67	2.47	0.10	محفظة السوق
1.92	4.88	4.32	0.20	صندوق الرياض للأسهم السعودية.
-1.74	0.46	0.23	0.008	صندوق الرياض للأسهم 02.
0.84	3.06	3.47	0.12	صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع.
-1.12	1.01	0.91	0.03	صندوق الرائد للأسهم السعودية.
2.35	5.72	4.90	0.23	صندوق الفريد للأسهم السعودية

المصدر: - من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول 02.

$$R_i = \frac{V_C - V_r}{\delta} \quad \text{مؤشر شارب يعطى بالعلاقة:}$$

حيث: : مؤشر شارب. V_C : متوسط معدل العائد على الاستثمار.

V_R : متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، δ : المخاطر الكلية ممثلة في الانحراف المعياري.

$$T = \frac{R_P - R_F}{B} \quad \text{مؤشر ترينور يعطى بالمعادلة:}$$

حيث: T : مؤشر ترينور. R_P : معدل العائد على الاستثمار في الصندوق. R_F : معدل العائد الخالي من الخطر.

$$B = \frac{\text{cov} R_P R_m}{\delta^2} \quad \text{B: معامل بيتا ويحسب بالصيغة:}$$

حيث: :: التباين المشترك بين متوسط العائد الخالي من الخطر وبين متوسط عائد الصندوق.

$$M^2 = R_F + \frac{\delta m}{\delta p} (R_P - R_F) \quad \text{وصيغت معادلة نموذج الأداء المعدل بالخطر كالآتي:}$$

حيث: M^2 : نموذج الأداء المعدل بالخطر. R_F : متوسط العائد الخالي من الخطر.

R_P : متوسط العائد المعياري للصندوق محل التقييم. δ_m : الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي.

δ_p : الانحراف المعياري للصندوق محل التقييم.

$$\alpha = (R_P - R_F) - B(R_m - R_F) \quad \text{مؤشر ألفا جنسن يحسب كما يلي:}$$

حيث: α : ألفا جنسن.

$(R_P - R_F)$: المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد الصندوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من

الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

$\beta(R_m - R_F)$: أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد

على الاستثمار الخالي من الخطر ويطلق على هذا الفرق علاوة خطر السوق.

✓ بالنسبة لمؤشر شارب:

◀ سوق الأسهم السعودي: إن العائد الإضافي الذي استطاع السوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية هو 0.10

وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية سوق الأسهم السعودي المعدلة بالمخاطر الكلية إلى ارتفاع قيمة

المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق نتيجة للتذبذبات القوية التي شهدتها السوق سنوات 2008، 2011، 2014

بسبب أزمة الرهن العقاري، أزمة الديون السيادية، وانخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية حيث وصل العائد

إلى 56.49% في حين حقق السوق عائدا سلبيا قدر بـ 3.07% بسبب أحداث ما يسمى بالربيع العربي وأزمة

الديون السياسية في اليونان سنة 2011، ولتكمّل تراجع أسعار النفط خلال الربع الأخير من سنة 2014 سلسلة

التأثيرات السلبية على أداءه إذ حقق السوق عائدا سلبيا وصل إلى 2.37%.

◀ صندوق الرياض للأسهم السعودية: إن العائد الإضافي الذي حققه صندوق الرياض للأسهم السعودية من كل

وحدة مخاطرة كلية يقدر بـ 0.20 وحدة عائد، ومن ثم فإن العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق (مؤشر شارب

لصندوق) أكبر من قيمة معدل شارب لسوق الأسهم بفارق قدر بـ 0.1 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح

الصندوق، ويرجع السبب في هذا الارتفاع أو الفارق بينهما إلى ارتفاع معدل المتوسط السنوي للصندوق لاستثماره

بشكل رئيسي في أسهم الشركات السعودية المدرجة في مختلف الأحجام والقطاعات.

- ◀ **صندوق الرياض للأسهم 02:** إن العائد الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية هو 0.008 وحدة عائد، وبالتالي فإن العوائد المرجحة للمخاطرة للسوق أكبر من العوائد المرجحة للصندوق ليكون الفرق لصالح السوق ممثلاً في 0.092 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة
- ◀ **صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:** ومنه فإن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية هو 0.12 وحدة عائد، وبالتالي تفوق الصندوق من حيث العائد المرجح على أداء السوق بفارق قدره 0.02 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة ويعود تراجع النسبة عموماً إلى انخفاض المتوسط السنوي لعائد صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع، وبمقارنة أداء هذا الصندوق بصندوقي الرياض للأسهم فقد تفوق أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية على نظيره صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع وكذا صندوق الرياض للأسهم (02) والمتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على اعتبار أنه كلما كان معدل شارب أعلى كلما كان أداء الصندوق أفضل.
- ◀ **صندوق الرائد للأسهم السعودية:** إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه في كل وحدة مخاطرة كلية هو 0.03 وحدة عائد متراجعا بذلك بـ 0.07 وحدة عائد على السوق، ويعود تراجع مؤشر شارب لصندوق الرائد للأسهم السعودية إلى التراجع الملاحظ في المتوسط السنوي لعوائد الصندوق (0.95).
- ◀ **صندوق الفريد للأسهم السعودية:** إن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق عند كل وحدة مخاطرة كلية قدر بـ 0.23 وحدة عائد متفوق بـ 0.13 وحدة عائد على مؤشر شارب للسوق، وعليه فإن المخاطر الكلية للصندوق (19.52%) أقل من المخاطر الكلية للسوق والمقدرة بـ (23.20%).
- ✓ **مؤشر ترينور:**
- ◀ **محفظة سوق الأسهم السعودي:** بحيث انخفضت عوائد محفظة السوق في ظل المخاطر المنتظمة المقدرة بالواحد الصحيح من 2.67 إلى 2.47 بانخفاض يقدر بقيمة متوسط العائد الخالي من المخاطرة وهو ما يمثل عائد أدون الخزنة السعودي.
- ◀ **صندوق الرياض للأسهم السعودية:** ومنه فإن العائد الزائد الذي استطاع الصندوق تحقيقه لكل وحدة من المخاطرة باستخدام مقياس بيتا للمخاطر هو 4.32 وحدة عائد وكلما ارتفع هذا العدد زاد العائد الذي يولده الصندوق، وبما أن قيمة المؤشر مرتفعة فإن ذلك دلالة على الأداء الجيد للأصل المالي وبما أن معامل $B=1$ فهذا يعني أن مخاطر الصندوق مساوية لمخاطر السوق مما ساعد في الحفاظ على نفس المستوى من العوائد تقريباً في ظل المخاطر المنتظمة.
- ◀ **صندوق الرياض للأسهم (02):** إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدر بـ 0.23 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق، وبما أن B أقل من 1 فهذا يعني أن مخاطر الصندوق أكبر من مخاطر السوق وهذا ما ساهم في تراجع عوائد الصندوق من 0.45% إلى 0.23% في ظل المخاطر المنتظمة.
- ◀ **صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:** إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة هو 3.47 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق، حيث ارتفع متوسط عوائد الصندوق من 3.01% إلى 3.47% في ظل مخاطرة منتظمة قدرت بـ 0.79.

◀ **صندوق الرائد للأسهم السعودية:** إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدر ب 0.91 وحدة عائد وهو ما يشير إلى انخفاض عائد الصندوق في ظل المخاطر المنتظمة من 0.95% إلى 0.91%، وما يلاحظ أن معامل $B_1 < (B=0.75)$ وهذا يعني أن مخاطر الصندوق المرجحة بالمخاطر المنتظمة أكبر من مخاطر السوق.

◀ **صندوق الفريد للأسهم السعودية:** وقد استطاع الصندوق تحقيق عائد إضافي وصل إلى 4.90 وحدة عائد مقابل كل وحدة مخاطرة منتظمة، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق لأن عوائد الصندوق ارتفعت من 4.88% إلى 4.90% في ظل المخاطر المنتظمة وما ساهم أيضا في ارتفاع ربحية الصندوق أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق لأن معامل B لم يتجاوز الواحد ($B=0.94$).

✓ **نموذج الأداء المعدل بالمخاطر M^2 :**

◀ **بالنسبة لسوق الأسهم السعودي:** إن العوائد البسيطة لمؤشر الصندوق مساوية لعوائد محفظة السوق (2.67%).

◀ **صندوق الرياض للأسهم السعودية:** وبالتالي فإن العوائد البسيطة لمؤشر الصندوق سوف تصبح 4.88% بدلا من 4.59% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصناديق لتصل إلى نفس مستوى المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

◀ **صندوق الرياض للأسهم (2):** ستصبح عوائد الصندوق 0.46% بدلا من 0.45% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصناديق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار في السوق أي بارتفاع قدره 0.01 نقطة مئوية.

◀ **صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:** وعليه فإن عوائد الصندوق سوف تصبح 3.06% بدلا من 3.01% في حالة خفض درجة المخاطرة في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى مخاطرة السوق في حالة الاستثمار فيه وبفارق 0.05%.

◀ **صندوق الرائد للأسهم السعودية:** وعليه فإن عوائد الصندوق سوف تصبح 1.01% بدلا من 0.95% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى معدل المخاطرة في حالة الاستثمار المباشر في السوق، أي بارتفاع قدره 0.06 نقطة مئوية.

◀ **صندوق الفريد للأسهم السعودية:** ستصبح عوائد الصندوق البسيطة 5.72% بدلا من 4.88% بارتفاع قدره 0.84% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى معدل المخاطرة في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

✓ **نموذج جنسن:**

◀ **سوق الأسهم السعودي:** بما أن معامل α لسوق الأسهم السعودي مساوي للصفر فإن هذا يعني أن محفظة السوق قد حققت عائد فعلي مساوي لمعدل العائد التوازني الذي كانت يجب أن يحققه الصندوق.

◀ **صندوق الرياض للأسهم السعودية:** وبما أن معامل $\alpha < 0$ فإن هذا يعني أن قيمة (العائد على الصندوق - العائد الخالي من المخاطرة) أكبر مما يستحق، وهذا يعني أن الصندوق قد حقق معدل عائد فعلي أكبر من معدل العائد التوازني الذي كان يجب أن يحققه الصندوق وأن أداء الصندوق كان جيدا مقارنة بأداء محفظة السوق.

«صندوق الرياض للأسهم 02: بما أن معامل ألفا للصندوق أصغر من الصفر فإن هذا يشير إلى سوء الأداء الاستثماري للصندوق، بمعنى أن الصندوق قد حقق معدل فعلي أقل من معدل العائد التوازني الذي كان يجب أن يحققه السوق.

«صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع: وبما أن معامل α الخاص بصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع أكبر من الصفر، فإن هذا يعني أن محفظة السوق قد حققت معدل عائد أقل من معدل العائد التوازني الذي كان يجب أن يحققه الصندوق وأن هذا الصندوق يسبق السوق في أدائه.

«صندوق الرائد للأسهم السعودية: وبما أن معامل α الخاص بصندوق الرائد للأسهم السعودية أقل من الصفر، فإن هذا يعني أن الصندوق قد حقق معدل عائد أقل من معدل العائد التوازني الذي كان يجب أن يحققه السوق وقد كان أداء الصندوق سيئاً مقارنة بمحفظة السوق.

«صندوق الفريد للأسهم السعودية: وبما أن معامل α الخاص بصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع أكبر من الصفر، فإن هذا يعني أن الصندوق قد حقق عائد أكبر من معدل العائد التوازني الذي كان يجب أن يحققه الصندوق، وقد كان أداء الصندوق جيداً مقارنة بمحفظة السوق.

الخاتمة: من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى جملة من الاستنتاجات والتوصيات كما يلي:

01-صناديق الاستثمار تُعد الوسيلة المثلى لتعبئة مدخرات صغار المدخرين وتحقيق العوائد المناسبة لهم من خلال استثمارات سليمة في شركات وأصول ناجحة.

02-تتيح صناديق الاستثمار المجال لذوي الدخل المحدود للتعامل في سوق المال إذا امتلك حداً أدنى من الوثائق التي تمكنه من الاشتراك في إحدى هذه الصناديق من خلال تنويع استثماراتها في الأوراق المالية، كون صغار المستثمرين لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة، فيمكن الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة، التي تدير محفظة الأوراق المالية للمستثمر بتكاليف منخفضة مع تحقيق عائداً أعلى من عائد الوثائق المصرفية، وتمكن المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل أو بعض رأس المال وفق شروط معينة.

03-تؤدي صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تفعيل عمليات التداول في سوق الأوراق المالية من خلال الدور المزدوج الذي تقوم به كعارض للنقد من جهة، وطالب للأوراق المالية المطروحة للتداول من جهة ثانية.

04-وعلى مستوى الاقتصاد الوطني تحقق هذه الصناديق مزايا متعددة يتمثل أهمها في تنشيط أسواق رأس المال وحماية المدخرات الوطنية ومنع تسريبها للاستثمار في الخارج من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات المختلفة لخدمة الاقتصاد الوطني.

05- لغرض تقييم أداء صناديق الاستثمار وجدت مجموعة من الأساليب والطرق البسيطة والمزدوجة تسمح بقياس قيمة الوحدات الاستثمارية للصندوق، وبالتالي المساعدة على تحليل وتقييم أداء الصناديق والمفاضلة بينهما (تفضيل الصندوق الذي يعود بأكبر عائد وأقل مخاطرة).

06- بالمقارنة بين محفظة السوق والصناديق الاستثمارية المدروسة تبين أن محفظة السوق أكثر مخاطرة، وهذا ما يبرزه كل من الانحراف المعياري ومعامل بيتا المتعلق بالمخاطر المنتظمة.

07- تم التوصل من خلال دراسة وتقييم أداء بعض الصناديق إلى تأثرها الواضح بالأزمات العالمية والعربية التي مست العالم أجمع (أزمة الرهن العقاري، أزمة الديون السيادية والربيع العربي) وتسربت محليا الى الاقتصاد السعودي وهو ما يظهر في العائد السلبي المحقق في العديد من سنوات الدراسة ليمتد أثرها أيضا إلى السوق المدرجة فيه إذ حقق عائدا يكاد يكون معدوما قدر بـ 0.22% سنة 2017.

08- مما أمكن ملاحظته من خلال مؤشر شارب أن أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية، صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع، صندوق الفريد للأسهم السعودية أفضل من أداء محفظة السوق على اعتبار أنه كلما كان مؤشر شارب أعلى كان أداء الصندوق أفضل.

09- بما أن α أكبر من الصفر في أغلب الصناديق الاستثمارية المدروسة فهذا يعني أن قيمة (العائد على الصندوق - العائد الخالي من المخاطرة) أكبر مما يستحق وهذا يعني أن أداء الصندوق أعلى من أداء السوق وأن الصناديق سبقت السوق في أدائها.

◀ **التوصيات:** ونوصي بما يلي:

01- اختيار كوادر بشرية مؤهلة إدارة صناديق الاستثمار ويفضل من أصحاب شهادات في التخصص المالي وأن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من المديرين المستقلين لكيلا تتعارض مصالحهم الخاصة مع مصالح حملة الأسهم ومواكبتهم للتطورات الدولية المتسارعة من حيث المعايير المحاسبية والتدقيقية الدولية بما يضمن حقوق حملة الأسهم وتحقيق التنمية الاقتصادية الوطنية.

02- الشفافية في تقديم المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار لزيادة ثقة المستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب على المشاريع الاستثمارية في الأسواق المالية وإصدار تشريع ينص على تشديد نظام الرقابة على أعمال صناديق الاستثمار وتحديد الحد الأدنى لحجم الصفقات التي يقوم بها حتى يتجنب المنافسة مع صغار المستثمرين ومن ثم يؤدي إلى خروجهم من السوق.

03- استفادة الجزائر من التجارب المقدمة في مجال الصناديق الاستثمارية، من أجل تطوير سوقها المالي، واستحداث أداة الاستثمار في الصناديق للتقليل من المخاطر الاستثمارية المصاحبة لمزاولة نشاط الاستثمار في البورصة.

الاحالات والهوامش

(1) عطية أحمد صلاح (2003، 2002)، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، دار الثقافة للنشر، مصر، ص 7

(2) حسين عصام (2008)، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ص 213.

(3) شريط صلاح الدين (2011، 2012)، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية مصر - رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 161.

(4) شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص 163.

(5) دوابة أشرف محمد (2004)، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطبع والنشر، مصر، ص

- (6) Bassam I. Azeb (2002), **the Performance the Egyptian Stock Market**, Master of Business Administration thesis, the University of Birmingham the Birmingham Business school, 2002, P 78.
- (7) الحسني أحمد بن حسن بن أحمد (1999)، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص 08.
- (8) طالب علاء فرحان وآخرون (2013)، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر، دار الأيام، الأردن، ص 225.
- (9) زيني فريدة بن يوسف (2005، 2006)، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص 29، 30.
- (10) طالب علاء فرحان وآخرون، مرجع سابق، ص 225.
- (11) مطاوع سعد عبد الحميد (2001)، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، ص 446.
- (12) مبروك نزيه عبد المقصود محمد (2007)، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، ص 98.
- (13) سعيد حاتم غائب، سليم إبراهيم هزاع (2018)، أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد 2، العدد 03، العراق، ص 326.
- (14) حنفي عبد الغفار، قري اقصر سمية (1997)، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، ص 373.
- (15) هندي منير إبراهيم (1994)، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، مصر، ص 40.
- (16) عبو عمر (2010)، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية - تحارب بعض الدول العربية -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بوعلي الشلف، ص 61.
- (17) علوان قاسم نايف (2009)، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ص 227، 228.
- (18) حنفي عبد الغفار، قري اقصر سمية (2005)، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، ص 169.
- (19) المومني غازي فلاح (2014)، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ص 227.
- (20) شموط مروان، كنجو عبود كنجو (2015)، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، ص 238.
- (21) الحناوي محمد صالح، العبدجلال إبراهيم (2005)، بورصة الأوراق المالية بين النظري والتطبيق، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، ص 24.
- (22) الحمدوني إلياس خضير (2011)، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العدد 07، جامعة الأنبار، العراق، ص 321.
- (23) عبو عمر (2015، 2016)، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، ص 162.
- (24) نوري موسى شقيري، الزرقان صالح ظاهر، الحداد وسيم محمد، الدويكات مهند فايز (2012)، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الأردن، ص 201.
- (25) الحمدوني إلياس خضير، مرجع سابق، ص 322.
- (26) كحلي فتحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة تجارب بعض الدول العربية -، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010، 2011، ص 44، 45.

- (27) بلعيدسمية (2014، 2013)، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، ص ص 98، 99.
- (28) RahimieAbd Karim,(2010), Analyzing the Characteristics and Performance of Islamic Funds: A critical Review of the MalaysianCase, Doctorate thesis, Durham University, Malaysia, P 150.
- (29) الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، مرجع سابق، ص 25.
- (30) حنفي عبد الغفار، قري اقصر سمية (1995)، مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، مصر، ص ص 398-399.
- (31) عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، مرجع سابق، ص 173.
- (32) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لسنة 2008.
- (33) عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، مرجع سابق، ص 174.
- (34) عريبات أحمد حسن محمود (2017)، أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في المصارف الإسلامية في المصارف الإسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، ص 84.

قائمة المراجع

- 1- أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، 2002، 2003، دار الثقافة للنشر، مصر.
- 2- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، 1999، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.
- 3- أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 2004، دار السلام للطبع والنشر، مصر.
- 4- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، 2001، مكتبة أم القرى، المنصورة.
- 5- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، 1995، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، مصر.
- 6- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، 2005، الدار الجامعية، مصر.
- 7- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، 1997، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر.
- 8- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، 2008، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن.
- 9- علاء فرحان طالب وآخرون، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر، 2013، دار الأيام، الأردن.
- 10- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، 2014، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن.
- 11- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، 2009، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن.
- 12- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، 2005، الدار الجامعية للطباعة والنشر.
- 13- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، الأسواق المالية، 2015، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر.
- 14- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق المال، 2014، دار المعرفة الجامعية، مصر.
- 15- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، 1994، منشأة المعارف، مصر.
- 16- موسى شقيري نوري، صالح ظاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، 2012، دار المسيرة، الأردن.
- 17- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، 2007، دار الفكر الجامعي، مصر.

- 18- إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار - العراق، العدد 07، المجلد 04، 2011.
- 19- حاتم غائب سعيد، إبراهيم هزاع سليم، أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد 2، جامعة العراق، العدد 03، المجلد 4، مارس 2018.
- 20- أحمد حسن محمود عريبات، أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في المصارف الإسلامية في المصارف الإسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2017.
- 21- سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013، 2014.
- 22- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجريبية مصر-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 161.
- 23- عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية -تجارب بعض الدول العربية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بوعلي الشلف، 2009، 2010.
- 24- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2015، 2016.
- 25- فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية -دراسة تجارب بعض الدول العربية-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010، 2011.
- 26- فريدة بن يوسف زيني، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات -تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2005، 2006.
- 27- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لسنة 2008.
- 28- Bassam I. Azeb, the Performance the Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, the University of Birmingham the Birmingham Business School, 2002.
- 29- Abd Karim Rahimi, Analyzing the Characteristics and Performance of Islamic Funds: A cutical Review of the MalaysianCase, Doctorate thesis, Durham University, Malaysia, 2010.