

تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات المركبة " ترينور " وتطبيقها على مصر للفترة 2005 – 2011

د. شريط صلاح الدين

جامعة المسيلة

Salaheddine_cheriet@yahoo.com

Abstract

Le but de cette section d'étudier la performance des fonds égyptiens et évaluées en conformité avec les principes et les indicateurs scientifiques et congrès international pour l'étude des fonds d'investissement, afin de servir l'objectif global de l'étude est la définition et évaluer la performance des fonds d'investissement en Egypte, en plus de l'étude de la taille et de l'évolution éblouissant atteint par la Bourse égyptienne de ce canal dans attirer l'épargne des particuliers et des entreprises nationales et étrangères. L'idée de ces indicateurs sur une rendements pondérés des fonds de placement sans risque impliquant la réalisation de ces déclarations, de sorte que les gestionnaires peuvent suivre des stratégies d'investissement à haut risque d'obtenir un rendement plus élevé, et même une comparaison réaliste et doit être pris le niveau de risque dans les investissements de chaque fonds dans le compte jusqu'à ce que le jugement plus réaliste sur la performance du marché des fonds dans son ensemble et les performances de toutes sortes de qualité à des fonds du marché égyptien et en estimant la valeur des différents indicateurs d'évaluation et les nombreuses et donc les indicateurs ont été choisis le plus activement négociées sur le marché égyptien et mondial dont l'indice de Traynor.

Keys-words : fonds d'investissement, indicateurs complexe , l'indice de Traynor, indicateurs d'évaluation

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة أداء الصناديق المصرية وتقييمها وفقا لأسس ومؤشرات علمية وعالمية متعارف عليها في دراسة صناديق الاستثمار، وذلك لخدمة الهدف العام للدراسة وهو تعريف وتقييم أداء صناديق الاستثمار المصرية، هذا بالإضافة إلى دراسة حجمها والتطورات المبهرة التي وصلت إليها البورصة المصرية من هذه القناة في جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات المحلية والأجنبية. تقوم فكرة هذه المؤشرات على ترجيح عوائد صناديق الاستثمار بالمخاطرة المنطوية على تحقيق تلك العوائد، وذلك أن المديرين قد يتبعون استراتيجيات استثمارية ذات مخاطرة عالية للحصول على عائد أعلى، وحتى تكون المقارنة واقعية فلا بد من أن يؤخذ مستوى المخاطرة في استثمارات كل صندوق في الاعتبار حتى يتم الحكم بصورة أكثر واقعية على أداء سوق الصناديق ككل وأداء كل نوعية من أنواع سوق الصناديق المصرية، وذلك من خلال تقدير قيمة مؤشرات التقييم المختلفة والكثيرة وبالتالي تم اختيار المؤشرات الأكثر تداولاً في السوق المصرية والعالمية، وهو مؤشر ترينور.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، المؤشرات المركبة، مؤشر

ترينور، مؤشرات التقييم

مقدمة

إن صناديق الاستثمار بدأت في مصر والدول الصاعدة مثل شرق آسيا بدرجة نمو أعلى من النمو الذي يحدث في صناديق الاستثمار في الدول الأوروبية وأمريكا. وهذا يرجع إلى أنه بعد الإصلاح الاقتصادي حدث نوع من التراكمات المالية لدى البنوك وشركات التأمين نتيجة انتهاج سياسة اقتصادية شجعت هذا الاتجاه، كما أن هذه الأسواق تعد أسواق واعدة متعطشة لمثل هذه الأدوات والآليات المالية الجديدة. ولذلك نجد أن معدل النمو في هذه الصناديق أعلى من مثيله في الدول الأوروبية وخاصة في الفترة الأولى من إنشاء هذه الصناديق. وتنشيط صناديق الاستثمار كان السبب في تنشيط البورصة المصرية. ومنه هنا أطلب من القائمين على الاقتصاد الجزائري أن يضعوا نصب أعينهم الهدف المحدد في تنشيط بورصة القيم المنقولة في الجزائر من خلال خلق وتطوير الأدوات المالية وتفعيل دور البنوك تجاه سوق رأس المال. وهذا ما تم ملاحظته والوقوف عليه في التجربة المصرية.

إن صناديق الاستثمار أضححت 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، وإحراج 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 الجزائرية. 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 الإيجابي على ميزان المدفوعات وعلى الجنيه المصري. رغم أن قدرات الاقتصاد المصري ضعيفة جدا مقارنة بقدرات الاقتصاد الجزائري

المشكل إذا ينحصر أساسا في إيجاد فرص استثمارية من شأنها تكوين الادخارات اللازمة لتلك الاستثمارات، و هنا تكمن أهمية إيجاد وسائل أكثر تطورا وسرعة في تنشيط سوق الأوراق المالية، وتم باختصار تحديد مشكلة الدراسة من خلال سؤال جوهري وهو:

هل تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق مؤشر ترينور يعتبر الصورة الحقيقية في البورصة المصرية ؟

من أجل تسهيل معالجة الموضوع قمنا بطرح التساؤلات الجزئية التالية والإجابة عليها أثناء تحليل هذه الورقة البحثية:

1- ما هي الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار ؟

2- ما هو دور المؤشرات المركبة في صناديق الاستثمار ؟

3- هل مؤشر ترينور يعتبر مقياس الأكثر نجاعة لصناديق الاستثمار في مصر؟

إن صناديق الاستثمار تعد من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، وما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، ما هو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق. لذا يجدر بنا أولا قبل أن نذكر التعريفات التي عرف بها الباحثون الصناديق الاستثمارية، نذكر الفكرة الأساسية التي تقوم عليها الصناديق الاستثمارية، ثم نقوم بإعطاء مجموعة من التعريفات.

أولاً- الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار: و تقوم هذه الفكرة الأساسية على الأساس الآتي:¹

1- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة،

بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.

2- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل

للمصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.

3- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة

الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

4- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتسبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في

نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

وبعد بيان تلك الفكرة، وبالنظر في وضع تعريف للصناديق الاستثمارية فإنه يمكن التطرق لعدة مفاهيم مختلفة عن

بعضها البعض .

ثانياً- مفهوم صناديق الاستثمار: إن هذه التعريفات وإن اختلفت ألفاظها إلا أنها جميعاً تتفق في مضمونها، وجاءت هذه التعريفات على النحو التالي :

1- الصناديق الاستثمارية هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد وشركات للاشتراك سوياً في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وأقل درجة ممكنة من المخاطر.²

2- الصندوق الاستثماري " هو برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جمعياً في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة.³

ويوضح هذا التعريف بأن صندوق الاستثمار هو مشروع يطلقه أي بنك كان في السعودية ولكن يجب الموافقة المبدئية من مؤسسة النقد العربي السعودي.

3- شركات الاستثمار هي نوع من الوسطاء الماليين وتقوم بجمع الأموال واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات مقابل حصول المستثمرين على الفوائد التي تحققها تلك الأصول.⁴

ويوضح هذا التعريف أن صندوق الاستثمار ما هو إلا شركة شأنه في شأن باقي منظمات الأعمال، ويسري عليه كل ما يتعلق بإدارتها، وأن الوظيفة الرئيسية للصندوق تتمثل في الوساطة المالية لجمع الأموال ثم استثمارها في الأوراق المالية، بجانب أنه أبرز المقابل الذي يحصل عليه المستثمر بتلك الصناديق والذي يتمثل في الفوائد المحققة من وراء الأوراق المالية.

4- شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة.⁵

أكد هذا التعريف على دور الوساطة وأضاف بعداً آخر وهو تنوع محافظ الأوراق المالية بالصناديق لتتلاءم مع تنوع حاجات المستثمرين.

5- شركات الاستثمار هي شركات تقوم بتجميع الأموال من الأفراد عن طريق إصدار أسهم عادية في السوق، ثم تستخدم متحصلات بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية لعدد من الشركات الأخرى والتي يتم تداولها بالسوق.

أبرز هذا التعريف الطريقة المتبعة في تجميع الأموال، وهي أسهم عادية مقابل الأموال التي يدفعها المستثمرون للصندوق وتسمى في السوق المصري مثلاً بوثائق الاستثمار investment rumits وهي أدق، حيث أن السهم يعتبر ورقة مالية واحدة بينما وثيقة الاستثمار تمثل حصة من محفظة الصندوق ككل، فمن يملك وثيقة يعد مالكا لمحفظة أوراق مالية بنسبة قيمة الوثيقة إلى إجمالي قيمة محفظة الصندوق، ويتمتع بمزايا المحفظة من حيث التنوع وتقليل مخاطر الاستثمار وانخفاض تكلفة الصفقات على خلاف ما يملك سهما واحداً حيث يفقد هذه المزايا.

6- صندوق الاستثمار هو وعاء مالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وللصندوق ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال لتقوم بإدارته شركة استثمار متخصصة للاستثمار في مجالات متنوعة تتمثل بصكوك الإجارة، والمرابحات، والاستصناع الموازي، والسلم الموازي، والمزارعة وغيرها من النشاطات المشروعة تهدف إلى تحقيق أرباح عالية من خلال التنوع والتوزيع الجغرافي لتقليل المخاطر وتحقيق عائد مجز.⁶

يؤخذ على هذا التعريف اعتباره تجميع الأموال واستثمارها هدفا للصندوق، في حين أنها وظيفة له يتم من خلالها تكوين محفظة الأوراق المالية التي تحقق أهداف الصندوق، ويحسب له أنه أوضح أن إدارة الصندوق تتم من خلال شركة متخصصة في الاستثمار.

ومما تقدم يلاحظ التقارب الواضح بين التعريفات وإن اختلفت المنطلقات، غير أن التعريفات السابقة اشتركت في العناصر التالية:

1- تعتبر صناديق الاستثمار أحد أنواع المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة بين طرفين، يتوفر لدى الأول المدخرات أو الفائض في الأموال يحتاجها الطرف الثاني الذي لديه عجز في الأموال، ولذلك فصندوق الاستثمار يعتبر وسيطا ما بين المستثمر والشركات المتداول أوراقها المالية في البورصة.

2- قد يتخذ الصندوق شكل الشركة المساهمة ذات الشخصية المعنوية الاعتبارية أو قد يكون وحدة تنظيمية بداخل المؤسسة المنشئة له ويتمتع بالاستقلال التنظيمي والمالي، وقد يسمى الصندوق باسم شركة الاستثمار **company investment** وحدة استثمار **investment units**، صناديق الاستثمار **mutaul investment fund**.

3- تتركز الأهداف العامة لصناديق الاستثمار في المحافظة على الأموال المستثمرة وتحقيق أكبر عائد ممكن تدنية المخاطر وتوفير درجة معينة من السيولة.

4- تعتبر صناديق الاستثمار بمثابة الأوعية المالية التي تتم من خلالها تجميع مدخرات المستثمرين الطبيعيين أو الاعتباريين، سواء كانت مدخرات صغيرة أو كبيرة واستخدامها في تكوين محافظ الأوراق المالية بصفة رئيسة وباقي مجالات الاستثمارات الأخرى في سبيل تحقيق أهداف الصندوق.

5- تمثل الموارد البشرية للصندوق في رأس المال المخصص له من قبل الجهة المنشئة بجانب الأموال المجمعة من المدخرين والمستثمرين، وأهم استخدامات هذه الأموال هي الأصول الثابتة التي يحتاجها العمل بالصندوق والسيولة المحتفظ بها ثم محفظة الأوراق المالية التي تسيطر على الجزء الأكبر من الأموال.

*- **التعريف الراجح:** ويلاحظ أنه يمكن تعريف صناديق الاستثمار على النحو التالي:

هي إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي التي قد تتخذ شكل الشركة المساهمة أو الوحدة التنظيمية المستقلة بداخل الجهة المنشئة لها (شركة/ بنك مثلا)، وهي تعمل كوعاء مالي لجمع الأموال من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين مقابل وثائق الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار تلك الأموال في تكوين محافظ الأوراق المالية التي يتولى إدارتها مديرون محترفون في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وتحقيق باقي أهداف الصندوق.

ثالثا- الدور المتوقع لصناديق الاستثمار:

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لجذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في السوق المالية. فضلا عن دورها في دعم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية من خلال ضمان التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط بيعها، نلقي الضوء على عناصر تدخل ضمن الدور المتوقع لصناديق الاستثمار وتمثل في :

1- بالنسبة للاقتصاد الوطني ومسيرة التنمية:⁷ من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

ويعلق خبراء المال والاقتصاد آمالا عريضة على صناديق الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج إلى معرفة مالية واسعة، فإن الاستقرار الاقتصادي الذي يوفر مناخا تحيطه الثقة بالإضافة إلى التشريع القانوني يمهّدان الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية فإن الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية، مما يساعد الشركات على الاتجاه إلى سوق المال لتمويل أنشطتهم بدلا من الالتجاء إلى البنوك للاقتراض. أما ما يخشاه البعض من أن تؤدي صناديق الاستثمار إلى زيادة الطلب على حجم محدود من الأوراق المالية المعروضة بالبورصة وبالتالي تؤدي إلى مغلاة في أسعار بعض الأوراق، ليس له ما يبرره، حيث أن صناديق الاستثمار بمساهمتها في دعم الخصخصة ستؤدي إلى طرح مزيد من الأسهم للتداول بالبورصة كما أن هناك بالفعل عددا من الشركات الكبرى الناجحة التي تمهد ل طرح أسهمها للاكتتاب العام خلال شهور قليلة.

إن زيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة:

أ- الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة: لأن مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد، وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية.

ب- تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية، وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد المختلفة لأن تقديم البنوك المحلية لخدمات صناديق الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات.

ج- تساهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة.

د- تساعد الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع،

والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد.⁸

2- بالنسبة للمستثمرين الأفراد: أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وذلك لأن القيام بمتطلبات الصندوق يحتاج إلى محترفين متخصصين، وإلى جهات متعددة لتأسيسه وإدارته، وجهة تتعهد بحسن مسيرته، تداولاً، وتجاراً من بداية تأسيس الصندوق وحتى تصفيته، وللصندوق ميزانية مستقلة، وأمواله الضخمة لمشاركين قد يزيد عددهم عن عشرات الآلاف، مما يخفف النفقات الإدارية، فتضحي التكلفة ضئيلة بالقياس مع المبالغ المستثمرة، مع توفير الحماية للمستثمر بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت في الصناديق تنشيطا كبيرا للاقتصاد الوطني.⁹

كما تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل وفي الخارج وفي دعم الثقة في سوق رأس المال خاصة بعد تجربة شركات توظيف الأموال وفي ظل ضعف الوعي الاستثماري الحالي. ويتجه اهتمام صناديق الاستثمار بشكل خاص إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة نسبياً والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية. فيقوم الصندوق بما يتيح للمستثمرين من معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات المطروحة أسهمها بالبورصة، بتوفير عنصر الأمان للمستثمر الذي يترك للصندوق مسؤولية استثمار أمواله بثقة.

وفيما يلي أهم فوائد الصناديق للمستثمرين:

أ- توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنوع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار، إذ تقوم تلك الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المؤسسات التي يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل في دقيق.

ب- الصناديق أكثر قدرة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقاً للظروف المناسبة، وبالتالي فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار.

ج- تؤدي تلك الصناديق إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية، وتعفيهم من تحمل عناء إدارة الاستثمارات.

د- للصناديق القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة، يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، لأن الصناديق بموجب المبالغ الضخمة المدفوعة لديها القدرة على الدخول في مشاريع كبيرة ذات عائد مجز، ولا يستطيع القيام بمطالبات ذلك إلا خبراء متخصصون، وتنظيم يقوم على أساس توزيع مهام القيام بجوانب الصندوق على جهات متعددة، وكل منها مسؤولة عن عملها، ومراقبة على الجهة الأخرى، وتخضع هذه الجهات لتعليمات، وإشراف الجهات الرقابية وهو البنك المركزي لحماية المستثمرين، حفاظاً على تنشيط الاقتصاد الوطني.

3- استفادة البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار: بما أن استخراج رخصة لإنشاء صندوق استثماري لا يكون إلا للمؤسسة مالية مقبولة من البنك المركزي وبالتالي فإن قيام البنوك المحلية، وشركات الاستثمار المعتمدة بتأسيس صناديق الاستثمار المختلفة يحقق لها فوائد عديدة تلخص بما يلي:

أ- جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها: إن البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة، هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها، ومن ثم يمكن للبنوك وشركات الاستثمار توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية.

ب- تمكين البنوك وشركات الاستثمار من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة لتطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمي، لأنه بموجب السماح للبنوك وشركات الاستثمار بتأسيس صناديق استثمارية تفتح المجال أمامها لاستقطاب أموال المستثمرين، وممكنها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لدرجة تعجز معها قدرة أفراد أو مؤسسات صغيرة عن منافسة الصناديق، ومن هنا استأثرت بفرص كان من نتائجها الأرباح المتميزة التي أسفرت عنها تجربة الصناديق.

ج- تحقيق عمولات الاستثمار: تقوم البنوك بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، وقد تكون تلك العمولات محددة، أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من استثمارات أموال الصناديق، وخلال السنوات القليلة الماضية أسفر الاستثمار من خلال تلك الصناديق عن تحقيق عوائد جيدة للبنوك.

د- الإعلان والترويج للبنوك ولشركات الاستثمار ولنشاطاتها: إعلان البنك أو شركات الاستثمار عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة البنك أو الشركة المؤسسة ويروج لنشاطاتها، وبالتالي يعتبر عاملا مهما في زيادة الإقبال عليها، ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل من نشاطاتها، ويحقق لها عوائد، ومنافع كثيرة.

4- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية : تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين. كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق. كما سبق وأن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة .

رابعاً- تحليل النتائج:

1- تم تجميع الأسعار الأسبوعية لوثائق صناديق الداخلة في الدراسة خلال فترة التحليل معدلة بالتوزيعات وكذلك قيم المؤشر العام لهيئة سوق المال الأسبوعية المناظرة لأسعار وثائق صناديق الاستثمار الأسبوعية، ومنها تم حساب العوائد الأسبوعية لكل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.

2- جاءت الدراسة ما بين سنة 2005-2011، لكن تم استثناء سنتي 2008 و 2011 . السنة الأولى كانت بسبب تأثير البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية، حيث جاءت حل 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.

3- تم حساب المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الاستثمارية المصرية خلال سنوات الدراسة.

4- تم حساب معامل الانحراف المعياري و بيتا لكل صندوق استثمار بدأ مزاوله نشاطه من قبل بداية عام 2005 حتى نهاية 2010 ، وكذلك حساب متوسط مجموع الصناديق الداخلة في الدراسة، وذلك لفترة الدراسة. والجدول رقم (01) يبين كيف تم حساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية) بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري، أما الجدول رقم (02) يبين كيف تم حساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية) و معامل بيتا (المخاطر المنتظمة). كما تم حساب معامل الارتباط السنوي بين العوائد الأسبوعية لكل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وذلك لفترة الدراسة، والجدول رقم (03) يوضح ذلك.

أ-6- تم حساب معامل التحديد عن طريق إيجاد مربع معامل الارتباط بين العوائد الأسبوعية لكل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وتم حساب متوسط ذلك المعامل لنوعي صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة.

أ-7- تم حساب مؤشر تريبور لصناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة وذلك وفقا للأسس التالية:

- محفظة السوق المستخدمة هي المؤشر العام لهيئة سوق المال.

- العائد الخالي من الخطر هو متوسط العائد على أذون الخزانة لمدة 91 يوم، 180 يوم حيث أن عائد أذون الخزانة تمثل اقل أنواع الخطر وتم حساب متوسط العائد الأسبوعي على أذون الخزانة لنفس فترة الدراسة و ذلك لفترة الدراسة. وقد قام الباحث بإعطاء نموذج لكيفية حساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري، وكذلك إعطاء نموذج لكيفية حساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية) ومعامل بيتا (المخاطر المنتظمة ومعامل الارتباط).

1- حساب المخاطرة الكلية والمنتظمة لصناديق الاستثمار المصرية:

يتم قياس المخاطرة الكلية بالتباين أو الانحراف المعياري وأنه يتكون من جزئين أساسيين هما الخطر المنتظم والخطر غير المنتظم، وأن الخطر غير المنتظم يمكن تخفيضه بالتنوع بينما يبقى الخطر المنتظم الذي لا يتم تخفيضه بالتنوع. وأن الخطر المنتظم عادة ما يتم قياسه باستخدام معامل "بيتا"، وبذلك فإن الخطر المنتظم هو الذي يتحمله المستثمرون ولا يخفف بالتنوع. وتحسب المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) من خلال المعادلتين التاليتين :

$$\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{N}$$

N

حيث أن δ_i : الانحراف المعياري لعوائد الصندوق. N = عدد عوائد.

X_i = عائد صندوق الاستثمار في سنة ما (t). \bar{X} = متوسط العائد لصندوق الاستثمار.

$$\beta = \frac{1}{n} \sum (R_t - R)^2$$

حيث: β = ترمز للمخاطرة المنتظمة. N = عدد عوائد.

R_t = عائد صندوق الاستثمار في سنة ما (t). R = متوسط العائد لصندوق الاستثمار.

وبتطبيق تلك المعادلة على مؤشر البورصة المصرية CASE30 تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدولين رقم 16 و

.17

الجدول رقم (01) : يوضح كيفية حساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري

معامل الانحراف المعياري				
المؤشر العام للسوق المصري				
الفترة	M	M ^o	M-M ^o	(M-M ^o) ²
2005	1.46	0.5263	0.9337	0.87179569
2006	0.1006	0.5263	-0.4257	0.18122049
2007	0.5768	0.5263	0.0505	0.00255025
2009	0.3656	0.5263	-0.1607	0.02582449
2010	0.1283	0.5263	-0.398	0.15840400
Σ	2.6313			1.23979492
			Σ((M-M ^o) ²	0.24795898

δM	0.49795480
$\delta^2 m$	0.24795898

المصدر: من إعداد الباحث، عن تقارير البورصة المصرية 2011-2005

الجدول رقم (02) يوضح حساب معامل الانحراف المعياري ومعامل بيتا و معامل الارتباط

متوازن	معامل بيتا- معامل الانحراف المعياري- معامل الارتباط						
	صندوق البنك الأهلي المصري الأول						
الفترة	C1	C ^o 1	C1- C ^o 1	(C1- C ^o 1) ²		(C1*M)	Cov(C1*M)
2005	0.5678	0.1924	0.3754	0.14092516		0.82898800	0.35051098
2006	-0.1103	0.1924	-0.3027	0.09162729		-0.01109618	0.12885939
2007	0.2655	0.1924	0.0731	0.00534361		0.15314040	0.00369155
2009	0.2124	0.1924	0.02	0.00040000		0.07765344	-0.00321400
2010	0.0266	0.1924	-0.1658	0.02748964		0.00341278	0.06598840
Σ				0.26578570	Σ	1.05209844	0.54583632
	$\Sigma(C1- C^o1)^2/n$			0.05315714	$\Sigma(C1*M)/n$	0.21041969	0.10916726
	$\delta 1$			0.23055832	(C ^o *M ^o)	0.10126012	
				$\Sigma[(C1*M)/n]-(C^o*M^o)$		0.10915957	
					$\delta 1 * \delta M$	0.11480762	
					Pc1;m	0.95080419	
					$\beta c1;m$		0.4402634

المصدر: من إعداد الباحث، عن تقارير البورصة المصرية 2011-2005

وتمثلت النتائج المستخرجة من الجدولين السابقين في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): دراسة المخاطر الكلية والمنظمة لصناديق الاستثمار المفتوحة

والمغلقة في ظل حالات صعود سوق الأوراق المالية: 2005، 2006، 2007، 2009، 2010

البيان	متوسط العائد	الانحراف المعياري	بيتا
	السنوي		
M	0.36606	0.4979548	1.0000000
الصناديق المفتوحة			
01	0.22032	0.23055832	0.44026340
02	0.1897	0.23352482	0.43654158
03	0.17366	0.13269699	0.19011713
04	0.09744	0.10571258	0.20578899
05	0.07614	0.11451651	-0.00491039
06	0.06541	0.15909459	0.28317684
07	0.10672	0.08124709	0.10312670
08	0.3222	0.30256001	0.55382543
09	0.00288	0.06700276	0.08629788
10	0.16418	0.16965736	-0.03596624
11	0.073842	0.13924432	-0.02839935
12	0.3082	0.39350649	0.71521099
13	0.16262	0.07493297	0.08227950
14	0.1479	0.07309850	0.01351912
15	0.12192	0.07356929	0.00749766
16	0.33704	0.21814291	0.38605937
17	0.14134	0.09770967	0.01472644
18	0.1365	0.10059071	-0.00349955
19	0.03948	0.05213051	0.09669753
20	0.17042	0.18943070	0.36884844
21	0.11612	0.08681192	0.16447416
22	0.45666	0.22714084	0.44540041
23	0.12084	0.03919681	0.07036256
24	0.1206	0.12986616	0.05297617
25	0.13424	0.10150266	0.16768753
26	0.14104	0.08450207	0.12236504
27	0.253	0.19916970	0.30607908
28	0.2534	0.22651987	0.29183767
29	0.1054	0.04302999	0.07162972
30	0.20468	0.10466217	0.07306836
المتوسط الحسب			
اي			
الصناديق المغلقة			
31	0.02092	0.20936024	0.06528125

0.04959876	0.04512726	0.13626	البنك الوطني المصري	32
0.05744	0.12724375	0.07859	المتوسط الحسابي	
0.18099882	0.14080677	0.155184	المتوسط الحسابي الإجمالي	

المصدر: من إعداد الباحث، عن تقارير البورصة المصرية 2005-2011

تطبيق نموذج تريبور: يعد من النماذج الشهيرة المستخدمة في تقييم الأداء لصناديق الاستثمار والتي تأخذ في الاعتبار عنصر العائد وعنصر المخاطر معا. فالصندوق الذي يحقق عائدا أعلى من الصناديق المماثلة قد يكون مرتبط بمستوى أكبر من المخاطر. حيث يتم تقسيم مخاطر السوق إلى نوعين:

أ- مخاطر منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب السوق المالي ولا يمكن تجنبها، فجميع المؤسسات والشركات العامة بالسوق تتعرض لتلك المخاطر، مثل مخاطر التضخم والتقلبات في أسعار الفائدة والتأثيرات العكسية من إفرارات العولة المالية...إلخ.

ب- مخاطر غير منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب بعض المنشآت ولذلك يمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بالتنوع في الاستثمارات، بحيث أن يؤدي هذا التنوع إلى تحقيق معاملات ارتباط سالبة بين عوائد الاستثمارات.

وقد ركز تريبور عند تقييم أداء صناديق الاستثمار على المخاطر المنتظمة التي تصيب جميع وحدات السوق، واستخدام تريبور المعادلة التالية لقياس كفاءة الصندوق.

$$R_i = \frac{V_c - V_r}{\beta} \times 100$$

حيث أن: V_c : معدل العائد على الاستثمار بالصندوق. V_r : معدل العائد الخالي من المخاطر.

B : معامل بيتا، مقياس للمخاطر المنتظمة.

1- نتائج تطبيق مؤشر تريبور على مجموع الصناديق لفترة الدراسة:

يعطي مؤشر تريبور العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة يتحملها الصندوق من خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم كلما ارتفعت وحدات العائد المقابلة لكل وحدة مخاطرة منتظمة كلما كان أداء الصندوق أفضل، أي أن قيمة المؤشر ترتفع كلما زادت عوائد الصندوق الإضافية ونقصت المخاطرة المنتظمة (β). وفيما يلي رصد لنتائج تقدير عوائد المؤشر العام لسوق الصناديق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة ومعامل بيتا التي سبق تقديرها على النحو التالي:

- المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال الفترة (2005-2011) بلغ 15.52%.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 % (وهو متوسط العائد على أذون الخزانة المصرية¹⁰، حيث يتم الاسترشاد به عند حساب العائد الخالي من المخاطرة).

- وبلغ متوسط معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق 0.18 .

وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر تريبور للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي:

$$T = \frac{48,7 - 15,52}{0,18} = 37,67$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع سوق صناديق الاستثمار تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة 37.67 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية السوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة.

ويرجع الارتفاع في قيمة مؤشر ترينور بالنسبة للمؤشر العام لسوق الصناديق، إلى انخفاض المخاطرة المنتظمة في تلك السوق خلال الفترة (2005-2010)، ما عدا سنتي (2008 و2011) حيث لم يتجاوز 18 %، كما بلغت العوائد البسيطة للمؤشر خلال الفترة 15.52 % في المتوسط، في حين متوسط العائد الخالي من المخاطرة 8.74 %، وبالتالي تصبح علاوة المخاطرة للمؤشر العام لسوق الصناديق 37.67 في المتوسط وبتوجيهها بالمخاطرة المنتظمة، أي المخاطرة التي يتعرض لها السوق ككل والمتمثلة في ارتفاع التضخم، وتذبذب سعر صرف الجنيه أمام الدولار، والمتغيرات الاقتصادية الكلية والمتغيرات السياسية... الخ، تصبح كل وحدة مخاطرة تعرض لها سوق صناديق الاستثمار المصري خلال فترة الدراسة.

2- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على كل صندوق على مدى لفترة الدراسة:

بعد حساب مؤشر ترينور على جميع الصناديق نقوم في هذا العنصر بحساب مؤشر ترينور على كل صندوق على مدى خلال فترة الدراسة (2005-2010) ماعدا سنة 2008 . لكن نختصر النتائج بتحديدتها من خلال الجدولين التاليين:

الجدول رقم (04): يبين صناديق الاستثمار الأكثر نسبة على مؤشر ترينور

البيان	مؤشر ترينور
M المؤشر العام لسوق الصناديق	37.67 %
1 بنك فيصل الاسلامي	162.57 %
2 بنك مصر الثالث - اكستريور سابقا	114.44 %
3 بنك مصر الرابع (الحصن)	112.05 %
4 البنك الوطني المصري	108.27 %
5 بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني	100.38 %

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال النتائج المتحصل عليها نجد أن صندوق بنك فيصل الإسلامي حقق نتائج مبهرة جدا مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى وكذلك بالمؤشر العام لسوق الصناديق، حيث نسبة العائد وصلت إلى 162.57%، أي أن العائد الإضافي الذي استطاع صندوق بنك فيصل الإسلامي تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرت ب 162.57 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة مقارنة بالمؤشر العام لسوق الصناديق الذي حقق نسبة 37.67%.

ثم جاء صندوق بنك مصر الثالث في المرتبة الثانية بارتفاع ربحيته التي قدرت بنسبة 114.44%، أما المرتبة الثالثة فكانت إلى صندوق مصر الرابع (الحصن) بنسبة 112.05%، ثم جاءت المرتبة الرابعة لصندوق البنك الوطني المصري بنسبة 108.27%، وفي المرتبة الخامسة حقق صندوق بنك كريدي أجريكول مصر "الثاني" بنسبة 100.38%.

أما نتائج الجدول التالي فتلخص الصناديق الأكثر سلبيًا من خلال مؤشر ترينور .

الجدول رقم (05): يبين صناديق الاستثمار الأقل نسبة على مؤشر ترينور

البيان	مؤشر ترينور
M المؤشر العام لسوق الصناديق	37.67 %

1	البنك المصري لتنمية الصادرات "الخبير"	-126.14 %
2	بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	-91.92 %
3	أورينت ترست	-31.75 %
4	بنك مصر الثاني	-13.82 %
5	المجموعة العربية المصرية للتأمين	-09.83 %

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول نجد أن صندوق البنك المصري لتنمية الصادرات "خبير" يعتبر الأكثر تأثر بالنتائج السلبية مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى، حيث نسبة العائد السلبية وصلت إلى 126.14%، أي أن كل وحدة مخاطرة منتظمة حققت نتائج سلبية قدرت ب 162.57 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض قيمة ورقة الصندوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة مقارنة بالمؤشر العام لسوق الصناديق الذي حقق نسبة 37.67%. ثم جاء صندوق بنك كريدي أجريكول مصر "الثالث" في المرتبة الثانية في الانخفاض بنتائج سلبية قدرت بنسبة 91.92%، وهكذا كما هو مبين في الجدول أعلاه.

3- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مؤشر الصناديق المغلقة:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد مؤشر الصناديق المغلقة خلال فترة الدراسة بلغ 7.86%.
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74%.
 - وبلغ معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق المغلقة 0.06.
- وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور لمؤشر الصناديق المغلقة على النحو التالي:

$$T = \frac{7,86 - 8,74}{0,06} = -14,67$$

أي أن العائد السلبي الذي وصلت إليه نتائج الصناديق المغلقة من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -14.67% وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع خسائر هذه النوعية من خلال فترة الدراسة، حيث بلغت المخاطرة المنتظمة المتمثلة في معامل بيتا إلى ما يقارب 0.06، مقارنة بقيمته في حالة سوق صناديق الاستثمار بصفة عامة (0.18)، حتى متوسط العائد السنوي جاء ضئيل (7.86) مقارنة بمتوسط العائد السنوي في مجمل الصناديق المفتوحة والمغلقة والذي قدر (15.52%)، مع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند (8.74%)، ويرجع السبب في النتائج السلبية إلى سببين رئيسيين وهما:

- أن نوعية الصناديق المغلقة تكون في معظم الأحيان تتكون من أفراد عائلة واحدة، وبالتالي يستحيل أن تكون لها خيارات عديدة إما في الزيادة في رأس المال أو في التنوع أو في حركة الشراء والبيع للأوراق المالية بسبب المحدودية الكبيرة التي تعمل فيها هذه الصناديق. والدليل العدد القليل لهذه الصناديق مقارنة بالصناديق المفتوحة.

- كما تتميز صناديق الاستثمار المغلقة في مصر بأن شركة صناديق الاستثمار التي تصدر الوثيقة لا علاقة لها بالمدخر بعد أن يشتري منهما الوثيقة، إذا ما أراد بيعها فعلى حائز الوثيقة في حالة رغبته في بيعها أن يتجه إلى شركة سمسة تقوم ببيع الوثيقة له في البورصة، حيث يكون الصندوق المغلق محددًا بعدد معين من الأسهم يمكن تداولها في السوق المالية حسب السعر السائد في السوق بعكس الصندوق المفتوح.

4- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مؤشر الصناديق المفتوحة:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد مؤشر الصناديق المفتوحة خلال فترة الدراسة بلغ 16.55 % .
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 %.
- وبلغ معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق المفتوحة 0.19.
- وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور لمؤشر الصناديق المفتوحة على النحو التالي:

$$T = \frac{16,55 - 8,74}{0,19} = 41,10$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاعت الصناديق المفتوحة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة 41.10 وحدة عائد، وهو ما يشير أيضا إلى ارتفاع ربحية هذه النوعية من خلال فترة الدراسة، فعلى الرغم من ارتفاع معامل قيمة المخاطرة المنتظمة في سوق الصناديق المفتوحة بجزء ضئيل جدا يكاد أن لا يحسب الفرق (0.19)، مقابل قيمته في حالة سوق صناديق الاستثمار بصفة عامة (0.18)، إلا أن متوسط العائد السنوي المرتفع خلال فترة الدراسة (16.55 %) ومع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند (8.74%)، قد أدى إلى ارتفاع عائد المخاطرة المنتظمة في استثمارات تلك الصناديق إلى مستوى 41.10 وحدة عائد مقابل كل وحدة مخاطرة منتظمة تعرضت لها الصناديق المفتوحة.

ويرجع الارتفاع في عوائد الصناديق المفتوحة المرجحة بالمخاطرة المنتظمة إلى افتراض مؤشر ترينور اختفاء المخاطرة غير المنتظمة نتيجة التنوع الكامل للمحفظة وبالتالي تقتصر المخاطرة هنا على المخاطرة السوقية أو المنتظمة، وبالتالي ومع السياسة الاستثمارية التي تتسم بها تلك النوعية من الصناديق في السوق المصرية، حيث الميل نحو الاستثمار في الصناديق المفتوحة بدل الاستثمار في الصناديق المغلقة، فإن المخاطرة غير المنتظمة التي لا يأخذها مؤشر ترينور في الحسبان سوف تكون مرتفعة في حالة الصناديق المفتوحة لو تم ترجيح عوائد تلك النوعية من الصناديق بالمخاطرة الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة).

5- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها:

بعد القيام بالعمليات الحسابية تم التوصل إلى ما يلي

- تم التوصل سابقا إلى المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال فترة الدراسة بلغ 15.52 % .
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الإسلامية من بين أربعة (4) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 29.20%.
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق المتوازنة من بين ثمانية (8) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 12.76 % .
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الأسهم من بين أربعة عشر (14) صندوق خلال فترة الدراسة بلغ 16.24 %.
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق السندات من بين ستة (6) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 11% .

- مع العلم بأن متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 % .

- وبلغت متوسط قيمة المخاطرة المنتظمة (معامل بيتا) بالنسبة إلى :

- الصناديق الإسلامية : 27.91 - الصناديق المتوازنة : 16.24

- صناديق الأسهم : 20.39 - صناديق السندات : 8.70

الجدول رقم (06) :

نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها

الترتيب	نوعية الصناديق	متوسط العائد	مؤشر ترينور
M	المؤشر العام لسوق الصناديق	15.52 %	37.67 %
01	الصناديق الإسلامية	29.20 %	73.30 %
02	الصناديق المتوازنة	12.76 %	24.75 %
03	صناديق الأسهم	16.24 %	36.78 %
04	صناديق السندات	11 %	25.98 %

المصدر: من إعداد الباحث

لقد جاءت في المرتبة الأولى الصناديق الاستثمارية الإسلامية من حيث متوسط العائد وقد بلغ 29.20% مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى، وبهذا العائد حققت عائد إضافي إيجابي كبير من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرت بـ 73.30 وحدة عائد، ويرجع ارتفاع الربحية الذي استطاعت الصناديق الاستثمارية الإسلامية في السوق المصرية إلى طبيعة المجتمع المصري بأنه غالبية مسلم من جهة ومن جهة ثانية أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالنسبة للعون الاقتصادي أكثر أمانا من حيث التنوع ومن حيث شفافية البيانات المقدمة من طرفها. كما أن مديري الصناديق الاستثمارية الإسلامية تعتبر شخصيات اقتصادية مرموقة في المجتمع المصري على غرار، وتعتبر خبرة وكفاءة مدير الاستثمار لأي صندوق عامل أساسي ومحدد لأدائه، فكلما زادت خبرة وكفاءة مدير الاستثمار كلما كان أداء الصندوق أفضل، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط ما بين كفاءة وخبرة مديري الاستثمار و نتائج العوائد التي حصلت عليه أداء الصناديق، وكلما كان الأداء أكبر كانت التكاليف قليلة جدا، مما يجعل الاستقطاب الكبير من الجمهور على هذه الصناديق. وهذا ما لاحظناه في الصناديق الإسلامية بدرجة كبيرة رغما أن المخاطرة المنتظمة جاءت كبيرة حيث قدرت بـ 0.28 مقارنة بالمؤشر العام للصناديق الاستثمارية حيث قدرت المخاطرة المنتظمة فيه بـ 0.18 .

كما جاءت صناديق الأسهم في المرتبة الثانية من حيث متوسط العائد والذي بلغ 16.24 % وبهذه النتيجة استطاعت صناديق الأسهم أن تحقق عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة 35.09 وحدة عائد وهي نسبة إيجابية مقارنة بالصناديق الأخرى

ومما سبق يمكن القول أن نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مختلف مؤشرات سوق صناديق الاستثمار المصرية تعطي صورة واضحة لتقييم سوق صناديق الاستثمار المصري بصفة عامة وتقييم سوق كل نوعية من أنواع الصناديق الموجودة به، حيث جاءت نتائج التطبيق موافقة لما هو متوقع وفقا للطبيعة الاستثمارية الخاصة بكل نوعية من أنواع الصناديق في السوق. وتبين النتائج أن العائد الإضافي المرجح بالمخاطرة المنتظمة الذي استطاع سوق صناديق الاستثمار المصرية ككل تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة بلغ 18 وحدة عائد، وهو معدل مرتفع للربحية المعدلة بالمخاطرة ويعكس حجم المكاسب التي استطاعت سوق صناديق الاستثمار المصرية تحقيقها خلال فترة الدراسة وتختلف عوائد كل سوق من أسواق الصناديق من كل

وحدة مخاطرة منتظمة، وجاءت الصناديق الإسلامية في المقدمة بنحو 107.67 وحدة عائد وتليها الصناديق المتوازنة بنحو 39.95 وحدة عائد ثم صناديق الأسهم بنحو 35.09 وحدة عائد، وفي الأخير جاءت صناديق السندات ذات الدخل الثابت بنحو 30.10، وهو ما يشير إلى ربحية السوق ككل خلال فترة الدراسة.

ويرجع ارتفاع عوائد سوق الصناديق المصرية المرححة بالمخاطرة المنتظمة بالدرجة الأولى إلى انخفاض قيمة المخاطرة المنتظمة التي تعرض لها سوق الأوراق المالية المصرية على الرغم من التغيرات الاقتصادية القوية التي شهدتها تلك الفترة التي أعقبت تحرير سعر الصرف والتذبذب الذي شهده قبل استقراره بداية من عام 2005 بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم ومجموعة العوامل السياسية التي شهدتها منطقة الشرق الأوسط سواء فيما يتعلق بحرب العراق أو لبنان فوجد أن البورصة المصرية لم تتأثر كثيرا بتلك الأحداث وشهدت فترات كبيرة على خلفية الإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد المصري وانعكست على مؤشرات الكلية خلال عامي 2005 و 2006 .

ومن ناحية أخرى يرجع ارتفاع ربحية سوق الصناديق المصرية بمختلف أنواعها وفقا لنتائج تطبيق مؤشر ترينور إلى طبيعة المؤشر نفسه والتي تفترض أن محفظة الأوراق المالية لا تتعرض سوى للمخاطرة المنتظمة وأن هناك تنوع كامل للمحفظة يؤدي إلى اختفاء المخاطرة غير المنتظمة أي اقتصار المخاطرة الكلية على المخاطرة المنتظمة فقط، وبالتالي من المتوقع أن تختلف في حالة تطبيق مؤشر شارب حول معدلات العوائد المرححة بالمخاطرة الكلية لسوق صناديق الاستثمار المصرية.

خلاصة البحث:

أثبتت الدراسة أن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم ارباحه مع تقليل المخاطر لأقل درجة وتقليل التكاليف، فلقد ساعدت الصناديق المدخر الصغير والذي ليس لديه المال الكافي والخبرة في دخول البورصة في تحقيق عائد مناسب من الارباح، وذلك من خلال مديري الاستثمار ذو الخبرة المتخصصة في هذا المجال، وأيضاً قدرة هذه الصناديق على انشاء محفظة استثمار متنوعة تنوعاً كافياً، مما يقلل من المخاطر، مما يجعل الاستثمار في هذه الصناديق أكثر أماناً واستقراراً من الاستثمار في مجالات أخرى.

كما تعتبر تجربة مصر الناجحة في تنفيذ برنامج الخصخصة وتطوير سوق المال عن طريق تجربة صناديق الاستثمار التي اعتبرت تجربة فريدة ومتميزة من حيث اهدافها وإنجازها. ولقد شهد بهذا النجاح الكثير من المستثمرين والهيئات والمؤسسات الدولية التي تعني بتقييم الأداء الاقتصادي لبلدان العالم، ولقد أدى هذا النجاح إلى تحقيق نتائج جد إيجابية بالنسبة للبورصة من جهة وبالنسبة للاقتصاد الوطني من جهة أخرى.

وبعد تطبيق مؤشر ترينور على صناديق الاستثمار المصرية العاملة في البورصة المصرية خلال الفترة 2005-2011 وبعد تطبيق مؤشر ترينور من أجل تقييم أداء صناديق الاستثمار وجدنا أن هذا المؤشر يوضح بصورة جلية وبسيطة للعامة كيفية إنتقاء وإختيار الورقة المالية من حيث العائد والمخاطرة .

ونظراً لأهمية الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار للاقتصاد الوطني، فقد أوجد المشرع نظاماً جديداً لإدارة تلك الصناديق وأسماها مدير الاستثمار وحدد الشروط الواجب توافرها في هذا المدير وكذلك وضع المحاذير التي يحظر عليه القيام بها، وذلك ضماناً لحقوق حملة الوثائق والجهة المنشئة للصندوق والاقتصاد الوطني ككل، وتخضع صناديق الاستثمار بنوعها " المفتوحة والمغلقة" إلى رقابة الهيئة العامة لسوق المال، كما تخضع صناديق الاستثمار المفتوحة إلى رقابة البنك المركزي أيضاً.

وقد أثبتت صناديق الاستثمار نجاحها النسبي في السوق المصرية " مع الأخذ في الاعتبار ضآلة حجم الأموال المستثمرة بها نسبيا" في جميع مراحلها التي مرت بها من انتعاش وأزمة وتصحيح وتراجع، حيث أنه بالرغم من انخفاض الأسعار في بعض الفترات لأنها تعتبر أفضل وسيلة للاستثمار في الأوراق المالية، وأدائها يعتبر أفضل أداء مقارنة بأداء السوق خاصة صناديق الاستثمار الإسلامية. والتي أعتبرها أمل في الجزائر.

الهوامش

- 1 - عز الدين خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، إدارة البحوث والتطوير، مجموعة دلة البركة، ص: 13-14
- 2 - مؤسسة نيهومباشي كابايا، ندوة الودائع الاستثمارية في اليابان، طوكيو، اليابان، 1989، ص: 1-2
- 3 - مؤسسة النقد السعودي، الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مطبوعات مؤسسة النقد السعودي، الرياض، 1994، ص: 74
- 4 - عطية عبد الحليم صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، برنامج ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، السبت 1997/3/22، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ص: 21
- 5 - هشام أحمد عبد الحفي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 2011، ص: 53.
- 6 - عز الدين خوجة، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، مطبوعات مجموعة دلة البركة، جدة، 1994، ص: 24
- 7 - علي محمد نجم، سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ندوة المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 1995، ص: 49.
- 8 - جاسم عبد الكريم، الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1997/1417، ص: 8-9
- 9 - هشام أحمد عبد الحفي، مرجع سبق ذكره، ص: 59
- 10 - حسبت بواسطة الباحث من خلال بيانات البنك المصري، تقارير سنوية (2005-2011).