

مقدمة:-

أتبعت مصر منذ بداية التسعينات برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي ، وزيادة الاعتماد على القطاع الخاص ، فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية ، نتيجةً لهذا تزايد الاهتمام بأسواق المال ، وتميبتها لما تلعبه هذه الأسواق من تحقيق تشابكات مختلفة على المستوى القومي .

تعد سوق الأوراق المالية من أهم أجزاء سوق المال نظراً لدورها المباشر فى تحقيق الوساطة المالية بين القطاعات ذات الفائض والعجز ، وتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال ما يعكسه من مؤشرات تساعد فى توجيه الموارد ، وتأخذ صناديق الاستثمار كجزء من هذا السوق أهمية كبرى ، لربط المدخرات القومية بأسواق المال ، وتمكين صغار المستثمرين وكبارهم من الاستثمار فى الأوراق المالية بطريقة أكثر سهولة وكفاءة .

اهتمت مصر بضرورة وجود هذا النوع من الأوعية الادخارية ، وأفرد له المشرع جانب كبير من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ . يعد هذا النوع من الأوعية الاستثمارية حديث العهد فى جمهورية مصر العربية ، وهو ما دفعنا الى الاهتمام بهذه الظاهرة لدراسة مدى تطورها، وتقييم أدائها لتعرف على قدرة هذه الصناديق بما لديها من خبره فى التعامل فى الأوراق المالية ، أن تحقق للمستثمر الصغير عائد يجذبه للاستثمار فى الأوراق المالية.

المنهجية:-

يتم تطبيق مقياس شارب لقياس العائد مقابل المخاطر الكلية مع تحليل مكونات محافظ الأوراق المالية الخاصة بكل صندوق لتعرف على أسباب اختلاف درجات المخاطر.

تنقسم الورقة الى أربعة أجزاء نتناول فى الجزء الأول خصائص الصناديق المحلية من حيث نشأته وهيكلها والأطر القانونية والإدارية التى تحكمها .

نعرض فى الجزء الثانى لأهم الأدبيات التى تناولت تقييم أداء صناديق الاستثمار ، وتحديد المنهجية المستخدمة ، وسبب اختيارها .
نحلل فى الجزء الثالث نتائج تقييم أداء الصناديق المحلية ، وأخيراً نوضح فى الجزء الرابع أهم النتائج والسياسات المقترحة .

خطة البحث:-

أولاً :- خصائص صناديق الاستثمار فى جمهورية مصر العربية .
١-نشأة وهيكل صناديق الاستثمار .
٢-الجوانب القانونية والإدارية التى تحكم عمل الصناديق .

ثانياً :-الأساس النظرى لتقييم أداء صناديق الاستثمار:-
١ -أدبيات تقييم أداء صناديق الاستثمار .
٢-المنهجية المستخدمة ومصادر البيانات .

ثالثاً :- تقييم أداء الصناديق المحلية.
المجموعة الاولى :- صناديق النمو المفتوحة.
المجموعة الثانية :- صناديق الدخل المفتوحة.
المجموعة الثالثة :- صناديق الدخل والنمو المفتوحة.
المجموعة الرابعة :- الصناديق المغلقة.

رابعاً : -أهم النتائج والسياسات المقترحة.

الخاتمة

أولاً:- خصائص صناديق الاستثمار

في جمهورية مصر العربية:

صندوق الاستثمار ، وعاء مالي تستثمر فيه مدخرات الأفراد في الأوراق المالية من خلال جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة المحافظ المالية ، بهدف تقليل مخاطر الاستثمار وتعظيم العوائد ، يمكن النظر إليها من الناحية الاقتصادية بأنها عبارة عن وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي عن طريق ربط لمدخرات القومية بأسواق المال تحت نظم تسمح بحماية المستثمر الصغير والكبير (Gart,Alan 1989) . تصنف صناديق الاستثمار وفقاً لمعايير متعددة منها، هدف الصندوق-رأس المال-مكونات المحفظة. والجدول التالي يوضح باختصار الفروق الأساسية لصناديق الاستثمار وفقاً لهدف ونوع ومكونات محفظة الأوراق المالية الخاصة به ودرجة المخاطر المصاحبة لها والقدرة على تغيير رأس المال.

جدول رقم (١)

أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لمعيار رأس المال والهدف ومكونات المحفظة
ودرجة المخاطر

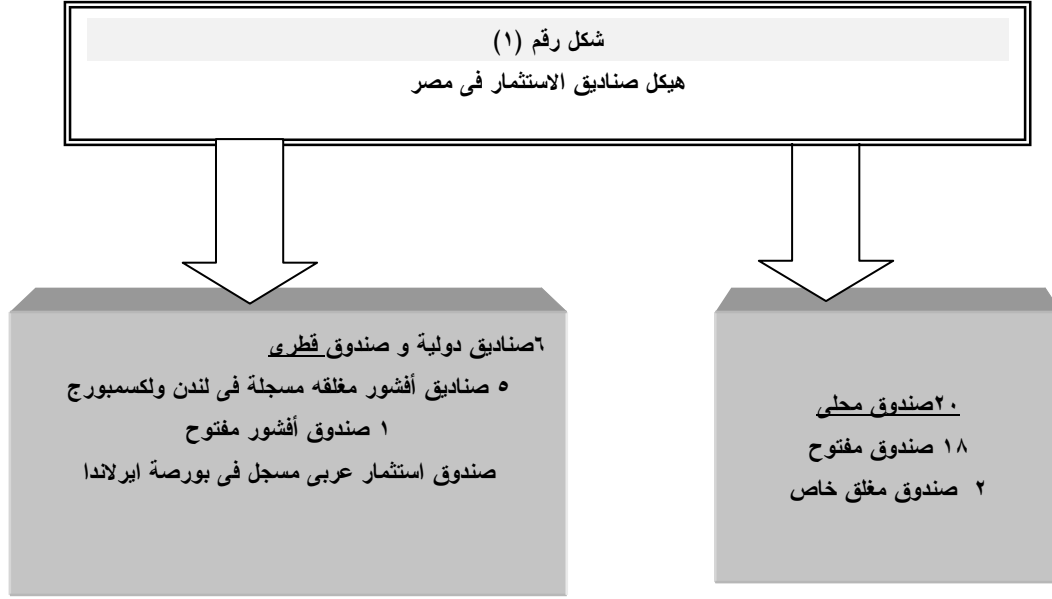
معيار رأس المال	معيار الهدف	استثمارات الصندوق المحتملة وفقاً للهدف	درجة أمان أموال الصندوق
الصناديق المغلقة تُصدر عدد ثابت من الوثائق ولا يجوز لها تغير حجم رأس المال ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق نمو يهدف الى أقصى ارتفاع لسعر الوثيقة	أسهم الشركات والقطاعات الوليدة والخطرة	منخفض الى منخفض جداً
الصناديق المفتوحة: هيكل رأس المال متغير وفقاً لطلبات الشراء والاسترداد لوثائق الصندوق ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق نمو ويهدف الى نمو رأسمالي عالي	أسهم شركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو	منخفض
الصناديق المغلقة: هيكل رأس المال متغير وفقاً لطلبات الشراء والاسترداد لوثائق الصندوق ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق عائد جارى ونمو رأسمالي ويهدف إلى تحقيق ارتفاع قيمة الوثيقة إضافة الى عائد جارى	سندات وأسهم	منخفض الى معتدل
الصناديق المغلقة: هيكل رأس المال متغير وفقاً لطلبات الشراء والاسترداد لوثائق الصندوق ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق عائد ثابت ويهدف إلى تحقيق عائد جارى عالي	سندات وأسهم ذات عوائد مرتفعة	منخفض الى معتدل
الصناديق المغلقة: هيكل رأس المال متغير وفقاً لطلبات الشراء والاسترداد لوثائق الصندوق ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق استثمار فى أدوات نقدية ويهدف إلى تحقيق عائد جارى وأقصى درجات الأمان	أدوات سوق النقد قصيرة الأجل	عالي جداً
الصناديق المغلقة: هيكل رأس المال متغير وفقاً لطلبات الشراء والاسترداد لوثائق الصندوق ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق متوازن ويهدف الى عائد جارى ونمو رأسمالي فى الأجل الطويل وتوافر الأمان	مزيج من الأسهم العادية والممتازة والسندات	عالي
الصناديق المغلقة: هيكل رأس المال متغير وفقاً لطلبات الشراء والاسترداد لوثائق الصندوق ويمكن ان تنقسم الى الأنواع المقابلة وفقاً للهدف	صندوق المؤشر ويهدف الى تحقيق عائد يتمشى مع عائد السوق	الأسهم التى يشملها مؤشر السوق	معتدل الى عالي

المصدر: ميخائيل يوسف (١٩٩٥)، هندی منير ١٩٩٩، Johnson, H. J. 1993

بعد التعرف على أهم السمات الرئيسية لصناديق الاستثمار بصفة عامه
،نعرض فيما يلي لأهم خصائص صناديق الاستثمار فى مصر من حيث النشأة
وهيكل الصناديق بصفة عامة و الصناديق المحلية بصفة خاصة وأهم الجوانب
القانونية والإدارية التى تحكمها.
١-نشأة وهيكل صناديق الاستثمار:-

تعد صناديق الاستثمار حديثه العهد فى جمهورية مصر العربية ؛حيث بدأ
ظهورها إثر صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. وقد حدد
القانون مفهوم وعمل هذه الصناديق فى المادة ١٤٠ ؛ حيث أوضح أن صناديق
الاستثمار تهدف الى الاستثمار فى الأوراق المالية ، ولا يجوز لها مزاوله أى
أعمال مصرفية ، وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه ، و المضاربة فى
العملات أو المعادن النفيسة . ولا يجوز لها أن تتعامل فى القيم المنقولة الأخرى
أو فى غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص من مجلس إدارة الهيئة وفى
حدود نسبة الاستثمار التى يقررها . (قانون رقم ٥٢،لسنه١٩٩٢) .

ظهر أول صندوق للعمل داخل مصر فى سبتمبر ١٩٩٤ صندوق "البنك
الأهلي الأول " . بدأت الصناديق الدولية العمل منذ يونيو ٩٦ صندوق "شركة
مصر للاستثمار" ، ونجد أن الانطلاقة الخاصة بسوق المال وبصفة خاصة فى
عام ٩٦ ، خلقت المناخ المناسب لإنشاء المزيد من الصناديق الجديدة . يوضح
الشكل التالى هيكل صناديق الاستثمار بمصر حتى نهاية عام ١٩٩٨ .



المصدر: - IBTCI, Dec ,1998

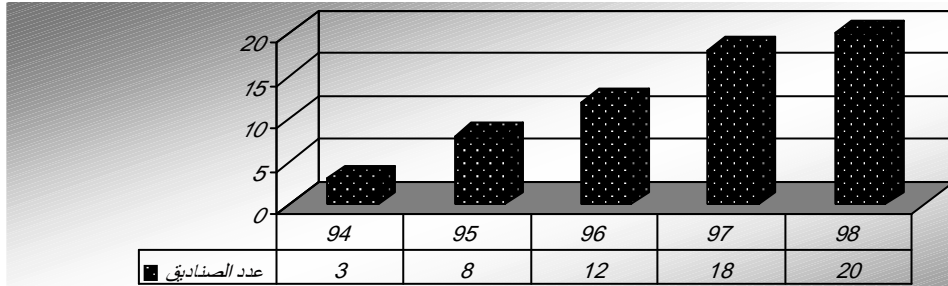
يتكون هيكل صناديق الاستثمار في مصر ، كما هو موضح بالشكل من ست صناديق دولية، وصندوق قطري وعشرون صندوقاً محلياً . سوف نقلى الضوء باختصار على الصناديق الدولية ونتناول بالتفصيل الصناديق المحلية. تُنشئ الصناديق الدولية في الخارج وتستثمر في الأسهم المصرية ، وبدأت العمل منذ عام ٩٦، وتبلغ القيمة الإجمالية لرأس مالها حوالي ٤٣٤ مليون دولار. وهي مسجلة لدى بورصة لندن ولكسمبورج. وصندوق إقليمي يستثمر في الأسهم العربية أنشأ في أكتوبر ٩٧. من الجدير بالذكر أن صناديق الاستثمار الدولية المغلقة لعبت دوراً هاماً في كثير من دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية ، لجذب الاستثمار الأجنبي ؛ حيث أن هذا النوع من الاستثمار له خصائص تمكنه من تخفيض مخاطر استثمار الأجانب في الأوراق المالية. (IFC, 1996) لمزيد من التفاصيل عن هذا النوع أنظر (Samak,N .& Helmy O . 2000) ولذلك يجب العمل على إنشاء المزيد من هذه الصناديق للاستفادة من الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية بطريقة آمنة على بورصة الأوراق المالية ، والاقتصاد القومي .

بدأت الصناديق المحلية العمل منذ عام ١٩٩٤ ، يوجد في مصر نوعين من الصناديق المنشأة على المستوى المحلى وهى صناديق الاستثمار المفتوحة تمثل حوالى ٩٠% من إجمالي الصناديق المحلية ، وتم إنشاء هذه الصناديق من قبل البنوك العامة والمشاركة والأجنبية وشركات التأمين . (ابراهيم فريد ١٩٩٥) . يتميز هذا النوع بإمكانية تغير رأس المال ، وذلك وفقاً لطلب المستثمرين على الوثائق ، وان كان يلقى عليها عبء تعرضها لأزمات سيوله فى حالة ارتفاع نسبة الاسترداد . أما النوع الأخر فقد أتاح القانون رقم (٥٢) لسنة ٩٢ إنشاء صناديق مغلقة ، وهى صناديق محدودة الحجم ، وأهم ما يميزها ، أن حاملي الوثائق لهم الحرية الكاملة فى بيع ما فى حوزتهم ببورصة الأوراق المالية ، لا يجوز للصندوق أن يرد لهم قيمه ووثائقهم إلا إذا تضمنت نشرة الاكتتاب حق صاحب الوثيقة فى استرداد قيمتها قبل موعدها فتردد له القيمة الصادرة بها أو قيمة أخر إقفال ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة لها (قاسم منى، ١٩٩٥)

الفترة من ١٩٩٤-١٩٩٨

شكل رقم (٢)

تطور عدد صناديق الاستثمار المحلية فى مصر خلال الفترة من ١٩٩٤-١٩٩٨



المصدر: - النشرة الشهرية للبورصة ٩٨/١٢/٣١

يوضح الشكل السابق إن الصناديق المحلية نمت بمعدل سريع بلغ في المتوسط حوالي (٧٠%) وبصفة خاصة في عامي ٩٦-٩٧ ، وهي الفترة التي شهدت نمواً ملحوظاً في سوق المال وتطبيق واسع لبرنامج الخصخصة لمزيد من التفاصيل عن أداء سوق المال في تلك الفترة انظر (هندي وآخرون ١٩٩٩) . بالرغم من هذا التطور إلا أنه يعكس مدى حداثة عهد مصر بهذا النوع من أنواع الاستثمار مقارنة بكثير من الدول ، في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية فنجد أن صناديق الاستثمار نمت وتطورت ففي كوريا وبنيهاية عام ٩٥ بلغ إجمالي أصول هذه الصناديق (٨٨,٢) بليون دولار ، وبلغ عدد الصناديق حوالي (١٧٥٠) صندوق (korea Stock exchange, 1996) . البرازيل يوجد بها حوالي (٣٧) صندوق ، بلغ إجمالي أصولها عام ٩٥ حوالي (٨٥) بليون دولار وتمثل حوالي (١٣,٥%) من GDP (http://www.emgmks.com/)

المكسيك يوجد بها (٣١٢) صندوق ، موزعة على أنواع مختلفة ثلاث صناديق رأس مال مخاطر و(١٤) صندوق استثمار متخصص لأصحاب المعاشات و(١٠١) صندوق استثمار عادي و(١٩٤) صندوق ديون (Bolsa Mexicana Devalores, Foctbook, 1998)

أما في المنطقة العربية ، فقد أنشئ أول صندوق استثمار في ديسمبر ١٩٧٩ في السعودية وبلغ عدد الصناديق حالياً (٦٥) صندوق بأغراض مختلفة ، وفي البحرين بلغ عدد الصناديق (٢٠) صندوق وفي سلطنة عمان تأسس أول صندوق في مارس ٩٤ (الشرييني جلال ١٩٩٦)

لمزيد من التفاصيل عن نشأة الصناديق المحلية وحجمها والقيمة الاسمية للوثيقة أنظر جدول رقم (١) بالملحق رقم (١) .

ويعكس لنا الجدول سمتين أساسيتين وهما :-

*صغر حجم رؤوس أموال هذه الصناديق.

إن حجم رؤوس أموال هذه الصناديق مجتمعه لا تتجاوز (٣٦٠٠) مليون جنيه مصري ، وهى تعد نسبة ضئيلة مقارنة برأس المال السوقي الكلى للأوراق المقيدة ، حيث تمثل (٤,٣ %) فى عام ٩٨ و بالناتج المحلى الإجمالى ، حيث تمثل ١,٤٥% فى عام ٩٨. أن صغر حجم رأس المال السوقي الكلى لهذه الصناديق ، لا يمكنها من تحقيق دورها كمؤسسات استثمارية فى السوق حيث أن السواق الكفاء ، تتسم بسيطرة المؤسسات المالية على ملكيه الأسهم وبالتالي فهي لا تستطيع تحقيق تلك الصفة للسوق المحلى . (هندي منير وآخرون ١٩٩٩) .
وتعد هذه النسب ضئيلة مقارنة بدول أخرى كما سبق أن أوضحنا .

*ارتفاع قيمة الوثيقة فى بعض الصناديق.

يوضح لنا الجدول أيضا ، أن القيم الاسمية لوثائق الصناديق ، تتراوح بين مائه إلى ألف جنيه للوثيقة . بالرجوع الى الهدف الأساسي لإنشاء صناديق الاستثمار وهو جذب صغار المستثمرين للاستثمار فى الأوراق المالية ورفع معدل الادخار بالتبعية ، وبمقارنه ذلك بمتوسط دخل الفرد وهو أقل من ألف دولار ، نجد أن ارتفاع أسعار بعض الوثائق الى خمسمائة وألف جنيه ، يعنى الحد من قدرتها على جذب موارد مالية من صغار المستثمرين ، وبالتالي ضعف سيولة الوثائق التى تصدرها . لذلك أدركت بعض الصناديق هذه المشكلة وقامت بتقسيم وثائقها ، فقد أعلن صندوق بنك مصر الثانى بتاريخ ٩٧/١١/١٣ بتقسيم الوثيقة الواحدة الى خمسة عشر وثيقة ، وأصبحت القيمة الاسمية للوثيقة ٦٦,٧ جنيه وأيضا بالنسبة لصندوق الأول لبنك مصر فى ٩٧/١١/١٣ أعلن تقسيم الوثيقة الى عشرة وثائق وأصبحت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه ، وذلك رغبة من البنك فى توفير فرص الاستثمار للمستثمر الصغير وتوفير المزيد من السيولة وسهولة التداول لحاملي الوثائق ، ولذلك يجب أن تراعى الهيئة العامة لسوق المال عند إصدار التراخيص بالإنشاء الحد الأقصى لقيمة الوثيقة.

٢- الجوانب القانونية والإدارية التي تحكم عمل الصناديق:-

تخضع صناديق الاستثمار الى قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢. أفرد لها القانون فصلاً كاملاً، متضمناً من المادة ٣٥ الى ٤١ . خصصت له اللائحة التنفيذية المواد من ١٤٠ الى ١٨٣. أورد المشرع في هذه النصوص أحكاماً عامة لأهداف صناديق الاستثمار، وتعاملاتها ، وما يجب أن تحتفظ به من سيوله. كما حدد النواحي التنظيمية للصندوق من شروط التأسيس، وطريقة تعيين مجلس الإدارة، وحدد أغراض صناديق الاستثمار بحيث تقتصر على تجميع المدخرات واستثمارها كما سبق أن أوضحنا .

نظراً لتعدد الجوانب القانونية والتي يُمكن الرجوع الى نص القانون بها سوف يقتصر عرضنا هنا عن الجوانب القانونية الخاصة بشكل الصندوق ، ضوابط السياسات الاستثمارية للصندوق والمعايير التي تحكم ادارة الصندوق وهى من الجوانب التي تؤثر على أداء الصندوق.

٢-١- الجوانب القانونية التي تحكم شكل الصندوق:-

حدد القانون الكيان القانوني لصندوق الاستثمار وقد أجاز القانون أن تقوم البنوك وشركات التأمين بإنشاء صناديق استثمار والصناديق الخاصة. والجدول التالي يوضح الفرق فى الجوانب القانونية لكل منهم.

جدول رقم (٢)

الفرق فى الجوانب القانونية لصناديق الاستثمار البنوك وشركات التأمين

والصناديق المنشأة فى شكل شركة مساهمة

الجوانب القانونية	صناديق البنوك وشركات التأمين	الصناديق الخاصة
الشكل القانوني	الصندوق يأخذ شكل ذمه مالية منفصلة، وليس كيان قانوني مستقل فحسب يخضع لقانون ٩٥ لسنة ٩٢	يتخذ الصندوق شكل الشركة المساهمة يخضع لقانون ٩٥ لسنة ٩٢.

مهمة الترخيص	يشترط قبل منح التراخيص من الهيئة العامة لسوق المال موافقة البنك المركزي أو الهيئة المصرية للرقابة على التأمين.	الهيئة العامة لسوق المال.
أعضاء مجلس الإدارة	لم يُوجب القانون شرط تكوين مجلس الإدارة	يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من غير المساهمين أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة
رأس المال	الحد الأدنى لرأس المال ٥ مليون جنيه	الحد الأدنى ٥ مليون جنيه
الحد الأقصى للأكتتاب	عشرون ضعف	عشرة أضعاف
القيود في البورصة	لاتقيد الوثائق في البورصة	يجب القيد في البورصة
الاسترداد	مباشرة من خلال فروع البنك	من خلال البورصة فقط

المصدر:- اللائحة التنفيذية لقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ المواد ١٧٢-١٧٩ .

٢-٢- ضوابط السياسات الاستثمارية للصندوق:-

وضح القانون ولائحته التنفيذية الضوابط السياسية الاستثمارية للصناديق ونعرض هذه الضوابط بإيجاز نظرا لتأثيرها على مكونات محفظة الصندوق وبالتالي أداءه.

(أ) تنص المادة ١٤٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال على:-

- "لا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء الأوراق المالية لشركة واحدة عن ١٠% من أموال الصندوق ، وبما لا يجاوز ١٥% من أموال تلك الشركة" حتى يخفض من مخاطر تركيز الاستثمار في شركة واحدة.

-ألا تزيد نسبه ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠% من أمواله ، وبما لا يجاوز ٥% من أموال الصندوق المستثمر منه".

(ب) تنص المادة ١٤٤ من اللائحة التنفيذية على:-

-يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبه كافية من السيولة لمواجهه طلبات استرداد قيمة الوثائق وفقا لشروط الاسترداد الواردة فى نشرة الاكتتاب".

-لا يجوز له الاقتراض من الغير بما لا يجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة على الا يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية التى تستثمر فيها أموال الصندوق".

٢-٣- إدارة الصناديق:-

إن أسلوب إدارة محفظة الأوراق المالية ، يعد عاملاً أساسياً فى نجاح تلك المحفظة من حيث تحقيق أقصى عائد وأقل درجة مخاطر. ولذلك حدد المشرع كيفية أداره هذه الصناديق بكافه أنواعها ، وذلك من خلال اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال متضمن من المادة ١٦٣ إلى المادة ١٧١ .

استحدثت بذلك المشرع نشاطاً جديداً على سوق المال المصرى وهو مدير الاستثمار. وعهد الى كل صندوق أن تخضع أدارته لجهة مستقلة متمثلة فى مدير الاستثمار.

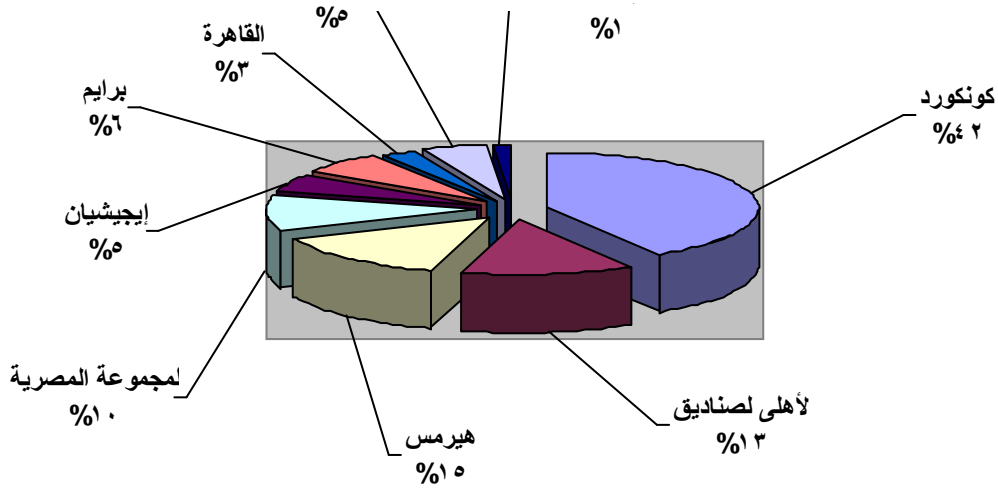
يكون مدير الاستثمار شركة مساهمة مصرية ، مع تحديد ألا يقل المدفوع نقداً من رأسمالها عن مليون جنيه ، أو جهة أجنبية متخصصة وذلك لضمان حد أدنى من الخبرة فى أداره أموال حملة الوثائق . وقد حددت الهيئة أن يودع المدير الأجنبي مبلغ يعادل مليون جنيه لمقابله نفقاته فى مصر . يتقاضى كل من مدير الاستثمار وكذا البنك المنشأ لصندوق الاستثمار عمولات وأتعاب ، لتغطية نفقات الإدارة وخدمة حسابات المستثمرين ، وتختلف الأتعاب والعمولات من صندوق الى آخر وتحتسب كنسبة من قيمة محفظته أو من صافى أصول الصندوق .

يتقاضى بعض مديري الاستثمار والبنوك المنشأة لها ، حوافز حسن أداء فى حالة تحقيق عائد يفوق العائد الساري على أذون الخزانة لفترة ٣ شهور أو على الودائع لأجل لمدة ثلاث شهور لدى البنوك التجارية.

والشكل التالى يوضح شركات إدارة الصناديق فى مصر ونصيبها من إجمالي السوق .

الشكل رقم (٣)

شركات إدارة الصناديق ونصيبها من إجمالي رؤوس أموال الصناديق المدارة



المصدر:- IBTCI , Dec1998

يعكس لنا الشكل السابق أن هناك ٩ شركات لإدارة الصناديق ، مع الأخذ فى الاعتبار أن هناك شركات تم الحصول على تراخيص مزاوله النشاط خلال عام ٩٨ ولم تحصل على عقود لإدارة الصناديق حتى الآن (مجلة البورصة المصرية ،نوفمبر ١٩٩٨) . تستحوذ بعض الشركات على حصص كبيرة من السوق حيث تدير أكثر من صندوق ، فعلى سبيل المثال شركة كونكورد تدير أربع صناديق بما يمثل ٤١% من إجمالي رؤوس أموال الصناديق العاملة فى مصر

وملكيه رأس مال هذه الشركات يعود فى معظمها الى القطاع الخاص يتمتع عدد منها بارتباطات بالأسواق الخارجية بشركات عالمية . يؤدى هذا الوضع الى عدم تمتع سوق صناعه إدارة الصناديق بأي هيكل تنافسي ، وهو ما يقود الى أسعار غير تنافسيه (IBTCL,Dec1998) .

وقد أثارت عملية إدارة الصناديق قضيتين أساسيتين مازالتا محل جدل على الساحة وهما:-

(أ) عمولات وأتعاب مديري صناديق الاستثمار والبنوك المؤسسة للصناديق :-

أثارت عمولات وأتعاب مديري صناديق الاستثمار والبنوك المؤسسة لها عده قضايا وهي :-

*-ارتفاع النسبة التى يتم الحصول عليها مقابل الإدارة عن المستوى العالمى (لمزيد من التفاصيل عن أتعاب الأداء أنظر جدول رقم (١) الملحق رقم (١) فنجد على سبيل المثال متوسط النسبة الموجهة من أصول الصندوق للإدارة كل عام حوالى ١,٥% فى الصناديق الأوروبية ، ١,٤% فى الصناديق الأمريكية ويرجع هذا الارتفاع فى أتعاب الإدارة فى جزء كبير منه الى ؛ الندرة فى خبره شركات إدارة الصناديق فى مصر . ولذلك لجئت كثير من الصناديق لتخفيض نسبة العمولات والإدارة لخلق نوع من المنافسة وجذب المزيد من العملاء ويوجد على سبيل المثال شركة إدارة صندوق بنك مصر الدولى وصندوق بنك مصر الأول والثانى لا تتقاضى أى أتعاب حسن أداء . وقام صندوق البنك المصرى لتميمه الصادرات بخفض عمولة حسن الأداء الى (٧ %) سنويا ، وتحسب على أساس ما يزيد من أرباح على المتوسط السنوى لعائد أذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر + ١ وفى حالة عدم إصدار البنك المركزى لأذون خزانة ، يستبدل بمتوسط سعر الفائدة على الودائع . قامت صناديق الأهلي بتخفيض عمولة البنك وطلبت من شركة الإدارة خفض عمولتها أثناء أزمة السوق فى عام

٩٨ (مجلة البورصة ٢٣ نوفمبر ١٩٩٨). هناك بعض الدراسات الحديثة التي أوضحت مدى تأثير العمولات والأتعاب التي يتقاضاها مدير الصندوق على التدفقات المالية للصندوق ، وأوضحت أن الصناديق التي تتجه للحصول على عمولات أعلى تميل إلى أن تنمو ببطيء أكثر من الصناديق ذات العمولات وأتعاب الأداء المنخفض ، وأيضا دراسة تأثير أتعاب الإدارة والتكليف الكلية بالنسبة للعميل على قيمه صافي الأصول بالنسبة للصندوق ، في عيونه تضمنت الصناديق المفتوحة في الولايات المتحدة والتي تستثمر تحت هدف واحد (نمو- نمو ودخل - نمو طويل الأجل ، خلال الفترة من ٧١-٩٠) أظهر التأثير السلبي لأتعاب وعمولات الإدارة على صافي أصول الصندوق . (Erik S & Peter T, 1998).

*أساس تحديد عمولة حسن الأداء

تحدد أتعاب حسن الأداء للصناديق العاملة بغض النظر عن الهدف منها فنجد على سبيل المثال ، الصناديق التابعة لمؤسسه التمويل الدولية (IFC) لا تمنح أتعاب حسن الأداء ، الا لصناديق رأس المال المخاطر والصناديق الخاصة فقط نظراً لما يبذله مدير الاستثمار من جهد وتحمله لدرجه مخاطر عاليه ، أما الصناديق التي لا تتعرض لدرجه مخاطر عاليه وتنخفض فيها نسبة الأسهم بالنسبة للسندات وأذون الخزانة فلا تحصل علي أتعاب حسن أداء . تصل أتعاب الاداره الى ٠,٥% من صافي الأصول فقط (IFC,1996) .

لذلك يجب أخذ النقاط التالية في الاعتبار عند تحديد نسب العمولات.

-إعادة النظر في أتعاب حسن الأداء وفقاً لهدف كل صندوق ومكونات المحفظة الخاصة به في كل عام ، هذا بالإضافة إلى حصول الجهة المؤسسية للصندوق على مكافأة الأداء المتميز بالرغم من عدم وجود أي دور لها في هذا الأداء ، ومن ثم ليس لها حق في الأرباح الناجمة.

-مكافأة حسن الأداء تحسب على أساس ما يزيد عن عائد أذون الخزانة وهو معيار غير عادل ، حيث يتعرض المستثمر في وثائق الاستثمار للمخاطر بينما الاستثمار في أذون الخزانة خال من المخاطر ، وهذا يعنى أن حدود العائد المتميز ينبغ أن تكون أعلى من مستوى سعر الفائدة على أذون الخزانة ، كما إن انخفاض معدل الفائدة على أذون الخزانة قرار يرتبط بالسياسة النقدية للحكومة ، وتخفيضه يؤدي لرفع مكافأة الأداء المتميز بدون حق .

لذلك يجب أن يتغير أساس تحديد عمولة حسن الأداء بأساس مرتبط بالأوراق المالية من خلال مؤشر جيد للسوق يعكس تحركات الأسعار بطريقه واضحة ، نظراً لأن المؤشر الحالى للسوق لايعكس ذلك. (هندي منير وآخرون ، ١٩٩٩) .

(ب) إدارة البنوك لصناديقها:-

يوجد ١٨ صندوق مؤسس من قبل بنوك وشركات تأمين وفي المقابل هناك ٩ شركات لإدارة الصناديق كما سبق أن رأينا وفي ظل هذا الوضع طالبت البنوك التجارية بإعطائها الحق في إدارة الصناديق التابعة لها تنقسم الآراء فى هذه القضية ما بين مؤيد ومعارض .

تشير آراء المؤيدين الى أن البنوك أثبتت نجاحها كلاعب أساسي فى سوق المال ولا يجب حرمانها من الإدارة خاصة وأن إدارة البنوك تمنحها مزيد من المرونة وتحسن من الأداء والكفاءة من خلال زيادة المنافسة فى السوق بدلاً من وجود مجموعة شركات تحتكر السوق .

ترى الآراء المعارضة أن غالبية البنوك لا تتوفر لديها بالفعل الأجهزة الإدارية الفنية القادرة على إدارة الصناديق باعتبارها محافظ ذات أحجام كبيرة ، وأن الصناديق هي ملجأ المستثمر الصغير وإدارتها تحتاج الى خبرات متخصصة ذات كفاءة واحتراف،حيث كانت البنوك قبل حركة التأميم فى الخمسينات لديها

الخبرات فى هذا المجال ، ونتيجة للظروف التى مرت بها البورصة حتى عام ١٩٩٢ ، لم تعد بالبنوك خبرات بدرجة كافية ، خاصة أن هناك مستحدثات فى أسواق رأس المال ظلت السوق المصرية بعيدة عنها . كما ان البنوك تقوم بعمليات ترويج للاكتتاب ، وهو ما يمكن أن يؤدى بها لشراء أسهم غير مناسبة لاتمام عملية الاكتتاب . (مجلة البورصة المصرية ، ٢٣ نوفمبر ١٩٩٨).

بصفة عامة نجد أن إدارة البنوك لصناديقها فى الوقت الحالى أمر غير مناسب نظراً لعدم توافر الخبرة الكافية من جانب وعدم كفاءة السوق وانتظام الأسعار من جانب آخر ، كما أن إدارة الصندوق من قبل شركة أداره ينطوي على مميزات كثيرة منها تغيير الإدارة فى حالة ضعف الأداء . تعمل شركة الإدارة على المحافظة على سمعتها ، وبالتالي تزداد طمأنينة حملة الوثائق. بالإضافة أنه يمكن للبنوك أن تساند صناديقها ، حيث أن القانون أتاح للبنك أن يشتري ٢٥% من وثائق الصناديق التابعة لها وهذا الدعم يحقق مزايا عديدة فى وقت الأزمات، يخفف من الضغوط الملقاة على كاهل مدير الاستثمار والذي يكون مضطر للبيع فى وقت غير مناسب مما يخفض من قلق صاحب الوثيقة والحد من حجم الإستردادات (مجلة البورصة المصرية مارس ٩٩)

ثانياً:- الأساس النظري لتقييم أداء صناديق الاستثمار .

إن تقييم أداء صناديق الاستثمار يعد من الأمور الهامة سواء على المستوى الكلى ؛ لمعرفة مدى نشاط كل صندوق والعوائد المحققة وفقاً لمحفظة الأوراق المالية الخاصة به ، لتحديد مدى قدرته على جذب مدخرات الأفراد ، أو على المستوى الفردي حتى يستطيع كل مستثمر الاختيار الصحيح للصندوق الذي ينتمي إليه ، وفقاً للعائد الذي تم تحقيقه والمخاطر التي تحملها مقابل هذا العائد.

نعرض فى هذا الجزء لأهم وأكثر المقاييس شيوعاً فى تقييم أداء صناديق الاستثمار والنظريات التى اعتمدت عليها، حتى نستطيع تحديد المقياس الذى يناسب السوق ، ولذلك سوف ينقسم هذا الجزء الى قسمين نعرض فى القسم

الاول أهم الأدبيات فى هذا المجال ، وفى القسم الثانى نعرض للمنهجية المستخدمة ومصادر البيانات وفترة الدراسة .

١ - أدبيات تقييم أداء صناديق الاستثمار:-

إن كافة النماذج والمؤشرات الخاصة بتقييم أداء صناديق الاستثمار مشتقة من ثلاث نظريات أساسية .

١-١- نظرية اختيار محفظة الأوراق المالية:-

يُعد ماركويتز (Markowitz,1952) أول من وضع أساس نظرية المحفظة . وتصف هذه النظرية باختصار كيفية اختيار محفظة أوراق مالية كفه في ظل قاعدة للتنبؤ بالأداء الخاص بكل ورقة مالية داخل المحفظة . ويعتمد محلل الأوراق المالية للمحفظة في هذا الخصوص على العلاقة بين العائد على الأوراق المالية ، والمخاطر المقابلة له. يتمثل دور محلل الأوراق المالية أو القائم على تقييم محفظة مالية في :-

أ- تحويل تنبئته الخاصة بالعائد المتوقع للأوراق المالية داخل محفظة ما بطريقة منفردة الى عائد متوقع على المحفظة ككل .

ب- اختيار المحفظة الأكفأ من بين العديد من المحافظ المختلفة .

ج- يأتى بعد ذلك دور المستثمر فى الاختيار بين هذه المجموعات الكفاء من المحافظ وفقاً لتفضيلاته التى تعتمد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المقابلة له وفقاً لدرجه بغضه للمخاطر.

تعد علاقة صناديق الاستثمار بهذه النظرية واضحة ، من حيث اختيار الصندوق للأوراق المالية الأكثر كفاءه حتى يحقق التنوع المطلوب للمحفظة ، ويعد هذا التنوع صفة أساسية من صفات صناديق الاستثمار .

أما المرحلة الثالثة في نظرية المحفظة وهى اختيار المستثمر للمحفظة وفقاً لتفضيلاته للعلاقة بين العائد والمخاطر فلا تتم بطريقة مباشرة فى حالة صناديق الاستثمار فيتم اختيار المحفظة المناسبة من قبل إدارة الصندوق والتي تتفق مع

هدف الصندوق من حيث العلاقة بين العائد والمخاطر، ثم يدعو المستثمر الذى له نفس التفضيل للاستثمار فيه. يتطلب هذا الأمر من مدير الصندوق الإعلان عن درجة المخاطر المحتملة التى يمكن أن يتعرض لها الصندوق بصفة عامة .

١-٢- نظريه سلوك أسعار الأسهم فى السوق:-

يُعد فاما أول من أوضح طبيعة سلوك أسعار الأسهم فى السوق والتى تختلف وفقاً لدرجة كفاءة السوق (Fama.E.1965) . أظهرت نظريه أسعار الأسهم فى السوق العديد من الأسئلة الخاصة بخصائص وطبيعة وظائف مدير صندوق الاستثمار. حيث أن نظرية الحركة العشوائية التى أوضحها "فاما"، أسفرت على أن سلوك الأسعار فى الماضى لا يوجد له أى قيمة فى التنبؤ بسلوك الأسعار . ويصبح البحث عن الأوراق المالية المسعرة تسعير خطأ ، امر فى غاية الصعوبة ومكلف ، ولا يوجد مبرر لمدير الصندوق أن يخصص جزء من موارده للبحث عن تلك الأوراق وإلا تكبد مصاريف لا داعي لها . يدعو ذلك الأمر الى التساؤل عن ماهية الأعباء الواقعة اذن على مدير الصندوق فى ظل هذه الطبيعة وحركة الأسعار .

مازالت الأعباء متضمنة تحليل الأوراق المالية بصورة منفردة ، ثم تحديد المحافظ الكفاء ، ثم الاختيار من بين هذه المحافظ فى ظل درجة المخاطر المطلوبة . ولذلك يكون الدور الأساسى لمدير الصندوق تنويع المحفظة تنويعاً جيداً وفقاً للعلاقات المتداخلة بين الأوراق المالية ودرجة ارتباط العائد بينها (Markowitz,1991) .

نستنتج من ذلك أنه فى ظل سوق مالى كفاء يخضع للمنافسة الكاملة ، وجود محفظة متنوعة تنوع جيد تكون محفظة كفاء ، وبالتالي فان مدير صندوق الاستثمار يختار من بين هذه المحافظ الكفاء ما يتفق مع درجة المخاطر المطلوبة . دون تحمل تكاليف باهظة للتنبؤ بحركة الأسعار .

١-٣- نظرية تسعير الأصول الرأسمالية فى ظل وجود مخاطر:-

اعتمدت هذه النظرية على دراسات (Sharpe1964,Linter1965) أوضحت هذه الدراسات أن أسعار الأسهم فى السوق تستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة التى تؤثر عليها، كان رد الفعل الطبيعي لهذه النتائج هو بناء نموذج لسوق يخضع للمنافسة الكاملة ، وهو ذلك السوق الذى يقوم فيه كل مشارك باستخدام المعلومات المتاحة للجميع فى التحليل وفقا لنظريات تحليل محافظ الأوراق المالية .
وفقا لهذا النموذج فان التنبؤ بأداء محفظة أوراق مالية يمكن وصفه بمقياسين أساسيين هما:-

• معدل العائد المتوقع (Ei) .

• المخاطر المتوقعة والمقاسة بالانحراف المعياري للعائد و يعكس المخاطر الكلية لهذا العائد .

تنقسم المخاطر الكلية الى نوعين ؛ المخاطر المنتظمة، وهى جزء من المخاطر الكلية وتتعرض لها كافة الأوراق المالية ويطلق عليها أحيانا مخاطر السوق حيث لا يمكن تجنبها . المخاطر الغير منتظمة ، هى ما يعود الى ظروف المنشأة أو الصناعة ويمكن التخلص من هذا النوع من المخاطر من خلال التنوع الجيد للمحفظة (هندي . منير ١٩٩٦) .

يقوم هذا النموذج على مجموعة من الفروض تتمثل فى :-

- ١- ان المستثمر يقيم المحافظ البديلة على أساس المقياسين السابقين ولكي يتحقق هذا الفرض يشترط أن يتبع العائد التوزيع الطبيعي .
- ب- أن الأصول المالية قابلة للتجزئة ، أى أن المستثمر يمكنه شراء أى كميته يرغبها من ورقه معينه .

ج- المستثمر يمكنه أن يقرض ويفترض على أساس معدل يساوى العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وهذا المعدل يكون متساوي لكافة المستثمرين.
د- أن جميع المستثمرين لديهم نفس التصور والتنبؤ للعائد المتوقع للأوراق المالية.

هـ- تصل المعلومات الى السوق بسرعة ودون تكلفه .
و- لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفه للمعاملات .
وفى ظل هذه الظروف سوف تقع المحافظ الكفاء على خط مستقيم يأخذ الشكل التالي

$$E_i = P + b \sigma_i$$

حيث E_i العائد المتوقع P سعر الفائدة على أصل خالي من المخاطر

σ_i المخاطر الكلية b هامش المخاطرة.

هناك العيد من الدراسات التي اعتمدت على نظريه تسعير الأصول الرأسمالية لتقييم أداء صناديق الاستثمار من أهم هذه الدراسات التي أسفرت عن مقاييس مختلفة لتقييم أداء الصناديق دراسة شارب وترنيور وجنس وفيما يلي عرض لهذه المقياس .

مقياس شارب :-

يُعد مقياس شارب من أكثر المقاييس شيوعا فى تقييم صناديق الاستثمار ، وتقوم الفكرة الأساسية لهذا المقياس على مقارنة العائد المحقق من الاستثمار فى صندوق ما بالمخاطر الكلية المقابلة لهذا العائد . و يطلق عليه العائد مقابل المخاطر (Reward to -variability) ويأخذ الصورة التالية

$$\text{Sharp ratio} = \frac{R - RF}{\sigma}$$

حيث : R العائد البسيط المحقق RF عائد أصل خالي من المخاطر σ الانحراف المعياري لعائد المحفظة ويعكس المخاطر الكلية .

يوضح البسط الفرق بين العائد الخاص بالصندوق والعائد على أصل خالي من المخاطر ، وقد استخدم شارب سعر الفائدة على أذن الخزانة الأمريكية ليعكس العائد مقابل المخاطر . المقام مقياس بالانحراف المعياري للعائد السنوي للصندوق وبالتالي يأخذ شارب المخاطر الكلية في الاعتبار وليس المخاطر المنتظمة فقط ، نظراً لرؤيته أن الصندوق لا يستطيع ان يحتفظ بمحافظ متنوعة تجنبه المخاطر غير المنتظمة دائماً. ولذلك فالمقياس ككل يعكس العائد مقابل كل وحده من وحدات المخاطر ، وكلما أرتفعت قيمه المؤشر كلما دل ذلك على تحسن الأداء . (Sharpe.1966)

مقياس تر ينور :-

يعتمد مؤشر تر ينور على فرض أن السوق يخضع للمنافسة الكاملة وبالتالي لا توجد أى أوراق مالية مسعره بطريقة خاطئة ، ومن هنا فإن الوظيفة الأساسية لمدير صندوق الاستثمار هو تنويع محفظته تنوع جيد ، بذلك يتخلص من جزء من المخاطر وهى المخاطر غير المنتظمة و تتبع محفظته السوق فى تحركاته . يوضح ترينور أن المؤشر الخاص به يمكن أن يستخدم فى تقييم الأداء الفعلى والتنبؤ بالأداء المستقبلى. بناءً على هذه الافتراضات فأن أى محفظة متنوعة تنوع جيد فأن تقلبات العائد المحقق تكون نتيجة لتحركات السوق ، وبصفة عامه تكون لعوامل مؤقتة وهى تمثل المخاطر المنتظمة التى لا يمكن التخلص منها . ويأخذ مؤشر ترينور الصيغة التالية.

$$\text{Treynor's index} = \frac{R - R_{RF}}{\beta}$$

عائد RF

حيث : R العائد البسيط المحقق

أصل خالي من المخاطر

β تمثل المخاطر المنتظمة التى تواجهه الصندوق

يوضح المؤشر نسبه هامش المخاطرة المتمثلة فى الفرق بين العائد المحقق من الصندوق والعائد على أصل خالي من المخاطر بالنسبة للمخاطر المنتظمة التى

تعكس السوق ولا يمكن التخلص منها . نستنتج من ذلك انه اذا كانت ظروف السوق تعكس عدم كفاءه فإن محافظ الأوراق المالية لا تستطيع تحقيق فرض التنوع الجيد ولذلك ؛ فإن المؤشر لا يمكنه تحديد نسبة المخاطر التي تعود الى عدم التنوع وبالتالي يصبح مؤشر غير مفضل لتقييم الأداء الفعلى لصندوق الاستثمار ويفضل مقياس شارب.

نموذج جنسن:-

يُعد مقياس جنسن لتقييم أداء المحفظة مشتق مباشرة من نموذج تسعير الأصول ، ويقوم على نفس الفروض السابق عرضها ، و يرى جنسن أنه في حاله تقييم محفظة غير مداره من قبل متخصص ، فالعائد المحقق من أى ورقه مالية أو محفظة عبارة عن دالة خطيه فى المخاطر المنتظمة لها والعائد المحقق لمحفظة السوق والعائد على أصل خالى من المخاطر بالإضافة إلي المتغير العشوائي حيث توقعه يساوى صفر .
وتأخذ المعادلة الصيغة التالية:-

$$R_{jt} = R_{Ft} + \beta[R_{Mt} - R_{Ft}] + e_{jt}$$

حيث R العائد المحقق RF عائد أصل خالى من المخاطر

β معامل بيتا R_{Mt} عائد السوق e_{jt} المتغير العشوائي

فإذا كانت المحفظة غير مدارة فان تقدير الانحدار لهذه المعادلة يكون تقدير كفاء للمخاطر المنتظمة ، لكن لا بد من التحوط فى حاله إذا كانت المحفظة مداره بواسطة متخصص . فإذا كان مدير المحفظة على درجة عالية من الكفاءة فى التنبؤ ، تحقق المحفظة الخاصة به عائد أكبر من هامش المخاطرة العادى . تظهر من هنا ضرورة أخذ هذه الإمكانية فى الاعتبار عند تقدير المخاطر المنتظمة لمحفظة مداره ، وذلك بعدم وضع أى قيود على الانحدار المقدر

بأن يبدأ من نقطه الأصل ، وبالتالي تأخذ المعادلة الجديدة وهو ما أضافه جنسن لمقاييس تقييم أداء المحافظ الشكل التالي:-

$$R_{jt} - R_{Ft} = \alpha_j + \beta_j [R_{Mt} - R_{Ft}] + U_{jt}$$

فاذا كان مدير المحفظة لديه القدرة على التنبؤ فان α سوف يكون لها قيمة أكبر من الصفر ومعنوية .وقام بتطبيق هذه المعادلة على ١١٥ صندوق استثمار مفتوح خلال الفترة من ١٩٥٥-١٩٦٥ .

بالرغم من شيوع تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM تعرض لكثير من الانتقادات ، ومما يضعف من القوه التفسيرية للنموذج هو أن توقعات المستثمرين ليست متجانسة ، وأن هذا النموذج يكون أداءه مقبولة للتنبؤ بالعائد وذلك بالنسبة لمحافظ الاستثمار التي تتسم بالتنوع الجيد فقط . (هندي، منير ١٩٩٦،

قادت هذه الانتقادات الباحثين الى البحث عن نظريات بديله لتسعير الأصول ، وتعد نظريه تسعير المراجعة Arbitrage Price Theory (APT) هي واحده من أهم النظريات التي استمالت الباحثين لتطبيقها وبدأت هذه النظرية مع كتابات (Ross, 1976.) أوضح روس أن المخاطر المنتظمة لا تصلح لأن يعبر عنها بعامل واحد فقط مثل عائد السوق وأن هناك عدد من العوامل تمثل مخاطر تؤثر على عائد الورقة وهذه العوامل ولتكن K تستدعى بناء محفظة استرشادية أخرى ، لا تعتمد على عائد السوق فقط .

ظهرت من هنا فكره ما يعرف بنموذج العوامل المتعددة الذي يعكس نفس الفكرة السابقة ، ويكمن الفرق الوحيد في ان نماذج العوامل لا تعكس شيء عن كفاءة أو عدم كفاءة السوق وتوازنه . وقد تختلف تلك العوامل وتتغير أهميتها من فترة الى أخرى . أما نظريه تسعير المراجعة هي نظريه للتوازن توضح العلاقة بين عائد الورقة والمتغيرات المؤثرة على ذلك العائد ووفقا لهذه النظرية فأن الأوراق المالية التي تتعرض لمخاطر متساوية تحقق نفس العائد وهو ما يطلق عليه قانون

السعر الواحد (LOP) . عندما يتحقق هذا السعر ينتفي الدافع للقيام بأى مراجعة ، وإذ لم يتحقق تبدأ عملية المراجعة من خلال بيع وشراء الأوراق المالية المتوقع لها ارتفاع أو انخفاض لهذا السعر الى أن يعود التوازن مرة أخرى . تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض تتشابه مع كثير من فروض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي ، ولكن تتمثل الاختلافات فى أن نظريه تسعير المراجعة لا تفترض مخاطر حول عملية المراجعة وأن المستثمرين لهم حرية البيع على المكشوف ، والعائد على الاستثمار لا يشترط أن يتبع التوزيع الاحتمالى الطبيعي .

من الدراسات التى اختبرت اثر استخدام إحدى هذه النماذج على نتائج تقييم الأداء وترتيب صناديق الاستثمار وفقاً لأدائها دراسة (Lehman and Modest 1987) وهدفت الى ما إذا كانت المقاييس التقليدية لاداء صناديق الاستثمار على درجه من الحساسية لما يتم الاسترشاد به لتحديد الأداء العادى ، ولأجابه هذا التساؤل تم الاسترشاد بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ومجموعه من المحافظ الاستثمارادية الأخرى التى تعتمد على نموذج تسعير المراجعة.

خلصت الدراسة الى أن المقاييس المستخدمة والنماذج لقياس أداء الصناديق على درجه من الحساسية للطريقة التى يتم بها بناء نموذج تسعير المراجعة الاستثمارادي حيث يمكن أن نصل الى نتائج مختلفة تماماً عن أداء الصندوق وفقاً لعدد الأوراق المالية وطريقه تقدير النموذج ، كان ترتيب الصناديق أقل حساسية للعدد الممثل للعوامل التى تمثل مصدر للمخاطر المنتظمة حيث كان هناك اختلافات يمكن تجاهلها بين النموذج المكون من ١٥ ، ١٠ ، ٥ عوامل ، أما ترتيب الأداء وفقاً للنموذج المستخدم فأسفر عن اختلافات واضحة بين نتائج القياس من خلال استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والنتائج التى تم التوصل اليها بالاسترشاد بنموذج تسعير المراجعة ، تعكس هذه الدراسة أهميه معرفة النموذج المناسب الذى يتم من خلاله تحديد المخاطر والعائد المتوقع . دراسة (Grinblatt M.

(and Titman 1989) استخدمت فكره نموذج جنسن لتقدير (الفا) لتحديد الأداء المتميز لمدير الصندوق ولكنه دمج بين فكرة هذا المؤشر ونموذج العوامل ، حيث يقدر قيمة (الفا) بأربع مجموعات مختلفة من المحافظ الاسترشادية لتحدد المخاطر التي تواجه مدير الصندوق وكانت اهم هذه العوامل هي حجم الشركة ، العوائد الموزعة،العائد المحقق في فترات سابقه هذا بالإضافة الى تقسيمه التحليل الى فترات مختلفة مرجحة بأوزان ترجيحية مختلفة مثل نسبة الأسهم فى المحفظة ولذلك أطلق على هذا المقياس الفترات المرجحة (Period Weighting Measure). اعتمدت دراسة (Glosten and Jaganathan1994) على فكرة معدل الإحلال الحدى بين الأوراق المالية داخل المحفظة عبر الزمن كوزن ترجيحي للفترات المختلفة ، يطلق على هذا المقياس (Interteporal Marginal Rate of Substitution).

تضع أمامنا هذه المقاييس والدراسات مجموعه من الاختيارات ، ولكن لا يوجد إطار نظرى يُمكن القائم بالتقييم من الاختيار من بين هذه المؤشرات وحتى يكون الاختيار مناسب أكدت كافة الدراسات على ضرورة وجود حد ادنى من الشروط التي يجب توافرها فى السوق لإجراء مقياس مناسب للتقييم ومن أهم هذه الشروط الكفاءة - الشفافية سرعة وصول المعلومات ، القدرة على التنوع الجيد ،سيادة سعر واحد فى السوق (Chen,Knez1996).

نحاول فى الجزء القادم التعرف باختصار على أهم خصائص السوق المصرى حتى نستطيع أن نحدد ماهية المعيار المناسب للتقييم والمنهجية المستخدمة .

٢-المنهجية المستخدمة ومصادر البيانات :-

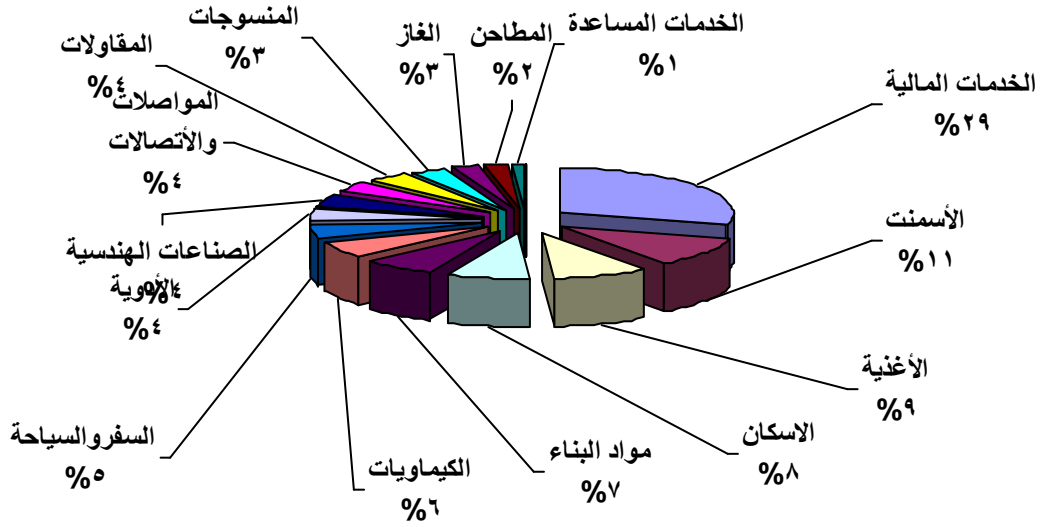
نلقى الضوء فى هذا الجزء باختصار على مدى توافر الشروط المطلوبة فى السوق المصرى لتحديد المقياس الذى يعطى نتائج يعتمد عليها فى التقييم من حيث مستوى تنوع السوق وأهم خصائص العائد فى سوق الأوراق المالية .

٢-١- مدى تنوع السوق :-

القدرة على التنوع تتوقف على مدى تنوع الأوراق المالية في السوق والقطاعات المصدرة لها بما يقلل من الارتباط بينها . الشكل التالي يوضح التوزيع النسبي للقطاعات وفقاً لنصيب كل قطاع من رأس المال السوقي

شكل رقم (٤)

النصيب النسبي لأهم القطاعات الممثلة للسوق من رأس المال السوق



المصدر :- محسوب من بيانات الهيئة العامة لسوق المال التقرير السنوي

يعكس الشكل السابق، ان رأس المال السوقي يتركز في خمس قطاعات أساسيه ؛ هي قطاع الخدمات الأسمنت -ألا غذيه والمشروبات - الإسكان-مواد البناء ، تبلغ نسبتهم حوالى 60% من رأس المال السوقي لكافة القطاعات وهم عشرون قطاعاً ،منهم خمس قطاعات يمثلون نسبه ضئيلة لا تذكر 1,2% من إجمالي السوق وشركاتهم تمثل عدد ضئيل جداً.

إذا أخذنا في الاعتبار الارتباط القوى بين ثلاث قطاعات ، وهم الأسمنت والإسكان ومواد البناء والمقاولات يمثلون 30% وهو ما يعنى تركيز السوق فى

ثلاث قطاعات فقط ، اى لا يوجد فى السوق فرص حقيقية للتتويج وبالتالي تخفيض المخاطر وتحقيق الشروط البيهية للمحفظة التى نادى بها ماركوتز .

هذا بالإضافة الى أن دراسة (هندي وأخرون ١٩٩٩) أوضحت التقلب الشديد فى القوه النسبية لاداء هذه القطاعات الرئيسية فضلا عن الضعف غير المبرر للقوه النسبية لقطاعات أخرى . أثبتت الدراسة ايضاً أن معامل بيتا لقياس المخاطر فى السوق المصرى لا يمكن الاعتماد عليه وذلك نظراً لان هناك تناقضات شديدة مثل ارتفاع معامل بيتا لشركات تعمل فى قطاعات دفاعية مقارنة بمثيلتها لشركات تعمل فى قطاعات هجومية ويؤكد ذلك أيضا انخفاض معامل بيتا عن الواحد الصحيح فى قطاعات هجومية كالبنوك والأسمت

وهذا يعكس عدم كفاءه تسعير الاصول فى السوق وصعوبة التخلص من المخاطر غير المنتظمة بالتنوع، ولذلك يجب أن يهتم المستثمر بالمخاطر الكلية بشقيها المنتظم وغير منتظم .

٢-٢ خصائص العائد :-

يعكس الجدول التالى أهم المؤشرات التى نستطيع من خلالها تحديد أهم سمات العائد فى السنتين محل الدراسة.

جدول رقم (٣)

خصائص العائد فى السوق (٩٧-٩٨)

البيان	معدل العائد السنوى (١)	درجة تقلب السوق (٢)	اختبار الجذور الأحادييه (ديكى وفولر) (٣)	مدى اتباع العائد لتوزيع الطبيعي (٤)
١٩٩٧	%١٨	%١٩,٣	٢٧,٨-%	Skewnes ٩٥٠, Kourtosis ٨,٧٧
١٩٩٨	%٢٩,٥-	%١٣	٢٧,٠٧-	Skewnes ٠,٨٤-, Kourtosis ٥,٧٧

ملاحظات:-

- (١) معدل العائد السنوى محسوب بمعدل التغير فى مؤشر IFCG .
- (٢) درجة تقلب السوق مقاسه بالانحراف المعياري للعائد ،محسوب بمتوسط الانحراف المعياري اليومي مضروب فى الجذر التربيعي لعدد ايام السنه .
- (٣) اختبار الجذور الأحادية يوضح مدى استقرار السلسلة ام تتبعها الحركة العشوائية والفرض العدمى له هو عدم الأستقرار . لمزيد من التفاصيل عن هذا الاختبار انظر (E nders,1995)
- (٤) Skewnes, Kourtosis اختبارات إحصائية توضح ما اذا كانت السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي أم هناك انحراف فى التوزيع . لمزيد من التفاصيل عن هذا الاختبار انظر (E nders,1995)

المصدر :- Samak ,N .& Helmy O . 2000 .

يوضح لنا الجدول السابق ان العائد يتصف بالتقلب الشديد ، وهو ما يدل على عدم الكفاءة والتي ظهرت بوضوح من خلال رفض الفرض العدمى (الديكى وفولر) بشده بدرجة ثقة ٩٩% . ويعنى ذلك ان الأسعار فى السوق لا تتبع الحركة العشوائية ؛وينتج ذلك نتيجة لعدم الشفافية وعدم تأثر الأسعار بسرعة بالمعلومات فى حالة وصولها السوق . يوضح الجدول ان العائد لا يتبع التوزيع المعتاد فقد كان منحرفاً يميناً فى عام ٩٧ ويساراً فى عام ٩٨ وهو ما أوضحته قيمة Skewnes وأيضاً كانت قيمة Kourtosis تتعدى ٣ . يعكس لنا الوضع السابق ان معظم الفروض التي بنيت عليها أغلب الدراسات غير متوفرة فى السوق المصرى وبصفة خاصة الكفاءة ، الشفافية وتنوع السوق تنوع جيداً بما يمكن مديرى الصناديق من تكوين محفظة على مستوى عالي من التنوع بما يمكنهم من التخلص من المخاطر غير المنتظمة . يزيد على ذلك قصر فتره وجود الصناديق فى السوق وبالتالي عدم القدرة على تقييمهم فى فترات مختلفة وفقاً لمدى بقاء كل صندوق .

بناءً على ذلك فالمنهجية المقترحة هي تقييم أداء الصناديق ، وفقاً لمؤشر شارب الذى يعكس العائد مقابل المخاطر الكلية ، وتحليل مكونات محافظ الصناديق لتحديد أسباب اختلاف درجات المخاطر الكلية.

البيانات المستخدمة ومصادرها:-

-أسعار وثائق صناديق الاستثمار أسبوعياً ويتم الحصول عليها من مجلة البورصة التى يصدرها الأهرام الاقتصادي ، أعداد مختلفة. حيث R فى المؤشر والتي تعكس العائد البسيط المحقق للصندوق يتم حسابه عن طريق المعادلة التالية:-

سعر الوثيقة فى نهاية المدة + التوزيعات - سعر الوثيقة فى أول المدة

سعر الوثيقة فى أول المدة

RF العائد الخالى من المخاطر ويعكس سعر الفائدة على أذون الخزانة لمدة سنة ويتم الحصول عليه من الأهرام الاقتصادي أعداد مختلفة
σ الانحراف المعياري لعائد الصندوق خلال السنة .
-مؤشر مؤسسة التمويل الدولية شبكة رويتر للمعلومات .
-مكونات محافظ كل صندوق والحسابات الختامية من خلال التقارير الربع سنوية عن عام ٩٧،٩٨ وتم الحصول عليها من قبل مديري الاستثمار لكل صندوق.

فترة الدراسة:-

نظراً لحدثة نشأت الصناديق فى مصر ، واختلاف تواريخ مزاولة النشاط لكل صندوق وبالتالي الظروف المحيطة به فى سوق المال . تحتاج عملية التقييم الى توحيد فترة الدراسة ، لذلك سوف يقتصر التحليل على الصناديق التى تم أنشئت قبل عام ٩٧ ، ويتم التطبيق على ثلاثة عشر صندوقاً فى عامين متتاليين ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ وهم يمثلوا ٦٥% من إجمالي الصناديق وتم تقسيمهم الى أربعة مجموعات وفقاً لنوع وهدف كل صندوق .

ثالثاً نتائج تقييم أداء الصناديق المحلية . عن عامي ٩٧ - ٩٨ :-

هناك مجموعة من العوامل لا بد من أخذها في الاعتبار بصفة عامه عند تحليل النتائج ، وسوف تظهر في تحليل نتائج كل صندوق كلما استلزم الأمر تتمثل في :-
-تاريخ نشأة الصندوق .
-حالة السوق خلال الفترة التي أنشئ فيها الصندوق .
-مدي ارتباط الصندوق بالسوق .

وقبل البدء في تحليل نتائج كل مجموعة علي حدة هناك مجموعة من الملاحظات والظروف التي أثرت علي أداء الصناديق بصفة عامة ويتمثل ذلك في :
-نوع الصندوق والهدف منه .

-مكونات المحفظة الخاصة بكل صندوق من حيث ، نسبة الاستثمار في الأسهم والسندات . طبيعة القطاعات والشركات التي تم الاستثمار في أسهمها وعلاقتها بالسوق (هجومية أم دفاعية) .

-تدهور أداء سوق المال في عام ٩٨ مما انعكس أثرة علي أداء الصناديق وإن اختلفت شدة التأثير حسب طبيعة الصندوق وعلاقته بالسوق كما سيتضح فيما بعد ، وبصفة عامة هناك مجموعة من الأسباب كانت عوامل مساعدة في تدهور الأسعار في عام ٩٨ تتمثل في :

(أ) صدور القانون رقم ٥ لسنة ١٩٩٨ الخاص بالمعاملة الضريبية للبنوك وتأخر صدور اللائحة التنفيذية له حيث صدرت في ٢٥ / ٦ / ٩٨ مما أدى إلي اضطراب السوق وفقدان الثقة وخاصة في قطاع البنوك حيث فقدت أسهم البنوك حوالي ٣٠-٤٠ % من قيمتها السوقية

(ب) محاولة إدارة البنك التجاري الدولي إصدار أسهم للعاملين بسعر منخفض ، بطريقة مبالغ فيها ، مما أدى إلي حدوث موجة بيع لأسهم البنك ، وقد أوقفت

هيئة سوق المال هذه المحاولة وإن كان تأثيرها السلبي قد استمر (صندوق البنك المصري الأمريكي ، التقرير الربع سنوي ، ١٩٩٨) .

(ج) انخفاض الأهمية النسبية لقطاعات أساسية مثل قطاع المطاحن والبنوك والتي يتم حسابها عن طريق قسمة قيمة مؤشر القطاع علي قيمة مؤشر السوق فقد انخفضت بالنسبة لقطاع المطاحن من ١,١٣ في عام ٩٧ إلي ٠,٦٦ في عام ٩٨ وبالنسبة لقطاع البنوك من ٠,٨٥ في عام ٩٧ إلي ٠,٦٦ في عام ٩٨ (هندي منير وآخرون ١٩٩٩) وكان انخفاض هذين القطاعين السبب المباشر في انخفاض مؤشر السوق والتأثير علي أداء الصناديق . يعد الانخفاض الذي تعرض له قطاع المطاحن هبوط غير عادي ويعود في جانب كبير منه إلي تضارب السياسات نظراً لعدم توفير البيئة التنافسية لها وتنفيذ المهام الاجتماعية الملقاة علي عاتقها وهو ما يجب أخذه في الاعتبار بالنسبة للشركات التي يتم تخصيصها .

(د) أزمة الأسواق الآسيوية وتأثيرها علي البورصات بصفة عامة .

(هـ) ضيق سوق الأوراق المالية وعدم توافر القطاعات والشركات القوية التي تساعد علي التنوع الكفاء للصناديق واستيعاب الأموال الكبيرة حيث تسيطر مجموعة من القطاعات وشركات محددة داخل كل قطاع علي حركة السوق وعلي محافظ الصناديق حيث تكاد تتشابه محافظ كل الصناديق ولا يوجد تمييز بين صندوق وآخر .

(ز) عرض وتقييم أسهم بعض الشركات المطروحة للخصخصة بأسعار مرتفعة مثل مصر للألمونيوم ، مختار إبراهيم ، شركة النصر للأعمال المعدنية ، أدي إلي عدم تغطية هذه الأكتتابات وزيادة حالة عدم الثقة في السوق . وفيما يلي مناقشة أداء كل مجموعة علي حدة :

المجموعة الأولى " صناديق النمو المفتوحة :-
يوضح الجدول التالي الصناديق التي تنتمي الى هذه المجموعة وأداء كلا منهم .

جدول رقم (٤)

نتائج التقييم عن عامى ٩٧-٩٨ لصناديق النمو المفتوحة

المؤشر المستخدم	١٩٩٧	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٨
العائد المحقق	بنك القاهرة	الأهلى الأول	بنك القاهرة	الأهلى الأول
العائد مقابل المخاطر الكلية	٠,٩	١,٣٨	٣,٦-	٣,٧-
	%٢٢	%٢١	١٤,٨-	٢١-%

المصدر:- محسوب وفقاً للمؤشرات المستخدمة.

يُعد صندوق الأهلي الأول من أقدم الصناديق وأنشئ في ٣ / ٩ / ٩٤،
بالتالي قد مر بتغيرات السوق المختلفة من انخفاض في الأسعار عام ٩٥ إلي
ارتفاع شديد مبالغ فيه عام ٩٦ . مما مكنه من تحقيق أرباح كبيرة . أما صندوق
بنك القاهرة فقد أنشئ في ١٥ / ١١ / ٩٥ وبالتالي فترة وجودة في السوق أحدث
من الأهلي الأول وإن كان قد مر بعام ٩٦ بأكمله ، وهو انعكس علي حجم
أرباحه أيضاً . ونجد أن وحدة الهدف بالنسبة للصندوقين وهو النمو فإن
الاستثمارات المحتملة لهما تكون في أسهم شركات وقطاعات ذات درجة عالية
من النمو، ودرجة مخاطر متقاربة . وبالنظر إلي نتائج المؤشرات المستخدمة نجد
أن الصندوقين في عام ٩٧ حققا عائد بسيط مرتفع عن عائد السوق ومتساوي
تقريباً . أما عند أخذ المخاطر في الاعتبار فقد اختلف الأداء وهو أمر منطقي وأن
كان يتوقف علي حجم المخاطر التي يتعرض لها الصندوق .

فقد بلغ حجم المخاطر الكلية لصندوق بنك القاهرة مقاساً بالانحراف المعياري للعائد ١٤,٤% بينما بلغت حوالي ٨,٦% بالنسبة للأهلي الأول . وبالتالي انعكس ذلك علي العائد مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية لصندوق بنك القاهرة . يدفعنا ذلك إلي التعرف علي مكونات محفظة كل صندوق والتي أدت إلي اختلاف درجة المخاطر . تتميز مكونات محفظة صندوق بنك القاهرة ، بارتفاع نسبة الاستثمار في الأسهم وهو ما يتفق مع هدف الصندوق ، وكان متوسط نسبة الاستثمار في الأسهم يزيد عن ٩٠% والباقي نقدية وودائع وسندات ، وحرصت إدارة الصندوق علي خفض حجم الاستثمارات في الأسهم في الربع الثاني من عام ٩٧ قبل فترة انخفاض الأسعار في السوق ، واختيار الأسهم ذات العائد المتميز وهو ما انعكس علي الأداء في عام ٩٨ كما سيتضح . أما صندوق الأهلي الأول فكانت نسبة التوظيف في المتوسط خلال عام ٩٧ تتراوح ما بين ٦٩% أسهم وحوالي ٢٣,٤% سندات ، ٨,٤% وثائق في صناديق أخرى. وتعد نسبة الاستثمار في السندات مرتفعة علي الرغم من كونه صندوق نمو، اختلفت سياسة الصندوق في الربع الأخير من عام ٩٧ وارتفعت نسبة الاستثمار في الأسهم مقارنة بالسندات والودائع (التقرير الربع السنوي للصندوق لعام ٩٧) . وبصفة عامة كانت النسبة الكبرى من استثمارات الصندوقين تتجه إلي قطاع الأسمت - القطاع الاستهلاكي - القطاع المالي ثم الإسكان والأدوية . كانت أكبر عشر شركات يتم الاستثمار بها في الصندوقين هما حلوان للأسمت - طره للأسمت - إسكندرية للأسمت - مدينة نصر للإسكان والتعمير - هليوبلس للإسكان والتعمير - مطاحن شمال القاهرة - مطاحن مصر العليا - ابيكو . تتمتع هذه القطاعات بصفة عامة بقوة نسبية مرتفعة في السوق وبعضها قطاعات هجومية ، ويفسر لنا الوضع السابق تعرض بنك القاهرة لدرجة مخاطر أكبر من الأهلي نظراً لزيادة درجة حساسية المحفظة الخاص به لتقلبات عائد السوق نتيجة لاستثماره في الأسهم بنسبة مرتفعة في قطاعات تعد هجومية وهو ما يتفق مع الهدف الأساسي للصندوق .

تحليل نتائج أداء الصندوقين عام ٩٨.

عكست لنا النتائج مدي التدهور الشديد في أداء الصندوقين عن عام ٩٧ حيث حقق كلاً منهما خسائر في كافة المؤشرات ، وإن كان تحقيق خسائر يقلل من معني المؤشرات التي تقيس العائد مقابل المخاطر ، يمكن النظر لها من خلال الحجم النسبي للخسائر التي تعرض لها المستثمر مقابل المخاطر . كانت هذه الخسائر المحققة انعكاس لانخفاض مؤشر الأسعار للسوق، فقد انخفض مؤشر IFC بأكثر من ٢٩%، بينما انخفض عائد القاهرة بحوالي ١٤,٨ % فقط أما الأهلي الأول فقد حقق معدل خسارة مرتفع حوالي ٢١ % .

يرجع هذا الانخفاض في الأداء إلي أسباب تعود إلي السوق بصفة عامة سبق توضيحها ، وأسباب تعود إلي أداء مدير الصناديق نوضحها فيما يلي .

اتجه مديري الصناديق إلي تغير مكونات المحافظ بمجرد حدوث التغير في السوق ، انخفضت نسبة الاستثمار في قطاع المطاحن من حوالي ٩ % في صندوق بنك القاهرة إلي ١ % ، وانخفضت بصفة عامة النسبة الموجهة للاستثمار في الأسهم عن الربع الأخير في عام ٩٧ إلي ٨٣ % ، ٧٤ % في الربع الثالث والرابع لعام ٩٨ (التقارير الربع سنوية للصندوق ١٩٩٨) . انخفضت نسبة الاستثمارات لصندوق الأهلي الأول في الأسهم إلي أن بلغت ٥٢ % في الربع الأخير لعام ٩٨ ، ولم تظهر شركات المطاحن في قائمة الشركات التي يساهم فيها الصندوق ، وارتفعت نسبة المساهمة في قطاع الأسمت وانخفضت صافي الأصول بصفة عامة للأهلي الأول في عام ٩٨ إلي أن بلغت ١١٨,٨ مليون مقابل ١٨٩,٧ في عام ٩٧ وانخفض عدد الوثائق القائمة وهو ما يعني سحب الأفراد لوثائقهم . ونظراً لأن صندوق الأهلي الأول كان أكثر ارتباطاً بالسوق في عام ٩٨ حيث بلغ معامل الارتباط مع مؤشر IFC ٨٢ % ، ونتيجة لارتفاع نسبة التوظيف في قطاع المطاحن في بداية عام ٩٨ . انخفضت أسعار الوثائق بشدة مع انخفاض مؤشر السوق ولذلك تم تحويل المحفظة إلي الاستثمار في السندات والودائع بكثافة . وعندما بدأ الهدوء

النسبي للسوق في الربع الأخير لعام ٩٨ نظراً لموجه الشراء الخاصة بصناديق المعاشات (مجلة البورصة عدد ٥٢ ٩٨) لم يتحسن أدائه مع السوق وكانت نسبة الخسائر مرتفعة

المجموعة الثانية "صناديق الدخل المفتوحة":

يعكس الجدول التالي نتائج تقييم أداء صناديق الدخل المفتوحة

جدول رقم (٥)

نتائج تقييم أداء صناديق الدخل المفتوحة

المؤشر المستخدم	١٩٩٧	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٨
بنك تنمية الصادرات	بنك تنمية الصادرات	مصر الأول	بنك تنمية الصادرات	مصر الأول
العائد المحقق	١٥,٢%	٢٣%	١٦-%	١١-%
العائد مقابل المخاطر الكلية	٠,٤٥	٢	٣,١-	٠,٧٢-

المصدر: -محسوب وفقاً للمؤشرات المستخدمة.

أنشئ صندوق بنك مصر الأول في ١٢ / ١ / ٩٥ كصندوق ذا عائد دوري ، أما صندوق بنك تنمية الصادرات أنشئ في ٦ / ١٠ / ٩٦ .

نلاحظ من جدول النتائج أن صندوق مصر الأول كان أدائه متميز مقارنة بنك تنمية الصادرات ، فقد حقق عائد بسيط في عام ٩٧ يفوق بكثير العائد المحقق من قبل بنك تنمية الصادرات وكذلك بالنسبة للعائد مقابل المخاطر الكلية ولمعرفة أسباب هذا الاختلاف بالرغم من وحدة الهدف لا بد أن نتعرف علي درجة المخاطر التي يتعرض لها كل صندوق وطبيعة المحفظة الخاصة به.

تعرض بنك تنمية الصادرات لدرجة مخاطر مرتفعة حيث بلغت ١٣,٦% مقاسه بالانحراف المعياري مقابل ٩% لصندوق بنك مصر الأول ، وهو اختلاف واضح ،أثر علي انخفاض العائد مقابل المخاطر الكلية لبنك تنمية الصادرات. يرجع ذلك إلي ارتفاع درجة الارتباط لصندوق تنمية الصادرات مع السوق حيث بلغ ٨٧% مع مؤشر IFC أي أن حوالي ٧٦% من التغيرات في عائد الصندوق تعود إلي التغيرات في السوق . ونخلص من الوضع السابق إنه بالرغم من ارتفاع درجة المخاطر التي تعرض لها صندوق تنمية الصادرات حقق عائد أقل من صندوق مصر الأول . ويرجع ذلك في الجانب الأكبر منه إلي اختلاف مكونات محفظة الأوراق المالية لكلاً منهما .

تبلغ نسبة الاستثمارات في الأسهم لبنك تنمية الصادرات إلي أجمالي الأصول حوالي ٨٠% خلال عام ٩٧ انخفضت إلي ٧٥% في الربع الأخير من عام ٩٧ ، وارتفعت نسبة الودائع لدي البنوك والاستثمار في الأوراق المالية الحكومية حيث بلغت حوالي ٨% . (التقارير الربع سنوية لبنك تنمية الصادرات عام ٩٧) يختلف الوضع تماماً لصندوق بنك مصر بالرغم من وحدة الهدف ، فتبلغ حجم الاستثمارات في سندات الحكومة والبنوك حوالي ٥١% ، مقسمة الي ٤١% حكومة ، ١١% بنوك ، ٣% وثائق في صناديق أخرى . والباقي استثمارات في الأسهم .أي أن النسبة الكبرى من الاستثمارات داخل المحفظة في أصول تدر عائد ثابت وهو ما يتفق مع هدف توزيع عائد دوري (التقارير الربع سنوية لصندوق ١٩٩٧) يفسر لنا ذلك في نفس الوقت ارتفاع العائد المحقق بالرغم من انخفاض درجة المخاطر مقابل صندوق بنك تنمية الصادرات الذي يتعرض لمخاطر مرتفعة .

يعكس لنا الوضع السابق عدم وضوح استراتيجية محددة لصناديق ذات هدف واحد ، فهدف الدخل الدوري يدعو إلي أن تكون مكونات المحفظة في

أصول تدر عائد ثابت وذات درجة مخاطر منخفضة وهو ما يجب أن تأخذه الصناديق في الاعتبار عند اختيار مكونات المحفظة.

تحليل نتائج تقييم الأداء في عام ٩٨ :-

حقق الصندوقين خسارة في كافة المؤشرات في عام ٩٨. نظراً للأسباب العامة السابق ذكرها. كان حجم الخسارة المحقق في مصر الأول، أقل من صندوق بنك تنمية الصادرات، يعود ذلك في الجانب الأكبر منه لارتفاع درجة المخاطر التي تعرض لها صندوق بنك تنمية الصادرات حيث بلغت المخاطر الكلية ٨ % وبلغ ارتباطه بالسوق مع مؤشر IFC ٧٥ %، مقارنة بصندوق بنك مصر الأول، حيث كان ارتباطه بالسوق ضعيف جداً بلغ حوالي ٣٠ % . يرجع ذلك لاختلاف مكونات المحفظة للصندوقين في عام ٩٨، فبالرغم من أن صندوق بنك تنمية الصادرات خفض نسبة الاستثمار في الأسهم في الربع الأول لعام ٩٨ إلى ٥١ % وارتفعت نسبة الودائع في البنوك إلى ٣٤ %، إلا أن النسبة عاودت الارتفاع خلال الربع الثالث والرابع وبلغت ٦٤ %، ٧٤ % علي التوالي وانخفض لذلك حجم المخاطر الكلية المعرض لها عن عام ٩٧ (التقارير الربع سنوية لصندوق بنك تنمية الصادرات ٩٨) . صندوق بنك مصر مازال يستثمر أكثر من ٥٢ % من مكونات المحفظة في أصول ذات عائد ثابت وهو ما انعكس في تحقيق معدل خسارة اقل . (التقارير الربع سنوية لصندوق بنك مصر، ١٩٩٨) . وبصفة عامة كانت عمليات البيع في عام ٩٨ أكبر من عمليات الشراء للصندوقين .

المجموعة الثالثة " صناديق الدخل والنمو المفتوحة " :-

يعكس الجدول التالي أهم نتائج المؤشرات المستخدمة في تقييم صناديق الدخل والنمو المفتوح.

جدول رقم (٦)

نتائج تقييم أداء صناديق النمو والدخل المفتوحة/١٩٩٧

المؤشر المستخدم	مصر الثاني	المصرفية العربية الأولى	الأهلي الثاني	بنك اسكندريه	المصري الأمريكي	المستثمرون المتحدون	قناة السويس
العائد المحقق	٢٥,٨%	٢٥,٧%	٢٣,١%	١٥,٨%	١٣%	٩%	٢,٦-
العائد مقابل المخاطر الكلية	١,٢	١,٧	٠,٩	٠,٥٩	٠,٣٢	٠,٠١	١-

المصدر: - محسوب وفقاً للمؤشرات المستخدمة.

تتنمي النسبة الكبرى من الصناديق إلي هذه المجموعة ، لتحقيق هدف الدخل والنمو معاً ، من المفترض أن تكون محفظة هذه الصناديق محفظة متوازنة بين الأسهم والسندات. كان أكثر الصناديق تميزاً في الأداء داخل هذه المجموعة لعام ٩٧ صندوق بنك مصر الثاني حيث حقق عائد قدرة ٢٥,٨ % والمصرفية العربية الأولى ٢٥,٧% و الأهلي الثاني ٢٣,١% وهو عائد يفوق بكثير عائد السوق وفقاً لمؤشر IFC الذي بلغ حوالي ١٨ % وسوف نلقي الضوء أولاً علي هذه الصناديق التي حققت عائد أكثر من ٢٠ % .

أنشئت هذه الصناديق الثلاثة في عام ٩٥ وبالتالي هناك وحدة في تاريخ الإنشاء وفي الظروف التي مرت بها . بالرغم من أن صندوق بنك مصر الثاني حقق أعلي عائد بسيط بين الصناديق ، لكن بعد أخذ المخاطر الكلية في الاعتبار نجد أن العائد والترتيب أصبح مختلف ، فبلغت درجة المخاطر الكلية مقاسه بالانحراف المعياري (١٣ %) لصندوق بنك مصر الثاني (١٤,٤ %) للأهلي الثاني وحوالي (٩ %) لصندوق المصرفية العربية الأولى ، ولذلك كان ترتيب المصرفية العربية هو الأول وفقاً لمؤشر شارب ، وبلغت درجة ارتباطه بالسوق مع مؤشر IFC حوالي (٦٦ %) مقارنة بالوضع في

صندوق بنك مصر الثاني نظراً لارتفاع درجة ارتباطه مع السوق حيث بلغ ٨٥ % ، تعرض الأهلي الثاني لدرجة مخاطر منخفضة نسبياً وكان ارتباطه بالسوق ضعيف حيث بلغ ٤٦ % فقط . يرجع هذا الاختلاف في درجات المخاطر ومدى الارتباط بالسوق إلي مكونات نسب الاستثمار في كل محفظة فكانت أعلى نسبة استثمار في الأسهم في بنك مصر الثاني حوالي ٨٠ % في المتوسط خلال عام ٩٧ (التقارير الربع سنوية لصندوق لعام ٩٧) . يليه في ذلك الأهلي الثاني حيث بلغت نسبة الاستثمار في الأسهم في المتوسط حوالي ٥٦ % . بلغت أعلى نسبه لها حوالي ٦٢ % في الربع الأخير من عام ٩٧ . أما نسبة الاستثمار في أصول ذات عائد ثابت فكانت في المتوسط حوالي ٢٨ % وبلغت أقصى ارتفاع لها في الربع الأول من عام ٩٧ حوالي ٣٧ % وهذا يفسر لنا درجة الارتباط الضعيف للصندوق مع السوق ثم صندوق بنك المصرفية العربية الأول حيث تبلغ نسبة الاستثمار في الأسهم لأجمالي الأصول حوالي ٤٧ % وحوالي ٣٤ % في الأصول تدر عائد ثابت ، ولذلك كان أقل صندوق تعرض لنسبة مخاطر (التقارير الربع سنوية لعام ١٩٩٨) . وكانت أهم القطاعات التي تم الاستثمار بها خلال عام ٩٧ هي قطاع البنوك والمطاحن والأسمنت والكيماويات والأدوية .

الجزء الثاني من صناديق المجموعة الثالثة :

تباين أداء الجزء الثاني من المجموعة، فصندوق البنك المصري الأمريكي وبنك الإسكندرية وهما من أقدم الصناديق وتاريخ الإنشاء واحد وهو ١٠ / ١٩٩٤ ، حققا عائد منخفض عن الصناديق السابقة ، حيث حققا عائد بسيط متساوي تقريباً فحقق بنك الإسكندرية (١٥,٨ %) . أما صندوق بنك المصري الأمريكي حقق (١٣ %) وهو عائد منخفض مقارنة بعائد السوق وفقاً لمؤشر IFC حيث حقق عائد (١٨ %) و IFC وكانت نسبة المخاطر الكلية التي تعرض لها الصندوقان متساوية تقريباً حوالي (١٢ %) ودرجة ارتباطهما بالسوق كانت مرتفعة وقد بلغت حوالي (٨٤ %) ، يعود الارتباط الشديد

بالسوق نظراً لارتفاع نسبة الاستثمار في الأسهم لصندوقين حيث بلغت في عام ٩٧ حوالي ٨٠ % ، ١٨ % استثمار في أصول ذات عائد ثابت (التقارير الربع سنوية للصندوقين ٩٧) . ويرجع هذا التشابه إلي وحدة مدير الاستثمار لصندوقين متمثل في المجموعة المصرية لإدارة الاستثمار .

صندوق المستثمرون المتحدون انشئ هذا الصندوق في ١٠ / ٨ / ٩٥ وقد حقق عائد منخفض مقارنة بمتوسط العائد المحقق من قبل الصناديق حيث حقق ٩ % وأقل من عائد السوق وفقاً لمؤشر IFC ١٨ % وكانت نسبة المخاطر الكلية التي تعرض لها الصندوق مقاسه بالانحراف المعياري مرتفعة مقارنة بغيره من الصناديق حيث بلغت ١٧ % وبلغت درجة الارتباط بالسوق ٤٧ % تقريباً مع مؤشر IFC وهي نسبه ضعيفة. وهذا يعكس لنا أنه صندوق دفاعي و حوالي ٢٢ % فقد من التغيرات في العائد تعود إلي تغيرات السوق وباقي المخاطر تعود إلي المخاطر غير المنتظمة التي تعود إلي الأسهم المكونة للمحفظة ونجد أن استثماراته تركزت بصفة أساسية في قطاع البنوك والإسكان وكانت قطاعات هجومية في عام ٩٧ .

يعكس لنا أداء هذا الصندوق وضع مغاير لنظرية العائد والمخاطر بالرغم من تعرضه لدرجة مخاطر مرتفعة عن باقي الصناديق وتاريخ الإنشاء متفق مع بعض الصناديق لأخرى إلا أنه حقق عائد منخفض ، نظراً لارتفاع درجة المخاطر غير المنتظمة التي لم يستطيع التخلص منها بالتنوع البسيط للمحفظة ويعود هذا في جانب كبير منه إلي عدم وجود تسعير عادل للأصول في السوق وضيق السوق من حيث تنوع

الأدوات التي تمكنه من التنوع الكفاء للتخلص من المخاطر غير المنتظمة.

يعد صندوق بنك قناة السويس الوحيد الذي حقق خسارة في عام ٩٧ ويمكن إرجاع ذلك إلي أن الصندوق بدأ مزاوله نشاطه في ٥ / ١٢ / ٩٦ أي

يعتبر حديثاً نسبياً هذا بالإضافة إلي أنه لم يمر بفترة الارتفاع الشديد بالأسعار ٩٦ بل علي العكس بدأ نشاطه في فترة تصحيح الأسعار اعتباراً من فبراير ٩٧ وانخفاض مؤشر الأسعار هذا بالإضافة إلي تركيز معظم استثماراته في قطاع البنوك يليه قطاع الإسكان (مجلة البورصة العدد ٢٥، ٩٨) نتائج تقييم أداء المجموعة الثالثة في عام ٩٨:-

جدول رقم (٧)

نتائج تقييم أداء صناديق النمو والدخل المفتوحة عام ١٩٩٨

المؤشر المستخدم	مصر الثاني	المصرفية العربية ١	الأهلي الثاني	بنك اسكندريه	المصري الأمريكي	المستثمرون المتحدون	قناة السويس
العائد المحقق	٢١-%	١١-%	٢١-%	١٦-%	- ١٧,٢%	١٦-%	١٥-%
العائد مقابل المخاطر الكلية	٢,٧-	٣,٤-	٣,٧-	٢,٨-	٢,٢-	٣,٤-	٣,٣-

المصدر:- محسوب وفقاً للمؤشرات المستخدمة.

يعكس الجدول السابق تباين الأداء عن عام ٩٧ ، فصندوق بنك مصر الثاني والأهلي الثاني من أكبر الصناديق تحقيقاً للعائد في عام ٩٧. كانت أكثرهم تحقيقاً للخسارة في عام ٩٨ ، أما صندوق المصرفية العربية الأول كان من أقل الصناديق تحقيقاً للخسارة ويعود ذلك أيضاً لاختلاف مكونات المحفظة لكل صندوق والتي شهدت اختلاف كبير عن عام ٩٧ .

فبالنسبة لصندوق المصرفية العربية الأول انخفضت نسبة الاستثمار في الأسهم إلي ٣٤ % وحوالي ٥٤ % استثمارات ذات عائد ثابت مقسمة كالتالي ٢٩,٣% وودائع لأجل ٢٥,٣% استثمارات في سندات حكومية وشركات انعكس

ذلك في تحقيق حجم خسارة منخفضة (التقارير الربع سنوية لصندوق المصرفية العربية الأول ١٩٩٨) . أما صندوق مصر الثاني فقد حقق خسارة كبيرة نظراً لارتفاع نسبة الاستثمار في قطاع البنوك والمطاحن حيث انخفضت أسعار هذه القطاعات بنسبة أكبر من انخفاض السوق . أما بالنسبة للأهلي الثاني فكانت نسبة الاستثمار في الأسهم مرتفعة مقارنة بالصندوقين السابقين حيث بلغت حوالي ٦٨ % في الربع الأول لعام ٩٨ ولذلك كان من أكثر الصناديق تحقيقاً للخسارة وكان قطاع المطاحن في قائمة الشركات التي يتم الاستثمار بها وأخذت نسبة الاستثمار في الأسهم خلال عام ٩٨ تنخفض بالتدريج إلي أن بلغت ٤٤ % فقط وبلغت نسبة السندات ٣٢ % وودائع نقدية حوالي ١٢ % ولم تظهر شركات المطاحن والبنوك في قائمة استثماراته في الربع الأخير (التقارير الربع سنوية لصندوق الأهلي الثاني ١٩٩٨) .

أما عن أداء صندوق بنك الإسكندرية والبنك المصري الأمريكي ، بالرغم من تحقيق عائد منخفض مقارنة بالجزء الأول من المجموعة إلا أن حجم الخسارة الذي تعرض له هذين الصندوقين يعد منخفض مقارنة بصندوق مصر الثاني والأهلي الأول . حيث اتبع مدير الاستثمار سياسة مختلفة عن باقي الصناديق بالرغم من انخفاض قيمة الأصول إلا أن نسبة الاستثمار في الأسهم ظلت ثابتة لم تتغير حيث بلغت حوالي ٧٦ % في الربع الأول وارتفعت إلي ٨٠ % ، وذلك رغبة من مدير الصندوق اغتنام فرص الأسعار المتدنية ، وتم استثمار نسبة كبيرة حوالي ٣٠ % من صافي الأصول في شركات قطاع خاص مثل (أولمبيك - النجاجون الشرقيون) وخفض الصندوق نسبة استثماراته في قطاع البنوك ورفعها في قطاع الأسمنت وخرج تماماً من قطاع المطاحن حيث يشهد منافسة ضاربة بين الشركات نتيجة لزيادة كبيرة في الطاقة المتاحة عن حجم الطلب وتم الاحتفاظ في الاستثمار بقطاع الإسكان بنفس المعدلات .

أما عن أداء صندوق المستثمرين المتحدون في عام ٩٨ فحقق خسائر قدرها ١٦ % وذلك نظراً للظروف العامة للسوق ولارتفاع نسبة الاستثمار لصندوق في قطاع البنوك والانخفاض الشديد الذي أصاب هذا القطاع في عام ٩٨ .

صندوق بنك قناة السويس ، كان أدائه في عام ٩٨ متفق مع باقي الصناديق نظراً للظروف العامة التي تعرض لها السوق ككل .والخسائر المتراكمة من العام السابق .

المجموعة الرابعة " الصناديق المغلقة " :-

ويعكس لنا الجدول التالي نتائج المؤشرات الخاصة بأداء هذه الصناديق في عام ٩٧-٩٨ .

جدول رقم (٨)

نتائج تقييم الصناديق المغلقة

١٩٩٨		١٩٩٧		المؤشر المستخدم
أورينت تراست	الدلتا	أورينت تراست	الدلتا	
٧- %	١٧- %	٧ %	١٩ %	العائد المحقق
٢,٢-	٢,٧-	٠,١٨-	٠,٦٦	العائد مقابل المخاطر الكلية

المصدر :- محسوب وفقاً للمؤشرات المستخدمة.

تتميز هذه الصناديق كما سبق أن أوضحنا لعدم تعرضها لاسترداد قيمة الوثيقة ، وبالتالي انخفاض إمكانية تحقيق خسائر رأسمالية نتيجة للبيع في وقت غير مناسب . وتضم هذه المجموعة صندوقين وهما :

صندوق أورينت تراست :-

أنشئ صندوق أورينت تراست في ٢٨ / ١ / ٩٧ كصندوق نمو رأسمالي وقد حقق عائد في عام ٩٧ يعد منخفض عن متوسط العائد لباقي الصناديق بصفة عامة والمغلقة بصفة خاصة حيث حقق ٧ % ويعود ذلك في الجانب الأكبر منه إلي حداثة النشأة فكان ارتباطه بالسوق ضعيف جداً ويعود هذا الارتباط الضعيف بالسوق إلي طبيعة مكونات المحفظة الخاصة، به فنجد إنه بالرغم من تصنيف الصندوق كنمو رأسمالي أي يجب أن يتم استثمار نسبة كبرى في الأسهم فنجد أن نسبة الاستثمار في الأسهم مثلت حوالي ٤٦ % من صافي الأصول أما الاستثمار في السندات وأذون الخزانة فقد بلغت ٥٤ % ، حيث مثلت أذون الخزانة ٢٠٠٠ ، ٢٠٠٣ النسبة الكبرى من الاستثمار يليها سندات البنوك (مجلة البورصة المصرية ، الأهرام الاقتصادي ٢٥ يناير ١٩٩٩ ص ٢٢) وبالتالي لم يحقق الصندوق مكاسب رأسمالية مرتفعة نتيجة الاستثمار في الأسهم . يفسر لنا هذا أيضاً أداء الصندوق عام ٩٨ حيث حقق أقل معدل خسارة ، حيث ارتفعت درجة ارتباط الصندوق بالسوق عام ٩٨ مقارنة بعام ٩٧ حيث بلغت ٧٤ % ويعود هذا الارتفاع في درجة الارتباط بالسوق إلي ارتفاع نسبة الاستثمار في الأسهم في الربع الأول من عام ٩٨ حتى يتم الاستفادة من تدني الأسعار حيث بلغت ٦٠ % مقارنة بالاستثمار في السندات وأذون الخزانة ٤٠ % بالرغم من ارتفاع نسبة الاستثمار في الأسهم إلا أن نسبة الاستثمار في السندات مازالت تمثل نسبة كبيرة (مجلة البورصة المصرية الأهرام الاقتصادي ٢٥ يناير ٩٩ ص ٢٢) .

صندوق بنك الدلتا :-

بدأ الصندوق نشاطه في ٤ / ٨ / ٦٩ كصندوق عائد دوري وتراكمي وهو صندوق مغلق وبالتالي فمن المتوقع لمحفظة هذا الصندوق أن تكون متوازنة ، تضم أسهم وسندات لتحقيق الهدف .

حقق الصندوق عائد في عام ٩٧ أعلى من متوسط الصناديق في السوق وإن كان قريباً من عائد السوق وفقاً لمؤشر IFC حيث بلغ ١٩ % . ويعد العائد المحقق أعلى من العائد المطلوب تحقيقه وفقاً لنموذج تسعير الأصول . وانعكس ارتفاع العائد في المؤشرات الخاصة بالعائد مقابل المخاطر الكلية مقارنة بصندوق أورنيت تراست وقد تعرض صندوق الدلتا لدرجة مخاطر كلية مرتفعة مقارنة بأورنيت تراست حيث بلغت ١٥ % ، ١٠ % علي التوالي .

يعود هذا الاختلاف إلي ارتفاع درجة ارتباط صندوق الدلتا بالسوق حيث بلغت ٨٥% وفقاً لمؤشر IFC أي أن حوالي ٧٢ % من التغيرات في عائد الصندوق يفسرها التغيير في عائد السوق ويمكن تفسير هذا الاختلاف في درجات المخاطر بالنسبة لصندوقين إلي طبيعة محفظة صندوق الدلتا حيث ترتفع نسبة الاستثمار في الأسهم إلي أكثر من ٨٠ % والباقي نقدية واستثمارات ذات عائد ثابت وقد مثل قطاع الأسمنت النسبة الكبرى من الاستثمارات ١٨ % يليه القطاع المالي ١٦ % ثم قطاع الإسكان ١٤ % وقطاع المطاحن ٤ % .

أما عن أداء الصندوق في عام ٩٨ فقط حقق الصندوق خسارة قدرها ١٧ % ، يرجع هذا الأداء في الجانب الأكبر منه إلي مكونات المحفظة أيضاً فبرغم من تحول جزء من الاستثمارات بالمحفظة إلي نقدية وأصول ذات عائد ثابت حيث بلغت في الربع الأخير ٣٦ % وحوالي ٤٦ % استثمار في الأسهم ، وهو ما يعكس بيع الصندوق للأسهم التي انخفض سعرها وبصفة خاصة في القطاع المالي الذي يمثل نسبة كبرى من حجم الاستثمارات حيث انخفضت نسبة الاستثمار فيه من ١٦ % في بداية عام ٩٨ إلي ٩ % في نهاية العام وأختفي قطاع المطاحن من قائمة الاستثمارات . وبدأت تظهر شركات قطاع خاص في قائمة استثماراته مثل النجاجون الشرقيون . (التقارير الربع سنوية للصندوق لعام ٩٨) .

رابعاً أهم النتائج والسياسات المقترحة :-

بعد أن تعرفنا على طبيعة صناديق الاستثمار فى مصر والبيئة القانونية والإدارية التى تحكم قواعد العمل بها ، والتعرف على أداء هذه الصناديق وفقاً لأكثر الأساليب شيوعاً فى تقييم أداء الصناديق خلال عامى ٩٧،٩٨ وعرضنا لمكونات محافظ كل صندوق ، لتحديد درجة المخاطر التى يتعرض لها، ومعرفة نقاط الضعف والقوة التى تواجه صناديق الاستثمار سواء على المستوى القومى أو مستوى الصندوق ومديرى الصناديق .

سوف نعرض بإيجاز لأهم النتائج والسياسات المقترحة التى تعمل على تنمية البيئة المحيطة بهذه الصناديق وبالتالي أدائها.

١- بالرغم من نمو عدد الصناديق من ثلاث صناديق عام ٩٤ الى عشرون صندوق عام ١٩٩٩ ، إلا إنه مازال عدد الصناديق وحجم رؤوس أموالها بالنسبة لرأس المال السوقى ضعيف مقارنة بالدول الأخرى ، وبالتالي يجب العمل على إنشاء مزيد من الصناديق وزيادة رأس مالها حتى ترتفع نسبتها الى رأس المال السوقى، مما يؤدى الى رفع كفاءة السوق.

٢- هناك ارتفاع فى قيمة وثائق بعض الصناديق ولذلك يجب على هيئة سوق المال وضع حدود قصوى لقيمة الوثيقة عند إصدارها حتى تحقق الصناديق الغرض من إنشائها وهى جذب المستثمر الصغير.

٣- استحدث قانون سوق المال نشاط جديد على السوق المصرى وهو مدير الاستثمار ، إلا أن سوق هذه الصناعة لا يتمتع بالمنافسة حيث تستحوذ شركة كونكورد على حوالى ٤٢% من إجمالى رؤوس أموال هذه الصناديق ، وبالتالي فيجب على راسم السياسة ضرورة وضع الضوابط التى تؤدى الى تنشيط البيئة التنافسية بين الشركات.

٤- تمنح معظم شركات إدارة الصناديق أتعاب حسن أداء بغض النظر عن هدف الصندوق وهو ما لا يتفق مع الأوضاع العالمية ، وهنا يجب على راسم السياسة أخذ مجموعة من النقاط الخاصة بأتعاب حسن الأداء في الاعتبار وهي :-
ربط أتعاب حسن الأداء بالمخاطر التي يتعرض لها الصندوق ، فالصناديق التي تواجه مخاطر عالية مثل صناديق رأس المال المخاطر هي التي تمنح أتعاب حسن أداء .

ب- ضرورة البحث عن قواعد محددة لربط عمولة حسن الأداء ووجود طريقة لتحديدها ترتبط بسوق الأوراق المالية وفقاً لاساس Bench Mark بمؤشر يكون معبر عن التغيير الحقيقي في الأسعار في سوق الأوراق المالية ولا يتم ربطها بأذون الخزانة نظراً لاختلاف طبيعة الاستثمار في الأسهم وأذون الخزانة.

٥- إدارة البنوك لصناديقها التابعة لها في الوقت الحالي يُعد غير مناسب نظراً لعدم توافر الخبرة الكافية من جانب ، وعدم كفاءة السوق وانتظام الأسعار من جانب آخر لما قد يؤثر على سمعة البنك .

٦- تبنت معظم الصناديق نتيجة الانخفاض الشديد في أسعار الأوراق المالية في عام ٩٨ وهو العام الذي حققت فيه كافة الصناديق خسارة ، منطقت المضاربة ، مثلها في ذلك مثل المستثمر العادي بالرغم من أن المبدأ الأساسي للاستثمار الذي يقوم عليه هو الاستثمار طويل الأجل ، وليس المضاربة ، حيث أن الاستثمار على المدى الطويل يحقق العائد المطلوب منه ، نظراً لأن العوامل المؤثرة على سعر السهم في الأجل القصير هي عوامل متعددة قد تكون سياسية أو اجتماعية ولذلك فلا بد أن تراعى هذه الصناديق مبدأ الاستثمار طويل الأجل .

٧- حادت معظم الصناديق عن الهدف والسياسة الاستثمارية الخاصة به ، فهناك بعض الصناديق المصنفة كصندوق نمو رأسمالي مثلت نسبة الاستثمار فى الأصول ذات العائد الثابت أكثر من ٥٠% وهو ما لا يتفق مع الهدف الذى يستدعى استثمار النسبة الكبرى فى الأسهم.

٨- لابد أن تحتفظ الصناديق باحتياطي كافي وسيولة كافية حتى لا تضطر للبيع فى ظروف سيئة تعانى فيها سوق الأوراق المالي من انخفاض فى الأسعار كما حدث فى عام ٩٨ وهو ما أدى الى خسائر فادحة لكافة الصناديق ، وأيضاً أدى الى مزيد من هبوط الأسعار نظراً لزيادة العرض عن الطلب من قبل الصناديق ، ولذلك فيجب على هيئة سوق المال أن تحدد نسب مخصصات لمواجهة انخفاض الأسعار لكل صندوق حسب نوعه والهدف منه وليس للصناديق المغلقة فقط حتى تحقق الحماية للصندوق والمستثمر الصغير .

٩- يعود الأداء الضعيف لصناديق الاستثمار فى عام ٩٨ فى الواقع بالإضافة الى التغيرات الحادة فى محافظ تلك الصناديق الى طبيعة سوق المال المصرى نظراً للأسباب الآتية:-

أ- مازال السوق المصرى سوق ضيق وضعيف من حيث حجم رأس المال ،والذي يعود الى صغر حجم رؤوس أموال الشركات المقيدة ، وهو ما لا يتفق مع دخول الكيانات الكبيرة فى السوق وبالتالي فيجب على هيئة سوق المال أن تشجع فكرة الاندماج بين الشركات وهو ما يحسن من أداء السوق.

ب- سيطرة مجموعة من القطاعات على السوق بل مجموعة من الشركات داخل كل قطاع حيث تتشابه محافظ الصناديق جميعها ،وهو ما يعنى عدم وجود فرصة كافية لصناديق لتنوع محافظها وبالتالي عدم القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة . ولذلك يجب العمل على تنشيط المزيد من القطاعات واستخدام المزيد من الأدوات المالية.

ج-ضعف سوق السندات فى سوق الأوراق المالية ،حيث يعد هذا النوع من الأدوات مناسب لتحقيق محفظة مالية متوازنة وهو الشكل الغالب على الصناديق المصرية ، وبالتالي يجب العمل على تشجيع الشركات على إصدار سندات جديدة وأنواع متعددة مثل السندات القابلة للتحويل الى أسهم أو القابلة لتحويل بأسهم شركة أخرى.

١٠-توعية المستثمرين كبارهم وصغارهم بحقوقهم التى أعطاهم لهم القانون من حيث حق الأشراف والرقابة على الصناديق من خلال تكوين جماعة غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها ، وعلى كل مدير استثمار أن يوافق ممثل الجماعة بنسخ من التقارير عن نشاط الصندوق ونتائج أعماله وأن يوضح النظام الأساسى للصندوق وكيفيه مشاركة حملة الوثائق فى اختيار أعضاء مجلس إدارة الصندوق.

الخاتمة

تمثل صناديق الاستثمار، أحد الأوعية المالية ، التي يتم فيها استثمار مدخرات الأفراد فى الأوراق المالية . تعد لذلك مصدر جذب للمستثمر الصغير الذى ليس لديه الخبرة الكافية للاستثمار فى الأوراق المالية .

بدأت مصر الاهتمام بهذا النوع من الأوعية الاستثمارية ، منذ تبنيها برنامج الإصلاح الاقتصادي، و صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ . ظهر أول صندوق للعمل فى عام ١٩٩٤ ، وأخذ عددها يتزايد حتى وصل إلى ٢٠ صندوقاً فى عام ١٩٩٨ .

تختلف صناديق الاستثمار فيما بينها وفقاً للهدف وطبيعة رأس المال ومكونات المحفظة الخاصة بها ؛ فهناك الصناديق المغلقة ذات رأس المال الثابت والصناديق المفتوحة ذات رأس المال المتغير، أما من حيث الهدف فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل دورى للمستثمر و أخرى تسعى لتحقيق نمو رأسمالي ، وصناديق تهدف لتحقيق الدخل والنمو الرأسمالي معاً . وتصنف أيضاً وفقاً لطبيعتها الاستثمارية ، فهناك صناديق تستثمر فى نوع واحد من الأوراق المالية الأسهم أو السندات ، وأخرى متوازنة تستثمر فى الأسهم والسندات معاً وصناديق متخصصة فى الاستثمار فى الأوراق النقدية قصيرة الأجل . يغلب على الصناديق المصرية النوع المفتوح ذات المحفظة المتوازنة .

بدراسة خصائص الصناديق المحلية من حيث حجم رؤوس أموالها ، أسعار الوثائق، كيفية إدارتها .خلصنا إلى انه بالرغم من التطور فى عددها إلا أن مازالت رؤوس أموالها تمثل حوالى (٤,٣%) من حجم رأس المال السوقى للبورصة ، و تعد نسبة ضئيلة بالمقارنة بالأسواق الصاعدة الأخرى . تهدف هذه الصناديق الى تشجيع المستثمر الصغير ، لكن هناك بعض الصناديق أصدرت

وثائقها بأسعار مرتفعة تبلغ (١٠٠٠) جنيه للوثيقة وهو ما لا يتفق مع متوسط دخل الفرد في مصر والهدف منها.

حدد المشرع أسلوب إدارة هذه الصناديق بكافة أنواعها ، حيث يتم ذلك من قبل شركات إدارة أوراق مالية ، مستقلة عن الصندوق على درجة عالية من الكفاءة والخبرة . نظراً لأن كيفية الإدارة يعد عاملاً أساسياً في نجاحها من حيث تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر وبتكلفة منخفضة . بدراسة سوق هذه الصناعة الجديدة ، وجدنا تركيز شديد بين الشركات ، فعلى سبيل المثال تستحوذ إحدى شركات الإدارة على (٤٢%) من إجمالي رؤوس أموال الصناديق العاملة . لذلك لابد من العمل على زيادة درجة المنافسة فيما بينهم ، لرفع درجة الكفاءة. أثارت أتعاب الإدارة التي تحصل عليها هذه الشركات وبصفة خاصة أتعاب حسن الأداء الكثير من القضايا ولذلك يجب ربطها بدرجة مخاطر الصندوق الذى تديره، وبمؤشر يدل على التغيرات الحقيقية فى أسعار الأوراق المالية ، وليس بأذن الخزانة ذات الطبيعة الاستثمارية المختلفة .

يتسم الاستثمار فى الأوراق المالية ، بارتفاع درجة مخاطره ، عن اوجه الأوعية الاستثمارية الأخرى . لتحديد قدرة هذه الصناديق لتحقيق عائد يجذب المستثمر، لتعامل فى الأوراق المالية ، ويعوضه عن المخاطر. تم تقييم أداء الصناديق باستخدام مقياس شارب . يعكس هذا المقياس العائد مقابل المخاطر الكلية ، وهو المقياس الذى يتناسب ، مع خصائص السوق المصرى فى الفترة الحالية. أسفرت نتائج التقييم باستخدام العائد البسيط ، أن كافة الصناديق حققت عائد مرتفع يفوق عائد السوق والودائع وأذن الخزانة، باستثناء صندوق بنك قناة السويس الذى حقق عائداً سالباً. وقد تم ترتيب الصناديق وفقاً للعائد المحقق حسب نوع الصندوق .

بأخذ درجة المخاطر فى الاعتبار، والتي تقاس بالانحراف المعياري لعائد الصندوق، تباين ترتيب الصناديق وفقاً لدرجة المخاطر الكلية التي تعرض لها كل صندوق . الصندوق ذات درجة المخاطر المرتفعة حصل على ترتيب أقل وفقاً لمؤشر شارب بالرغم من تحقيقه عائد بسيط أعلى ، لاختلاف مكونات محفظة كل صندوق ودرجة ارتباطه بعائد السوق وقد تم تحليلها بالتفصيل لكل صندوق على حده.

حققت كافة الصناديق خسارة فى عام ٩٨. يعزى هذا الأداء الضعيف لعدة أسباب . مثلت ظروف السوق جزء منها ، حيث شهد انخفاض شديد فى الأسعار . وقد تباينت خسارة كل صندوق وفقاً لدرجة ارتباطه مع السوق. هذا بالإضافة الى مجموعة أسباب تعود لطريقة إدارة كل صندوق لمحفظته ومكوناتها فتبنت معظم الصناديق منطق المضاربة مثلها فى ذلك مثل المستثمر العادي ، وذلك لتلبية طلبات الاسترداد من قبل الأفراد الذين ليس لديهم وعى كافى بطبيعة الاستثمار فى الأوراق المالية، مما اثر بالسلب على أدائها و السوق بصفة عامة .

لذلك يجب أن تحتفظ الصناديق باحتياطي وسيولة كافية، حتى لا تضطر للبيع فى ظروف سيئة، يعانى فيها السوق من انخفاض فى الأسعار. اتباع منطق الاستثمار طويل الأجل حتى تقوم بدورها كمستثمر مؤسسي فى رفع كفاءة السوق ، وجذب مزيد من المستثمرين . معالجة الجوانب السلبية فى سوق الأوراق المالية ، ورفع درجة وعى المستثمر بطبيعة الاستثمار فى الأوراق المالية، لتوفير بيئة استثمارية مناسبة للقيام بدورها بكفاءة.

المراجع باللغة العربية

- إبراهيم فريد، ١٩٩٥، *صناديق استثمار البنوك العاملة في جمهورية مصر العربية، في المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار*، اتحاد المصارف العربية، بيروت لبنان.
- الشربيني جلال، ١٩٩٦، "صناديق الاستثمار، سماتها - مواردها - أسلوب إدارة الأموال بها"، *البنك المركزي، الإدارة العامة للتنظيم والتدريب، معهد الدراسات المصرفية*.
- التقارير الربع سنوية لصناديق الاستثمار محل الدراسة، شركات إدارة الصناديق. البورصة المصرية، النشرة الشهرية، أعداد مختلفة.
- البورصة المصرية، الأهرام الاقتصادي أعداد مختلفة.
- الهيئة العامة لسوق المال تخانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- صبح محمد، ١٩٩٨، *الابتكارات المالية، المؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، الطبعة الأولى*، دار الكتب.
- عثمان محمد، ١٩٩٥، *التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، تقييم الأداء والتخطيط المالي وتقييم الأصول وأسواق رأس المال ومصادر التمويل*، القاهرة، دار النهضة العربية.
- قاسم منى، ١٩٩٥، *صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين*، لبنان، الدار المصرية اللبنانية.
- ميخائيل يوسف، ١٩٩٥ *صناديق الاستثمار لدى المصارف المصرية مع التركيز على تجربة بنك مصر في المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار*، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان.
- نجم على، ١٩٩٥ *سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار*، في المصارف العربية وصناعة الاستثمار، اتحاد المصارف العربية بيروت، لبنان.

هندي منير ١٩٩٩، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين ،
الإسكندرية منشأة المعارف .

هندي منير ، السعيد هاله ، سمك نجوى ، ١٩٩٩ ، دراسة تحليلية لسوق التداول
ومستوى كفاءته وسيولته في جمهورية مصر العربية ٩٢-٩١ دراسة مقدمة الى
مجموعة دعم السياسة الاقتصادية EPIC ، القاهرة .

هندي منير ، ١٩٩٦ ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار الإسكندرية منشأة
المعارف .

المراجع باللغة الاجنبية

Bolsa Mexicana De, Valores, 1998 Fact Book, Bolsa Mexican.

Chen,Z. Knez, P. 1996 ,“Portfolio performance measurement theory and applications”, The review of financial studies Vol. 9 No. 2 P.511-555.

Donald, F. and Roland, J. 1995, Security analysis and portfolio management, New york Hill Inc.

Enders W.1995 .Applied Econometric Time Series .John Wiley and Sons New York.

Erik,S and Peter, 1998” .Costly Search and Mutual fund flows, ”Journal of Finance, Vol. L. III No. 5

Fama E.1965” The Behavior of Stock Market Prices” Journal of Business XXXVIII

Gart Alan, 1989 .An analysis of the new financial institutions, Qmorum Book

Glosten and Jaganathan1994 “Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance” Journal of Portfolio. Management 20,9-18.

Grinblatt and Titman,1989, Mutual Fund Performance: AN Analysis of Quarterly Portfolio Holding” Journal of Business Vol 62 n 3

<http://www.Emgrmks.com>.

International Business and Technical consultants (IBTCI), 1997,
1998 ,USAid Privatization Project Evaluation Services
Contract, Quarterly Review.

International Finance Corporation, IFC, 1996, IFC's
Experience in promoting Emerging investment Funds, 1979-
1995, Washington D.C
_____1996, Investment Fund in Emergent Mark ,IFC

Jensen, M.C. 1968 ."Problems in selection of security portfolios:
The "performance of mutual funds in the period 1945-1964.
Journal of Finance, May, P 389-416.

Johnson, H.J. 1993 .Financial Institutions and Markets, A
global perspective, New York Mc Graw-Hill,inc,

Korea stock exchange, 1996 .Fact Book KSE.

Lehmann,B.N. and Modest, D1987 Mutual Fund
Performance Evaluation "

Comparison of Benchmark and Benchmark comparison
The journal of finance Vol. XIII No. 2

_____1985," Foundations of the Arbitrage
"Pricing Theory: The optimal construction of basis portfolios,
working paper, Columbia University.

Lintner,John,1965,The valuation of risk assets and the selection
of risky investments stock portfolios and capital budgets
,Review of Economics and Statistics 47,13-37.

Markowitz, H. 1991 Portfolio selection : Efficient Diversification of Investment, 2nd ed. Newyork, Johnwiley and Sons,inc.

_____1952" Portfolio Selection" Journal of Finance XII

Rool, R.W. 1977 "A critique of Asset Pricing Theory's Test. Part-1 On past and potential testability of the theory". Journal of Financial Economics Vol. 4 May

Samak ,N .& Helmy O.2000, Foreign portfolio equity investment in Egypt :an analytical over view. Paper will be submitted to Economic Policy initiative consortium project (EPIC) in Egypt Forthcoming .

Sharp, W. 1964 " Capital Asset prices. A theory of Market equilibrium under" conditions of risk, Journal of Finance Vol. 19 P425-42.

_____1966",Mutual Fund Performance", Journal of Business Vol. 39

Treynor, J. 1965," How to Rate Management of Investment Funds", Harvard, Business, Review XLIII. Feb. 63-75.

UN. 1997 World Investment Report, UN

Varian, H. 1987, Intermediate Micro economic, 1st ed. Hill inc.