

# أثر صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2014-2005

## The impact of mutual funds on activating the Jordanian stock market during the period 2005-2014

محسن سميرة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة قسنطينة 2 - عبد الحميد مهري

### Abstract:

The present research aims at clarifying the role of mutual funds in activating the Jordanian Capital Market through the use of the appropriate statistical methods, we investigate the impact of funds number and volume, as the independent variables, on the indexes of the Jordanian Capital Market's performance, as the dependent variables.

The study displays that, on the one hand, the number of mutual funds affects two important indexes in the Jordanian Capital Market; namely, value traded and turnover ratio.

On the other hand, their volume, i.e. mutual funds' volume, has an impact on a number of listed companies This finding enables the researcher to conclude that the Jordanian mutual funds play a role in activating, even partially, the Jordanian Capital Market; since it did not reach, yet, the degree to which it impacts on another number of indexes of market performance.

The paper bestows commendation on a better marketing for mutual funds inside and outside Jordan. This process will be able to utilize lots of money. Thereupon, stimulate established investment which plays an important role in activating the bourse of Amman.

**Key words:** impact, mutual funds, activating, Jordanian Capital Market.

### ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني. وذلك من خلال اعتماد الأساليب الإحصائية المناسبة لدراسة أثر عدد هذه الصناديق وحجمها، باعتبارها متغيرات مستقلة، على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردني، باعتبارها متغيرات تابعة.

وقد توصلت الدراسة إلى أن عدد صناديق الاستثمار يؤثر في مؤشرين مهمين في سوق الأوراق المالية الأردني هما حجم التداول ومعدل دوران السهم. أما حجمها فيؤثر في عدد الشركات المدرجة. وهو ما سمح للباحث بالحكم على أن صناديق الاستثمار الأردنية تساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني. ولو كان ذلك بشكل جزئي، إذ لم تصل بعد إلى التأثير في عدد آخر من مؤشرات أداء السوق.

وأوصت الدراسة بضرورة التسويق لصناديق الاستثمار في داخل الأردن وخارجها، من أجل توظيف أموال كبيرة، وبالتالي المساهمة في تعزيز الاستثمار المؤسسي داخل بورصة عمان، والذي يلعب دورا هاما في تفعيلها.

**الكلمات المفتاحية:** أثر صناديق الاستثمار، تفعيل،

سوق الأوراق المالية الأردني

تعتبر صناديق الاستثمار تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية، ليناسب كل منها أهداف فريق معيّن من المستثمرين المحتملين. وهي تلائم صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الموارد المالية، أو الخبرة الكافية، أو الوقت المتاح لمتابعة استثماراتهم. حيث توفر إدارة صناديق الاستثمار الخبرات اللازمة لتحقيق أقصى فائدة ممكنة من استثمارات الصندوق، الشيء الذي ما كان لصغار المستثمرين تحقيقه من الاستثمار المباشر في الأسواق المالية. ولذلك فإنّ خبراء المال والاقتصاد يعلقون آمالا كبيرة على صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال تعبئتها لمخدرات صغار المستثمرين.

### إشكالية الدراسة:

تتمثل إشكالية الدراسة في محاولة إبراز أهمية صناديق الاستثمار والأثر الذي تمارسه في سوق الأوراق المالية، وخاصة سوق الأوراق المالية بالأردن، وبالتحديد تسعى هذه الدراسة للإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

هل تؤثر صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني من خلال تأثيرها في كل مؤشرات أدائه الأساسية (القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة، حجم التداول، ومعدل دوران السهم)؟

### والأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو واقع صناديق الاستثمار في الأردن؟
- هل تؤثر صناديق الاستثمار في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردني؟
- هل تؤثر صناديق الاستثمار في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني؟
- هل تؤثر صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردني؟
- هل تؤثر صناديق الاستثمار في معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية الأردني؟

### هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وبالتالي مدى مساهمتها في تفعيله. وذلك بالتطبيق على سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2014.

## متغيرات الدراسة:

تشمل الدراسة متغيرين مستقلين يخصص صناديق الاستثمار. وأربع متغيرات تابعة تخصص مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردني.

**المتغيرات المستقلة:** وهي المتغيرات الخاصة بصناديق الاستثمار وسنرمز لها بالرمز:  $X_i$

**عدد الصناديق:** في كل عام من أعوام الدراسة، ونرمز له  $X_1$

**حجم الصناديق:** ويعبر عن صافي موجودات الصناديق في كل عام من أعوام الدراسة

ونرمز له بالرمز  $X_2$

**المتغيرات التابعة:** وهي المتغيرات المتعلقة بأداء سوق الأوراق المالية، وسنرمز لها بالرمز:  $Y_i$

**القيمة السوقية:** تعبر عن قيمة الأسهم المدرجة في البورصة في كل عام من أعوام الدراسة،

ونرمز لها بالرمز  $Y_1$

**عدد الشركات المدرجة:** نرمز له بالرمز  $Y_2$  ويعبر عن عدد الشركات المدرجة في البورصة

في كل عام من أعوام الدراسة.

**حجم التداول:** نرمز له بالرمز  $Y_3$  ويعبر عن حجم الصفقات المبرمة في كل عام من

أعوام الدراسة.

**معدل دوران السهم:** يعبر عن قيمة تداول الأسهم المقيدة على رأس المال السوقي في

نهاية كل عام من أعوام الدراسة. ونرمز له بالرمز  $Y_4$

وقد وقع اختيار الباحثة على هذه المؤشرات دون غيرها - القيمة السوقية، وعدد الشركات

المدرجة، وحجم التداول، ومعدل دوران السهم - نظرا لأهميتها في الحكم على أداء سوق الأوراق

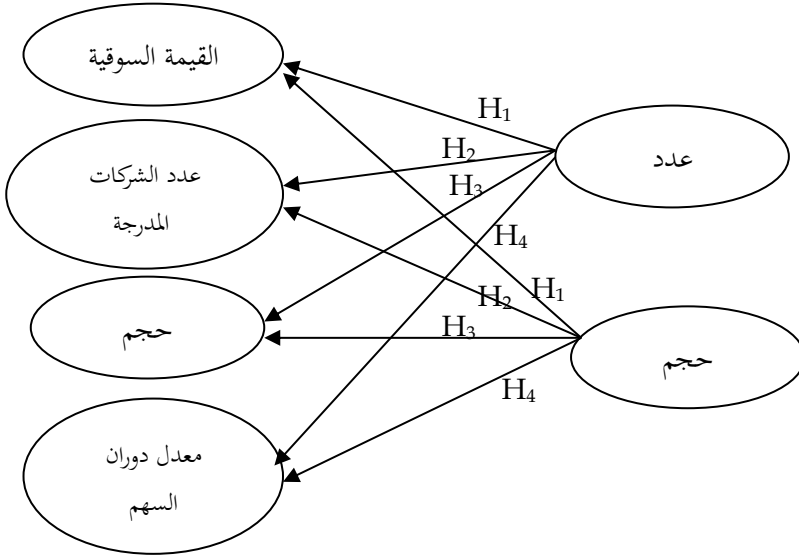
المالية.

## نموذج الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها تم تصوير نموذج عام للدراسة يبين كل من المتغيرات

التابعة والمتغيرات المستقلة، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (1): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة

فرضيات الدراسة

سنعمل في هذه الدراسة على اختبار صحة فرضيتين رئيسيتين:

الأولى: يؤثر عدد صناديق الاستثمار في كل مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردني الأساسية.

والتي تتفرع عنها أربع فرضيات جزئية هي:

- يؤثر عدد صناديق الاستثمار في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردني.
  - يؤثر عدد صناديق الاستثمار في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني.
  - يؤثر عدد صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردني.
  - يؤثر عدد صناديق الاستثمار في معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية الأردني.
- والثانية: يؤثر حجم صناديق الاستثمار في كل مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردني الأساسية.

والتي تتفرع عنها أيضا أربع فرضيات جزئية هي:

- يؤثر حجم صناديق الاستثمار في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردني.
- يؤثر حجم صناديق الاستثمار في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني.

- يؤثر حجم صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردني.
- يؤثر حجم صناديق الاستثمار في معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية الأردني.

### منهجية الدراسة:

للاوصول إلى تحقيق هدف هذه الدراسة سوف نستخدم المنهج الوصفي التحليلي، معتمدين على التقارير السنوية لصناديق الاستثمار، وكذا نشرات سوق الأوراق المالية الأردني.

### الفترة الزمنية:

تغطي الدراسة الفترة الزمنية الممتدة بين عامي 2005 و2014.

### الدراسات السابقة:

تناولت كثير من الدراسات موضوع صناديق الاستثمار، أهمها ما يلي:

دراسة عبد الرحمن مرعي بعنوان دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)<sup>(1)</sup>، تم في هذه الدراسة تقييم الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، ومن ثمّ تنشيط الاقتصاد، وذلك بالاعتماد على استبانة خلّلت بموجب الأساليب الإحصائية الملائمة، وكانت أهم نتيجة توصل إليها الباحث أنه يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار في سورية إلى تفعيل سوق الأوراق المالية، ومن ثمّ تنشيط الاقتصاد الوطني.

- دراسة شريط صلاح الدين، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات المركبة "ترينور" وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011<sup>(2)</sup>.

كان الهدف العام لهذه الدراسة هو تعريف وتقييم أداء صناديق الاستثمار المصرية، وذلك من خلال تقدير قيمة مؤشر ترينور باعتباره الأكثر تداولاً في السوق المصرية والعالمية، وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج من أهمها أن صناديق الاستثمار أثبتت نجاحها النسبي في السوق المصرية، وهي تعتبر أفضل وسيلة للاستثمار في الأوراق المالية، وأدائها يعتبر أفضل أداء مقارنة بأداء السوق، خاصة صناديق الاستثمار الإسلامية.

- دراسة غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق<sup>(3)</sup>، وهي دراسة نظرية كان الهدف منها التعرف على الصناديق الاستثمارية في الأردن، من حيث واقعها. وقد رأى الباحث أنها لا زالت غير قادرة على تأدية دورها الاقتصادي المرجو منها، في جذب مدخرات صغار المستثمرين، وتوفير البيئة الاستثمارية الملائمة لهم، خاصة بعد تجربتهم مع شركات التوظيف الوهمية، وقد أوصى بضرورة أن تسارع المصارف الإسلامية العاملة في الأردن إلى تبني

-دراسة شادي أحمد زهرة، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة التجربة المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سورية، رسالة دكتوراه، جامعة دمشق، 2010. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في مصر، ومدى إسهامها في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية. ومن أجل ذلك اختار الباحث مجموعة من المتغيرات المستقلة الخاصة بصناديق الاستثمار العاملة في مصر، ومجموعة من المتغيرات التابعة وهي متغيرات متعلقة بأداء سوق الأوراق المالية المصرية. وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج كان أهمها أن صناديق الاستثمار العاملة في مصر ساهمت إيجاباً في تنشيط الاستثمار والتعامل في سوق الأوراق المالية.

-Duong Thi Nhi, Les fond d'investissement : un instrument de soutien au développement économique du Vietnam, mémoire présenté comme exigence partielle de la maitresse université du Québec, Montréal, 2006

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن نموذج لصناديق الاستثمار يتلاءم والمجتمع الفيتنامي. حللت الدراسة المضمون الصوبيو اقتصادي للمجتمع الفيتنامي من أجل تقييم ملائمة إنشاء وتطوير صناعة صناديق الاستثمار. وفي النهاية اقترحت الدراسة سياسات وتوجيهات ونموذج لتطوير صناعة صناديق الاستثمار في الفيتنام. وقد استعمل الباحث لأجل ذلك المقاربات المؤسسية ل Michael Porter 1995 والمقاربات الصناعية ل Michael Porter أما أدوات البحث المستعملة فكانت تقنيات جمع المعطيات وتحليلها.

-Teerapan Supp A-Aim, Mutual fund performance in Emerging Markets: The case of Thailand, A Thesis submitted to the University of Birmingham for the degree of doctor, 2010.

تبحث هذه الدراسة في أثر خصائص صناديق الاستثمار على أدائها في الأسواق الناشئة، وذلك باستعمال مجموعة من المعطيات تخص أداء صناديق الاستثمار في تايلاند كدراسة حالة. وقد توصلت إلى أن كل من حجم، نوع، عمر، وسيولة الصناديق تؤثر في أدائها. أما صافي التدفقات النقدية فلم يكن له تأثير على أداء صناديق الاستثمار.

أما الدراسة الحالية فهي دراسة تطبيقية تعتمد الأساليب الإحصائية الملائمة، لإبراز العلاقة بين صناديق الاستثمار، ومؤشرات سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2014، وهي

أحدث فترة مقارنة بالدراسات السابقة، كما أنه لأول مرة يتم تناول صناديق الاستثمار في الأردن بهذه الطريقة، وقد وقع اختياري على الأردن كنموذج، لكون تجربة صناديق الاستثمار فيها حديثة.

### خطة الدراسة

للإجابة على تساؤلات هذه الدراسة سوف تتبع الخطة التالية:

أولاً: الإطار النظري لصناديق الاستثمار.

ثانياً: واقع سوق الأوراق المالية الأردني.

ثالثاً: واقع صناديق الاستثمار في الأردن.

رابعاً: دراسة أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية الأردني.

### أولاً: الإطار النظري لصناديق الاستثمار

نتناول في هذا العنصر صناديق الاستثمار بشكل عام، من حيث نشأتها ومفهومها وأنواعها، وأهميتها بالنسبة للمستثمر وبالنسبة للاقتصاد ككل.

### 1-نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار:

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة جداً، ومّرت بالعديد من التطوّرات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم، حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدئ بتنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا، وتحديداً في هولندا التي ظهر بها أوّل صندوق استثماري سنة 1822، تلتها إنجلترا في سنة (1870)، غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة سنة (1924)، وذلك حينما تمّ إنشاء أوّل صندوق في بوسطن باسم: (Masochists Investment trust)، على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية واستمرت بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها<sup>(4)</sup>.

وبالنسبة للعالم العربي فقد خاض التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، وقد جاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية، حيث بدأت تجربتها مع صناديق الاستثمار في عام 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن، والتي تمثلت في مصر والبحرين وعمّان في عام 1994، ثم المغرب في عام 1995، ثم لبنان في عام 1996 والأردن عام 1997 وتلتها مجموعة أخرى من الدول العربية<sup>(5)</sup>.

وتعرّف صناديق الاستثمار على أنها: «شركات استثمار تقوم بتجميع الأموال من

المستثمرين، وتوظيفها في الأسواق المالية، حيث يمتلك كل مستثمر حصة في الصندوق، سعر هذه الحصة هو مجموع صافي أصول الصندوق على عدد الحصص»<sup>(6)</sup>.

## 2- أنواع صناديق الاستثمار:

تصنف صناديق الاستثمار إما على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها، أو على أساس الهدف منها، أو على أساس تداول وثائقها.

فحسب المعيار الأول يمكن تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في خمس مجموعات صناديق الأسهم العادية وهي صناديق تستثمر بصفة رئيسية في أسهم الشركات، سواء كانت محلية أم دولية أم إقليمية<sup>(7)</sup> وصناديق السندات وتستثمر في حافظة مكونة من أوراق مالية ثابتة الدخل. وهي تختلف بشكل كبير بسبب وجود عدد كبير جدا من الأنواع المختلفة من السندات.<sup>(8)</sup> بالإضافة إلى الصناديق المتوازنة التي تتشكل محافظتها من مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية مثل السندات والأسهم الممتازة، وأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية (الكمبيالات)، وذلك بهدف التنوع، وتوزيع المخاطر، وتحقيق قدر معقول من الربحية<sup>(9)</sup>. وصناديق سوق النقد وهي صناديق تستثمر في تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، تسمى أدوات سوق النقد والتي قد تصل مدة استحقاقها إلى 90 يوما فقط، ولذلك تعتبر سيولتها عالية، كما أنها تكون صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية، فتحقق بذلك الأمان<sup>(10)</sup>. أما صناديق الاستثمار المتخصصة فتتركز على تشكيل المحفظة من أوراق مالية تابعة لقطاعات معينة، كقطاع التأمين مثلا<sup>(11)</sup>.

كما تصنف صناديق الاستثمار حسب المعيار الثاني إلى ثلاثة أنواع هي:

صناديق النمو وتكون عموما أقل استقرارا من صناديق الأنواع الأخرى، وكما يدل اسمها تشكل هذه الصناديق محافظتها من أسهم الشركات التي تتميز بمعدل عائد مرتفع<sup>(12)</sup>. وصناديق الدخل التي تشتمل تشكيلتها على سندات، وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة، توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة<sup>(13)</sup>. أما صناديق الدخل و النمو فهدفها، هو الحصول على مصدر دخل مستقر، وكذلك على معدل نمو معتدل، هذه الصناديق مناسبة جدا للحصول على دخل إضافي، دون التخلي كلياً عن معدل النمو<sup>(14)</sup>، وعادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية، ذات الدخل الثابت.

وأخيرا تصنف صناديق الاستثمار حسب المعيار الثالث إلى:

صناديق الاستثمار المفتوحة ويمكن فيها للمستثمر شراء وثائق من هذه الصناديق في أي



وقت، ويمكنه أيضا بيعها إذا رغب مع إمكانية استرداد قيمة وثيقته نقدا<sup>(15)</sup>. وصناديق الاستثمار المغلقة وقد سميت كذلك لأنها تصدر عددا ثابتا من الحصص يتم تداولها في السوق المالية، وتتميز بالثبات النسبي لرأس المال، أي محدودية عدد المستثمرين في هذه الصناديق، وبالتالي عدد الوثائق المتداولة لصناديق الاستثمار المغلقة ثابت.

كما أنّ مدة هذه الصناديق محددة بفترة زمنية معينة، يتم تحديدها عند التأسيس، وفي نهاية تلك الفترة المحددة يتم تصفية الصندوق وتوزيع عوائده المتحققة على المشتركين فيه، ويسمح لأي مشترك أن يبيع حصصه في الصندوق في السوق المالي إذا رغب في ذلك<sup>(16)</sup>.

## 2- مزاي صناديق الاستثمار

يمكن تقسيم المزايا التي تحققها صناديق الاستثمار إلى:

### 2-1- مزاي صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمر

يستفيد المستثمر في صناديق الاستثمار من التنوع، والتنوع هو توزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأصول بهدف تخفيض المخاطرة، وهو بالضبط ما تقوم به صناديق الاستثمار من حيث توزيع استثماراتها على الأوراق المالية المختلفة. إذ قد يكون من الصعوبة بما كان أن يتمكن المستثمر بموارده المالية المحدودة من تنوع استثماراته كما تفعل صناديق الاستثمار، كما أن ذلك قد يكون مكلفا بالنسبة للمستثمر بسبب ارتفاع العمولات التي يتوقع أن يدفعها للوسيط المالي، إذا ما رغب في شراء العديد من الأوراق المالية<sup>(17)</sup>.

كما يستفيد أيضا من الإدارة المحترفة، إذ من الصعب على الأفراد القيام بشراء الأسهم من السوق المنظمة وغير المنظمة، واتخاذ القرار الاستثماري، ومراقبة حركة الأسعار في السوق، ومتابعة باستمرار مستوى مخاطرة المحفظة، في حين أنها مهمة سهلة على الخبراء المحترفين بالصندوق<sup>(18)</sup>.

بالإضافة إلى أن السيولة تعد أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين، ولا ريب أن الاستثمارات المباشرة، وكذلك الفرض التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة هي أقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة. وفي كثير من الأحيان أقل منها عائدا.

ومن الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية، ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة، هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار، وهو ما يسمى بالرافعة.

حيث يمكن لصندوق استثمار للأسهم مثلا أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهما أخرى، ولما كان سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار في الأسهم، استطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين<sup>(19)</sup>.

## 2-2- مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد القومي:

من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تدعيم برامج الخصوصية، وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع، وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني<sup>(20)</sup>.

## 2-3- مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للسوق المالية:

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية، تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين، كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق<sup>(21)</sup>.

## ثانياً: واقع سوق الأوراق المالية الأردني

نتعرّف على واقع سوق الأوراق المالية الأردني من خلال العناصر التالية:

### 1- إنشاء وتطور سوق الأوراق المالية الأردني:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن، والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردني، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينيات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية، وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، ممّا دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بما يكفل سلامة هذا التعامل.

وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976، وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بإجراء دراسات مكثفة تبيّن منها بأنّ حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة، وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تمّ بموجبه تأسيس ما كان يعرف

بسوق عمان المالي، وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01<sup>(22)</sup>.

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange commission SEC، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية. Stock Exchange.

وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (97) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (2,3) مليار دينار في عام 2014، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (18,1) مليار دينار أردني مقارنة مع حوالي 286 مليون دينار في نهاية عام 1978، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (236) شركة عام 2014<sup>(23)</sup>.

## 2- الإصلاحات الهيكلية لسوق الأوراق المالية الأردني:

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال، تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية. وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال، واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار، وتقوية الرقابة على سوق رأس المال، وصولا إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية.

وقد كان صدور قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات، حيث هدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني حيث تم فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي، حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي وتتولى بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي. وبموجب هذه الأهداف، فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:

-هيئة الأوراق المالية

-بورصة عمان

-مركز إيداع الأوراق المالية

## ثالثا: واقع صناديق الاستثمار في الأردن:

يعتبر الأردن من الدول التي اهتمت حديثا بتأسيس صناديق استثمارية، نظرا للقناعة

بأهمية هذه الصناديق في دعم النشاط الاقتصادي الوطني، خاصة السوق المالي، والذي بدأ أدائه بالتراجع الواضح بعد حدوث الأزمة المالية العالمية.

يوجد في الأردن جهاز مصرفي كفاء يتمتع بوجود كفاءات مصرفية عالية المهارة وتتمتع بخبرات واسعة في مجال الاستثمار وإدارة المخاطر، وانعكس ذلك على أدائها إبان الأزمة المالية العالمية وعلى استقرار السياسة النقدية<sup>(24)</sup>.

تأسس في الأردن أربعة صناديق استثمارية هي صندوق بنك الإسكان، صندوق الأفق، صندوق النمو، وصندوق الثقة. مع العلم أنه قد تمت تصفية الصندوقين الأخيرين، والجدول التالي يقدم تفاصيل هذه الصناديق.

## جدول رقم -1-:صناديق الاستثمار الأردنية

الصندوق	نوعه	هدفه	استثماراته	تاريخ بداية مزاولة نشاطه	مدير الاستثمار	أمين الاستثمار
صندوق بنك الإسكان	مفتوح	تحقيق نمو رأسمالي متوسط إلى طويل الأجل في صافي قيمة الموجودات	يتم استثمار موجودات الصندوق في الأسهم والأوراق المالية الأردنية المرتبطة بالأسهم والسندات الصادرة عن الحكومة الأردنية والمؤسسات العامة وشركات المساهمة المحلية في الأسواق الأردنية	2001/10/01	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	البنك الأردني الكويتي
صندوق الأفق	مفتوح	تحقيق نمو رأسمالي متوسط إلى طويل الأجل في صافي قيمة الموجودات	يتم استثمار موجودات الصندوق في محفظة من شهادات الإيداع، الودائع المصرفية، الأوراق المالية قصيرة الأجل ذات العائد الثابت، أدوات الخزينة، والسندات الحكومية	2005/03/01	بنك المال الأردني	البنك الأردني الكويتي
صندوق الثقة	مفتوح	يهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي متوسط إلى طويل الأجل في صافي قيمة الموجودات	يتم استثمار موجودات الصندوق في الأسهم والأوراق المالية الأردنية والدولية المرتبطة بالأسهم والسندات الصادرة عن الحكومة الأردنية والمؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة	2000/07/01	شركة الثقة للاستثمارات الأردنية	بنك المؤسسة العربية
صندوق	مفتوح	يهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي	يتم استثمار موجودات الصندوق في الأسهم والأوراق	2001/11/01	بنك الاستثمار	البنك

الأهلي الأردني	العربي الأردني		المالية الأردنية والدولية المرتبطة بالأسهم والسندات الصادرة عن الحكومة الأردنية والمؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة	متوسط إلى طويل الأجل في صافي قيمة الموجودات.		النمو
-------------------	----------------	--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------	--	-------

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية للصناديق الأربعة

#### رابعاً: دراسة أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية الأردني:

سنقوم في هذا الجزء بالتعرف على أثر الذي صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الأردني ومدى إسهامها في تفعيله.

سندرس أولاً الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة بالاعتماد على معامل بيرسون ( $r$ )، حيث يعرف الارتباط على أنه مقياس لاتجاه وقوة العلاقة الخطية. ثم سنقوم بدراسة الانحدار البسيط وذلك لمعرفة تأثير كل متغير مستقل على كل واحد من المتغيرات التابعة على حده.

فالانحدار الخطي البسيط يعني البحث في العلاقة بين متغيرين فقط هما المتغير التابع ( $y$ ) والمتغير المستقل ( $x$ )

ويتم تحديد العلاقة بين المتغيرين بشكل عام عن طريق المعادلة الرياضية:  $Y=A+BX+E$  حيث ( $E$ ) عبارة عن متغيرات عشوائية تؤثر على المتغير التابع، وربما ليس لها قيمة أو تأثير، وهي عبارة عن الفرق بين قيمة المتغير التابع ( $y$ ) الحقيقية وقيمتها المقدرة، ونطلق عليها معامل الخطأ ( $E$ )<sup>(25)</sup>.

وبحساب قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تتبين لنا نسبة التغير في المتغير التابع التي يمكن أن يفسرها المتغير المستقل<sup>(26)</sup>.

كما يجب أيضاً إجراء اختبار معنوية معاملات الانحدار، وذلك من خلال وجود فرضيتين فرضية العدم  $h: B=0$

(عدم معنوية معاملات الانحدار)، والفرضية البديلة  $H_1: B \neq 0$  (معنوية معاملات الانحدار)، وفي حال تبين لنا بعد التحليل الإحصائي أن قيمة sig أصغر من 0,05 فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن هذه المعالم قيمة معنوية إحصائياً. وقبل البدء في التحليل سنعرض أولاً بيانات كل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية الأردني من خلال الجدول التالي:

جدول رقم-2-: بيانات صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية الأردني

المتغيرات التابعة (مؤشرات سوق الأوراق المالية الأردني)				المتغيرات المستقلة (صناديق الاستثمار)		السنة
معدل دوران السهم (%)	حجم التداول (مليون دينار)	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون دينار)	عدد الصناديق	صافي موجودات الصناديق مجتمعة (دينار أردني)	
Y <sub>4</sub>	Y <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub>	Y <sub>1</sub>	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	
94.1	16871	201	26667.10	4	95439701	2005
101.1	14209.90	227	21078.20	4	37520120	2006
91.2	12348.10	245	29214.20	4	28379672	2007
91.5	20318	262	25406.30	4	15611463	2008
91.3	9665.30	272	22526.90	4	12834667	2009
102.2	6690	277	21858.2	3	9768023	2010
58.2	2850.2	247	19272.7	3	5797766	2011
33.9	1978.80	243	191415	3	6955012	2012
38.0	3027.26	240	18233.49	2	6276037	2013
32.81	2263.40	236	18082.62	2	5681021	2014

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لكل من صناديق الاستثمار

وبورصة عمان.

عند حسابنا لقيم معامل الارتباط البسيط بين المتغيرين المستقلين والمتغيرات التابعة،

باستخدام البرنامج SPSS توصلنا للنتائج التالية:



جدول رقم-3:- حساب معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين (صناديق الاستثمار) والمتغيرات التابعة (سوق الأوراق المالية الأردني).

المتغيرات	Sig 2-tailed	Pearson correlation	N
X <sub>1</sub> و Y <sub>1</sub>	0.827	-0.080	10
X <sub>1</sub> و Y <sub>2</sub>	0.947	-0.024	10
X <sub>1</sub> و Y <sub>3</sub>	0.003	0.829	10
X <sub>1</sub> و Y <sub>4</sub>	0.003	0.823	10
X <sub>2</sub> و Y <sub>1</sub>	0.662	-0.159	10
X <sub>2</sub> و Y <sub>2</sub>	0.017	-0.728	10
X <sub>2</sub> و Y <sub>3</sub>	0.055	0.621	10
X <sub>2</sub> و Y <sub>4</sub>	0.163	0.478	10

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS.

من الجدول السابق نستنتج ما يلي:

-عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل X<sub>1</sub> والمتغير التابع Y<sub>1</sub> وهو ما ينفي الفرضية الجزئية الأولى.

-عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل X<sub>1</sub> والمتغير التابع Y<sub>2</sub> وهو ما ينفي الفرضية الجزئية الثانية.

-وجود علاقة ارتباط معنوية قوية طردية بين المتغير المستقل X<sub>1</sub> والمتغير التابع Y<sub>3</sub>.

-وجود علاقة ارتباط معنوية قوية طردية بين المتغير المستقل X<sub>1</sub> والمتغير التابع Y<sub>4</sub>.

-عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل X<sub>2</sub> والمتغير التابع Y<sub>1</sub> وهو ما ينفي الفرضية الجزئية الخامسة.

-وجود علاقة ارتباط معنوية قوية عكسية بين المتغير المستقل X<sub>2</sub> والمتغير التابع Y<sub>2</sub>.

-عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل X<sub>2</sub> والمتغير التابع Y<sub>3</sub> وهو ما ينفي الفرضية الجزئية السابعة.

-عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل X<sub>2</sub> والمتغير التابع Y<sub>4</sub> وهو ما ينفي الفرضية الجزئية الأخيرة.

## 5- تحليل أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة

كما يلي:

### 5-1- أثر المتغير المستقل ( $x_1$ ) (عدد الصناديق) على المتغير التابع ( $y_3$ ) (حجم التداول).

إن التحليل الإحصائي باستخدام برنامج spss20 أعطى النتائج التالية:

### جدول رقم-4-: نتائج الانحدار البسيط بين المتغير المستقل $x_1$ والمتغير التابع ( $y_3$ )

R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	SIG	F	$\beta$	T
0.829	0.687	0.648	0.003	17.538	0.829	4.188

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

من خلال الجدول يتبين أنه ضمن هذا النموذج الذي يحتوي على متغير مستقل واحد وواحد تابع، وعند إجراء تحليل الانحدار البسيط بطريقة ENTER وبالنظر إلى قيمة f و SIG فإن هذا النموذج ذو دلالة إحصائية. وبما أن معامل التحديد المعدل يساوي 0.648 فإن 64.8% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تعود للمتغير المستقل. أما الباقي فتعود للعوامل العشوائية وبالنظر إلى قيمة T و SIG فإن هناك أثر ذو دلالة إحصائية. بمعنى أن زيادة عدد صناديق الاستثمار يؤدي إلى زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردني وهو ما يثبت الفرضية الجزئية الثالثة.

### 5-2- أثر المتغير المستقل ( $x_1$ ) (عدد الصناديق) على المتغير التابع ( $y_4$ ) (معدل دوران السهم).

إن التحليل الإحصائي باستخدام برنامج spss20 أعطى النتائج التالية:

### جدول رقم-5- نتائج الانحدار البسيط بين المتغير المستقل $x_1$ والمتغير التابع ( $y_4$ )

R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	SIG	F	$\beta$	T
0.823	0.677	0.636	0.003	16.758	0.823	4.094

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

من خلال هذا الجدول يتبين أنه ضمن هذا النموذج الذي يحتوي على متغير مستقل واحد وواحد تابع، وعند إجراء تحليل الانحدار البسيط بطريقة ENTER وبالنظر إلى قيمة f و SIG فإن هذا النموذج ذو دلالة إحصائية. وبما أن معامل التحديد المعدل يساوي 0.636 فإن 63.6% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تعود للمتغير المستقل. أما الباقي فتعود للعوامل العشوائية

وبالنظر إلى قيمة T و SIG فإن هناك أثر ذو دلالة إحصائية. بمعنى أن زيادة عدد صناديق الاستثمار يؤدي إلى زيادة معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية الأردني وهو ما يثبت الفرضية الجزئية الرابعة.

### 5-3- أثر المتغير المستقل ( $X_2$ ) (عدد الصناديق) على المتغير التابع ( $y_2$ ) (معدل

دوران السهم).

إن التحليل الإحصائي باستخدام برنامج spss20 أعطى النتائج التالية:

### جدول رقم-6- نتائج الانحدار البسيط بين المتغير المستقل ( $X_2$ ) والمتغير التابع ( $y_2$ )

R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	SIG	F	$\beta$	T
-0,728	0,53	0,472	0,017	9,039	-0,728	-3,007

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

من خلال الجدول يتبين أنه ضمن هذا النموذج الذي يحتوي على متغير مستقل واحد وواحد تابع، وعند إجراء تحليل الانحدار البسيط بطريقة ENTER وبالنظر إلى قيمة f و SIG فإن هذا النموذج ذو دلالة إحصائية. وبما أن معامل التحديد المعدل يساوي 0,472 فإن 47.2% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تعود للمتغير المستقل. أما الباقي فتعود للعوامل العشوائية وبالنظر إلى قيمة T و SIG فإن هناك أثر ذو دلالة إحصائية.

وبما أن BETA سالب فإن العلاقة عكسية وقوتها هي 72,8%.

وعليه فإن زيادة صافي موجودات صناديق الاستثمار الأردنية يؤدي إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني. وما يفسر هذه العلاقة العكسية بين صافي موجودات الصناديق وعدد الشركات المدرجة برأي الباحثة أن هناك عدد من الشركات تفضل الدخول إلى البورصة عن طريق صناديق الاستثمار بدل الاستثمار المباشر حتى تستفيد من الإدارة المحترفة للصناديق وحتى تقلل من التكاليف.

وهو ما يجعلنا نستنتج أن زيادة صافي موجودات صناديق الاستثمار تؤثر في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني وهو ما يثبت الفرضية الجزئية السادسة.

### نتائج الدراسة

من خلال تحليل بيانات الدراسة التطبيقية واختبار فرضياتها تم التوصل إلى النتائج التالية:  
- وجود علاقة ارتباط قوية إيجابية بين عدد صناديق الاستثمار وكل من حجم التداول ومعدل دوران السهم، في سوق الأوراق المالية الأردني.

-وجود تأثير لعدد صناديق الاستثمار على حجم التداول في سوق الأوراق المالية الأردني، حيث يفسر ما يقارب 65% من التغيرات الحاصلة فيه.

-وجود تأثير لعدد صناديق الاستثمار على معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية الأردني، حيث يفسر ما يقارب 64% من التغيرات الحاصلة فيه.

-إن زيادة عدد صناديق الاستثمار تساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني، ولو كان ذلك بصورة جزئية، فهو لم يؤثر في كل مؤشرات أداء السوق وهو ما ينفي الفرضية الرئيسية الأولى.

-وجود علاقة ارتباط قوية سلبية بين حجم صناديق الاستثمار، وعدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال الأردني.

-يؤثر حجم صناديق الاستثمار في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني، حيث يفسر ما يقارب 48% من التغيرات الحاصلة فيه.

-إن زيادة حجم صناديق الاستثمار يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني بصورة جزئية، حيث أثر في مؤشر وحيد من مؤشرات أداء السوق، وهو ما ينفي الفرضية الرئيسية الثانية. -مازالت صناديق الاستثمار الأردنية لم تصل بعد إلى التأثير في كل مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الأردني، وبالتالي فإن مساهمتها في تفعيله هي مساهمة جزئية.

#### خاتمة

بالرغم من حداثة تجربة صناديق الاستثمار في الأردن، وتدني حجم موجوداتها خاصة عام 2008، بسبب حدوث الأزمة المالية العالمية التي كان لها الأثر البالغ على جميع القطاعات المالية ومنها صناديق الاستثمار. وبالرغم من تصفية عدد من هذه الصناديق والتي قد يكون السبب فيها سوء الإدارة أو أيضا عدم مرونة القوانين والتشريعات الخاصة بها.

إلا أنه قد لاحظنا من خلال الدراسة التطبيقية أن صناديق الاستثمار الأردنية تساهم بصورة جزئية في تفعيل سوق رأس المال الأردني.

لذلك نوصي بالتسويق لصناديق الاستثمار في داخل الأردن وخارجها لأن ذلك سوق يساهم في توظيف أموال كبيرة، سواء أموال مغتربين أو أموال صغار المستثمرين، وبالتالي المساهمة في تعزيز الاستثمار المؤسسي داخل بورصة عمان والذي يلعب دورا هاما في استقرارها وتنشيطها وينوع الأدوات المتداولة فيها ويجنب شريحة كبيرة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية في الأردن.

- (1) \_عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الثالث، 2013، ص 279-307.
- (2) \_شريط صلاح الدين، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات المركبة "ترينور" وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 10، جامعة المسيلة، 2013، ص 86-102.
- (3) \_غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية للفترة من 6-7/08/2014، عمان، الأردن.
- (4) \_قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 215.
- (5) \_المرجع السابق، ص 216.
- (6) \_Jeffrey M laderman, business week, guide to mutual funds, fifth annual edition, United states, 1995, p 4.
- (7) \_صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، ماي 2015، ص 6. [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
- (8) \_إسماعي فيربر، كل شيء عن الاستثمار، الطبعة الأولى مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 52.
- (9) \_منير الحكيم، صناديق الاستثمار، الجزء الأول، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثامن عشر، العدد الرابع، السنة الثامنة عشرة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، ديسمبر 2010، ص 52.
- (10) \_bruce jacobs, all about mutual funds, second edition, library of congress cataloging in publication data, chited states, 2001, p 18.
- (11) \_منير الحكيم، مرجع سابق، ص 54.
- (12) \_Albert j. freeman, russ wiles, how mutual funds work, new work institute of finance half of India, new Delhi, 1997, p 27.
- (13) \_منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38.
- (14) \_bruce gacobs, op cit, p21.

- (15) \_غسان الطالب، مرجع سابق، ص 08.
- (16) \_المرجع السابق، ص 08.
- (17) \_محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 245.
- (18) \_بِزاق محمد، قَمّان مصطفى، نشنش فتيحة، مداخلة بعنوان أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية.
- (19) \_محمد القرسي، صناديق الاستثمار الإسلامية، جانفي 2009 [www.blatgi.com](http://www.blatgi.com)
- (20) \_صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 90.
- (21) \_صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2011-2012.
- (22) \_بحوث جاهزة، [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)
- (23) \_المرجع السابق.
- (24) \_غسان الطالب، مرجع سابق.
- (25) \_إبراهيم مراد الدهمة، مازن حسن الباشا، أساسيات في علم الإحصاء مع تطبيقات spss، الطبعة الأولى، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 154.
- (26) \_vijay gupta, spss for beginners, vj books, inc united states, 1999, p228.