

تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً لنموذج العائد على الأموال المستثمرة دراسة تجربة جمهورية مصر العربية

د. شريط صلاح الدين

جامعة المسيلة

ملخص :

يعتبر نموذج العائد على الأموال المستثمرة من أبسط النماذج المستخدمة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، حيث يتطلب بيانات عن وثيقة الصندوق في بداية فترة التقييم وكذلك في نهاية فترة التقييم وبيانات عن التوزيعات، حيث يعتمد المؤشر البسيط على أخذ العائد الذي حققه الصندوق فقط في اعتباره دون النظر إلى حجم المخاطرة التي تعرض لها الصندوق، فإنه يمكن تقييم الأداء الاستثماري للصندوق من خلال ثلاثة متغيرات أساسية تختلف من صندوق لآخر وهي حجم الصندوق وعمر الصندوق وخبرة وكفاءة مدير الصندوق.

Abstract:

It is a model of return on invested funds from the simplest models used in the evaluation of the performance of investment funds, which requires data on a document the fund at the beginning of the period of the assessment as well as at the end of the evaluation period and data on dividends, as it depends on the simple indicator of return achieved by the fund only in mind without consideration of the size of the risk of the fund, it can evaluate investment performance of the fund through three basic variables vary from time to time, and the size of the three variables; the fund and age, experience, competence, director of the fund.

تمهيد:

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية، فهي كمقياس درجة الحرارة. ناهيك عن الدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية، فقد ثبت بالتجارب العملية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. ومما لا شك فيه، أن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، وذلك من خلال وجود مؤسسات وشركات مختصة لاستثمار الأموال، ويرافق قوة السوق قوة تلك الشركات في ابتكار أدوات مالية جديدة تواكب وتطور السوق المالي. ومما لا شك فيه أن شركات استثمار الأموال مهما كان حجمها مهمة جداً في بنية اقتصاد الدولة، حيث تُعد وسيلة لخلق فرص عمل، وتساهم في رفع رفاهية المجتمع من خلال الأموال التي تديرها.

وتعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة للدخار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الناجحة سوف يشجع المدخرين خاصة «صغار المدخرين» الذين لا يملكون الخبرة ولا الجرأة على التعامل في بورصة الأوراق المالية وزيادة تداولها. كما تتيح صناديق الاستثمار الفرصة أمام صغار المدخرين إلى أسواق المال وإدارة أموالهم عن طريق خبراء الصناديق، مما يكون له الأثر الواضح في تنشيط السوق بجذب مستثمرين جدد.

إن صناديق الاستثمار أوضحت هي الرافد الحديث لسوق المال، وهي التي يمكن من خلالها خلق الفجوة الكبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال في الجزائر وذلك بتحريك البورصة الجزائرية من جهة، وإخراج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات. ويتمثل هذا الدور بخلقه صناديق استثمار تجمع المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم باستثمارها في البورصة. وبالتالي تساهم الصناديق في خلق طلب على مختلف أنواع الأوراق المالية وزيادة معدل التعامل فيها، كما تساعد البنوك في تطوير محافظها المالية إذ يمكن الاستعانة بها للبيع في البورصة حيث أنها تتولى عمليات الترويج والبيع والشراء، وهو ما يؤدي إلى تنشيط الجهاز المصرفي وزيادة قدرته الاستيعابية على اجتذاب المزيد من الودائع والمدخرات. وخير دليل على ما أقوله التجربة المصرية التي نجحت في اجتذاب الأموال المصرية والعربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، مما ساهم في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد المصري مما كان له الأثر إيجابي على ميزان مدفوعات وعلى الجنيه المصري. رغم أن قدرات الاقتصاد المصري ضعيفة جداً مقارنة بقدرات الاقتصاد الجزائري.

إن صناديق الاستثمار في مصر بدأت منذ عهد ليس ببعيد وتعد أحد روافد السياسة الاقتصادية التي تم إتباعها في العقدين الأخيرين، وهي تعد أحد فروع القانون 95 لسنة 1992 «قانون سوق رأس المال» وتعديلاته، من أجل إيجاد أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

أولاً- مفهوم صناديق الاستثمار:

لقد حدد قانون رأس المال في جمهورية مصر العربية برقم 95 لسنة 1992 شكلين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار وهي:⁽¹⁾

- الشكل الأول: صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعتبر كيانا قانونياً قائماً بذاته وله شخصيته الاعتبارية الخاصة به .
- الشكل الثاني: صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين بمباشرة ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مستقلة عن أموال المصرف أو شركة التأمين.

1 - الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص:6.

وبناء عليه فإن صناديق الاستثمار في مصر هي صناديق تنشئها المصارف أو الشركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، بهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق الاستثمار، واستخدام الأموال المجمعة، بما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق .

ثانيا- الضوابط العامة لصناديق الاستثمار:

تتمثل الضوابط العامة التي تحكم صناديق الاستثمار طبقا لقانون سوق المال ولائحته التنفيذية فيما يلي:

- يجب أن تتخذ صناديق الاستثمار شكل المساهمة كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من هيئة سوق المال وبعد موافقة البنك المركزي أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين أن تبشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار بشرط أن تكون لها حسابات مستقلة عن الأنشطة الأخرى، بجانب الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة ذلك النشاط.
- يجب أن يكون رأسمال الصندوق مبلغا نقديا بحد أدنى خمسة مليون جنيه مصري كرأسمال مصدر مدفوعا بالكامل ولا يجوز المساهمة في الصندوق بحصص عينية ومعنوية، أما صناديق الاستثمار المباشر فلا يقل رأس المال النقدي المدفوع بالكامل عن عشرة مليون جنيه.
- يجب أن يكون غالبية مجلس الإدارة من غير المساهمين في الصندوق أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم له علاقة أو مصلحة، ويحدد النظام الأساسي للصندوق طريقة تعيين هذه الغالبية، وكيفية مشاركة حملة الوثائق في اختيار هؤلاء الأعضاء، على أن يتم تشكيل مجلس الإدارة خلال صدور ترخيص مزاولة النشاط، ويدير الصندوق خلال هذه الفترة مجلس إدارة مؤقت يحدد النظام الأساسي كيفية اختياره.
- يصدر الصندوق أوراقا مالية تسمى استثمار اسمية بقيمة واحدة مقابل الأموال التي يتلقها من المستثمرين الذين يشاركون في نتائج الاستثمارات على أن يتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك، ويجب ألا تقل قيمة الوثيقة عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيهها، ويجب إصدار الوثائق دفعة واحدة، ويحدد النظام الأساسي لشركة الصندوق الحد الأقصى لقيمة الوثائق بما لا يزيد عن عشرة أمثال رأس المال المدفوع، وبالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين فلا تزيد قيمة الوثائق عن عشرين مثل المبلغ المخصص لمباشرة النشاط، على ألا يقل ما يطرح للاكتتاب العام عن 30% من مجموع الوثائق المرخص بها، ألا يقل عدد المكتتبيين عن 150 مكتب مع مراعاة انه يتم شطب قيد الوثيقة من الجداول الرسمية ونقلها إلى جداول غير الرسمية إذا انخفض عدد مالكيها عن مائة مستمر لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية، وكذلك تشطب الوثيقة في حالة عدم الالتزام الشركة المصدرة لها بالإفصاح المحدد بقواعد القيد وذلك بعد مضي ثلاثة أشهر من إخطارها بعدم تنفيذها لالتزاماتها.

• يتم استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية بصفة رئيسية وقد يستثمر جزء منها في القيم المتقولة أو غيرها من مجالات الاستثمار وبترخيص من هيئة سوق المال وفي حدود التي يقرها، على أن تقدم دراسة تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات التي يرغب في الاستثمار فيها ومبررات ذلك والنتائج المتوقعة، ولا يجوز مزاولة الأعمال المصرفية وخاصة إقراض الغير أو ضمان العملاء أو المضاربة في العملات والمعادن النفيسة، كما لا يجوز الاقتراض بما يجاوز 10% من قيمة الوثائق القائمة على أن يكون اقراض قصير الأجل وموافقة البنك الذي يحتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها، بجانب ضرورة مراعاة الضوابط التالية التي تحكم استثمارات الصندوق:

- أ- يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب السياسة الاستثمارية للصندوق
- ب- يشترط ألا تزيد نسبة الأموال المستثمرة في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن 10% وبما لا يجاوز 15% من أوراق تلك الشركة.
- ج- يشترط ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في الوثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق الأخرى عن 10% من أموالها وبما لا يجاوز 15% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.
- د- لا يجوز لصندوق البنك أو شركة التأمين استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بأي منها أو في صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها البنوك أو يساهم فيها ذات البنك أو شركة التأمين.
- هـ- يجب أن يحتفظ الصندوق بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات الاسترداد.
- يجب أن يحتفظ الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر فيها أمواله لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي على ألا يكون البنك مالكا أو مساهما في الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التي تدير نشاطه، ويستثنى من ذلك صناديق البنوك التي يمكنها الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى نفس البنوك المنشئة لها على أن يقدم الصندوق بياناً معتمداً من البنك بهذه الأوراق إلى الهيئة العامة لسوق المال.
- ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى 50% من إجمالي الوثائق المكتتب فيها، ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمراره في اجتماع تدعو إليه الجهة المنشئة له ويحضره ممثل هيئة الاستثمار، وفي جميع الأحوال ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد الوثائق عن 25% من العدد المكتتب فيه.

ثالثاً- أداء شركات الوساطة الاستثمارية والرقابة عليها :

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية، حتى أصبحت تدار من قبل مديرين محترفين، لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزاً. ويلزم قانون سوق رأس المال المصري الشركات التي تؤسس صناديق الاستثمار (المصارف، شركات التأمين، الشركات المساهمة) بأن توكل مهمة إدارة صناديق التي تنشئها إلى شركة الإدارة أو ما يسمى «مدير الاستثمار»،

وبناء عليه سوف نستعرض في هذا المطلب ماهية مدير الاستثمار وآلية عمل مدير الاستثمار والرقابة عليه.

1- ماهية مدير الاستثمار: طورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى أصبحت تدار من قبل محترفين لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزا وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق، ويمكن التفريق بين الأسلوبين بما يلي:

أ- أسلوب الإدارة السلبية: يتم وفقه توزيع المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق، وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي، كالاستثمار مثلا في أسهم مؤشر الصناعة مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الصناعة، وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، والتي لا يقوم فيها مدير الصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق بالمؤشر المعني.

ب- أسلوب الإدارة النشطة أو الايجابية: يقوم على أساس إدخال مهارات مدير الصندوق في التأثير الايجابي على أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق ويسعى مدير الصناديق إلى محاولة التنبؤ باتجاهات الأسواق، وتغيير نسب تملكهم في صناديقهم التي يديرونها وفقا لذلك، لذا يغير المدبرون وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق بشكل متواصل مما يحتم إعادة تشكيل الأسهم أو القطاعات أو تغيير نسب التملك فيها، وذلك حسب استقراءهم لمستقبل المناخ الاستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق.

إن مدير الصناديق يعملون جاهدين لتحقيق هدفين الأول هو تعظيم العائد على الاستثمار، والثاني تقليل مخاطر الاستثمار في سوق المال، والأول يحتاج إلى مجهودات كبيرة لتحقيق عوائد المستثمرين وحملة الوثائق، أما الثاني فيهدف أيضاً إلى الحفاظ على أموال المستثمرين من التآكل وقت الأزمات وتراجع السوق لأي سبب من الأسباب، لأن صندوق الاستثمار ما هو إلا وكيل عن المستثمرين في إدارة أموالهم والبحث عن أفضل الفرص الاستثمارية في السوق، وهذا فيما يتعلق بالنسبة لصناديق الاستثمار العامة

2- مخاطر وجود مدير استثمار أجنبي بدون شريك مصري:

إن المشرع قد اشترط أن تدفع تكلفة الشركة المساهمة التي تقوم بدور مدير الاستثمار ما لا يقل عن مليون جنيه نقدا كإسما م مدفوع مع أنه لم يحدد القيمة التي يجب أن تدفعها الجهة الأجنبية كإسما م مدفوع، ألم يفكر من النتائج المترتبة على ترك مدير استثمار أجنبي لوحده بدون وجود أي شريك مصري، في حقيقة الأمر يؤخذ على هذا الشرط⁽¹⁾ بأنه ترك الحرية الكاملة للجهة الأجنبية لتقوم بدور مدير الاستثمار دون شريك مصري، وهذا قد يؤدي إلى عدم نمو الخبرات الوطنية المصرية الكافية في هذا المجال، وبالتالي استفحال وتعاطم دور الجهات الأجنبية منفردة في إطار صناديق الاستثمار

1 - عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2005، ص: 62

التي تتعامل مع تدوير محافظ الأوراق المالية لمصارف مصرية وشركات تأمين مصرية، وبالتالي وجود للتواطؤ بين الجهة الأجنبية مدير الاستثمار وبين أي جهة أخرى، لتحقيق مصالح ما تخدم مصلحتها الشخصية وليس لصالح الاقتصاد المصري، أو حتى مصلحة المصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أو حتى لصالح العملاء.

3- شركة الإدارة (مدير الاستثمار): تحتاج شركة الإدارة التي تقوم على إدارة صناديق الاستثمار إلى فريق عمل متخصص يضم خبراء في أسواق الأسهم والسندات والعملات الرئيسية والعقود الآجلة وأدوات سوق النقد وغيرها من الخبرات الفنية التي تتعلق بإدارة الأسواق، ويمكن أن تحدد بعض الخبرات الأساسية الواجب توافرها لدى العاملين بشركة الإدارة ما يلي⁽¹⁾:

- خبير اقتصادي.
- خبير في التخطيط الاستراتيجي.
- محلل في الأوراق المالية وأسعار الفائدة وحركة السوق.
- خبير فني لإدارة شبكات وأجهزة الكمبيوتر وشبكات الاتصال.
- خبير في التسويق.

وتقوم شركة الإدارة (مدير الاستثمار) بتقدير وتحديد كل ما يتعلق بالأهداف المطلوب تحقيقها بالنسبة لصندوق الاستثمار الذي تعمل على إدارته وأسلوب العمل به.

كما تهتم عادة بتوظيف باحثين اقتصاديين لدراسة اتجاهات الاقتصاد المحلي والدولي والأسواق المحلية والدولية في هيكلها التنظيمية، وذلك لتزويد الشركات بالمعلومات اللازمة وتوجيه النصح والملاحظات على السوق، وتقتصر بعض الشركات أن يتم ذلك التوظيف في هيكلها في العقد الأساسي بواسطة مستشار الاستثمار.

4- أهمية دور مدير الاستثمار: يرجع نجاح أداء صناديق الاستثمار إلى مهارة وخبرة مدير الاستثمار فالإدارة الناجحة للقائمين على الصندوق شيء أساسي وعادة ما يقارن المستثمر أداء صناديق الاستثمار ويظهر دائماً أن تميز الإدارة وراء تميز الأداء، بالرغم من هناك من يرجح حسن أداء الصناديق في بعض الحالات إلى كفاءة الأسواق.

لذا فإن خبرة مدير الاستثمار ومهارته لها دور كبير في التعامل في أصول الصندوق للحصول على أفضل ربحية في الوقت المناسب وشراء الأصول وبيعها وإعادة شرائها في الوقت المناسب، وإجادة قراءة السوق، والقدرة على توقع أسعار الفائدة، والعملات وإسداء النصح للمدخرين، فإنه من المهم أن يعمل مدير الاستثمار على تحقيق أهداف الصندوق وتحقيق أهداف المدخرين، وهذا يتطلب مدى واسعاً من العمليات المعقدة التي تتطلب خبرة واسعة في إدارة محافظ الأوراق المالية والقدرة على فهم الأسواق، والقدرة على تحقيق التوازن بين العائد ودرجة المخاطرة المحققة، يجب أن يكون مدير الاستثمار لديه خبرة في التعامل مع البورصات وبيوت السمسرة والأساليب التكنولوجية الحديثة التي

1 - قاسم، منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

يدار بها العمل، ويجب على فرق الخبراء الذين يعملون في الشركة (مدير الاستثمار أو ما يسمى بشركة الإدارة) الدراية والمعرفة التامة والخبرة العملية في التعامل في أدوات سوق النقد وسوق رأس المال على السواء (فتشكيلة محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، إما أنها تعتمد على الأوراق المالية لسوق الأوراق المالية من أسهم وسندات بأنواعها المختلفة أو أنها تعتمد على الأوراق المالية للسوق النقدية من شهادات ادخار أو شهادات إيداع أو أذونات الخزينة مع مراقبة تامة لتحركات أسعار الفائدة وتوقعاتها المستقبلية، وإما أن تكون محفظة الأوراق المالية خليطاً أو ما يسمى بتشكيلة الأوراق المالية لسوق النقد وسوق رأس المال)، وكذلك أثر تحركات أسعار الفائدة وتوقع معدلات التضخم وتأثيرها على أسعار السندات والأسهم، وبالتالي تحديد درجة المخاطر التي تتعرض لها استثمارات أصول الصندوق والتي تنعكس بدورها على استثمارات المدخر نفسه، فكفاءة مدير الاستثمار وخبرته الحقيقية عنصر فعال وأساسي لنجاح الصناديق، والدليل على ذلك ما يحدث إذا كان مدير الاستثمار سيء الأداء وليس لديه الخبرة الكافية لإدارة الاستثمارات واتخاذ القرار المناسب في ظل أسواق قوية ونشطة ومبشرة، بالتأكيد هذا كله ينعكس على أداء صندوق الاستثمار وضياع مدخرات الأفراد الذين وضعوا كل ثقتهم فيه.

5- تجربة مجموعة هيرمس القابضة بمصر⁽¹⁾: تتمتع مجموعة هيرمس المالية بخبرة تزيد عن 28 سنة، حيث تم تأسيس الشركة سنة 1 جانفي 1984 مركزها الرئيسي في الأردن، وهي الآن تخدم قاعدة عملاء تتكون من 25 ألف عميل في الشرق الأوسط وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية. لكن تم تأسيس هيرمس لإدارة صناديق المصرية ومنحها الترخيص كان في منتصف سنة 1995 .

بلغ رأسمال «هيرمس» في نهاية 2011 المصدر والمدفوع نحو 1.939 مليار جنيه موزعا على 387,864 مليون سهم بقيمة اسمية 5 جنيهات للسهم. كما تقوم المجموعة حاليا بإدارة:

- 13 صندوق استثمار محلي
- 9 صناديق استثمار مؤسسة بالخارج
- عدد كبير من محافظ الأشخاص والمؤسسات المصرية و الأجنبية

والجدول التالي يوضح إجمالي قيمة الأصول المدارة لصندوق هيرمس الاستثماري بمصر

الجدول رقم (01): إجمالي قيمة الأصول المدارة وصافي ربح مجموعة هيرمس المالية بمصر

البيان	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
إجمالي قيمة الأصول المدارة (مليار جم)	6.8	11.4	18.2	15.8	9.2	12.5	7.8
صافي ربح المجموعة (مليون جم)	379.4	720.3	1.291	933.5	598	816	377

المصدر : الكتاب السنوي للمجموعة المالية هيرمس القابضة، 2009-2010، ص:28

1 المجموعة المالية هيرمس لإدارة الأصول، صناديق الاستثمار «الاستثمار الأمثل لصغار المستثمرين، نشرية المجموعة، 2007، ص: 05-12

من خلال الجدول نرى التطور الكبير الذي وصلت إليه المجموعة من خلال إجمالي قيمة الأصول المدارة حيث بلغ المعدل في سنة 2006 بـ 67.65% وكانت نسبة صافي ربح المجموعة يقدر بـ 89.85%. وهي أرباح انعكست إيجابيا على نتائج سنة 2007 ويرجع ذلك لاكتساب ثقة المزيد من المستثمرين الأفراد على مدار العام حيث بلغ معدل إجمالي الأصول المدارة في صناديق الاستثمار نسبة 214.9% أما صافي الأرباح فانخفض قليلا حيث بلغ معدل 79.2% مقارنة بالسنة السابقة. أما سنة 2008 فكانت نوعا ما مغايرة بسبب الأزمة المالية العالمية حيث انخفض صافي الربح بنسبة 27% رغم الزيادة في معدل إجمالي قيمة الأصول المدارة للمجموعة بنسبة 32%. كذلك سنة 2009 انخفض صافي الأرباح بسبب آثار الأزمة العالمية وتخوف المستثمرين بنسبة 36%. وحتى إجمالي الأصول المدارة انخفضت بشكل كبير وقدرت النسبة بـ 41.7%. ثم استرجعت المجموعة بعض من أنفاسها سنة 2010 وارتفعت نسبة صافي الربح بمعدل 36.4%

كما اظهرت نتائج أعمال «المجموعة المالية المجمععة خلال العام المالي 2010 تحقيق صافي ربح قدره 815.718 مليون جنيه بنمو قدره 36.4%

رابعاً- دراسة تجربة مصر في تقييم أداء الصناديق وفقا لنموذج العائد على الأموال المستثمرة

يعتبر نموذج العائد على الأموال المستثمرة من أبسط النماذج المستخدمة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، حيث يتطلب بيانات عن وثيقة الصندوق في بداية فترة التقييم وكذلك في نهاية فترة التقييم وبيانات عن التوزيعات، حيث يعتمد المؤشر البسيط على أخذ العائد الذي حققه الصندوق فقط في اعتباره دون النظر إلى حجم المخاطرة التي تعرض لها الصندوق، فإنه يمكن تقييم الأداء الاستثماري للصندوق من خلال ثلاثة متغيرات أساسية⁽¹⁾ تختلف من صندوق لآخر وهي حجم الصندوق وعمر الصندوق وخبرة وكفاءة مدير الصندوق.

1- حجم الصندوق: كلما كبر حجم الصندوق كلما توفرت له العديد من المزايا التي تساعده على تحقيق أداء أفضل من أهمها الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير والتي تتركز في القدرة على توزيع النفقات الثابتة على عدد كبير من الأصول الاستثمارية، بالإضافة إلى القدرة على توفير الموارد اللازمة لدعم قسم الأبحاث لديها، أيضا يمتلك الصندوق ذو الحجم الكبير ميزة أخرى تتمثل في القدرة على التفاوض لخفض عمولات السمسرة عند البيع والشراء نظرا لارتفاع حجم العمليات التي يقوم بها مقارنة بالصندوق صغير الحجم، إلا أن الصندوق ذو الحجم الكبير قد تواجهه مشكلة توظيف أمواله، حيث تتوزع على أصول كثيرة تتطلب مهارة استثمارية إدارية من نوع خاص مقارنة بالصناديق ذات الحجم الصغير والتي تتركز استثماراتها في عدد محدد من الأصول.

والمقصود بالحجم هنا قيمة وعدد الوثائق، فعند النظر إلى السوق المصرية نجد أن ارتفاع حجم الصندوق يمثل أهمية كبيرة انعكست على عوائد الصناديق في السوق المصرية، وهذا نتيجة الاستفادة

1- Miguel A.Ferreira et Antonnio F. Miguel , » The Determinants of mutual fund performance : A cross- country study«, ISCTE Business School, Portugal, May 2007, P : 12-15

تلك الصناديق من المزايا التي تنتج عن اقتصاديات الحجم الكبير وإن كانت نوعية الصندوق يكون لها أثر على حجم عوائد الصندوق، ويوضح الجدول التالي أكبر أربع صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول من عام 2010.

الجدول رقم (02) أكبر أربع صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول من عام 2010

اسم الصندوق	صافي أصول الصندوق نهاية 2010 (مليار.ج)	العائد البسيط خلال الفترة (2005-2010)
المصرفية العربية الأولى	3.26	16.83%
البنك الأهلي الأول	2.74	46.35%
أورينت تراست	1.6	11.69%
المجموعة العربية المصرية للتأمين	1.31	25.18%

المصدر: حسبت بواسطة الباحث، اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

يشير الجدول السابق أن أكبر أربعة صناديق حجما موجودة في السوق المصرية، قد حققت عوائد كبيرة فهناك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول الأكبر حجما في السوق بقيمة 3.26 مليار جنيه مصري صافي أصوله خلال عام 2010، ما يقارب 550 مليون دولار. كما حقق عوائد ضعيفة نوعا ما مقارنة بالصناديق الأخرى بلغت نحو 16.83 %، ويرجع السبب إلى سنة 2008 بالضبط التي فقد فيها مؤشر الصندوق معدل 88.29% بسبب الأزمة المالية العالمية الأمريكية، ولولا هذه الأزمة لحقق نسبة تقدر بـ 82.09% . ثم جاء صندوق استثمار البنك الأهلي الأول الذي وصل حجمه في السوق المصرية بقيمة 2.74 مليار جنيه ما يقارب 460 مليون دولار، كما جاءت نسبة عوائده جد إيجابية حيث وصلت إلى 46.35 % . ثم في المرتبة الثالثة جاء صندوق استثمار بنك أورينت تراست بقيمة 1.6 مليار جنيه مصري، أي ما يقارب 27 مليون دولار، وجاءت نسبة عوائده ضعيفة 11.69% بسبب طبيعة الصندوق فهو صندوق مغلق يتم تداول وثائقه في البورصة المصرية. أي أن عوائده تتركز في الأرباح الرأسمالية التي يحققها حامل وثيقته من خلال البيع والشراء في البورصة. ثم جاء في المرتبة الرابعة صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين، حيث وصل حجمه في السوق المالية المصرية بـ 1.31 مليار جنيه مصري أي ما يعادل 22 مليون دولار، كما حقق عوائد مقبولة قدرت نسبتها بـ 25.18%.

2- عمر الصندوق : كلما كان عمر الصندوق أكبر كلما أعطى ذلك انطبعا للمستثمر بتوفر المهارة والخبرة لدي مديره، فالصناديق الحديثة تعاني في الغالب من نقص الخبرة وارتفاع التكاليف خاصة في فترة بداية العمل، وأثبتت العديد من الدراسات التي أجريت على كثير من الصناديق أن عامل الخبرة فيما بين الصناديق في السوق يرتبط بشكل أساسي بأداء الصندوق، وأن هناك ارتباطا بين الصناديق ذات العمر الطويل والصناديق كبيرة الحجم، حيث ن الصناديق ذات العمر الطويل تتوسع بشكل أكبر من خلال إصدار المزيد من الوثائق مقارنة بالصناديق الحديثة في السوق.

وبالتطبيق على السوق المصرية نجد أن الصناديق في السوق قد حققت قيمةً مرتفعةً لمؤشر العوائد خلال فترة الدراسة (2005-2010)، وهو ما يعكس أن عامل الخبرة في إدارة الصناديق له دور في تحقيق عوائد كبيرة تجذب انتباه المستثمرين نحو الصندوق، ويوضح الجدول التالي مؤشر العوائد البسيطة لأقدم 3 صناديق في السوق المصرية خلال الفترة (1996-2010).

الجدول رقم (03): العوائد البسيطة لأقدم ثلاث صناديق في السوق المصرية خلال (1996-2010)

اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	العائد البسيط خلال الفترة (1996-2010)
البنك الأهلي الأول	سبتمبر 1994	151.95 %
كريدي أجريكول الأول	أكتوبر 1994	157.62 %
بنك الإسكندرية	ديسمبر 1994	212.44 %

المصدر: حسبت بواسطة الباحث، اعتماداً على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA) وتبين بيانات هذا الجدول ارتفاع مستويات العائد البسيطة لأقدم ثلاث صناديق في السوق المصرية تم تأسيسها في عام 1994، حيث حقق صندوق استثمار بنك الإسكندرية مستوى عوائد بسيطة خلال فترة الدراسة بلغت 212.44 %، ووصلت عوائد الأهلي الأول إلى 151.95 %، ثم كريدي أجريكول الأول بنحو 157.62. ويرجع ارتفاع عوائد تلك الصناديق إلى قدمها في السوق وخبرتها فيه، وأيضا إلى إثبات شركة الإدارة لهذه الصناديق منذ التأسيس وحتى نهاية فترة الدراسة عام 2010. رغم ذلك هناك استثناء في أحد الصناديق، حيث حقق صندوق استثمار بنك فيصل الإسلامي نسبة كبيرة جدا قدرت بـ 154.83%، حيث كان تاريخ إنشائه في 2004/04/31.

3- خبرة وكفاءة مدير الصندوق: تعتبر خبرة وكفاءة مدير الاستثمار لأي صندوق عامل أساسي ومحدد لأدائه، فكلما زادت خبرة وكفاءة مديري الاستثمار كلما كان أداء الصندوق أفضل، وتشير نتائج الدراسات إلى استقطاب الصندوق ذي الخبرة والإدارة الكفاء لعدد كبير من المستثمرين للثقة التي يضعها المستثمر في الإدارة الكفاء، وأثبتت الدراسات وجود ارتباط ما بين كفاءة وخبرة مديري الاستثمار والأتعاب النسبية التي تحصل عليها جهة إدارة الصندوق، حيث إن وجود الكفاءة والخبرة من شأنه خفض تلك الأتعاب نظرا لقدرة الإدارة الكفاء على تحليل واستخلاص النتائج بسرعة وكفاءة أكبر.

وبالتطبيق على السوق المصرية نجد أن عددا قليلا من شركات إدارة الصناديق تقوم بإدارة أغلب صناديق السوق والتي بلغ عددها 72 صندوقا حتى نهاية عام 2011، وبالمقارنة ما بين عوائد الصناديق من زاوية شركة الإدارة نجد أن العديد من الصناديق في السوق المصرية قد ارتبط تحقيقها عوائد قوية بشركة الإدارة التي تقوم بإدارة استثمارات محفظة الصندوق، وهو ما يوضحه الجدول التالي.

الجدول رقم (04): أكبر عشرة صناديق في السوق المصرية من حيث العوائد خلال (2010-2005)

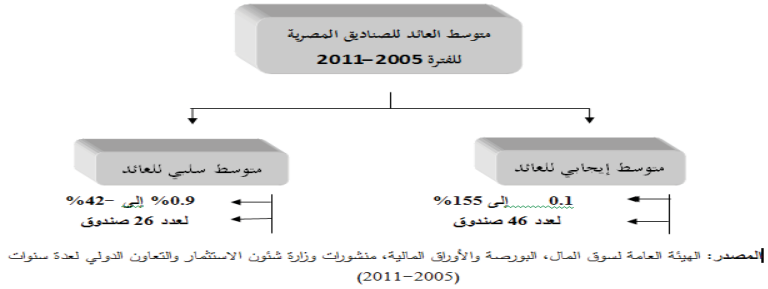
اسم الصندوق	شركة الإدارة	العائد البسيط خلال الفترة (2010-2005) %
بنك فيصل الإسلامي	هيرمس لإدارة الصناديق	154.83
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	هيرمس لإدارة الصناديق	83.01
بنك الإسكندرية- الثاني	هيرمس لإدارة الصناديق	78.74
بنك مصر التراكمي (صندوق العمر)	القاهرة لإدارة الصناديق	77.17
بنك مصر إيران الثاني النقدي	أتش سي لإدارة الصناديق	70.70
بنك مصر النقدي (يوم بيوم)	بلتون لإدارة الصناديق	66.50
بنك القاهرة الأول	هيرمس لإدارة الصناديق	52.74
بنك مصر الثالث_ اكستريور سابقا	أتش سي لإدارة الصناديق	49.92
البنك الأهلي المصري الأول	الأهلي لإدارة الصناديق	46.35
بنك البركة مصر	هيرمس لإدارة الصناديق	38.30

المصدر: حسبت بواسطة الباحث، اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

من خلال الجدول السابق نستنتج خمسة شركات تقوم بإدارة عشرة صناديق استثمار في السوق المصرية حققت أعلى العوائد البسيطة خلال فترة الدراسة (2010-2005)، حيث أن شركة هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار تدير بمفردها خمسة صناديق من العشرة في حين تدير أتش سي صندوقين، بينما القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار و بلتون لإدارة صناديق الاستثمار والأهلي لإدارة صناديق الاستثمار تدير صندوق واحد من العشرة الصناديق الأعلى عوائد.

هذا بدوره يدل على مدى ارتباط تحقيق عوائد أكبر في سوق صناديق الاستثمار بشركات الإدارة التي تمتلك الخبرة ومهارة أفضل في السوق، أي أن أداء مدير الاستثمار الواحد يختلف من صندوق لآخر، ويبدو ذلك واضحا في حالة الشركات التي تتولى إدارة أكثر من صندوق، ويتمثل هذا الاختلاف في قدرة بعض المديرين على تحقيق بعض التغيرات الإيجابية لسعر الوثيقة بالنسبة لبعض الصناديق التي يشرفون على إدارتها، وفشلهم في تحقيق تلك التغيرات لصناديق أخرى، رغم أن هدفها قد يكون واحد، والدليل على ذلك المجموعة المالية هيرمس. والشكل التالي يوضح متوسط العائد لجميع الصناديق، وجاءت الدراسة ما بين سنة 2005-2011، لكن تم استثناء سنتي 2008 و 2011. السنة الأولى كانت بسبب تأثر البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية، حيث جاءت جل النتائج سالبة وبخسائر فاقت نسبة 53 % من سوق البورصة المصرية، كما تم استثناء سنة 2011 بسبب الأحداث التي وقعت بمصر مما أدى في معظم الأحيان غلق البورصة المصرية للهبوط الرهيب لقيمة مؤشر السوق المصري.

الشكل رقم (01) : متوسط العوائد السنوية



الشكل السابق يوضح عوائد جميع الصناديق الموجودة في السوق المصري، فتحصل 46 صندوق على عائد إيجابي يتراوح بين 0.1% و 155% وكانت جل الصناديق إسلامية وهذا لطبيعة الفرد المصري الدينية. أما باقي الصناديق والتي كان عددها 26 صندوقا تحصلت على متوسط عائد سلبي تراوح بين -0.9% و -42.

من خلال ما تقدم نستخلص أن نموذج العائد على الأموال المستثمرة عند تقييم أداء الصندوق بأنه لا يأخذ في الاعتبار عنصر المخاطر المصاحبة للاستثمار، فقد يحقق صندوق معدل عائد الأموال المستثمرة أعلى ولكن عند مستوى من المخاطر المرتفعة عند مستوى من المخاطر المرتفعة عن مستوى متوسط مخاطر صناديق الاستثمار في السوق، ولذلك ظهرت نماذج أخرى مثل استخدام أساليب النسب والمؤشرات المالية ونموذج ترينور- نماذج شارب... الخ، لتأخذ في الاعتبار المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.

قائمة المراجع :

1. الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
2. الكتاب السنوي للمجموعة المالية هيرمس القابضة، 2009-2010. - المجموعة المالية هيرمس لإدارة الأصول، صناديق
3. الاستثمار «الاستثمار الأمثل لصغار المستثمرين، نشرية المجموعة، 2007.
4. الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي لعدة سنوات (2005-2011)
5. - بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)، منشورات 2011
6. عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2005.
7. محمد الصالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1994.
8. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط1، 1995.
9. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، أطروحة دكتوراة في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997.
10. [10]. Miguel A.Ferreira et Antonnio F. Miguel , ” The Determinants of mutual fund performance : A cross- country study«, ISCTE Business School, Portugal, May 2007

-