

تليله وتقيير أءام صناديق الأستثمار ءراسه تليليه فءى سوق الأوراق المالية السعوءيه

دلال قاسم عبء الحسين **

أ.م.د. هشام طلعت عبء الحكيم *

المسئص

انطلقت الءراسه من مشكلة معبر عنها بعءء من التساؤلات الفكرية والتطبيقية ، وأن الءءف منها هو التأطير النظري لمتغيرات الءراسه وذلك لتنامي الءاآة الى وءوء صناديق استئمار تتيح للمستئمرين العراقيين اسئءءام اموالهم لأعراض الاءءار في هءه الصناديق مما يفهم منه وءوء الءاآة الفعلية لوءوء صناديق الاسئءمار كبءاية للءعامل بالأوراق المالية من ءلال :-

1- مءى وءوء الءاآة لتأسيس هءه الصناديق في العراق.

2- ما مءى امكان تأسيس صناديق الاسئءمار في العراق.

3- هل يتفوق أداء صناديق الاسئءمار على أداء سوق الأوراق المالية في بعض البلدان العربية كالمملكة العربية السعوءية.

ووصولت الءراسه الى جملة من الاسئءءاآات اهمها عءم اسئءاعة الاءارة المحئرفة المشرفة على محافظ صناديق الاسئءمار من ءءقيق عائد يفوق عائد السوق اي عءم ءءقيق بءل الاءءراف.

Abstract

The study launched from the problem expressed in a number of intellectual and practical questions , and that the goal of which is the theoretical framing of study variables and to the growing need for the presence of investment funds allow to Iraqi investors use their money for the purposes of saving in these funds, which understood the presence of the actual need for the existence of investment funds as a start to deal in securities through:-

- 1- whether there is a need for the establishing of investment funds in Iraq?*
- 2- what is the possibility of establishment of investment funds in Iraq ?*
- 3- Is the performance of investment funds outperform that of the stock market in some Arab countries, such as Saudi Arabia?*

The study found a number of conclusions, the most important on the inability of the professional administration supervising the portfolios of investment funds to achieve a return exceeds the return on the market rather than any lack of professionalism return.

* الءامعه المسئصرية / كلية الاءارة والاقتصاد .

** باءءه .

مقبول للنشر بئاريخ 2014/12/7

مسئل من رساله ماجسئر

المقدمة

توفر صناديق الاستثمار فرصاً استثمارية كبيرة ونظراً للتطور الكبير في أحجام تداولاتها أخذت هذه الصناديق بالتطور والزيادة المتنامية في مختلف دول العالم ومنها الدول العربية ودول المنطقة ونظراً لمرور العراق مدة انتقالية في النظام المالي بأكمله ولتنامي الأهمية الكبيرة لوجود صناديق الاستثمار في العراق لتوفير متطلبات الاستثمار في الموجودات المالية المختلفة ومن أهمها الأوراق المالية (الاسهم - السندات) وخصوصاً مع تزايد الطلب عليها خلال الفترة السابقة والحالية ولتحقيق عوائد مرتفعة وتنشيط سوق الأوراق المالية مما يعني وجود الحاجة الفعلية لهذه الصناديق في العراق لذا فقد سعت الدراسة الى تحليل ودراسة نماذج صناديق الاستثمار في دول عربية مختلفة لمعرفة ما هو مناسب منها لتقييم الأداء في الصندوق المقترح اذ تختلف هذه التقييمات من صندوق لآخر حسب المستثمرين لهذه الصناديق من هنا جاء اختيار موضوع الدراسة الحالية الخاص بصناديق الاستثمار ومنهجية الصناديق والعوامل المؤثرة فيه ، وتحديد ابرز انواع صناديق الاستثمار فضلاً عن دراسة مقاييس تقييم اداء صناديق الاستثمار ، والاستفادة من الدراسات السابقة في هذا المجال من اجل بناء وتأسيس صناديق استثمار تتناسب مع البيئة العراقية وتبلي تطلعات المستثمرين العراقيين حيث تجسدت مشكلة الدراسة في مدى استخدام وتنامي الحاجة الى وجود صناديق استثمار تتيح للمستثمرين العراقيين استخدام اموالهم لأغراض الادخار في هذه الصناديق . تأخذ الدراسة اهميتها من حيث كونها محاولة لتسليط الضوء على أداء بعض صناديق الاستثمار في احدى البلدان العربية وهي المملكة العربية السعودية حيث اختيرت (4) صناديق سعودية تعود لسبعة مديرين في سوق الرياض للأوراق المالية بوصفها مجتمعاً للدراسة ومدى قدرتها على تحقيق عوائد تفوق متوسط عوائد سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول

منهجية الدراسة والدراسات السابقة

أولاً- منهجية الدراسة

تتناول هذه الفقرة المنهج المتبع في الدراسة ، ومشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها ومجتمع الدراسة وعينيتها والمدة الزمنية للدراسة ، وأساليب تحليلها الاحصائي.

أ- مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في تنامي الحاجة الى وجود صناديق الاستثمار تتيح للمستثمرين العراقيين استخدام أموالهم لأغراض الادخار في هذه الصناديق والذي يفهم منه وجود حاجة فعلية لوجود صناديق الاستثمار كبدائية للتعامل بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.

وعلى يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال الإجابة على التساؤلات الآتية:-

- 1- ما مدى وجود حاجة لتأسيس هذه الصناديق في العراق .
- 2- ما مدى نجاح تجربة انشاء صناديق الاستثمار في بعض البلدان العربية كالمملكة العربية السعودية.
- 3- ما مدى تفوق أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية على أداء سوق اوراقها المالية .

ب- أهمية الدراسة :

- 1- تتبع أهمية الدراسة من كونها محاولة لتسليط الضوء على أداء بعض صناديق الاستثمار في احدى البلدان العربية وهي المملكة العربية السعودية ومدى قدرة هذه الصناديق على تحقيق عوائد تفوق متوسط عوائد أسواق الأوراق المالية.
- 2- تتبع أهمية الدراسة من وجود حاجة الى تأسيس صناديق الاستثمار في العراق تتيح للمستثمرين العراقيين الاستفادة من ادخار أموالهم لتحقيق العوائد.

ج - أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الى تسليط الضوء على الآتي:-

- 1- أداء صناديق الاستثمار في احدى البلدان العربية وهي المملكة العربية السعودية .
- 2- تأثير هذه العوامل على مقدرة الصناديق موضوع البحث في تحقيق العوائد وتنشيط الاقتصاد الوطني .
- 3- التعرف على أداء صناديق الاستثمار في السوق السعودية ومدى امكان تحقيقها لبدل الاحتراف.

د- فرضية الدراسة

- Ho** :- لا تستطيع الإدارة المحترفة المشرفة على محافظ صناديق الاستثمار من تحقيق عائد يفوق عائد السوق أي تحقيق بدل الاحتراف.
- H1** :- تستطيع الإدارة المحترفة المشرفة على محافظ صناديق الاستثمار من تحقيق عائد يفوق عائد السوق أي تحقيق بدل الاحتراف.

هـ - مصادر جمع البيانات**1- الجانب النظري:-**

استند الجانب النظري من الدراسة الى العديد من المصادر تمثلت بـ :-
 أولاً- الكتب العربية والاجنبية ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة.
 ثانياً- الاطاريح والرسائل الجامعية.
 ثالثاً- الدوريات (مقالات ، بحوث ، دراسات) العربية والاجنبية.
 رابعاً- شبكة الانترنت

2- الجانب العملي:-

استند الجانب العملي من الدراسة على :-
 أولاً- التقارير والنشرات الصادرة عن تلك الصناديق والمتوافرة في شبكة الانترنت الدولية .
 ثانياً - النشرات والتقارير السنوية لسوق الاوراق المالية السعودية.

و- مجتمع الدراسة وعينتها:-

ينضمن مجتمع الدراسة الحالية على(10) صندوقاً استثمارياً عاملاً في سوق رأس المال السعودي، وقد تم اختيار عينة عمدية قدرها (4) صناديق استثمارية تعود الى (2) مديرين صناديق بعد ان تم اجراء مسح شامل للصناديق التي تتوافر عنها البيانات المطلوبة .

ز - المدة الزمنية للبحث :

اعتمد البحث مدة زمنية قدرها (29) شهرا ابتداء من 2012/1/31 لغاية 2014/5/31 وذلك لتوافر البيانات عنها.

ح - أساليب تحليل البيانات :

1- التحليل المالي:- تحليل البيانات المالية باستخدام أساليب تقييم الأداء المناسبة لطبيعة الدراسة، مثل (الأسلوب البسيط ، مقياس شارب ، مقياس ترينور) وغيرها من الأساليب الملائمة واللازمة لاستخراج النتائج .

2- التحليل الاحصائي:- استخدمت في تحليل البيانات الاحصائية باستخدام اختبار T-test وذلك للتوصل الى النتائج ، وقد اعتمدت على مستوى المعنوية عند درجة 5% عند استخدام قياس المعنوية لعدم الرفض H_0 او فرضية البديل H_1 لوجود فروق معنوية أم عدم وجود فروق معنوية لاعتماد النتائج التي تمت في الدراسة لذلك فقد تم استخدام النماذج القياسية(التحليل الوصفي - الارتباط - اختبار T-test)

ثانياً- الدراسات السابقة**أ- دراسات عربية**

1:- دراسة المسعودي(2009): (دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر وإمكانية اقامتها في العراق)

تناولت الدراسة المتطلبات التي يجب أن تتوافر لتأسيس صناديق الاستثمار في العراق اذ تضمنت هذه الدراسة عدة محاور وضح المحور الأول منها ماهية صناديق الاستثمار وأنواعها وأهدافها وادارة صناديق الاستثمار وتقويم أدائها فيما يتناول المحور الثاني ماهية الاسواق المالية ومتطلبات نجاحها. اما في المحور الثالث فشرح فيه الباحث التجربة المصرية لصناديق الاستثمار وتناول تحليل علاقات الارتباط بين صناديق الاستثمار ومؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية وتحليل واختبار تأثير صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية وفي الجزء الأخير من هذه الدراسة فتضمنت إمكانية اقامة صناديق الاستثمار في العراق.

2:- دراسة الصالحي (2010): (تحديد متطلبات إنشاء وادارة صناديق الاستثمار في العراق)

تهدف الدراسة الى تحديد مدى توافر متطلبات إنشاء وادارة صناديق الاستثمار في البيئة العراقية ، ثم تحديد الفجوة بين ما هو مطلوب وما هو متوافر، فضلاً عن تحديد المشاكل والمعوقات التي تعاني منها السوق العراقية في إنشاء وادارة صناديق الاستثمار، والبحث في معالجة المشاكل والمعوقات وتحديد متطلبات إنشاء وادارة صناديق الاستثمار يمكن اعتماده في السوق العراقية . وقد توصلت الدراسة الى تبني استراتيجية وطنية وأنشطة وادارة صناديق الاستثمار في العراق لما لها من دور فعال في توجيه المدخرات الوطنية والاستثمارات الأجنبية نحو الاستثمارات المخططة والنافعة في بناء الاقتصاد الوطني بصورة صحيحة، على أن تشترك في هذه الاستراتيجية جميع الجهات الحكومية وغير الحكومية ذات العلاقة كل حسب اختصاصه ودوره في هذه العملية.

ب- دراسات اجنبية

1:- Redding the stars Agebiasi mor-ingstar ratings (Adkisson&fraser,2003)

تهدف اختبار تأثير عمر الصندوق على معدلات العائد التي يحققها0 تم اختبار أداء صناديق استثمار الأسهم المحلية كافة ، المدونة في دليل (morning star) للسوق الأمريكية، بالاعتماد على بيانات العوائد الشهرية لتلك الصناديق في المدة من (1999 - 2002) بعد تقسيمها على ثمانية فئات أحداها عمر الصندوق (كبير، متوسط ، صغير) . ثم تمت المقاضلة بين عوائد الصناديق ، فاتضح تفوق أداء الصناديق الأقل عمراً على أداء الصناديق الأخرى الأطول عمراً، غير أنه يصعب أن تقع الصناديق الأطول عمراً (وهي في الوقت نفسة الأكبر حجماً) في الدنى فئة للترتيب. كما اتضح أن السبب في انخفاض أداء الصناديق الأطول عمراً، هو أن اتجاه تلك الصناديق الى الزيادة في حجمها ومن ثم في القيمة الاستثمارية لمحافظة، نتيجة لطول عمرها، يجعل من الصعب الوصول باستثمارات تلك الصناديق الى حد الثبات أو الاستقرار(اي الحفاظ على أدائها، والذي قد يكون متميزاً في البداية) مقارنة بأداء المحافظ الأخرى الأقل حجماً لصناديق الأقصر عمراً. وفي دراسته التي عرضها عند تناول عمر الصندوق، على ادائه قد اشارت الى وجود علاقة عكسية بين حجم الصندوق ، أو بين حجم محفظته الاستثمارية ، وبين معدل العائد الذي يحققه . حيث اتضح أنه كلما زاد حجم محفظة الصندوق كلما زاد حجم الوقت الذي يجب أن تبتذله ادارتها في متابعة كل استثمار من استثماراتها. وأنخفض بالتبعية احتمال الارتفاع بأدائها، خاصة في ظل التقلبات المستمرة ارتفاعاً ، وانخفاضاً في ظروف أسعار الأوراق المالية بالسوق.

2:- دراسة (Glenn&Patrick,2004) The mechanics Behind Investment funds:

Why Closed-end Funds Provide Superior Returns

سعت هذه الدراسة الى المقاضلة ما بين أداء الصناديق المفتوحة، وأداء الصناديق المغلقة ، وذلك بالتطبيق على كافة الصناديق العاملة في السوق الأمريكية في المدة من 1997 حتى 2001 ، بعد تقسيمها على مجموعتين (مفتوح ومغلقة). تم حساب متوسط العائد لصناديق العينة ، ثم استخدامه في تقدير المقاييس الثلاثة : شارب وجنسين وترينور، وذلك بعد تقسيم المدة الكلية للدراسة على ثلاث مدد فرعية ، الأولى مدتها ثلاث سنوات من 1999 الى 2001 ، والثانية مدتها خمس سنوات من 1997 حتى 2001 ، والثالثة مدتها سنة واحدة ، وهي سنة 2001 ، وذلك بهدف اضعاف تأثير اية عوامل مؤقتة عند اجراء التحليل الاحصائي للبيانات (كارتفاع أسعار الأوراق المالية في السوق، ومن ثم أسعار وثائق الاستثمار بالتبعية في مدد محددة دون غيرها)، فاتضح تفوق أداء الصناديق المغلقة على أداء الصناديق المفتوحة خلال المدد الفرعية الثلاثة ، وباستخدام المقاييس الثلاثة.

3:- دراسة (Richard et al.,2007) Wares and long-Run performance Real

تناولت هذه الدراسة عمليات الاصدار كافة ، والتي تمت في السوق الأمريكية في المدة من 1980 وحتى نهاية 2000 ، والتي تتمثل في ثلاث عمليات اصدار اساسية (حدثت العملية الأولى منها خلال عام 1985 وتشمل (13) صندوق مغلق ، اما العملية الثانية فقد حدثت خلال عامي (1993،1994) ، وتشمل (84) عملية اصدار، قام بها (84) صندوقاً، في الوقت الذي حدثت فيه العملية الثالثة خلال عامي (1997 - 1998)، وتشمل (30) عملية لثلاثون صندوقاً، اتضح وجود علاقة عكسية بين القيمة الاسمية (سعر الاصدار) لوثائق الصناديق المغلقة، وبين معدل العائد الذي يحققه المستثمر فيها، وهو ما يعني تقييم الاصدار بقيمة اقل من قيمته الحقيقية، ليرتفع بالتبعية معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيه ، غير أن هذه العلاقة لم تظهر الا في ثلاثة سنوات الأولى فقط من مدة الدراسة ، لتؤكد نظرية المحتوى المعلوماتي، أو الاشارات المالية، خلال تلك المدة فقط .

جدول (1)

دراسات سابقة

ج- مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة:

ت	اسم الباحث	سنة الدراسة	عنوان الدراسة	اهداف الدراسة	اهم الاستنتاج
1	المسعودي	2009	دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر وإمكانية اقامتها في العراق.	المتطلبات التي لابد أن تتوفر لتأسيس صناديق الاستثمار في العراق.	إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق.
2	الصالحى	2010	تحديد متطلبات انشاء وإدارة صناديق الاستثمار في العراق.	تحديد مدى توافر متطلبات انشاء وإدارة صناديق الاستثمار في البيئة العراقية.	تبني استراتيجية وطنية لإنشاء وإدارة صناديق الاستثمار في العراق.
3	Adkisson	2003	Redding the stars Age biasi mor-ingstar ratings	اختبار تأثير عمر الصندوق على معدلات العائد التي يحققها	تفوق أداء الصناديق الأقل عمراً على أداء الصناديق الأخرى الأطول عمراً
4	Glenn	2004	The mechanics Behind Investment funds: Why Closed-end Funds Provide Superior Returns	المقاضلة بين أداء الصناديق المفتوحة وأداء الصناديق المغلقة بهدف اضعاف تأثير اية عوامل مؤقتة عند اجراء التحليل	تفوق أداء الصناديق المغلقة على أداء الصناديق المفتوحة خلال الفترات الفرعية الثلاثة وباستخدام المقاييس الثلاثة
5	Richard	2007	Wares and long-Run performance Real	تناولت كافة عمليات الاصدار التي تمت في السوق الأمريكية	عدم تقييم الاصدار بقيمة اقل من قيمته الحقيقية وتأكيد نظرية كفاءة السوق لا المحتوى المعلوماتي

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

- 1- توظيف الدراسات السابقة في بناء الإطار 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- الاطلاع على بعض المصادر والدوريات والبحوث النظرية والتطبيقية التي تسهل الطريق نحو ترصين الجانب النظري للدراسة الحالية.
- 4- الاسهام في تقديم تصور واضح للباحثة في صياغة منهجية الدراسة وبعض فقراتها.
- 5- بناء الإطار المعرفي والتحليلي للدراسة الحالية، في تشخيص الدراسة وأهدافها.
- 6- تحليل مضامين ونتائج الدراسات السابقة ، ساهم بشكل فاعل في بناء العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية ، وعلى وفق المنهج الذي سارت عليه هذه الدراسات.

د - أبرز أوجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

يمكن للدراسة الحالية أن تتميز عن غيرها من الدراسات السابقة بالآتي:-

- 1- أن نقطة الاختلاف الجوهرية هي أن الدراسة الحالية ربطت بين موضوعين اساسيين مهمين في علوم الإدارة المالية ، هما عوائد صناديق الاستثمار ومؤشر السوق ، ثم سعت لتلمس دورها في بناء وتنشيط الاقتصاد الوطني.
- 2- جرت الدراسة الحالية في البيئة السعودية ، وتحديدًا في صناديق الاستثمار السعودية التي تمثل إحدى الشركات الاستثمار المهمة في السعودية ، إذ تؤدي دوراً بارزاً في تنمية الاقتصاد الوطني ، ومثل هذه الشركات تعد مواكبة للتطور في مجال الاستثمارات.
- 3- تصدت هذه الدراسة لتحليل العلاقة بين متغيرين أساسيين غاية في الأهمية لصناديق الاستثمار ، في بيئة متطورة (البيئة السعودية) ، لم تدرس فيها مثل هذه المتغيرات سابقاً بحسب الاطلاع المتواضع للباحثين .
- 4- ترمي هذه الدراسة الى تحقيق التنمية الاقتصادية بين متغيرات عوائد الصناديق ومؤشر السوق باطار اشمل ، وقياس تأثير العلاقة بينهما في بناء الاقتصاد الوطني.

المبحث الثاني

الإطار المعرفي للدراسة

أولاً- مفهوم صناديق الاستثمار The concept of mutual funds

تختلف مفاهيم الصندوق الاستثماري حسب الجهة المصدرة له وحسب الهدف من أنشائه وهناك بعض المفاهيم التي اطلقها الباحثون على صناديق الاستثمار ومنه تعرف أن صناديق الاستثمار هي نظام يسمح للمستثمرين من افراد وشركات للاشتراك سويًا في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق اعلى نسبة ممكنة من العوائد ويقلل درجة ممكنة من المخاطر. (مؤسسة تيهومياشي، 1989: 2-1)

اما (Reilly,1992:520) فيعرف صناديق الاستثمار بأنها محفظة من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات تستثمر فيها شركة الاستثمار اموالها التي قامت بتجميعها من مدخرات الأفراد عن طريق بيع حصص لهم .

ويعرف (مبروك، 2006: 89) صناديق الاستثمار بأنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية ، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين ، بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعهد بها الى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار ، لاستثمار هذ المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معا.

يرى (Roberte,2008:2) صناديق الاستثمار بأنها احدى القواعد الاساسية في الاستثمار أن لا تضع كل اموالك في استثمار واحد ، حيث يستطيع المستثمر أن يخفف من درجة المخاطرة عند تنويع استثماراته ، ومنه ظهرت فكرة صناديق الاستثمار.

ويرى (عبد الحي، 2011 : 53) بأنها شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات ومن ثم تستثمرها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة.

ثانياً- أهمية صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار جزءاً مهماً في الاستثمار، فالمستثمر يبحث عن الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقرة ، ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق وأوجه الاستفادة منها نظرياً في العناصر الآتية :-

أ- تساعد على خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية ، إذ أن الأدوات الاستثمارية التي توافرها صناديق الاستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين وأهدافهم.

ب- أن كلاً من خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار والمزايا التي تتحقق من خلال الاستثمار في صناديق الاستثمار، من شأنها تشجيع المستثمرين على شراء وحدات صناديق الاستثمار مما يضيف مزيداً من حركة التداول في سوق الأوراق المالية (ياسين، 2004: 27).

ج- تعمل صناديق الاستثمار المغلقة على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأسلوبين منفصلين أولاً فهي تقوم ببناء تشكيلات من الأوراق المالية وتعمل بذلك على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، وثانياً فهي تصدر وحدات استثمار ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

د- تسهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل للاستهلاك.

ثالثاً- أهداف صناديق الاستثمار

تهدف صناديق الاستثمار إلى المحافظة على راس المال المستثمر، وإلى تحقيق عائد أو دخل إضافي عليه، فالخبرة التي تتمتع بها إدارة الصندوق الاستثماري تضمن للمستثمر تحقيق عوائد أعلى مما لو قام باستثمار أمواله بنفسه (جركس، 2002: 210).

تمثل صناديق الاستثمار القنوات التي تمر من خلالها المدخرات لتتحول إلى استثمارات، حيث تقوم هذه الصناديق بتجميع المدخرات من العديد من الأفراد وتحويلها إلى محافظ استثمارية كبيرة، ويمكن تحديد بعض الأهداف العامة لصناديق الاستثمار فيما يأتي:-

أ- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال الاستثمار "غير بنكي" يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج، وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد. وهذا يؤدي إلى الحفاظ على المدخرات الوطنية (عبد الحميد، 2010: 38).

ب- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار (الشبلي، 2005: 28).

ج- مراعاة اعتبارات الأمان، إذ أن منهج وأسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويلاً الأجل أو قصيراً الأجل وفقاً لاحتياجاته (Dayet, 2005: 128).

د- تنشيط بورصة الأوراق المالية، وهذا في حد ذاته هدف رئيس ووسيلة في ذات الوقت، فمن خلال سوق مالي نشط يمكن تحقيق أهداف الانفتاح الاقتصادي.

هـ- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقاً لما يتوافق مع أوضاع المستثمر (Vincent A, 2007: 218).

رابعاً:- مزايا الاستثمار في الصناديق

يمكن الاستثمار في الصناديق الاستثمارية من تحقيق مزايا عدة أهمها :-

أ- الإدارة المتخصصة :

تهيئ إدارة الموجودات بواسطة خبراء مختصين لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المحترفين في هذا المجال . ومن مسلمات الصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالمية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظراً للحجم الكبير للصندوق، وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعنى مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن معها الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات (Michael, 2005: 120).

ب- التنوع :

يرى (Williams, 2001: 267) أن التنوع يعني شراء أوراق مالية مختلفة مما يعمل على تقليل المخاطر التي يواجهها المستثمر عند الاستثمار في ورقة مالية واحدة.

أن التنوع لمكونات الصندوق بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن عن طريق تنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار. يعد التنوع عن طريق ما يجمعه من أموال من مساهميه، يمكن هؤلاء المستثمرين (المساهمين) أن يحتفظوا بحصص جزئية لا يستطيع أي منهم التصرف كذلك بمفرده (Bodie, 2008: 108).

ج - المرونة :

توفير قدر من المرونة للمستثمرين في حرية تحويل استثماراتهم من صندوق لآخر، وذلك مقابل رسوم ضئيلة وكذلك يمكن شركات الاستثمار أن تسترد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً (حمودة، 2006: 86) .

د- السيولة :

تتسم وثائق صناديق الاستثمار خاصة المفتوح منها بخاصية السيولة المرتفعة إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة (هندي، 2006: 24) .
وتوفير سيولة تامة لحصة المشترك والمتمثلة في الاستعداد الدائم لتلبية طلبات الاسترداد التي يتقدم بها المشتركون (حطاب، 2007: 49).

هـ - تنشيط حركة اسواق راس المال :

وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بإيداع مدخراتهم في شركات الاستثمار، وتحقيق مستوى أعلى من العائد (حمودة، 2006: 85) .

و- ملاعته لشتى شرائح المستثمرين :

إذ أن الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، منها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين (النفيسة، 2010: 102) .

خامساً- سلبيات الاستثمار في صناديق الاستثمار

يمكن أيجاز أهم الانتقادات التي وجهت الى صناديق الاستثمار بالآتي :-

أ- أن أحد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في صناديق الاستثمار، أنه ليس لديه أي سلطة على ما يتم شراؤه من أوراق مالية في الصندوق الذي يتم استثمار أمواله فيها، مما يتطلب التعرف والبحث عن أعمال مدير المحفظة المناسب قبل الاستثمار في ذلك الصندوق (Jones,2004:32-33) .

ب- ارتفاع تكلفة ادارة الصندوق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة أن الاعتماد الأكبر هو على شركات الادارة الاجنبية. وكذلك من سلبيات صناديق الاستثمار هي نقص بالمعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة اصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية (عبدالحميد، 2010: 34) .

ج- يوجد تداخل في اهداف الاستثمار، حيث قد يحقق صندوق نمو مستوى للمخاطر أقل من مستوى مخاطر صندوق يهدف الى الحصول على العائد (German, 2011:642) .

د- تدار صناديق الاستثمار في بعض الأحيان بغير الطريقة المعن عنها، فمثلا نجد أن الصندوق قد يعلن أنه صندوق محافظ، أي يختار الاستثمارات بحيث تخفض المخاطر والتقلب الى ادنى الدرجات، الا أنه يدار بطريقة مجازفة تضع المال في اسهم شركة صغيرة فائقة التقلب.

هـ - يكون المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية عرضة لمخاطر أسعار الصرف، إذ تنخفض قيمة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الأوراق. وقيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات اقليمية أو عالمية، فتتبعه اموال المدخرين الى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني (حفي، 1995: 301) .

سادساً- أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد وتتوزع اشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقا لحاجات واهداف المستثمرين ورغباتهم، وبسبب هذا التفاوت والاختلاف في الأهداف من مستثمر لآخر لذلك لا يوجد صندوق استثمار واحد يرضي مختلف المستثمرين الأمر الذي يؤدي الى تنوع صناديق الاستثمار. (موسى، وآخرون، 2012: 188)

ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الاشكال فهي تندرج تحت نوعين أساسيين هما : صناديق الاستثمار المغلقة (closed end fund) ، وصناديق الاستثمار المفتوحة (open end fund).

أ- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

ويرى (Levy,2005:577-578) تشكل شركات الاستثمار المغلقة صناديق الاستثمار المغلقة ، التي تقوم بإصدار عدد محدد من الحصص (الأسهم) ولا تتداول هذه الحصص الا من خلال سوق الأوراق المالية، وتحدد أسعارها بناء على قانون العرض والطلب.

وترى (Bodie,2011:77) أن عدد الوثائق التي تقوم بإصدارها صناديق الاستثمار المغلقة هو عدد ثابت، وأن أسعار هذه الوثائق يتحدد وفق قانون العرض والطلب مثل الأوراق المالية الخاصة بالشركات.

ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو الآتي :-

- 1- أن شركات الاستثمار المغلقة هي التي تشكل صناديق الاستثمار المغلقة ويسمح لهذه الشركات بإصدار السندات والأسهم الممتازة.
- 2- أن عدد اسهم هذه الصناديق هو عدد ثابت لا يتغير، ويستثنى من ذلك حالتان نادرتان الحدوث هما قيام الشركة بإصدار اسهم جديدة واعداد شراء أسهمها من السوق.

- 3- لا يتم تداول اسهم هذه الصناديق الا من خلال سوق الأوراق المالية وذلك وفقاً لقانون العرض والطلب.
 4- القيمة السوقية لاسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال .
 (اسعد، 2004: 165) .
 5- يمكن لصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تتحول الى صناديق مفتوحة بعد مدة زمنية معينة، اذ يكون ذلك منصوص عليه في قانون إنشاء الصندوق.

ب- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

تكون صناديق الاستثمار المفتوحة مستعدة دوماً لإصدار اسهم جديدة واسترداد الأسهم السابق طرحها وفقاً لقيمة السهم الصافية عادة ما يطلق على صناديق الاستثمار المفتوحة الصناديق المشتركة، وغالباً ما تتم التفرقة بين نوعين من هذه الصناديق وهما الصناديق المحملة (Load funds) والصناديق غير المحملة (No load funds) فالصناديق المحملة هي التي يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها والصناديق غير المحملة لا يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها (الحسيني، 1999: 25) .
 ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة وإيجازها على النحو الآتي :-

- 1- أن شركات الاستثمار المفتوحة هي التي تشكل صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ولا يسمح لهذه الشركات بإصدار السندات.
 2- أن عدد الأسهم لهذه الصناديق عدد غير ثابت، وتقف هذه الصناديق دوماً على استعداد لشراء ما سبق وأن أصدرته من أسهم، ويتم الاسترداد عادة وفقاً لقيمة السهم الصافية مما يتطلب دوماً الاحتفاظ بمستوى ملائم من السيولة . (Rob,2009: 311) .
 3- لا تتداول أسهم الصناديق المفتوحة في سوق الأوراق المالية.

توجد هناك بعض الاختلافات بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، اذ أن صناديق الاستثمار المفتوحة لا تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ولذلك فالمستثمر يشتري الأسهم ويبيعها الى شركة الاستثمار مباشرة دون الحاجة الى اللجوء الى سوق الأوراق المالية، وذلك لايد من توفير سيولة كافية لشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لمواجهة طلبات الاسترداد من قبل حاملي وثائق تلك الشركات. (Mayo,2001:759)

سابعاً- طرائق تقييم الصناديق بالأسلوب البسيط (وشارب وترينور)

يرى (هندي، 2006: 397) ان هناك أسلوبين أساسيين لتقييم أداء صناديق الاستثمار من خلال كيفية تقييم المحافظ التي تكونها صناديق الاستثمار هما:
 الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، فضلاً عن ملاءمته لبيوت السمسة التي تقدم خدمات استشارية لعملائها.
 أولاً- الأسلوب البسيط

يرى (عصران، 2010: 184) تنشر شركات الاستثمار يومياً قيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الأيرادية والرأسمالية الموزعة وذلك لكل صندوق على حدة وتعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط هو معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق .
 تذكر (Fadillah,2009:15-17) ان هناك عدة آليات ومؤشرات لقياس أداء الصناديق الاستثمارية منها المقاييس التقليدية مثل (مقياس شارب، وترينور، وجنسين) التي تعتمد على مقارنة أداء الصندوق مع أداء محفظة السوق .

ويمكن تقييم أداء الصندوق يتم بالتركيز على العائد واهمال المخاطرة، ولذلك يقاس معدل العائد على الاموال المستثمرة في الصندوق كما في المعادلة الآتية:- (Sharpe ,2006:712) .

$$R1 = \frac{(NAV1-NAVt-1)+I1+G1}{NAVt-1}$$

حيث R1-----> معدل العائد على الاستثمار

NAV1-----> قيمة الأصل الصافية نهاية المدة

NAVt-1-----> قيمة الأصل الصافية بداية المدة

I1-----> الأرباح الأيرادية الموزعة خلال المدة

G1-----> الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال المدة

ويرى (هندي، 2002: 383) يمثل هذا المعدل مقياساً للحكم على أداء مدير الصندوق في الشهر محل التحليل ، ولكن لا يمثل معدل العائد الذي حققه المستثمر لأن المستثمر ربما يكون قد تكبد مصروفات أو رسوم شراء للوثيقة التي يمتلكها .

ثانياً- الأسلوب المزدوج

يؤخذ على الأسلوب البسيط في تقييم محفظة الصندوق، تركيزه على العائد دون أخذ المخاطر في الحسبان. فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا يكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه. ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة، تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر اطلق عليها الأساليب المزدوجة (هندي، 2006: 400) .

ويوضح (موسى وآخرون، 2012: 197) أن هذا الأسلوب يجمع بين العائد والمخاطرة كمدخل لتقييم أداء الصندوق.

ويرى (Sharpe, 2000: 152) أنه بالرغم من تعدد المقاييس التي تم اقتراحها لتقييم أداء صناديق الاستثمار فإن أبرز هذه المقاييس ثلاثة، هي شارب، وتر ينور، وجنسن. لذا يطلق على هذه الأساليب بالأساليب المزدوجة، ومن أبرزها :-

أ- مقياس شارب

قدم وليم شارب مؤشراً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية والذي ينطبق على صناديق الاستثمار ويطلق عليه نسبة المكافأة الى التقلب (المخاطر). (عصران، 2010: 185)

(Reward to variability Ratio) (R/v)

وتحسب قيمة المؤشر وفق المعادلة الآتية:-

$$SD = \frac{TR - RF}{SD}$$

حيث TR <----- متوسط معدل العائد على الاستثمار
RF <----- متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر
S <----- الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار الذي هو مقياس للمخاطر الكلية (تقلب العائد) الذي ينطوي عليه الاستثمار.

ويتضمن متوسط معدل العائد على الاستثمار التغيير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الاستثمار إضافة الى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال المدة أي بعد خصم المصاريف الإدارية واتعاب الإدارة.

وفيما يتعلق بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر يمثل العائد مقابل عنصر الزمن بما فيه العائد مقابل مخاطر التضخم فإن بسط المعادلة التي قدمها يمثل متوسط معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في مقابل المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار أو ما يسمى بعلاوة المخاطرة (Risk Premium) طالما خصمنا من العائد على الاستثمار (R) العائد مقابل عنصر الزمن (TR) وإذا أخذنا في الحسبان أن المخاطر التي تتضمنها المعادلة هي المخاطر الكلية

(total risk) أي المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة فإن ناتج المعادلة يمثل العائد في مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق.

ب- مقياس تريينور

يؤكد مقياس تريينور على أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنوع البسيط أن يتخلص من المخاطر الخاصة الأوراق غير المنتظمة ويقصد بالتنوع البسيط تشكيل محفظة الأوراق المالية من حوالي عشر الأوراق مالية مختارة عشوائياً ويقضى المقياس بأن التخلص من المخاطر غير المنتظمة من خلال الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة بمعنى أن مقياس مخاطر صناديق الاستثمار ينبغي أن يتمثل في معامل بيتا (beta coefficient) وليس في الانحراف المعياري. فإن المؤشر يقاس وفق المعادلة الآتية:-

$$T = \frac{TR - RF}{B}$$

اذ ان TR <----- متوسط معدل العائد على الاستثمار
RF <----- متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر
B <----- هي مقياس لتقلب العائد على المحفظة بالنسبة للعائد على السوق ككل.

$$Bi = \frac{P \text{ im } \sigma \text{ l } \sigma \text{ m}}{\sigma \text{ 2m}}$$

Pim <----- تمثل الارتباط بين العائد على محفظة السوق والعائد على الصندوق
σ l <----- الانحراف المعياري لعائد الصندوق
σ m <----- الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق
(σ 2m) <----- تباين عائد محفظة السوق

حيث تقاس المخاطر وفق مقياس شارب بالانحراف المعياري وهو ما يعني افتراض عدم القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة.

اما وفقاً لمقياس تريينور فإن المخاطر تقاس بمعامل بيتا وهو ما يعني القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة مما يؤدي الى استعمال نموذج تريينور كمقياس لأداء صناديق الاستثمار.

أذ ان صناديق الاستثمار تتكون من عدد من الأوراق المالية فكلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما كان ذلك مؤشراً أفضل للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق (Archer,et.al,1983:110) .

المبحث الثالث

عرض وتحليل النتائج ومناقشتها

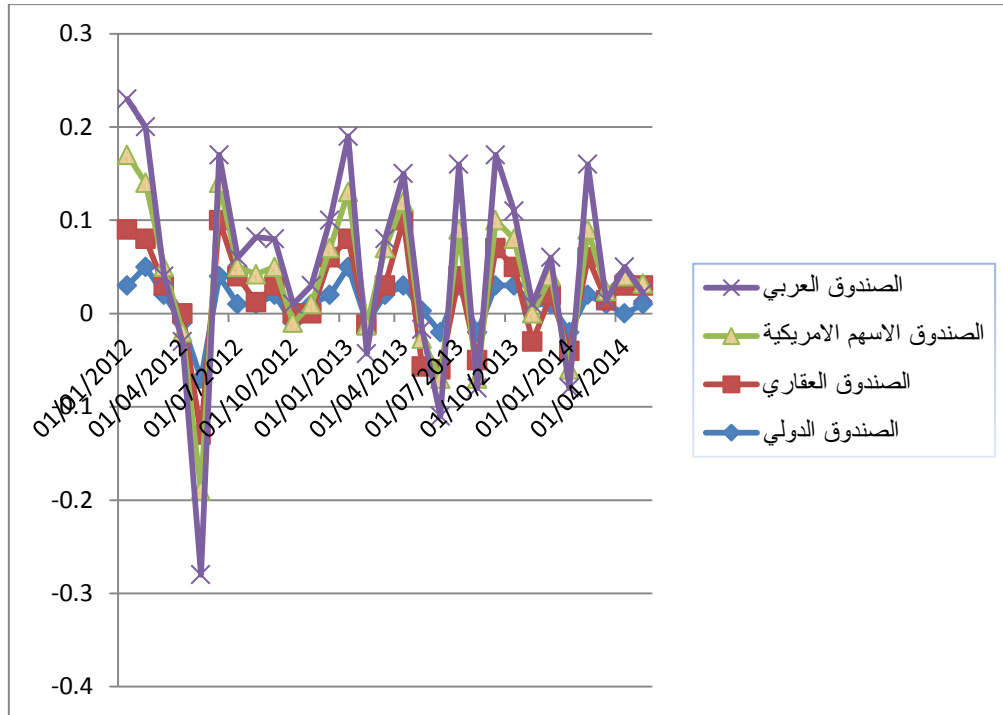
أ- تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار

يتبين من خلال الجدول (2) والشكل (1) أن متوسط عوائد صندوق الدولي قد بلغ (0.010) وبانحراف معياري قدرة (0.025) ومعامل اختلاف قدرة (2.5) كما يتضح من خلال التحليل أن أعلى قيمة قد سجلت في (2012/2/28) و(2013/1/31) وبلغت (0.05) في حين سجلت أدنى قيمة في (2012/5/31) وبلغت (-0.07). ويتبين أن متوسط عوائد صندوق العقاري العالمي قد بلغ (0.010) وبانحراف معياري قدرة (0.033) ومعامل الاختلاف قدرة (3.3) ، كما يتضح من خلال التحليل أن أعلى قيمة قد سجلت في (2013/4/30) وبلغت (0.07) في حين سجلت أدنى قيمة في (2012/5/31) و(2013/5/31) وبلغت (-0.06) ويتبين أن متوسط عوائد صندوق الأسهم الأمريكية قد بلغ (0.017) وبانحراف معياري قدرة (0.028) ومعامل اختلاف قدرة (1.64)، كما يتضح من خلال التحليل أن أعلى قيمة قد سجلت في (2012/1/31) وبلغت (0.08) في حين سجلت أدنى قيمة في (2012/5/31) وبلغت (-0.06) تبين أن متوسط عوائد صندوق العربي قد بلغ (0.016) وبانحراف معياري قدرة (0.037) ومعامل اختلاف قدرة (2.31)، كما يتضح من خلال التحليل أن أعلى قيمة قد سجلت في (2013/7/31) و(2013/9/30) و(2014/2/28) وبلغت (0.07) في حين سجلت أدنى قيمة في (2012/5/31) وبلغت (-0.09) ويلاحظ تذبذب العوائد بين مدة وأخرى نتيجة ارتفاع وانخفاض الأسعار في أسواق الأوراق المالية .

جدول (2)

عوائد الصناديق

المدة	العوائد			
	الرياض	العقاري	الاسهم الامريكية	العربي
2012/1/31	0.03	0.06	0.08	0.06
2012/2/28	0.05	0.03	0.06	0.06
2012/3/31	0.02	0.01	0.02	-0.01
2012/4/30	-0.01	0.01	-0.02	-0.01
2012/5/31	-0.07	-0.06	-0.06	-0.09
2012/6/30	0.04	0.06	0.04	0.03
2012/7/31	0.01	0.03	0.01	0.01
2012/8/31	0.01	0.002	0.03	0.04
2012/9/30	0.02	0.01	0.02	0.03
2012/10/31	-0.01	0.01	-0.01	0.02
2012/11/30	0.01	-0.01	0.01	0.02
2012/12/31	0.02	0.04	0.01	0.03
2013/1/31	0.05	0.03	0.05	0.06
2013/2/28	-0.01	-0.002	-0.001	-0.03
2013/3/31	0.02	0.01	0.04	0.01
2013/4/30	0.03	0.07	0.02	0.03
2013/5/31	0.003	-0.06	0.03	0.01
2013/6/30	-0.02	-0.04	-0.01	-0.04
2013/7/31	0.03	0.01	0.05	0.07
2013/8/31	-0.02	-0.03	-0.02	-0.01
2013/9/30	0.03	0.04	0.03	0.07
2013/10/31	0.03	0.02	0.03	0.03
2013/11/30	0.01	-0.04	0.03	0.01
2013/12/31	0.01	0.01	0.02	0.02
2014/1/31	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
2014/2/28	0.02	0.04	0.03	0.07
2014/3/31	0.01	0.004	0.01	-0.01
2014/4/30	0	0.03	0.01	0.01
2014/5/31	0.01	0.02	0.002	-0.01
المتوسط الحسابي	0.010	0.010	0.017	0.016
الانحراف المعياري	0.025	0.033	0.028	0.037
معامل الاختلاف	2.5	3.3	1.64	2.31



شكل (1)
تقلب عوائد الصناديق

ب- ترتيب الأهمية النسبية وفق معامل الاختلاف والوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير عوائد الصناديق :

لغرض ترتيب الأهمية النسبية لمتغير عوائد الصناديق جرى استخدام معامل الاختلاف ، بالاعتماد على الوسط الحسابي والانحراف المعياري، والجدول (3) يوضح أن صندوق الأسهم الأمريكية احتل المرتبة الأولى مقارنة مع باقي الصناديق ، إذ بلغ الوسط الحسابي (0.017) والانحراف المعياري (0.028) وكان معامل الاختلاف قد بلغ (1.64)، أما صندوق العربي قد احتل المرتبة الثانية إذ بلغ الوسط الحسابي (0.016) والانحراف المعياري (0.037) وكان معامل الاختلاف (2.31)، أما صندوق الدولي قد احتل المرتبة الثالثة إذ بلغ الوسط الحسابي (0.010) والانحراف المعياري (0.025) وكان معامل الاختلاف (2.5)، أما صندوق العقاري قد احتل المرتبة الرابعة إذ بلغ الوسط الحسابي (0.010) والانحراف المعياري (0.033) وكان معامل الاختلاف (3.3).

جدول (3)
ترتيب الأهمية لمتغير عوائد الصناديق

اسم الصندوق	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	ترتيب الأهمية
الأسهم الأمريكية	0.017	0.028	1.64	الأول
العربي	0.016	0.037	2.31	الثاني
الدولي	0.010	0.025	2.5	الثالث
العقاري	0.010	0.033	3.3	الرابع

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على النتائج الاحصائية

ج- تقييم أداء الصناديق باستخدام مقاييس الأداء (الأسلوب البسيط ، شارب، تر ينور)

1- تقييم أداء صناديق الاستثمار باستخدام الأسلوب البسيط

يتبين من خلال الجدول (4) وباستخدام مقياس الأسلوب البسيط أن أعلى معدل عائد على الاستثمار قد تحقق في الصندوق الأمريكي بقيمة قدرها (0.017) وأن أدنى معدل عائد على الاستثمار قد تحقق في صندوق الدولي وبقيمة (0.010) ، و(0.010) في العقاري العالمي .

جدول (4)

تقييم أداء صناديق الاستثمار باستخدام الأسلوب البسيط

اسم الصندوق	RI	مدير الصندوق
الأسهم الأمريكية	0.017	شركة الرياض المالية
العربي للأسهم الأوربية	0.016	شركة العربي الوطني للاستثمار
الدولي	0.010	شركة الرياض
العقاري العالمي	0.010	=

المصدر: من اعداد الباحثين

2- أسلوب مؤشر شارب

يتبين من الجدول (5) وباستخدام مؤشر شارب أن أعلى معدل عائد على الاستثمار قد تحقق في صندوق العربي للأسهم الأوربية بقيمة قدرها (-5.24) وبانحراف معياري بلغ (0.037) ، ويليه صندوق العقاري العالمي بمعدل عائد قدرة (-6.13) وبانحراف معياري بلغ (0.033) ، ثم صندوق الأسهم الأمريكية بمعدل عائد قدرة (-7.14) وبانحراف معياري بلغ (0.028) ، ويليه صندوق الدولي بمعدل عائد قدرة (-8) وبانحراف معياري (0.025)، وتدل هذه النتائج على سوء الإدارة وعدم احترافها في مجال صناديق الاستثمار وعدم توافر الخبرة الكافية لإدارة الموجودات الاستثمارية .

جدول (5)

تقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر شارب

اسم الصندوق	S	الانحراف المعياري
العربي للأسهم الأوربية	-5.24	0.037
العقاري العالمي	-6.13	0.033
الأسهم الأمريكية	-7.14	0.028
الدولي	-8	0.025

المصدر : من اعداد الباحثين

3- أسلوب تر ينور

يتبين من خلال الجدول (6) باستخدام أسلوب تر ينور ان أعلى معدل عائد على الاستثمار قد تحقق في صندوق العربي بقيمة قدرها (-0.31) وبمعامل B بلغ (0.622) ، ويليه صندوق الدولي بمعدل عائد قدرة (-0.47) وبمعامل B بلغ (0.425) ، ثم صندوق العقاري بمعدل عائد قدرة (-0.70) وبمعامل B بلغ (0.286) ، ويليه صندوق الأسهم الأمريكية بمعدل عائد قدرة (-0.77) وبمعامل B بلغ (0.251) ، مما يدل على ان مؤشر تر ينور بالنسبة للصناديق قد اخفق في تحقيق العائد وذلك يرجع أما لسوء ادارة الصناديق أو عدم توافر الخبرة الكافية من قبل مديري الصناديق .

جدول (6)

تقييم أداء صناديق الاستثمار باستخدام أسلوب تر ينور

اسم الصندوق	S	B
العربي	-0.31	0.622
الدولي	-0.47	0.425
العقاري المالي	-0.70	0.286
الأسهم الأمريكية	-0.77	0.251

RF:0:21

المصدر / من اعداد الباحثين

د- تحليل العلاقات بين عوائد الصناديق الاستثمارية وبين مؤشر السوق

لغرض تحليل العلاقات الارتباط بين عوائد الصناديق الاستثمارية لعينة البحث وبين مؤشر سوق الأوراق المالية السعودية تم استخدام الأسلوب الاحصائي المعروف بمعامل الارتباط (Person Correlation Metric x) وذلك بهدف التعرف على طبيعة الارتباطات فيما بين عوائد مؤشر السوق وعائد الصندوق وتحديد مدى تجاذبها وتقاربها من تنافرها وتباعدها مقابل مؤشر المعنوية للصناديق الموضحة نتاجه في جدول (7) إذ أظهرت نتائج التحليل الكلية أن من أصل (4) صناديق في التصنيف لعينة الدراسة يلاحظ خلال مدة الدراسة وجود ارتباط معنوي بين (3) صناديق منها وبين مؤشر

السوق إذ تبين وجود ارتباط معنوي بين عوائد الصندوق الدولي ومؤشر السوق إذ بلغ معامل الارتباط (0.624) بمستوى معنوية (0) وهي أقل من (0.01) وهي قيمة تعكس قوة العلاقة بين المتغيرين وهذا يعني أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين عوائد صندوق الدولي ومؤشر السوق ، كذلك تبين وجود ارتباط معنوي بين عوائد صندوق الاسهم الأمريكية ومؤشر السوق إذ بلغ معامل الارتباط (0.654) بمستوى معنوية (0) وهي أقل من (0.01) وهي قيمة تعكس قوة العلاقة بين المتغيرين وهذا يعني أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين عوائد صندوق الاسهم الأمريكية ومؤشر السوق ، تبين وجود ارتباط معنوي بين عوائد الصندوق العربي ومؤشر السوق إذ بلغ معامل الارتباط (0.522) بمستوى معنوية (0.004) وهي أقل من (0.01) وهي قيمة تعكس قوة العلاقة بين المتغيرين وهذا يعني هناك علاقة ارتباط موجبة بين عوائد صندوق العربي ومؤشر السوق ومن أصل (4) صناديق يلاحظ انخفاض (1) صندوق منها في الأداء تمثل في صندوق العقاري العالمي تبين لا يوجد ارتباط معنوي بين عوائد صندوق العقاري ومؤشر السوق إذ بلغ معامل الارتباط (0.311) بمستوى معنوية (0.107) أعلى من (0.05) وهي قيمة تعكس ضعف العلاقة بين المتغيرين وهذا يعني لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين صندوق العقاري ومؤشر السوق .

جدول (7)

قياس علاقات الارتباط بين عوائد الصناديق ومؤشر السوق

Sig	درجة الارتباط	الارتباط بين المتغيرات
0	0.624	مؤشر السوق & عوائد الصندوق الدولي
0.107	0.311	مؤشر السوق & عوائد الصندوق العقاري العالمي
0	0.654	مؤشر السوق & عوائد صندوق الأسهم الأمريكية
0.004	0.522	مؤشر السوق & عوائد صندوق العربي للأسهم الأوربية

المصدر / نتائج التحليل الاحصائي

نتائج اختبار T-test

تم إجراء اختبار (T-test) وذلك لعينتين مستقلتين ، تتمثل أولاهما في عوائد صناديق الاستثمار ، اما الأخرى فتتمثل في عائد السوق ، حيث يمثل الفرق بين عوائد العينتين بدل الاحتراف الذي يسعى الى قياسه واختباره فإذا ما كشفت نتائج الاختبار عن تفوق أداء العينة الأولى (الصناديق) على أداء العينة الثانية (السوق) يدل ذلك على قدرة ادارة تلك الصناديق على تحقيق قيمة موجبة لبدل الاحتراف ، والعكس صحيح اذا تفوق أداء السوق على أداء الصناديق يدل على ضعف قدرة ادارة تلك الصناديق على تحقيق الاحتراف . وسوف يعتمد في الاختبار على مقارنة العائد الشهري لكل صندوق على حدة من صناديق العينة (4 صناديق) ، وذلك خلال المدة ابتداء من 2012/1/31 الى 2014/5/31 أي لمدة (29) شهر بعائد السوق الشهري لذات المدة . يبين نتائج الاختبار عند مقارنة العائد لعينة صناديق الاستثمار مع العائد للمؤشر العام لسوق المال ، والمحسوب على اساس بيانات المتوسط الشهري لقيم المدة الكلية للتقييم ، باستخدام اختبار (T-test) اتضح عدم وجود فروق معنوية لكافة صناديق العينة وبين أداء السوق إذ أشارت قيم المقارنة الى تفوق أداء مؤشر السوق على هذه الصناديق ولغرض ذلك فقد وضعت الفرضية الرئيسية في اختبار T بين المتغيرات المبحوثة : وهي كما يأتي :-

اختبار T-test بين عوائد الصناديق ومؤشر السوق نصت الفرضية الرئيسية وهي فرضية العدم على أنه (لا تستطيع الادارة المحترفة المشرفة على محافظ صناديق الاستثمار من تحقيق عائد يفوق عائد السوق أي تحقيق بدل الاحتراف).

1- اختبار T-test بين عوائد الصندوق الدولي ومؤشر السوق

يتبين من خلال جدول (8) أن قيمة (T) المحسوبة (1.112) وهي أقل من قيمة (T) الجدولية (1.703) عند مستوى معنوية (0.05) وبما أن T المحسوبة أقل من T الجدولية لذلك نقبل H_0 (فرضية العدم) ونرفض H_1 (الفرضية البديلة) أي عدم وجود فروق معنوية بين صندوق الدولي ومؤشر السوق إذ أشارت قيم المقارنة الى تفوق أداء مؤشر السوق على أداء صندوق الدولي وهي قيمة تعكس ضعف ادارة صندوق الدولي على تحقيق الاحتراف .

جدول (8)

اختبار T-test بين عوائد صندوق الدولي ومؤشر السوق

الصندوق	Mean	S.D	Sig	T
الدولي	0.005	0.028	0.276	1.112

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد على مخرجات البرنامج الاحصائي (spss) ، N:29 ، sig:0.05

2- اختبار T-test بين عوائد الصندوق العقاري ومؤشر السوق

يتبين من خلال جدول (9) أن قيمة (T) المحسوبة (0.9) أقل من قيمة (T) الجدولية (1.703) عند مستوى معنوية (0.05) وبما أن (T) المحسوبة أقل من (T) الجدولية لذلك نقبل H_0 (فرضية العدم) ونرفض H_1 (الفرضية البديلة) أي عدم وجود فروق معنوية بين صندوق العقاري ومؤشر السوق إذ أشارت قيم المقارنة الى تفوق أداء مؤشر السوق على أداء صندوق العقاري وهي قيمة تعكس ضعف ادارة صندوق العقاري على تحقيق الاحتراف .

جدول (9)

اختبار T-test بين عوائد صندوق العقاري ومؤشر السوق

الصندوق	Mean	S.D	Sig	T
العقاري	0.007	0.041	0.376	0.9

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد على مخرجات البرنامج الاحصائي (spss) ، N:29 ، sig:0.05

3- اختبار T-test بين عوائد صندوق الاسهم الامريكية ومؤشر السوق

يتبين من خلال جدول (10) أن قيمة (T) المحسوبة (-0.197) أقل من قيمة (T) الجدولية (1.703) عند مستوى معنوية (0.05) وبما أن (T) المحسوبة أقل من (T) الجدولية لذلك نقبل H_0 (فرضية العدم) ونرفض H_1 (الفرضية البديلة) أي عدم وجود فروق معنوية بين صندوق الاسهم الامريكية ومؤشر السوق إذ أشارت قيم المقارنة الى تفوق أداء مؤشر السوق على أداء صندوق الاسهم الامريكية وهي قيمة تعكس ضعف ادارة صندوق الاسهم الامريكية على تحقيق الاحتراف .

جدول (10)

اختبار T-test بين عوائد صندوق الأسهم الأمريكية ومؤشر السوق

الصندوق	Mean	S.D	Sig	T
الاسهم السعودية	-1.04	0.027	0.845	-0.197

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد على مخرجات البرنامج الاحصائي (spss) ، N:29 ، sig:0.05

4- اختبار T-test بين عوائد صندوق العربي ومؤشر السوق

يتبين من خلال جدول (11) أن قيمة (T) المحسوبة (-0.053) أقل من قيمة (T) الجدولية (1.703) عند مستوى معنوية (0.05) وبما أن (T) المحسوبة أقل من (T) الجدولية لذلك نقبل H_0 (فرضية العدم) ونرفض H_1 (الفرضية البديلة) أي عدم وجود فروق معنوية بين صندوق العربي ومؤشر السوق إذ أشارت قيم المقارنة الى تفوق أداء مؤشر السوق على أداء صندوق العربي وهي قيمة تعكس ضعف ادارة صندوق العربي على تحقيق الاحتراف .

جدول (11)

اختبار T-test بين عوائد صندوق العربي ومؤشر السوق

الصندوق	Mean	S.D	Sig	T
العربي	-3.57	0.035	0.958	-0.053

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد على مخرجات البرنامج الاحصائي (spss) ، N:29 ، sig:0.05

المبحث الرابع

الاستنتاجات

يختص هذا المبحث في تحديد عدد من الاستنتاجات المستنبطة من الجانب النظري التي توصل اليها الباحثان ، كذلك من الاسئلة التي طرحت في مشكلة الدراسة ، وكذلك استنادا الى نتائج تحليل الجانب العملي ، وكما يأتي :-

- 1- وجود تباين واضح في وجهات نظر الكتاب والباحثين حول مفهوم صناديق الاستثمار ، وأنواعه، ومدائل دراسته .
- 2- تسهم صناديق الاستثمار مساهمة كبيرة في تجميع مدخرات الافراد واستثمارها في الاوراق المالية بما يعود بالفائدة على المستثمرين وشركات الاستثمار في تشييط ودعم الاقتصاد الوطني.
- 3- يرجع نجاح أداء صناديق الاستثمار بدرجة كبيرة الى مهارة وخبرة مدير الاستثمار فعادة ما يقرن المستثمرون تميز أداء صناديق الاستثمار وراء تميز أداء الادارة.
- 4- تبين وجود علاقة ارتباط معنوية قوية بين عوائد (3) صناديق استثمارية وبين مؤشر السوق وكانت هذه العلاقة موجبة ، مما يعني ان عوائد الصناديق تتحرك ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً لحركة عوائد مؤشر سوق الوراق المالية .
- 5- اظهرت نتائج البحث أن هناك تبايناً في تقييم أداء صناديق الاستثمار مع تباين الاساليب الكمية المستخدمة في هذا التقييم والمتمثلة بمعدل العائد البسيط ومؤشري شارب وتر ينور .
- 6- أظهرت نتائج اختبار (T) عدم وجود فروق معنوية بين أداء الصناديق وأداء مؤشر السوق ، وهذا يعني عدم تفوق أداء صناديق عينة البحث على أداء المؤشر العام لمحفظة السوق، ومن ثم عدم قدرة اي من مديري هذه الصناديق على تحقيق ما يعرف ببديل الاحتراف اي (قدرة ادارة الصناديق الاستثمارية على تحقيق عوائد تفوق عوائد مؤشر السوق).

التوصيات

- يضع الباحثان مجموعة من التوصيات بين أيدي المسؤولين وأصحاب القرار والباحثين ومن يعنيه الأمر استنادا على ما جاء من استنتاجات ، وكالاتي:-
- 1- توصي الباحثة بإنشاء صناديق استثمارية في العراق لما لهذه الصناديق من اهمية كبيرة في تعزيز الوعي الادخاري لدى صغار المستثمرين ولما لهذه الصناديق من دور في تعزيز نشاط سوق العراق للأوراق المالية وزيادة درجة السيولة فيها .
 - 2- الاستفادة من الخبرات والكوادر المتخصصة المتاحة في شركات الاستثمار المالي العاملة في العراق في تأسيس صناديق استثمار متنوعة تتناسب مع التفضيلات المتنوعة للمستثمرين.
 - 3- اعادة النظر في مكونات المحافظ الاستثمارية للصناديق ومعرفة أسباب تدني أدائها ، او عدم قدرتها على تحقيق فروق معنوية بين أداء الصناديق، وبين أداء محفظة المؤشر العام للسوق.
 - 4- زيادة التراخيص اللازمة لإنشاء المزيد من الصناديق والعمل على تشجيع المنافسة بين تلك الصناديق ومن ثم تخفيض تكاليف المعاملات .
 - 5- دعم الدور الرقابي على نشاط صناديق الاستثمار وتشكيل جهة متخصصة ومستقلة عن ادارة الصناديق ، لمتابعة وتقييم أداء الصناديق بصفة دورية ، ونشر ما توصلت اليه في صورة تقارير لتوعية جمهور المستثمرين والمتعاملين في السوق لإتاحة الفرصة امامهم لمتابعة نشاط تلك الصناديق من ناحية ، ولدعم الثقة في نتائج أعمالها من ناحية اخرى.
 - 6- ينبغي على ادارة الصناديق مراجعة ادائها وتحديد اهم الثغرات التي ادت الى عدم استطاعتها في تحقيق بدل الاحتراف التي أشارت اليها نتائج اختبار -T- ، والبحث عن المسببات ومعالجتها بسرعة قصوى كضرورة ملحة كون أن الهدف الاساس للمستثمرين في الصناديق هو تحقيق عوائد لأموالهم التي استثمروها .

أولاً : المصادر العربية

أ- التقارير والنشرات

- 1- التقرير الاقتصادي الصادر عن البنك المركزي السعودي للمدة (2012- 2014).
- 2- التقرير السنوي لسوق الاوراق المالية السعودية للمدة (2012- 2014).

ب- الكتب

- 1- أسعد ، رياض ، " تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار " ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان ، الأردن، 2004 .
- 2- الحسيني ، أحمد حسن ، " صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي " ، مؤسسة شباب الجامعة ، ط1 ، الإسكندرية ، مصر، 1999 .
- 3- حنفي ، عبد الغفار ، " البورصات اسهم وسندات وصناديق الاستثمار " المكتب العربي الحديث ، القاهرة ، 1995 .
- 4- عبد الحميد ، عبد المطلب ، " صناديق الاستثمار والياتها " ، دار التعليم الجامعة ، ط1 ، القاهرة ، مصر، 2010 .
- 5- عبد الحي ، هشام احمد ، " الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية " ، دار المعارف ، ط1، الإسكندرية ، مصر، 2011 .
- 6- عصران ، عصران جلال ، " تقييم اداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الاوراق المالية " ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، مصر، 2010 .
- 7- مبروك ، نزية عبد المقصود ، " صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي " ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر، 2006 .
- 8- موسى ، شقيري نوري ، وآخرون ، " ادارة الاستثمار " ، دار المسيرة ، ط1 ، عمان ، الاردن ، 2012.
- 9- النفيسة ، عبد الرحمن بن عبد العزيز، " صناديق الاستثمار – دراسة تطبيقية مقارنة" ، دار النفائس للنشر ، ط1 ، عمان ، الأردن، 2010 .
- 10- الهندي ، منير ابراهيم ، " ادارة الاسواق والمنشأة المالية " ، دار المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2002 .
- 11- الهندي ، منير ابراهيم ، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) " ، ط2 ، جامعة طنطا ، 2006.
- 12- ياسين ، محمد يوسف ، " عمليات البورصة تنازع القوانين- اختصاص المحاكم " ، منشورات الحلبي الحقوقية ، ط1 ، بيروت ، لبنان، 2004 .

ج. الأطاريح والرسائل الجامعية

- 1- الشبلي ، يوسف عبد الله ، " الخدمات الاستثمارية في المصارف واحكامها في الفقه الإسلامي " ، اطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك بن سعود الرياض ، السعودية ، 2005.
 - 2- الصالحي ، سعاد عويد عوني ، " تحديد متطلبات انشاء وإدارة صناديق الاستثمار في العراق " ، رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد، 2010 .
 - 3- المسعودي ، حامد محسن جداح ، " دور صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية في مصر وامكانية اقامتها في العراق " ، رسالة دبلوم عال (معدل للماجستير) في المصارف ، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية ، جامعة بغداد ، 2009 .
- د- المقالات والدوريات والبحوث العربية
- 1- جركس ، ابراهيم احمد ، " نحو انشاء صناديق الاستثمار في العراق " مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد 9 ، العدد 13 ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد، 2002 .
 - 2- خطاب ، سامي ، " المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الاسهم وصناديق الاستثمار" ، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع ، ابو ظبي ، 2007.
 - 3- حمودة ، مختار أحمد ، " صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل برنامج توسيع قاعدة الملكية وتنمية الأنشطة الاقتصادية " ، الندوة الوطنية الأولى حول التحديات التي تواجهه القطاع المصرفي وأفاق تطويره ، طرابلس ، ليبيا، 2006 .
 - 4- مؤسسة نيهومباشي كابايا ، " ندوة الودائع الاستثمارية " ، طوكيو ، اليابان ، 1989 .

ثالثاً : المصادر الأجنبية

A: books :

- 1- Archer, Stephen., G. Marce choate and George Recite, " Financial Management " , 2nd ed., N.Y. John Willey and s Sons, 1983.
- 2- Bodie , Zvi, Kane, & Marcus , Alan J., " Investment and portfolio management " , 7th ed. , Ivawin, McGraw -hill ,2008.
- 3- Bodie , Zvi - Kane , Ale X., & Marcus, Alan, " Investment and portfolio management" , 9th Ed. , mc Graw - Hill ,U.S.A , 2011.
- 4- Fadillah , Mansour &M.Ishaq, "The Performance of Is lamic mutual fund:The Malaysian Case" the 14th Annual Banking and finance con faience, Melbourne university,2009.
- 5- Giles , et al marks t., " managing collective Investment funds " , 2th ed. , John Wiley Edition , England, 2003.

- 6- Jones Charles p., " Investments Analysis and management " John Wiley and sons Inc., 2004.
- 7- Levy, Haim , Post, Thierry, " Investment " , Prentice – Hall ,Malaysia, 2005.
- 8- Mayo, Herbert B., " Financial Institutions, Investment and management " , 7th Ed., Harcourt, Inc., 2001.
- 9- 44 1444444
- 10- Roberte, Yasuyuki Fuchit E., "the futhre of mutual funds brookings" , institution press, 2008.
- 11- Sharpe , W. , " Portfolio theory & Capital markets " , mc Graw-Hill , 2000.
- 12- Sharpe ,William F., Alexander, Gordon J. , Baily, Jeffery V., "Investment" prentice Hall, New Jersey, 6th Ed., 2006.
- 13- Williams Ellie , " Investors desk reference " , the McGraw-Hall companies, Inc., 2001.

B: Articles & Journal :

- 1- Adkisson,J.A., Fraser Don R, " Reading the stars : Age bias in Morningstar ratings " , Financial Analysts Journal. , Charlottesville, Vol:59, Iss.5,p:24,2003.
- 2- Dayet yawing , Theodore E . " Investing rating under per Formance By mutual Funds Port Folios " ,Journal of Finance,Vol: 51.Iss.2,p:128,2005.
- 3- German,H. , Rake tomalley ,C., "Distortion risk measures For hadge fund " , Journal of Risk management in financial Institution, Vol:4, No:3,p: 286-300, 2011.
- 5- Glenn Brian , J.,& Patrick Thomas, " The Mechanics Behind Investment Funds : Why Closed-end Funds Provide Superior Returns" , Managerial Finance , Vol:30, Iss.12,p:86,2004.
- 6- Michael, Cooper J., "Mutual funds Name changes and their Effect son fund flows" Purdue university ,Economics and management Journal Vol:13,Iss.2,p:120
- 7- Richard J But timer, David C Hyland, Anthony B Sanders , "Rets, Ipo Waves and Long-Run " , Performance Real Estate Economics. Bloomington,Vol:33,Iss.1, p:51,2007.
- 8- Rob Bauer , Keas Kodiak , Roger Often," International evidence on ethical mutual fund performance and investment style" ,Journal of Banking &Finance Vol:29, p:1751-1767 ,2009.
- 9- Vincent A, war the. "A sharp Decline to Stocks Along With The real estate Mortgage Crisis" , Journal of Finance Economics ,Vol: 80 ,Iss.2,p:2,2007.

.....
.....
.....